

荣盛发展 (002146)

推荐

行业：房地产开发

销售及资金状况改善可期，战略聚焦京津冀

公司公布 2014 年年报，实现营业收入 231 亿元 (+21%)，净利润 32 亿元 (+11%)，EPS1.70 元，ROE26.08%，同比减少 4.4 个百分点；拟每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)，送红股 4.5 股，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5.5 股。

投资要点：

- 收入增速放缓且毛利率下滑，导致业绩增速放缓。(1) 14 年二三线城市低迷使公司当期销售增速放缓，并影响了当期结算，收入增速 21%，与过去 3 年 40% 以上的高增速相比明显降低。(2) 毛利率下滑 2.1 个百分点至 33.3%，其中房地产结算毛利率下滑 2.3 个百分点至 32.8%，结算均价 6264 元/平米，同比上涨 7%，土地等成本涨幅更高致毛利率不升反降。(3) 三费占比 5.9%，同比略升 0.1 个百分点，维持较好水平，不可资本化借款增多导致财务费用增加较多。
- 受 14 年二三线城市低迷影响，销售增速放缓，资金压力上升，新开工及拿地均减少。实现签约销售 283 亿元 (+5%)，销售均价 6060 元/平米 (-2%)，销售回款 248 亿元 (+1%)；年末净负债率 129%，较年初上升 11 个百分点，现金-短债缺口 94 亿元，较年初增加 38 亿元；全年实现新开工面积 446 万平 (-27%)，新获取项目建面 259 万平 (-55%)。
- 预计 15 年受益于楼市回暖，公司销售有望明显改善；公司拟注册发行 49 亿元中票及定增募资 57 亿元，在上市房企融资放开的背景下我们认为成功实施的可能性大，资金状况有望显著改善，发展将再度加快。15 年公司计划销售回款 305 亿元 (+23%)，新开工 449 万平 (+1%)，新获取项目建面 750 万平 (+190%)。
- 发挥自身优势顺势而为，战略聚焦京津冀区域。公司总部位于廊坊，现有储备中(不包括意向项目)河北省占比 1/4，廊坊占比 10%。14 年初以来在霸州、香河、廊坊市区等地招拍挂拿地 1539 亩，通过签订合作协议等方式初步锁定廊坊新兴产业示范区、香河县、永清县的三个项目共计 1.35 万亩，为后续发展抢占先机。
- 预计 15-17 年 EPS1.95/2.26/2.63 元，PE9.7/8.4/7.2 倍，RNAV11.99 元。公司作为二三线城市普通住宅开发龙头，在持续降准降息及政策放松带来楼市回暖的背景下，销售有望明显改善；拟注册发行 49 亿元中票及定增募资 57 亿元，资金状况有望显著改善，且市值管理动力提升，年报“高送转”释放信号；此外，公司还显著受益于京津冀一体化，旗下房地产基金拟在新三板挂牌。考虑到行业整体估值水平的提升及公司基本面改善预期，提升 6-12 个月目标价至 23 元，对应 15 年 PE12 倍，维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	23119	27806	33791	41425
收入同比(%)	21%	20%	22%	23%
归属母公司净利润	3232	3712	4305	5010
净利润同比(%)	11%	15%	16%	16%
毛利率(%)	33.3%	32.0%	31.0%	30.0%
ROE(%)	23.3%	21.1%	19.7%	18.6%
每股收益(元)	1.70	1.95	2.26	2.63
P/E	11.13	9.69	8.35	7.18
P/B	2.59	2.04	1.64	1.34
EV/EBITDA	12	10	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

署名：张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 23.0

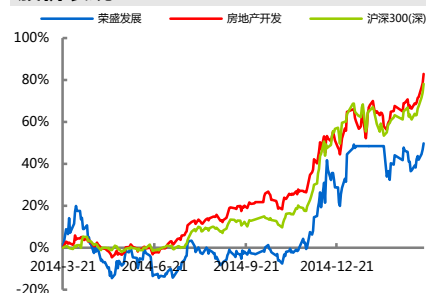
当前股价： 18.9

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,905
流通股本(百万股)	1,675
总市值(亿元)	310
流通市值(亿元)	273
成交量(百万股)	38.14
成交额(百万元)	617.57

