

荣盛发展

拿地聚焦二线城市和京津冀区域

调整结算进度和盈利预测

14年公司实现收入231亿元，实现归母净利润32.3亿，略低于瑞银之前预期。由于结算进度低于预期，我们调整了部分项目结算进度和价格，从而使公司2015-17年归母净利润由48.1/57.8/45.7亿元调整为41.6/48.0/51.8亿元，调整幅度分别-14%/-17%/13%。

拿地策略由三线向二线城市推进，频频获得高毛利率项目

我们发现公司拿地重心开始向二线城市和京津冀区域的廊坊调整，近3年在此类城市拿地金额分别占比全部金额的30%/61%/77%，公司已经在调整土地储备结构，并且我们测算发现，公司在廊坊和二线城市新拿项目的毛利率分别高达48%和41%，远高于14年公司整体结算毛利率33%的水平。

较强执行和成本控制能力有助公司净利润率相对稳定

公司项目所处城市拿地楼板价占售价比重多年低于30%，从而使公司房地产结算毛利率仍能达到33%，高于行业水平。公司持续的严格成本控制使三项费用常年低于6%，使归母净利润率能够维持在14%的位置，下降幅度小于行业水平。

估值：上调目标价至23.98元，将评级自买入调整为中性

我们将15-17年的EPS自2.56/3.08/2.43元调整为2.18/2.52/2.72元。我们参考瑞银覆盖地产股加权平均估值水平，基于公司2015年11倍PE，得到新目标价23.98元（原目标价20.48元基于2015年8倍PE推导）。目前股价对应15年PE10.5倍，高于近4年8倍均值，相对NAV折价26%。近4年Forward PE7.2倍，目前股价对应Forward PE9.4倍，大于均值一个标准差，我们认为公司拿地聚焦二线和京津冀的策略已反映在估值中，将评级自买入调整为中性。

Equities

中国

房地产业

12个月评级 **中性**
之前: 买入

12个月目标价 **Rmb23.98**
之前: Rmb20.48

股价 **Rmb23.16**

路透代码: 002146.SZ 彭博代码 002146 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb23.59-9.40

市值 Rmb43.5十亿/US\$7.00十亿

已发行股本 1,876百万 (ORDA)

流通股比例 23%

日均成交量(千股) 43,527

日均成交额(Rmb百万) Rmb816.7

普通股股东权益(12/15E) Rmb17.8十亿

市净率(12/15E) 2.5x

净债务/EBITDA 4.1x

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/15E	2.56	2.18	-14.73	2.22
12/16E	3.08	2.52	-18.22	2.50
12/17E	2.43	2.72	11.76	2.45

丁晓

分析师

S1460515010001

xiao.ding@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

重要数据(Rmb百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	13,415	19,171	23,119	26,485	30,330	32,179	32,195	32,222
息税前利润(UBS)	2,894	4,179	4,712	5,990	7,084	7,847	7,548	7,694
净利润(UBS)	2,185	2,956	3,232	4,161	4,801	5,182	5,206	5,215
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.17	1.58	1.70	2.18	2.52	2.72	2.73	2.74
每股股息(Rmb)	0.15	0.15	0.15	0.28	0.33	0.35	0.36	0.36
现金/(净债务)	(7,746)	(14,703)	(19,971)	(24,295)	(22,284)	(20,828)	(22,460)	(28,383)
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	21.6	21.8	20.4	22.6	23.4	24.4	23.4	23.9
ROIC(EBIT)(%)	19.4	18.9	15.1	15.1	15.8	16.4	14.4	12.6
EV/EBITDA(core)x	9.1	9.0	8.3	11.2	9.7	8.6	8.9	9.2
市盈率(UBS,稀释后)(x)	8.7	8.6	6.4	10.6	9.2	8.5	8.5	8.5
权益自由现金流(UBS)收益率%	(7.3)	(19.3)	(8.8)	(4.1)	12.8	12.0	3.9	(5.7)
净股息收益率(%)	1.5	1.1	1.4	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2015年04月10日20时57分的股价(Rmb23.16)得出;

投资主题

荣盛发展

投资理由

荣盛发展成本和费用控制能力强，因此虽然销售均价显著低于 A 股主要上市开发商，但公司房地产结算毛利率和净利润率却分别保持在 33%/14% 以上，高于行业平均水平。公司执行能力强，项目周转速度快，因此资本回报率显著高于行业平均水平。但公司将土地结构向二线城市和京津冀聚焦的策略对于公司未来业绩的具体贡献仍需要继续紧密跟踪后续销售，三线城市项目是否有潜在资产减值也需观察。公司目前股价对应 Forward PE9.4 倍，大于近 4 年均值一个标准差，我们认为公司乐观的增长前景已反映在估值中。我们基于 2015 年 11 倍市盈率得到目标价 23.98 元。

