



分析师

李丹

电话: 010-88085965

Email: lidan@hysec.com

荣盛发展 (002146)
增持(首次)



房地产业/深度研究

三线城市盈利模式之典范, 长期增长可期

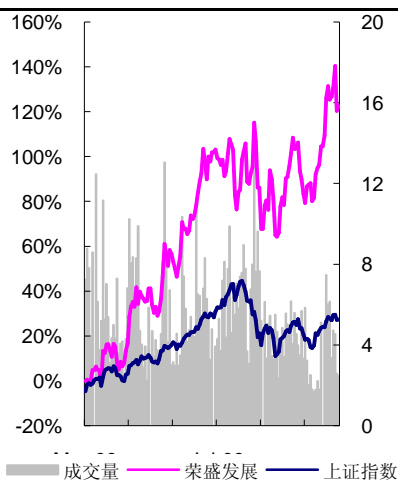
公司数据

| | |
|----------|------------|
| 总股本(万股) | 89600 |
| 流通股(万股) | 15604 |
| 每股净资产 | 4.22 |
| 主要股东 | 荣盛控股股份有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 38.35% |

交易数据

| | |
|----------|------------|
| 一年价格波动区间 | 8.92~23.64 |
| 半年绝对表现 | 24.14% |
| 半年相对表现 | 17.02% |
| 半年换手率 | 2.49% |

市场表现



投资要点:

- 随着一线城市中心区域的逐渐饱和, 房地产企业依赖“资源禀赋”而坐享其成的机会将越来越少。三线城市的盈利模式或成未来主流。
- 三线城市市场环境的特点主要包括:
 1. 房价、地价走势均以“稳定”为主基调, 从而企业存货在短期内的增值空间有限, 盈利水平的提升只能依靠高速周转。
 2. 地价占房价的比重较低, 从而企业毛利率对建安成本更加敏感, 成本控制的意义更加重大。
- 荣盛发展正是上述“高周转+低成本”盈利模式的践行者, 堪称三线城市经营的典范。如果该模式可维持, 公司有望借此完成其在三线城市的大规模扩张。
- 市场对荣盛发展的投资顾虑主要包括: 房地产市场泡沫化严重; 公司存货周转率近年来呈下降趋势。
- 我们认为上述问题并不影响公司的投资价值:
 1. 房地产市场内部结构化差异显著, 三线城市房价泡沫化的程度远不及一线城市严重, 在行业整体悲观的预期下, 三线城市不失其防御价值。
 2. 荣盛发展周转率的下降属于企业规模扩张时期的必然现象。并且, 鉴于公司项目的售价未来仍有一定上升空间, 利润率的提升可以在一定程度上弥补周转率的降低, 从而维持同样高的盈利水平。
- 目前公司股价 20.78 元, 10 年 PE 在 20 倍, 给予增持评级。

| (单位: 万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 174,428 | 202,880 | 328,901 | 473,618 | 603,863 |
| 同比增长率 | 27.65% | 16.31% | 62.12% | 44% | 28% |
| 净利润 | 28,441 | 37,067 | 60,945 | 92,550 | 118,090 |
| 同比增长率 | 64.20% | 30.30% | 64.40% | 51.90% | 27.60% |
| 每股收益(元) | 0.711 | 0.463 | 0.68 | 1.033 | 1.318 |
| 净资产收益率 | 16.17% | 17.73% | 15.77% | 19.32% | 19.78% |

目录

| | | |
|-----|-------------------------|----|
| 1 | 报告目的 | 4 |
| 2 | 三线城市市场环境浅析 | 4 |
| 2.1 | 房价、地价走势均以“稳定”为主基调 | 4 |
| 2.2 | 企业毛利对建安成本更加敏感 | 5 |
| 3 | 堪称典范的盈利模式 | 7 |
| 3.1 | “发达地区+三线城市” | 7 |
| 3.2 | “高周转+低成本” | 8 |
| 4 | 投资风险 | 9 |
| 4.1 | 房地产泡沫化之虞 | 9 |
| 4.2 | 周转率降低之虞 | 9 |
| 附 | 盈利预测 | 12 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 毛利率对建安成本的敏感性分析 | 6 |
| 表 2: 代表城市房价收入比 | 9 |
| 图 1: 1999-2009 年一、二、三线代表城市房价走势分化图 | 5 |
| 图 2: 2008-2009 年代表城市平均土地价格 | 5 |
| 图 3: 各地区地价占房价比重 | 6 |
| 图 4: 2009 年公司营业收入的地区结构 | 7 |
| 图 5: 可比公司存货周转天数 | 8 |
| 图 6: 销售毛利率 | 8 |
| 图 7: 销售净利率 | 8 |
| 图 8: 荣盛发展存货周转率 | 9 |
| 图 9: 荣盛发展存货周转率增量分解 | 10 |
| 图 10: 万科存货周转率 (1993-2009) | 11 |

