



买入

23%↑

目标价格: 人民币 11.13

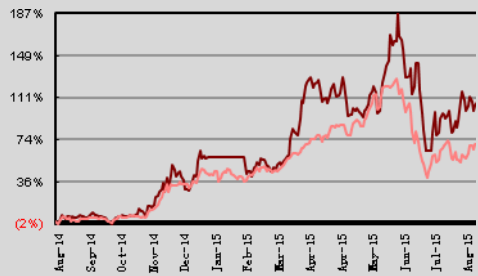
002146.CH

股价: 人民币 9.07

目标价格基础: 15年重估净资产平价

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	24.1	(20.3)	(26.8)	42.5
相对深圳成指	20.8	(9.7)	(1.8)	(5.5)

发行股数(百万)	3,824
流通股(%)	88
流通股市值(人民币 百万)	30,494
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,103
15年末净负债率(%)	83
15年末每股重估净资产值(人民币)	11.13
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	38.56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年8月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

荣盛发展

上半年业绩下降, 京津冀土储进一步扩充

荣盛发展上半年营业收入和净利润分别同比下降10%和25%, 主要源于地产结算较少, 并预告前3季度业绩同比下降0-20%; 销售方面, 上半年销售105亿元, 同比持平, 略弱于行业表现, 但在楼市成交持续回暖背景下, 我们维持公司15年销售预测339亿元, 同比增长20%; 拿地方面, 公司上半年拿地324万平米, 同比增长336%, 完成年初计划43%, 拿地积极, 并依然维持京津冀和大南京的区域布局, 其中, 公司在京津冀区域土储已高达2万亩, 为公司未来该区域内发展建立良好的基础; 此外, 公司也在积极寻找新经济产业, 以期实现业务新突破。我们维持公司2015-16年每股收益预测为1.03元和1.25元, 维持目标价至11.13元, 相当于10.9倍15年市盈率和15年重估净资产平价, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年净利润同比下降25%, 前3季度预告同比小幅下降。上半年营业收入91.5亿元, 同比下降10%, 净利润10.4亿元, 同比下降25%, 合每股收益0.27元; 毛利率为30.1%, 净利率为11.3%, 分别下降2.7和2.2个百分点; 三项费用率由去年上半年6.8%提升至目前7.5%; 业绩下滑主要源于地产结算较少, 上半年竣工153万平米, 结算135万平米, 分别同比下降1%和19%。另外, 预告前3季度业绩同比下降0-20%。
- 上半年销售105亿元、同比持平, 维持15年销售预测339亿元。上半年销售面积168万平米, 同比增长11%, 弱于同期行业表现; 对应销售金额105亿元, 同比持平; 销售均价6,238元/平米, 同比下降10%; 考虑到行业回暖以及公司下半年加大推盘, 我们维持公司15年销售预测为339亿元, 同比增长20%。报告期末, 预收账款205亿元分别锁定15-16年地产预期收入的100%和16%。
- 负债率较高, 中票、定增、公司债将缓解资金压力。报告期末, 资产负债率81.7%, 净负债率164.0%, 提高35个百分点, 略高于行业平均; 手持资金72亿元, 而短债合计192亿元, 短期偿债压力较大; 去年9月公司启动了49亿元的中期票据, 今年2月公告了51亿元的再融资计划, 并于7月获批, 上半年中59亿元公司债也已经成功发行, 并于8月推出30亿元的新一期公司债预案, 公司资金压力将得以缓解。
- 上半年拿地积极, 京津冀土储已高达2万余亩。上半年, 公司拿地324万平米, 同比增长336%, 完成年初计划43%, 主要为南京、廊坊、秦皇岛、黄山等地, 符合公司京津冀和大南京的区域布局, 并符合近期对于旅游地产的开拓策略。14年至今, 公司在霸州、香河、廊坊市区等京津冀区域积极拿地, 并通过招牌挂方式与签订框架协议的方式累计签约取得2万余亩土地, 为公司未来在京津冀发展建立良好的基础。