乐观情景

如果住房信贷环境较为宽松，或政府采取更加支持自住需求的措施，公司业务所在城市的住房需求可能好于预期，我们估算公司 2015 年销售额或将超预期，PE 估值可能提升，每股估值达 34.88 元。

悲观情景

如果宏观经济环境恶化，公司业务所在城市的住房需求走弱，我们估算公司 2015 年的销售额增速可能不达预期，PE 估值可能降低，每股估值 19.5 元。

近期催化剂

可能的股价催化剂包括 1) 若公司业务所在的三四线城市商品房销售情况好于预期；2) 若京津冀一体化在未来出现重要进展。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb23.98

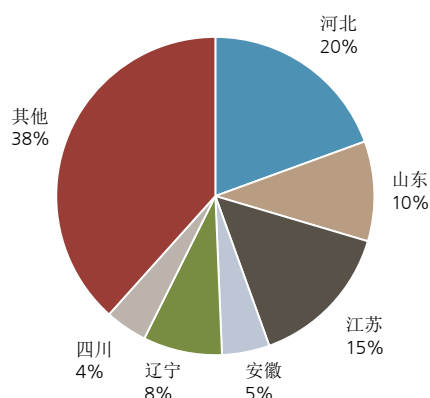
公司简介

荣盛发展主要在二三线城市开发商品住宅，产品定位在中低端市场，中小户型普通商品房在其产品结构中的占比超过 90%。公司业务主要集中在环渤海地区，目前已在全国 20 余个二三线城市有房地产项目。公司 2014 年实现销售面积为 467 万平方米、销售金额为 283 亿元。此外，公司也从事旅游地产开发、酒店经营和物业管理，但这些业务对公司营业收入的贡献不足 4%。

行业展望

南京、成都、沈阳等二线城市的商品房供需情况正在改善，土地市场的竞争也不如一线城市激烈。廊坊、邯郸、聊城等三线城市的市场规模虽然较小，但入驻的大型开发商也较少。我们认为，中型开发商能够在上述两类城市中找到充足的发展空间。具有成本优势、能够提供低总价住宅产品的开发商在这些城市具有竞争优势。

收入按地区分布,2014 (%)



来源: 公司数据

各类业务的 EBIT

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
房地产开发	4,012	4,480	5,676	6,611	7,268
物业管理	9	3	4	5	6
酒店经营	90	97	119	200	199
其他业务	67	132	190	268	373
息税前利润	4,179	4,712	5,990	7,084	7,847

来源: 公司数据、瑞银估算

一、调整结算进度和盈利预测

2014 年公司实现结转收入 231 亿元，同比增长 20%，结转项目面积 356 万平方米，同比增长 11.6%。实现归母净利润 32.3 亿，略低于瑞银之前预期。

由于销售增速低于预期导致结算进度放缓，我们调整了对公司未来三年结算面积、结算均价及结算毛利率的判断，从而调整了公司未来三年盈利预测。

我们将 15/16/17 年房地产项目结算面积由 500/618/509 万平方米下调为 424/463/502 万平方米，并调整了部分项目结算价格，从而使公司收入由 295/406/290 亿元调整为 265/303/322 亿元，分别调整-10%/-25%/11%，房地产结算毛利率由 36%/32%/34%调整为 36%/36%/38%，归母净利润由 48.1/57.8/45.7 亿元调整为 41.6/48.0/51.8 亿元，分别调整-14%/-17%/13%。

从具体项目看，重点的结算调整为，调低了 15/16 年唐山湖畔郦舍/沈阳紫提东郡/南京莉湖春晓等项目的结算面积，同时也更新了部分项目的结算均价，之前对部分项目销售均价预期过于保守，例如将南京龙湖半岛价格自 5500 元/平米调高至 8000 元/平米，将盘锦盛锦花都价格自 4000 元/平米上调至 5000 元/平米，将蚌埠香榭兰庭自 5000 元/平米调高至 6500 元/平米。