1 报告目的

荣盛发展以其在三线城市独具特色的盈利模式而为资本市场所关注。我们认为，随着一线城市中心区域的逐渐饱和，未来房地产企业仅仅凭借“渠道优势”获取优质资源从而实现高利润率的盈利模式是不可持续的。无论是一线地区的疆域扩张还是三线地区的城镇化，其共同特点都是：

- (1) 土地供给相对充裕；
- (2) 土地价值相对较低；
- (3) 土地增值速度相对较慢。

总之，在房地产市场未来的发展方向中，依赖“资源禀赋”而坐享其成的机会将越来越少。因此，有必要对新的市场环境以及与其相适应的盈利模式做一个系统分析。

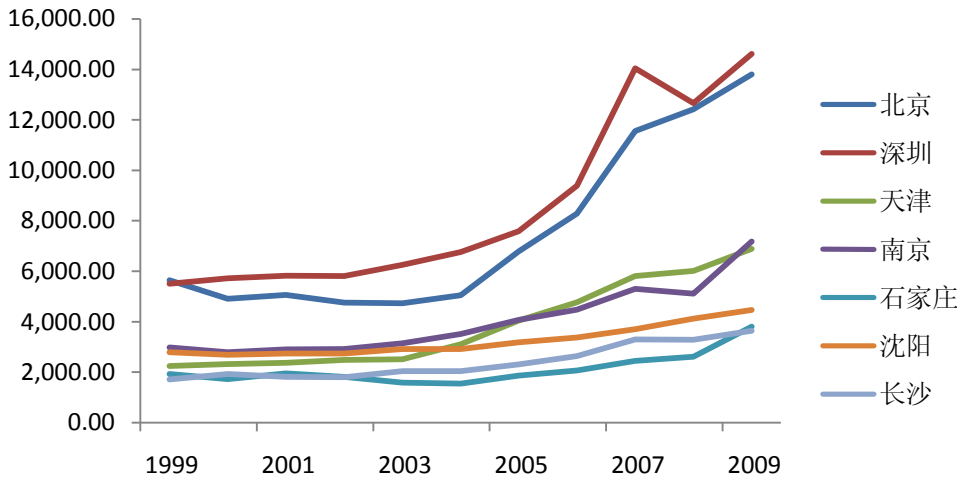
2 三线城市市场环境浅析

以荣盛发展所涉足的几个三线城市——廊坊、沧州、石家庄、徐州、蚌埠、浏阳、聊城、沈阳、湛江等为例，其房地产市场与一线城市的区别主要体现在：

2.1 房价、地价走势均以“稳定”为主基调

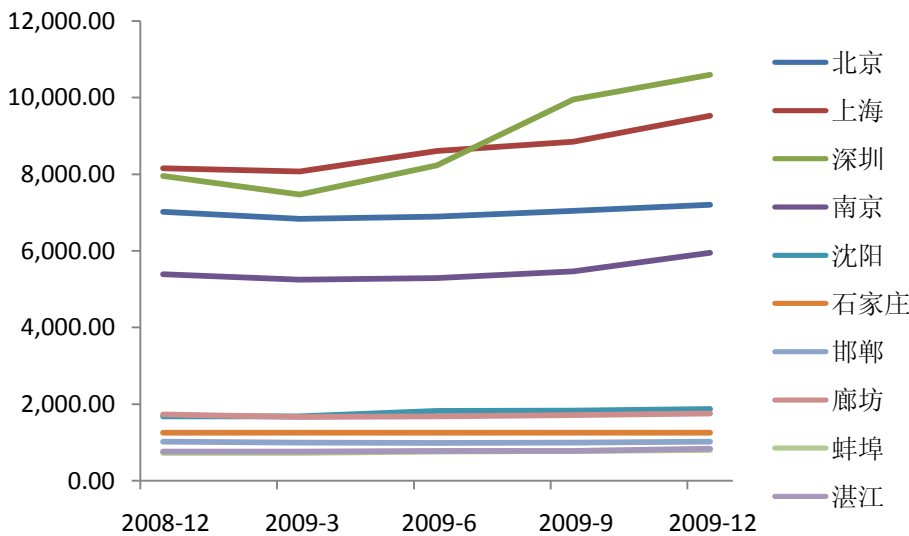
该特点使得“高速周转”成为房地产企业提高盈利水平的必经途径。这不同于一线城市，其土地资源本身在短时间内便存在价值增值。因此，企业在开发过程中，其存货便能自动升值；而且开发周期越长、溢价比例越高。这意味着，对一线城市而言，周转速度并不必然是越快越好，但三线城市则不存在上述考虑。