股价表现



相关报告

《荣盛发展-受益政策放松，销售及资金状况将好转》2014-10-23

《荣盛发展-销售有望改善，战略聚焦京津冀》2014-08-19

《荣盛发展-战略聚焦环北京，发展空间提升》2014-07-31

风险提示：销售低于预期及高杠杆的财务风险；中票发行、定增审批结果及进程的不确定性；京津冀一体化进程低于预期；合作框架协议项目能否实际获取存在一定的不确定性。

附：公司 2014 年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

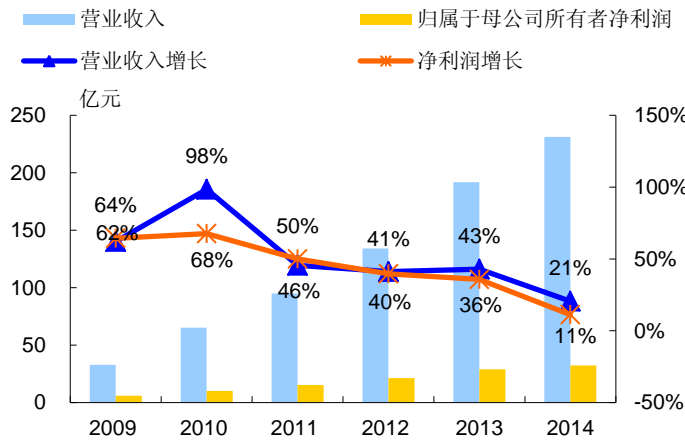


图 2：EPS 和 ROE

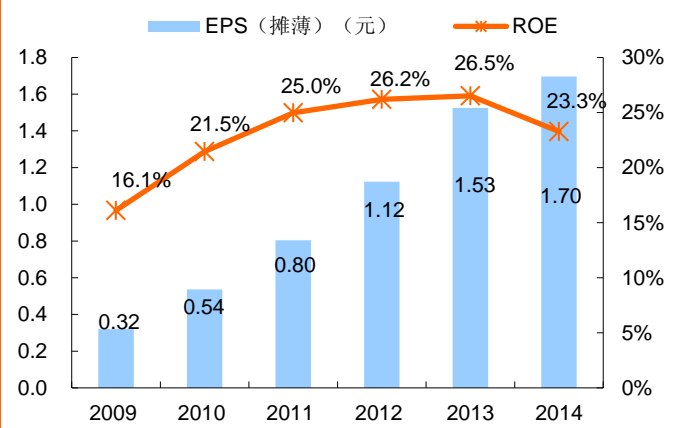


图 3：综合毛利率和净利率

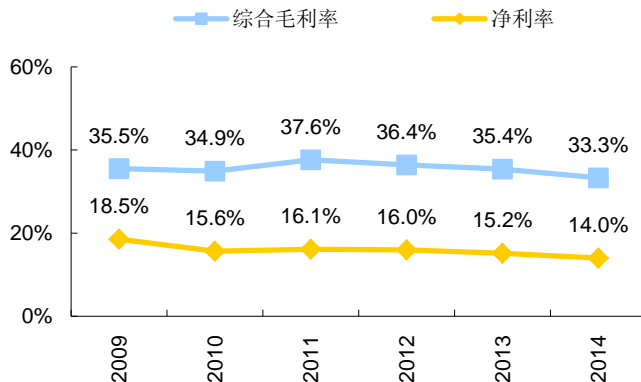


图 4：三费水平

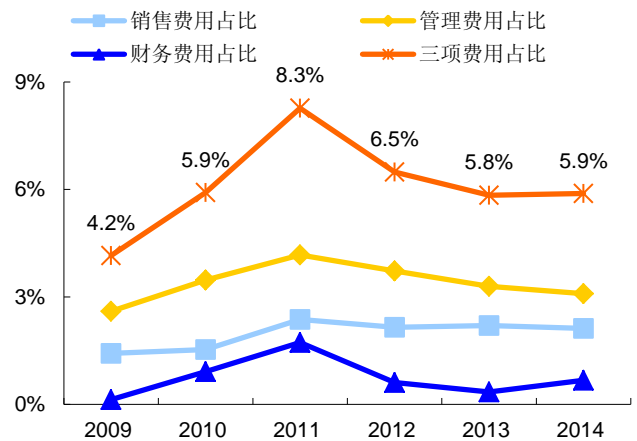


图 5：货币资金与短期负债

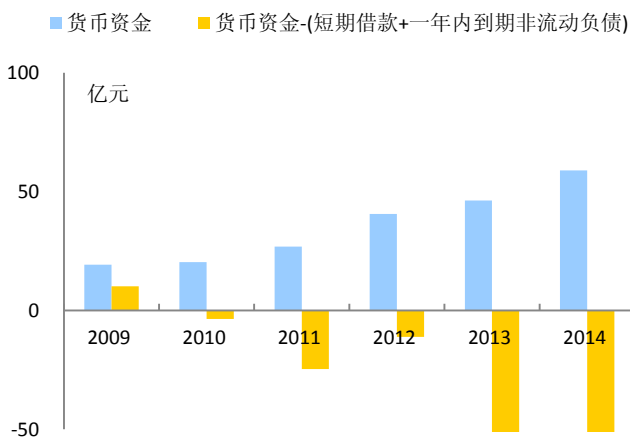
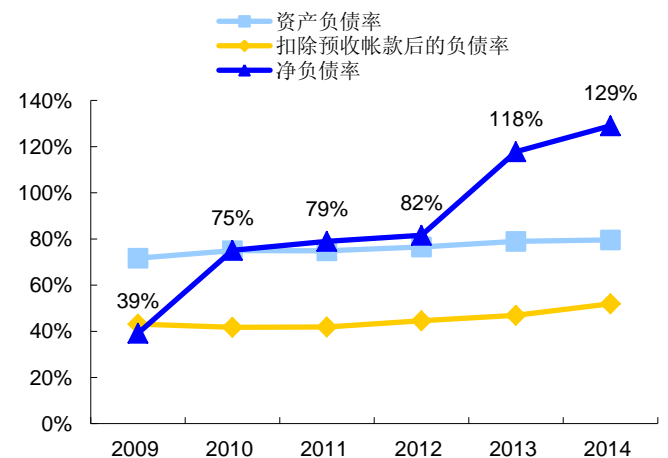