图表 1: 未来三年盈利预测调整明细表

项目	年	调整前	调整后	变化幅度
房地产结算金额 (亿)	2015 年	285.5	254.2	-11%
	2016 年	393.7	289.6	-26%
	2017 年	274.2	304	11%
房地产结算面积 (万平方米)	2015 年	500	424	-15%
	2016 年	618	463	-25%
	2017 年	509	502	-1%
房地产结算均价 (元/平米)	2015 年	5710	5995	5%
	2016 年	6371	6255	-2%
	2017 年	5387	6056	12%
房地产结算毛利率	2015 年	36%	36%	0%
	2016 年	32%	36%	13%
	2017 年	34%	38%	12%

来源: 瑞银证券估算

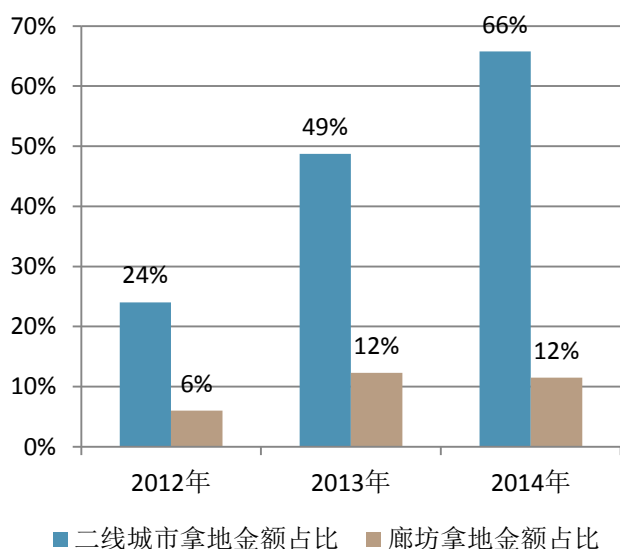
二、拿地策略由三线向二线城市推进，频频获得高毛利率项目

公司估值近年持续低于行业平均水平，主要因为项目位于三线城市，市场近年持续担忧公司将受困于三线城市的高库存。但根据国土资源部和住建部 3 月 27 日的通知，住宅和土地供应较大的城市的地方政府可以采取减少甚至暂停土地供应，虽然无法短时间内迅速改变三线城市住宅高库存的问题，但缓解了购房者对于三线城市房价下跌的心理预期，未来伴随需求缓慢释放，我们预计公司项目去化速度将加快。

同时我们发现公司拿地重心开始向二线城市和京津冀区域的廊坊调整，12年至14年在此类城市拿地金额分别占比全部金额的30%/61%/77%，其中二线城市（成都、沈阳、长沙、济南）的拿地金额占比提升迅速，分别为24%/49%/66%，同时公司提高了公司所在地廊坊市的拿地占比，分别提升至6%/12%/12%。

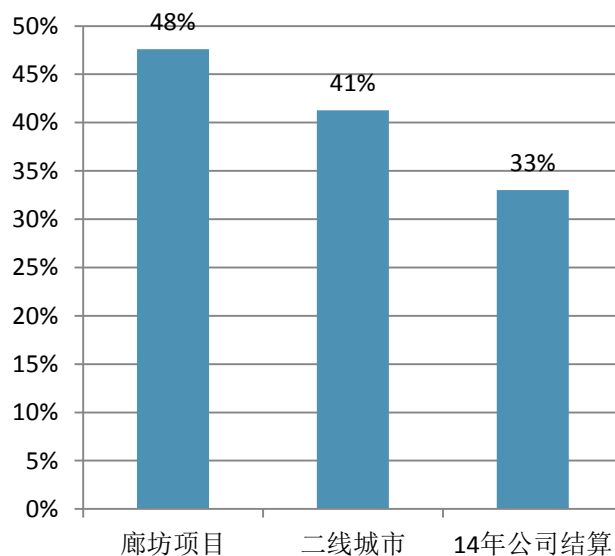
我们对近3年公司在二线城市和廊坊新拿土地的毛利率进行了测算，发现公司拿地能力出众，二线城市拿地平均楼板价仅2197元/平米，毛利率可达41%，而廊坊项目楼板价仅1405元/平米，毛利率高达48%，相比公司14年结算毛利率33%，这些项目盈利能力很强。