图 1: 1999-2009 年一、二、三线代表城市房价走势分化图



资料来源: CEIC

图 2: 2008-2009 年代表城市平均土地价格

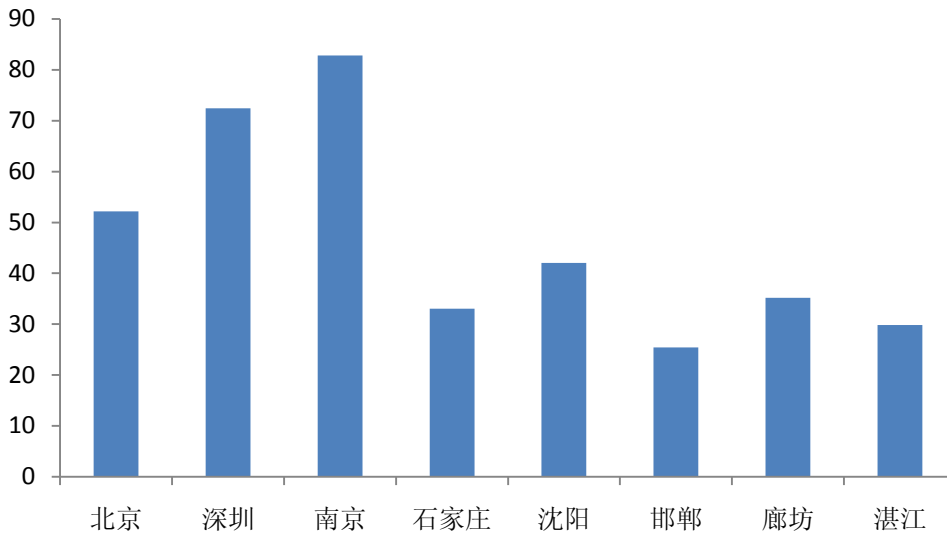


资料来源: CEIC

2.2 企业毛利对建安成本更加敏感

三线城市地价、房价的绝对水平均较低，而且地价占房价的比重也低于一线城市。经分析，我们认为这种市场环境下，企业毛利对建安成本的大小更加敏感。这使得成本控制对企业的意义更加重大。

图 3：各地区地价占房价比重



资料来源：CEIC

表 1：毛利率对建安成本的敏感性分析

| 假设 | | 60% | 50% | 40% | 30% |
|-------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 地价/房价 | | | | | |
| 土地成本（元/平米） | | 8000 | 5000 | 3000 | 1000 |
| 销售价格（元/平米） | | 13333 | 10000 | 7500 | 3333 |
| 悲观预期 | 建安成本（+10%） | 2200 | 2200 | 2200 | 2200 |
| | 毛利率 | 23.50% | 28.00% | 30.67% | 4.00% |
| 中性预期 | 建安成本（元/平米） | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 |
| | 毛利率 | 25.00% | 30.00% | 33.33% | 10.00% |
| 乐观预期 | 建安成本（-10%） | 1800 | 1800 | 1800 | 1800 |
| | 毛利率 | 26.50% | 32.00% | 36.00% | 16.00% |
| 毛利率对其他成本的弹性 | 建安成本增加 10%的情况下毛利率减少 | 1.50% | 2.00% | 2.67% | 6.00% |
| | 建安成本减少 10%的情况下毛利率增加 | 1.50% | 2.00% | 2.67% | 6.00% |