评级面临的主要风险

- 房地产市场复苏低于市场预期; 跨区域经营风险。

估值

- 我们维持公司2015-16年每股收益预测为1.03元和1.25元, 维持目标价至11.13元, 相当于10.9倍15年市盈率和15年重估净资产平价, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	19,171	23,119	27,203	33,253	40,653
变动(%)	42.9	20.6	17.7	22.2	22.3
净利润(人民币 百万)	2,906	3,232	3,908	4,754	5,797
全面摊薄每股收益(人民币)	0.763	0.848	1.026	1.247	1.521
变动(%)	35.8	11.2	20.9	21.6	22.0
市盈率(倍)	11.9	10.7	8.8	7.3	6.0
每股现金流量(人民币)	(1.3)	(0.4)	(0.3)	(0.8)	(1.0)
价格/每股现金流量(倍)	(7.2)	(20.8)	(27.6)	(11.4)	(8.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.8	18.3	16.2	15.1	14.3
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	2.2	2.2	1.3	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 荣盛发展 2015 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比变动(%)
营业收入	10,171	9,152	(10.0)
营业成本	(6,837)	(6,401)	(6.4)
营业税	(783)	(719)	(8.2)
毛利润	2,551	2,032	(20.3)
其他收入	(9)	(12)	27.6
销售费用	(266)	(226)	(15.0)
管理费用	(379)	(384)	1.1
营业利润	1,896	1,410	(25.6)
投资收益	2	8	313.9
财务费用	(47)	(80)	71.3
营业外收支	14	10	(29.3)
税前利润	1,865	1,348	(27.7)
所得税	(439)	(281)	(36.0)
少数股东权益	(45)	(29)	(35.4)
归属上市公司股东净利润	1,381	1,038	(24.8)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	32.8	30.1	(2.7)
含税毛利率	25.1	22.2	(2.9)
经营利润率	18.6	15.4	(3.2)
净利率	13.6	11.3	(2.2)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 荣盛发展 2015 年上半年分业务业绩情况

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同 期增减(%)	毛利率比上年同 期增减(百分点)
房地产业	87.4	30.0	(11.8)	(2.7)
物业服务	1.3	3.7	91.1	13.4
酒店经营	1.1	79.9	19.3	1.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 荣盛发展 2015 年上半年开发销售情况

	2015 年上半年	同比(%)	2015 计划	计划完成率(%)
结算面积(万平方米)	135.3	(18.8)		
结算金额(亿元)	87.4	(11.8)		
结算均价(元/平方米)	6,459	8.6		
新开工面积(万平方米)	140.9	(39.8)	448.9	31.4
竣工面积(万平方米)	168.2	8.6	456.7	36.8
拿地面积(万平方米)	324.0	336.1	750.0	43.2
销售面积(万平方米)	168.2	11.4		
销售金额(亿元)	104.9	0.2		
销售均价(元/平方米)	6,238	(10.1)		
销售回款(亿元)	83.5	(26.2)	305.0	27.4
新增信贷融资额(亿元)	162.5	50.2	227.0	71.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	19,171	23,119	27,203	33,253	40,653
销售成本	(13,939)	(17,202)	(20,167)	(24,672)	(30,185)
经营费用	(1,053)	(1,205)	(1,418)	(1,734)	(2,119)
息税折旧前利润	4,297	4,851	5,731	6,959	8,461
折旧及摊销	(119)	(139)	(113)	(112)	(113)
经营利润(息税前利润)	4,179	4,712	5,618	6,847	8,348
净利息收入/(费用)	(37)	(99)	(112)	(134)	(151)
其他收益/(损失)	(38)	(108)	65	64	67
税前利润	4,104	4,505	5,571	6,776	8,264
所得税	(984)	(1,050)	(1,393)	(1,694)	(2,066)
少数股东权益	(214)	(224)	(270)	(329)	(401)
净利润	2,906	3,232	3,908	4,754	5,797
核心净利润	2,906	3,232	3,908	4,754	5,797
每股收益(人民币)	0.763	0.848	1.026	1.247	1.521
核心每股收益(人民币)	0.763	0.848	1.026	1.247	1.521
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.121	0.147	0.179
收入增长(%)	43	21	18	22	22
息税前利润增长(%)	44	13	19	22	22
息税折旧前利润增长(%)	43	13	18	21	22
每股收益增长(%)	36	11	21	22	22
核心每股收益增长(%)	36	11	21	22	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	4,104	4,505	5,571	6,776	8,264
折旧与摊销	119	139	113	112	113
净利息费用	37	99	112	134	151
运营资本变动	(8,077)	(5,474)	(5,643)	(8,356)	(10,220)
税金	(984)	(1,050)	(1,393)	(1,694)	(2,066)
其他经营现金流	65	120	(13)	(13)	(153)
经营活动产生的现金流	(4,736)	(1,661)	(1,254)	(3,039)	(3,910)
购买固定资产净值	(151)	(119)	0	0	94
投资减少/增加	(43)	(618)	78	69	84
其他投资现金流	(417)	(562)	2,836	35	13
投资活动产生的现金流	(611)	(1,299)	2,913	104	191
净增权益	312	210	0	0	0
净增债务	7,516	6,690	1,368	2,342	6,272
支付股息	(1,863)	(2,642)	(461)	(560)	(684)
其他融资现金流	(0)	(1,599)	2,836	35	13
融资活动产生的现金流	5,965	2,659	3,743	1,817	5,602
现金变动	618	(301)	5,402	(1,118)	1,883
期初现金	3,868	4,481	4,183	9,585	8,467
公司自由现金流	(5,347)	(2,960)	2,605	(2,923)	(3,714)
权益自由现金流	2,169	3,730	3,973	(581)	2,558