图表 2: 近 3 年在二线城市和廊坊拿地金额占比



来源: 公司公告

图表 3: 分区域拿地项目毛利率与公司结算毛利率对比

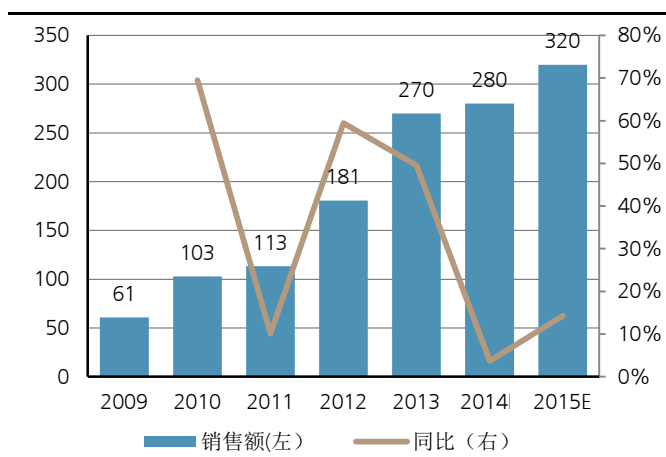


来源: 公司公告, 瑞银证券估算

三、超强执行和成本控制能力有助公司净利润率长期稳定

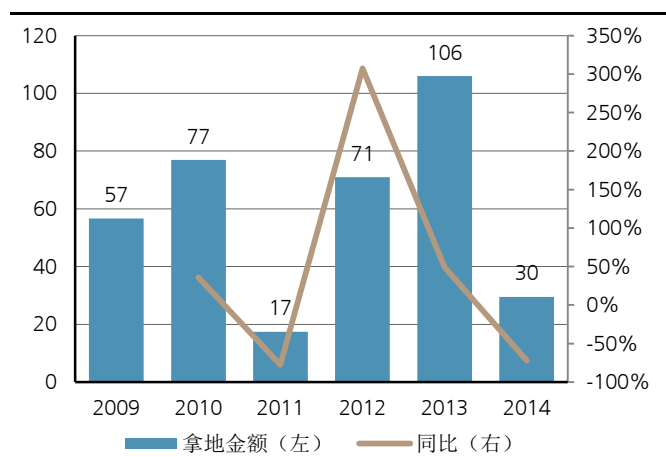
我们观察公司近年销售额增速稳定，即便在三线城市处境艰难的2014年，公司销售额达283亿，销售面积达467万平米，仍分别同比增长4.8%和6.8%，充分说明了公司可以凭借较强的执行能力在不利的市场环境下取得增长。

图表 4: 公司年销售额 (亿)



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

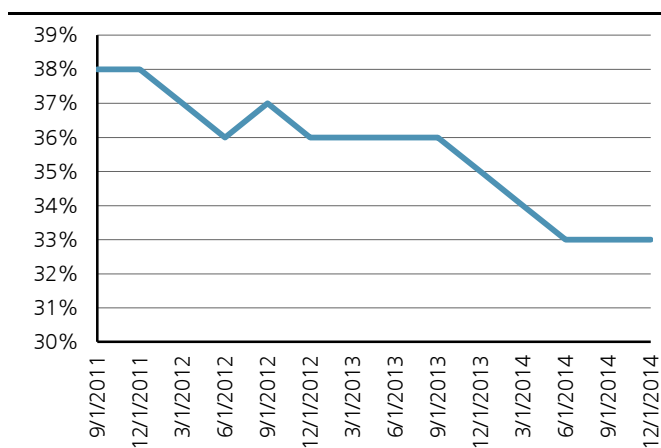
图表 5: 公司年拿地金额 (亿)



来源: 公司数据

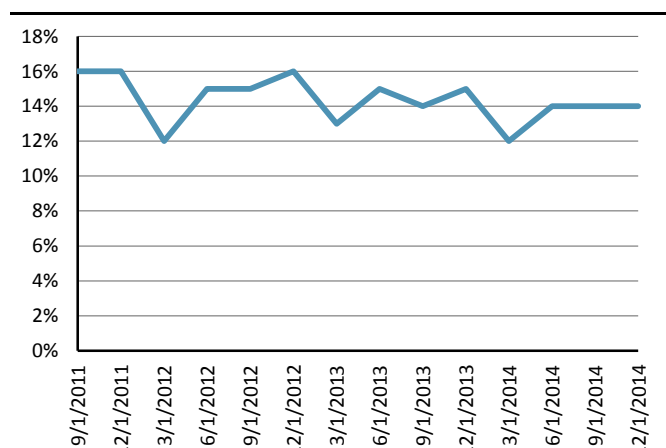
同时公司毛利率虽同样下滑, 但由于所处城市拿地楼板价占售价比重多年低于 30%, 从而使公司房地产结算毛利率仍能达到 33%, 高于行业水平。再加上公司持续的严格成本控制, 三项费用常年低于 6%, 使归母净利润率能够维持在 14% 的位置, 下降幅度小于行业水平。