资料来源：宏源证券

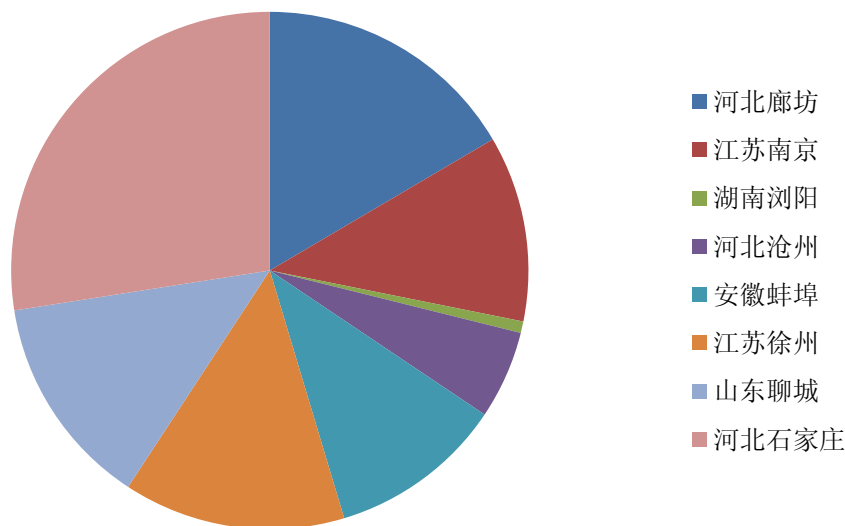
综上，快速周转与成本控制是企业于三线城市获得高盈利水平的两大法宝，而荣盛发展正是上述经营模式的践行者。

3 堪称典范的盈利模式

3.1 “发达地区+三线城市”

在项目布局方面，公司历来将重点放在东部经济发达地区的三线城市，并且近年呈快速扩张之势。2007年上市之初，公司还属于立足廊坊本地市场的区域公司，廊坊地区贡献的营业收入占据半壁江山。而截至目前，公司的项目分布已经涵盖廊坊、沧州、石家庄、南京、徐州、蚌埠、浏阳、聊城、沈阳、湛江等城市。环渤海和长三角地区是公司重点耕耘的市场，而以沈阳和湛江为开端，公司正将触角向南北延伸，逐渐形成覆盖整个东部发达经济带的市场布局。

图 4：2009 年公司营业收入的地区结构



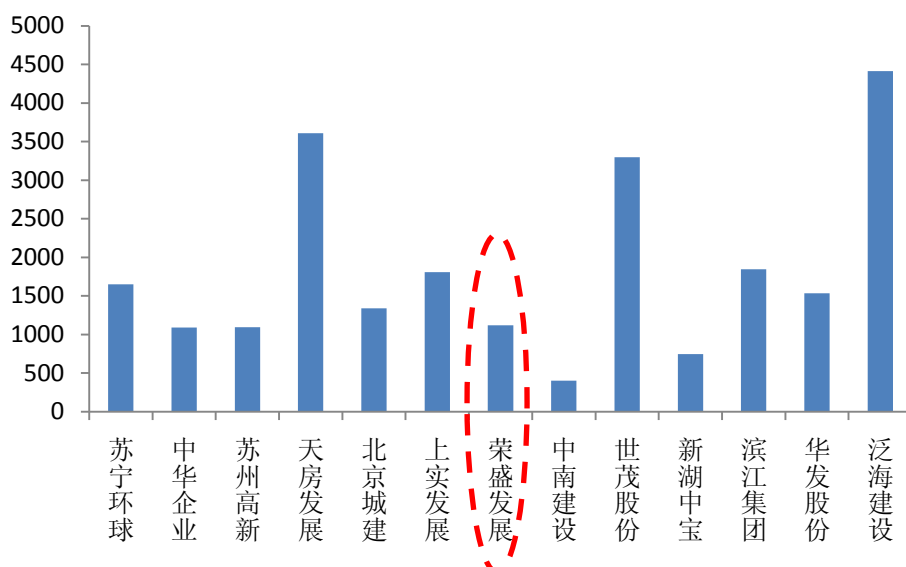
资料来源：公司公告

我们认为“发达地区”与“三线城市”是一个优势互补组合。公司主要项目所在省份——河北、江苏、安徽、山东、辽宁等，为全国产业集中之地，对资本、物流和人口具有较强的吸纳能力，这对当地房地产市场形成一个坚固的支撑。也就是说，“发达地区”规模经济的辐射范围内，房地产真实（首套和改善性）需求强劲。而“三线城市”的市场定位则适合于公司的资本实力，有利于公司发挥成本控制的特长。