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	4,623	5,887	9,585	8,467	10,351
应收帐款	5,135	8,984	10,571	12,922	15,797
库存	39,424	52,016	61,205	74,816	91,465
其他流动资产	8,186	5,620	4,194	5,130	6,276
流动资产总计	57,368	72,507	85,555	101,335	123,889
固定资产	1,078	1,171	1,065	960	973
无形资产	224	230	221	213	206
其他长期资产	735	1,885	2,048	2,275	2,548
长期资产总计	2,037	3,285	3,334	3,448	3,726
总资产	59,405	75,792	88,889	104,783	127,616
应付帐款	6,785	11,624	13,685	16,742	20,481
短期债务	10,264	15,309	16,676	19,019	25,291
其他流动负债	20,551	22,650	26,648	32,569	39,820
流动负债总计	37,600	49,583	57,010	68,329	85,592
长期借款	9,062	10,549	10,549	10,549	10,549
其他长期负债	260	133	193	207	223
股本	1,892	1,905	3,811	3,811	3,811
储备	9,067	11,982	15,500	19,771	24,971
股东权益	10,959	13,888	19,311	23,582	28,782
少数股东权益	1,525	1,588	1,826	2,116	2,470
总负债及权益	59,405	75,741	88,889	104,783	127,616
每股帐面价值(人民币)	2.90	3.64	5.07	6.19	7.55
每股有形资产(人民币)	0.29	0.31	0.28	0.25	0.26
每股净负债/(现金)(人民币)	3.89	5.24	4.63	5.54	6.69

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	21.0	21.1	20.9	20.8
息税前利润率(%)	21.8	20.4	20.7	20.6	20.5
税前利润率(%)	21.4	19.5	20.5	20.4	20.3
净利率(%)	15.2	14.0	14.4	14.3	14.3
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	113.7	47.8	50.4	50.9	55.1
净权益负债率(%)	117.8	129.0	83.5	82.1	81.6
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	11.9	10.7	8.8	7.3	6.0
核心业务市盈率(倍)	11.9	10.7	8.8	7.3	6.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.6	13.1	10.9	8.9	7.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	2.5	1.8	1.5	1.2
价格/现金流(倍)	(7.2)	(20.8)	(27.6)	(11.4)	(8.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.8	18.3	16.2	15.1	14.3
周转率					
存货周转天数	1,032.3	1,103.7	1,107.7	1,106.8	1,005.4
应收帐款周转天数	97.8	141.8	141.8	141.8	128.9
应付帐款周转天数	129.2	183.5	183.6	183.8	167.1
回报率					
股息支付率(%)	13.0	11.8	11.8	11.8	11.8
净资产收益率(%)	26.5	23.3	20.2	20.2	20.1
资产收益率(%)	5.3	4.8	4.7	4.9	4.9
已运用资本收益率(%)	13.2	11.5	11.8	12.5	12.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371