图表 6: 公司房地产结算毛利率



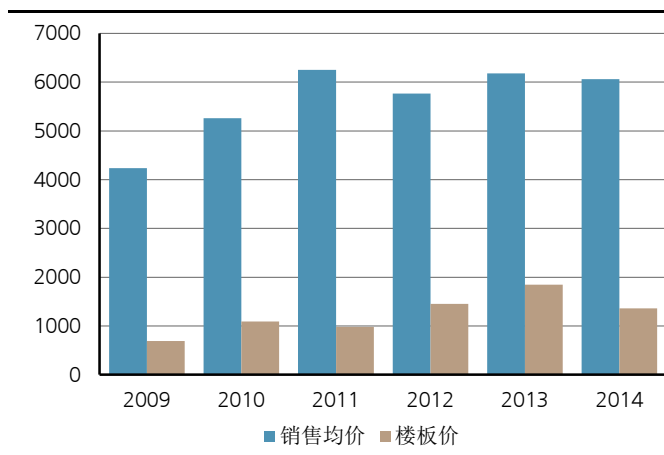
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 7: 公司归母净利润率



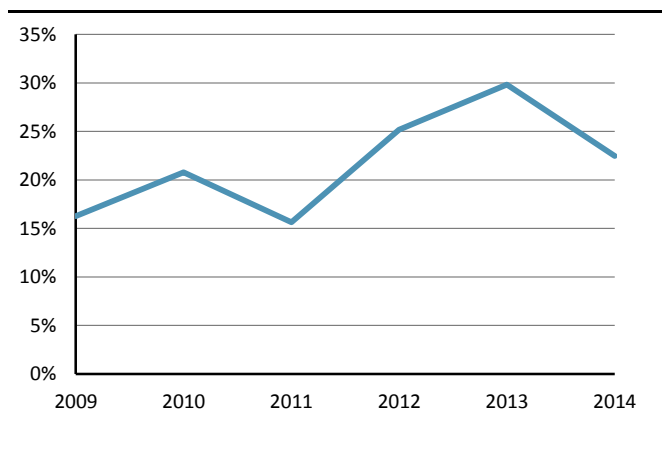
来源: 公司数据

图表 8: 公司销售均价及楼板价 (元/平米)