3.2 “高周转+低成本”

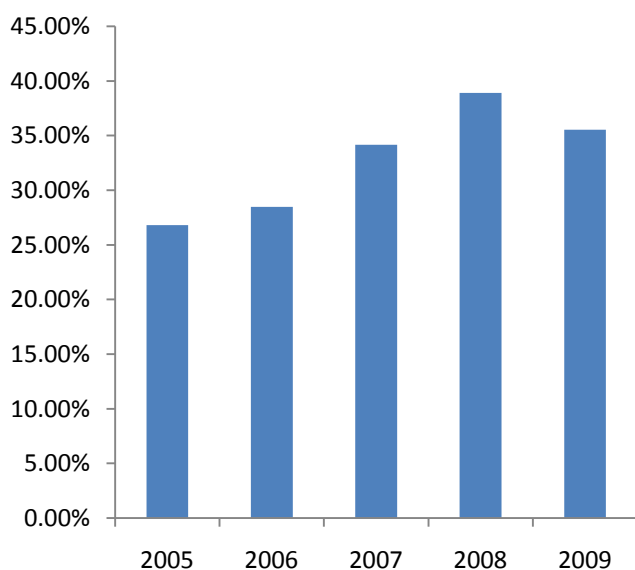
荣盛发展历来以其高周转和低成本盈利模式为市场所周知。历史数据显示，在与其存货规模相当的房地产上市公司中，荣盛发展的存货周转率处于较高水平；而以毛利率和净利率衡量的成本控制能力近年来则呈上升趋势。如果该模式可维持，公司有望借此完成其在三线城市的大规模扩张。

图 5：可比公司存货周转天数



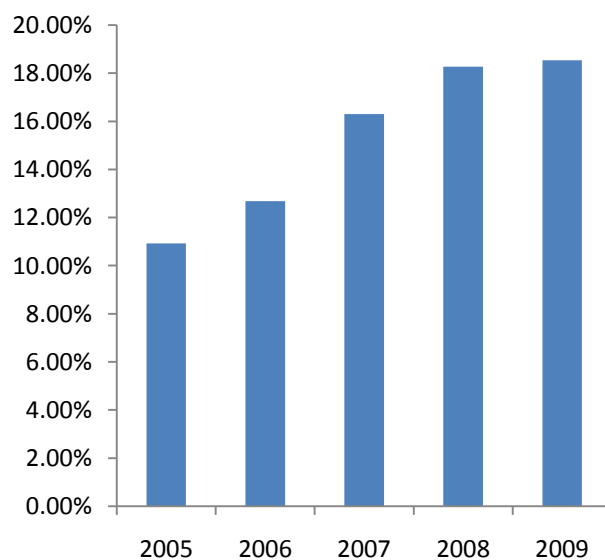
资料来源：wind

图 6：销售毛利率



资料来源：wind

图 7：销售净利率



资料来源：wind

4. 投资风险

4.1 房地产泡沫化之虞

在 2009 年货币供给天量扩张的背景下，房价涨幅之高已无需过多的数据证明，人人皆有切身体会。但我们认为，房地产市场内部结构化差异显著，三线城市房价泡沫化的程度远不及一线城市严重，房价收入比尚处于合理区间。因此，在行业整体的悲观预期下，三线城市不失其防御价值。

表 2：代表城市房价收入比

| | 平均工资水平（元/年） | 商品房均价（元/平米） | 房价收入比 |
|-----|-------------|-------------|-------|
| 廊坊 | 28456 | 5000 | 5.27 |
| 石家庄 | 19089 | 3734 | 5.87 |
| 徐州 | 26655 | 4200 | 4.73 |
| 聊城 | 18762 | 3800 | 6.08 |
| 沈阳 | 29545 | 4196 | 4.26 |
| 北京 | 58119 | 20428 | 10.54 |
| 上海 | 43452 | 13208 | 9.12 |
| 深圳 | 47799 | 21309 | 13.37 |

资料来源：宏源证券

4.2 周转率降低之虞

虽然横向比较下，荣盛发展的存货周转率处于行业较高水平；但是纵向比较下，近年来公司的存货周转率存在下降的趋势。因此，市场对高周转这一经营模式能否在未来得以持续产生了顾虑。