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	72507	78472	92999	109053
现金	5887	7146	8448	10356
应收账款	266	266	266	266
其它应收款	8717	8717	8717	8717
预付账款	3561	3561	3561	3561
存货	52016	56724	69948	84093
其他	2060	2058	2058	2059
非流动资产	3285	2413	2270	2120
长期投资	18	0	0	0
固定资产	1052	1038	991	928
无形资产	169	169	169	169
其他	2046	1207	1110	1023
资产总计	75792	80885	95269	111173
流动负债	49583	48696	56447	64941
短期借款	7677	0	191	607
应付账款	8021	8021	8021	8021
其他	33885	40674	48235	56312
非流动负债	10733	12733	14733	16733
长期借款	10549	12549	14549	16549
其他	184	184	184	184
负债合计	60317	61429	71180	81674
少数股东权益	1588	1857	2183	2584
股本	1905	1905	1905	1905
资本公积	1547	1547	1547	1547
留存收益	10435	14147	18453	23462
归属母公司股东权益	13888	17600	21905	26915
负债和股东权益	75792	80885	95269	111173

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-1661	6444	-572	-116
净利润	3455	3981	4632	5410
折旧摊销	139	104	107	108
财务费用	156	204	279	361
投资损失	-16	0	0	0
营运资金变动	-5474	2155	-5591	-5996
其它	79	0	-0	-0
投资活动现金流	-1299	695	-37	-31
资本支出	119	0	0	0
长期投资	-635	-726	6	0
其他	-1815	-31	-31	-31
筹资活动现金流	2659	-5881	1911	2055
短期借款	3119	-7677	191	417
长期借款	1487	2000	2000	2000
普通股增加	14	0	0	0
资本公积增加	87	0	0	0
其他	-2048	-204	-279	-361
现金净增加额	-299	1259	1302	1909

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	23119	27806	33791	41425
营业成本	15420	18908	23316	28998
营业税金及附加	1781	2085	2467	2941
营业费用	491	584	676	829
管理费用	715	834	1014	1243
财务费用	156	204	279	361
资产减值损失	81	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	16	0	0	0
营业利润	4491	5190	6040	7054
营业外收入	51	0	0	0
营业外支出	36	0	0	0
利润总额	4505	5190	6040	7054
所得税	1050	1209	1407	1644
净利润	3455	3981	4632	5410
少数股东损益	224	269	327	400
归属母公司净利润	3232	3712	4305	5010
EBITDA	4786	5498	6426	7524
EPS (元)	1.70	1.95	2.26	2.63

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	20.6%	20.3%	21.5%	22.6%
营业利润	10.1%	15.6%	16.4%	16.8%
归属于母公司净利润	11.2%	14.9%	16.0%	16.4%
获利能力				
毛利率	33.3%	32.0%	31.0%	30.0%
净利率	14.0%	13.3%	12.7%	12.1%
ROE	23.3%	21.1%	19.7%	18.6%
ROIC	10.5%	13.1%	13.1%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	79.6%	75.9%	74.7%	73.5%
净负债比率	42.87	32.85	31.43	30.35
流动比率	1.46	1.61	1.65	1.68
速动比率	0.41	0.45	0.41	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.35	0.38	0.40
应收账款周转率	113	97	118	145
应付账款周转率	2.36	2.36	2.91	3.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.70	1.95	2.26	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.87	3.38	-0.30	-0.06
每股净资产(最新摊薄)	7.29	9.24	11.50	14.13
估值比率				
P/E	11.13	9.69	8.35	7.18
P/B	2.59	2.04	1.64	1.34
EV/EBITDA	12	10	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-23	《荣盛发展-受益政策放松，销售及资金状况将好转》
2014-08-19	《荣盛发展-销售有望改善，战略聚焦京津冀》
2014-07-31	《荣盛发展-战略聚焦环北京，发展空间提升》
2014-03-19	《荣盛发展-布局升级，京津冀一体化带来新机遇》
2013-10-23	《荣盛发展-成长性突出，杠杆高，关注再融资进展》
2013-08-14	《荣盛发展-业绩大幅增长，拓展积极，成长性突出》
2013-06-03	《荣盛发展-步入新一轮高速扩张期，成长性突出》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

张 岩,中国中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学经济学院金融学专业,经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434