来源: 公司数据

图表 9: 楼板价/销售均价



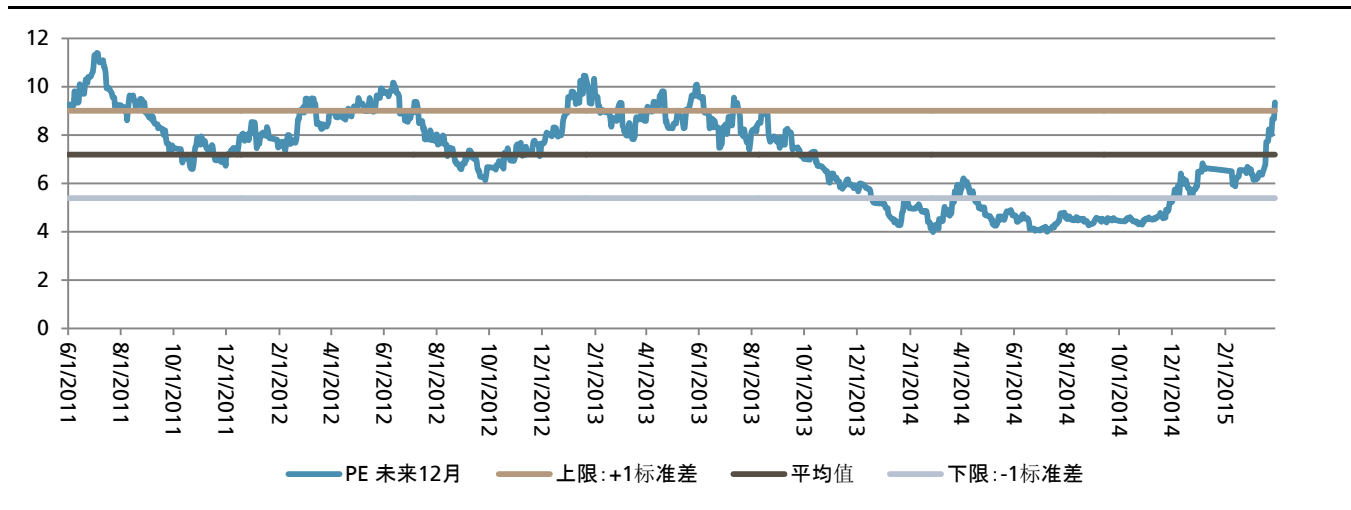
来源: 公司数据

四、估值: 上调目标价至 23.98 元, 将评级自买入调整为中性

我们将 15-17 年的 EPS 自 2.56/3.08/2.43 元调整为 2.18/2.52/2.72 元, 目前股价相对 2015 年 PE10.5 倍, 高于近 4 年 8.2 倍的均值, 同时股价相对 NAV 仍折价 26%。近 4 年公司 Forward PE7.2 倍, 目前股价对应 Forward PE9.4 倍, 大于均值一个标准差, 我们认为公司拿地聚焦二线的策略和高毛利率项目的获得预期已反映在估值和股价中, 将评级自买入调整为中性。未来我们将重点关注公司利润是否兑现。

我们参考瑞银覆盖地产股加权平均估值水平, 基于公司 2015 年 11 倍 PE, 得到新目标价 23.98 元 (原目标价 20.48 元基于 2015 年 8 倍 PE 推导)。

图表 10: 公司历史 PER 指标



来源: Wind

荣盛发展 (002146.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	13,415	19,171	23,119	26,485	14.6	30,330	14.5	32,179	32,195	32,222
毛利	3,682	5,232	5,918	7,388	24.8	8,685	17.6	9,525	9,227	9,320
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,959	4,261	4,716	5,994	27.1	7,088	18.3	7,852	7,553	7,699
折旧和摊销	(65)	(82)	(4)	(5)	27.7	(5)	4.1	(5)	(5)	(5)
息税前利润(UBS)	2,894	4,179	4,712	5,990	27.1	7,084	18.3	7,847	7,548	7,694
联营及投资收益	(1)	1	(1)	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	24	40	(50)	63	-	0	-	0	0	0
净利息	(82)	(66)	(156)	(353)	-126.3	(548)	-55.1	(629)	(606)	(741)
例外项目(包括商誉)	(45)	(50)	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,789	4,104	4,505	5,699	26.5	6,536	14.7	7,217	6,942	6,953
税项	(624)	(984)	(1,050)	(1,425)	-35.7	(1,634)	-14.7	(1,804)	(1,735)	(1,738)
税后利润	2,166	3,120	3,455	4,274	23.7	4,902	14.7	5,413	5,206	5,215
优先股股息及少数股权	(26)	(214)	(223)	(113)	49.2	(101)	10.9	(231)	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	2,140	2,906	3,232	4,161	28.7	4,801	15.4	5,182	5,206	5,215
净利润(UBS)	2,185	2,956	3,232	4,161	28.7	4,801	15.4	5,182	5,206	5,215
税率(%)	22.4	24.0	23.3	25.0	7.3	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	1.17	1.58	1.70	2.18	28.7	2.52	15.4	2.72	2.73	2.74
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.14	1.55	1.70	2.18	28.7	2.52	15.4	2.72	2.73	2.74
每股收益(UBS, 基本)	1.17	1.58	1.70	2.18	28.7	2.52	15.4	2.72	2.73	2.74
每股股息净值(Rmb)	0.15	0.15	0.15	0.28	89.3	0.33	15.4	0.35	0.36	0.36
每股账面价值	4.37	5.84	7.40	9.32	26.0	11.56	24.0	13.95	16.33	18.71
平均股数(稀释后)	1,871.80	1,876.39	1,905.00	1,905.00	0.0	1,905.00	0.0	1,905.00	1,905.00	1,905.00
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	4,057	4,623	5,887	4,973	-15.5	7,829	57.4	10,214	9,603	4,804
其他流动资产	34,839	52,745	66,620	78,668	18.1	81,072	3.1	82,115	85,962	82,755
流动资产总额	38,895	57,368	72,507	83,641	15.4	88,901	6.3	92,328	95,566	87,559
有形固定资产净值	996	1,078	1,664	1,208	-27.4	1,264	4.7	1,324	1,387	1,453
无形固定资产净值	220	224	230	231	0.4	232	0.4	233	233	234
投资/其他资产	371	735	1,391	1,477	6.2	1,488	0.7	1,499	1,512	1,526
总资产	40,483	59,405	75,792	86,557	14.2	91,884	6.2	95,384	98,698	90,773
应付账款和其他短期负债	18,853	27,336	34,274	37,545	9.5	37,601	0.2	35,347	33,107	19,520
短期债务	5,171	10,264	15,309	13,719	-10.38	14,564	6.16	15,493	16,514	17,638
流动负债总额	24,024	37,600	49,583	51,264	3.4	52,165	1.8	50,840	49,621	37,158
长期债务	6,631	9,062	10,549	15,549	47.4	15,549	0.0	15,549	15,549	15,549
其它长期负债	339	260	184	184	0.0	184	0.0	184	184	184
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	30,994	46,921	60,316	66,997	11.1	67,898	1.3	66,573	65,354	52,891
普通股股东权益	8,172	10,959	13,888	17,762	27.9	22,022	24.0	26,580	31,113	35,651
少数股东权益	1,317	1,525	1,588	1,798	13.2	1,964	9.3	2,231	2,231	2,231
负债和权益总计	40,483	59,405	75,792	86,557	14.2	91,884	6.2	95,384	98,698	90,773
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	2,140	2,906	3,232	4,161	28.7	4,801	15.4	5,182	5,206	5,215
折旧和摊销	65	82	4	5	27.7	5	4.1	5	5	5
营运资本变动净值	(4,450)	(9,423)	(6,937)	(8,777)	-26.5	(2,347)	73.3	(3,297)	(6,088)	(10,380)
其他营业性现金流	1,042	1,699	2,040	2,893	41.8	3,165	9.4	3,387	2,658	2,749
经营性现金流	(1,203)	(4,736)	(1,661)	(1,718)	-3.4	5,623	-	5,277	1,781	(2,411)
有形资本支出	(179)	(151)	(119)	(68)	42.8	(72)	-6.3	(77)	(82)	(87)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(69)	(459)	(1,180)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(248)	(611)	(1,299)	(68)	94.8	(72)	-6.3	(77)	(82)	(87)
已付股息	(224)	(281)	(284)	(286)	-0.7	(541)	-89.3	(624)	(674)	(677)
股份发行/回购	73	170	97	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(641)	(1,448)	(3,686)	(2,252)	38.90	(2,999)	-33.13	(3,120)	(2,658)	(2,749)
债务及优先股变化	3,526	7,523	6,532	3,410	-47.79	844	-75.24	929	1,022	1,124
融资性现金流	2,735	5,965	2,659	872	-67.2	(2,695)	-	(2,816)	(2,310)	(2,302)
现金流量中现金的增加(减少)	1,284	618	(301)	(914)	-203.7	2,856	-	2,385	(610)	(4,799)
外汇/非现金项目	88	(52)	1,565	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	1,372	566	1,264	(914)	-	2,856	-	2,385	(610)	(4,799)

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

荣盛发展 (002146.SZ)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	8.9	8.7	6.4	10.6	9.2	8.5	8.5	8.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	8.7	8.6	6.4	10.6	9.2	8.5	8.5	8.5
股价/每股现金收益	8.4	8.4	6.4	10.6	9.2	8.5	8.5	8.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(7.3)	(19.3)	(8.8)	(4.1)	12.8	12.0	3.9	(5.7)
净股息收益率(%)	1.5	1.1	1.4	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
市净率	2.3	2.3	1.5	2.5	2.0	1.7	1.4	1.2
企业价值/营业收入(核心)	2.0	2.0	1.7	2.5	2.3	2.1	2.1	2.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.1	9.0	8.3	11.2	9.7	8.6	8.9	9.2
企业价值/息税前利润(核心)	9.3	9.1	8.3	11.2	9.7	8.6	8.9	9.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	9.2	9.2	8.5	11.4	9.7	8.6	9.0	9.4
企业价值/运营投入资本	1.8	1.7	1.3	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	18,870	25,372	20,268	43,457	43,457	43,457	43,457	43,457
净债务 (现金)	6,668	11,224	17,337	22,133	23,290	21,556	21,644	25,422
少数股东权益	1,130	1,421	1,557	1,693	1,881	2,098	2,231	2,231
养老金拨备/其他	254	299	222	184	184	184	184	184
企业价值总额	26,923	38,317	39,383	67,467	68,812	67,295	67,516	71,294
非核心资产	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
核心企业价值	26,823	38,217	39,283	67,367	68,712	67,195	67,416	71,194
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	41.2	42.9	20.6	14.6	14.5	6.1	0.0	0.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	33.2	44.0	10.7	27.1	18.3	10.8	-3.8	1.9
息税前利润(UBS)	34.3	44.4	12.8	27.1	18.3	10.8	-3.8	1.9
每股收益(UBS 稀释后)	40.4	34.9	7.7	28.7	15.4	7.9	0.5	0.2
每股股息净值	25.0	0.8	-0.8	89.3	15.4	7.9	0.5	0.2
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	27.4	27.3	25.6	27.9	28.6	29.6	28.7	28.9
息税折旧摊销前利润率	22.1	22.2	20.4	22.6	23.4	24.4	23.5	23.9
息税前利润率	21.6	21.8	20.4	22.6	23.4	24.4	23.4	23.9
净利率 (UBS) 率	16.3	15.4	14.0	15.7	15.8	16.1	16.2	16.2
ROIC (EBIT)	19.4	18.9	15.1	15.1	15.8	16.4	14.4	12.6
税后投资资本回报率	15.1	14.4	11.6	11.3	11.8	12.3	10.8	9.5
净股东权益回报率(UBS)	30.5	30.9	26.0	26.3	24.1	21.3	18.0	15.6
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	2.6	3.5	4.2	4.1	3.1	2.7	3.0	3.7
净债务/总权益 %	81.6	117.8	129.0	124.2	92.9	72.3	67.4	74.9
净债务/(净债务 + 总权益) %	44.9	54.1	56.3	55.4	48.2	42.0	40.2	42.8
净债务/企业价值	28.9	38.5	50.8	36.1	32.4	31.0	33.3	39.9
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	1.3	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
息税前利润/净利息	35.3	62.9	30.2	17.0	12.9	12.5	12.4	10.4
股息保障倍数 (UBS)	7.8	10.4	11.3	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
股息支付率 (UBS) %	12.8	9.6	8.8	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	13,415	19,171	23,119	26,485	30,330	32,179	32,195	32,222
总计	13,415	19,171	23,119	26,485	30,330	32,179	32,195	32,222
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	2,894	4,179	4,712	5,990	7,084	7,847	7,548	7,694
总计	2,894	4,179	4,712	5,990	7,084	7,847	7,548	7,694

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+3.5%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+4.7%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	-3.8%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1)) 公司房地产开发项目主要位于三线城市，因此如果这些城市的商品房需求低于预期，公司的销售业绩可能受到负面影响；2) 公司可能因为房地产市场继续疲弱而面临一定的资金压力。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	43%	33%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	12%	20%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：丁晓

涉及报告中提及的公司的披露

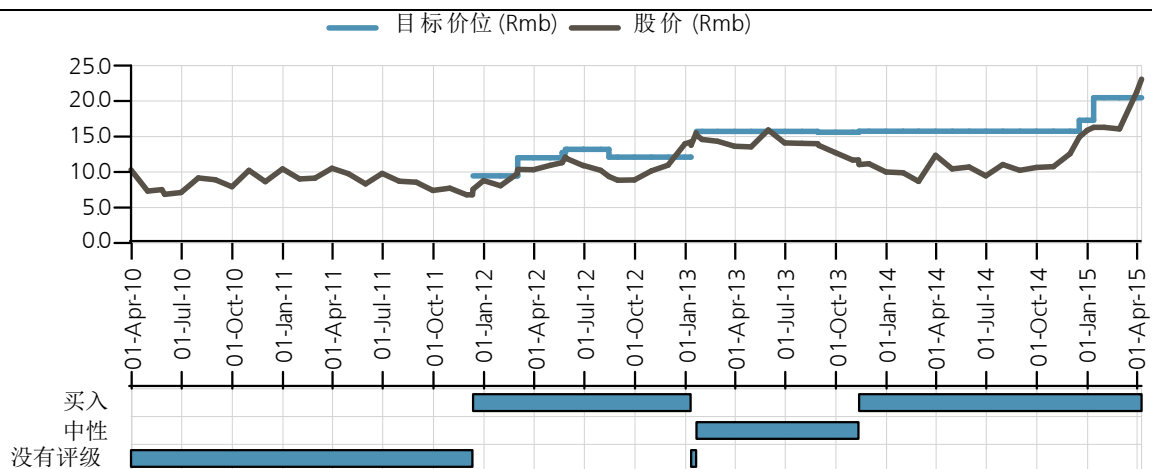
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
荣盛发展	002146.SZ	买入	不适用	Rmb23.08	2015 年 04 月 09 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

荣盛发展 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 4 月 9 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACPR）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构；(ii) 保险公司和投资资本公司；(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发行人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发。UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