图 8：荣盛发展存货周转率

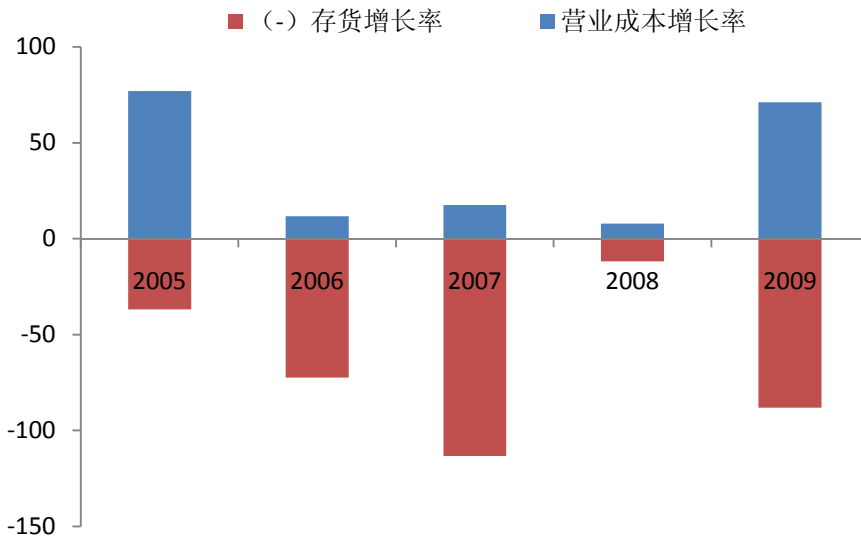


资料来源：wind

我们对公司存货周转率的变化进行了分解：

存货周转率的变化=营业成本的变化-存货的变化

图 9：荣盛发展存货周转率增量分解

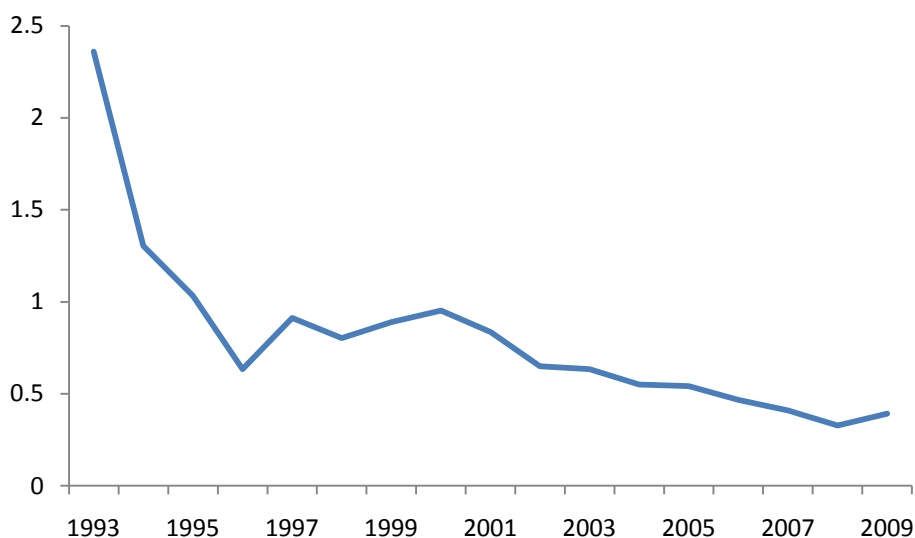


资料来源：wind

我们看到，公司 2006、2007 两年存货周转率出现显著的同比负增长，其原因主要是存货的增长速度大大高于营业成本的增长速度。2008 年在市场低迷的行情下，存货增量和营业成本增量均较少，导致周转率只发生小幅波动。2009 年在市场火爆的行情下，公司加大了拿地力度，2009 年末存货同比增长率达到 88%；但由于销售亦放量上行，相应结转的营业成本随之大幅增长 71%。因此，两相抵消，2009 年存货周转率只出现小幅下跌。

综合以上分析，我们认为荣盛发展存货周转率的下降主要由于 2006-2007 两年，在房地产市场整体景气的环境下，公司加大了土地储备和建设规模，从而实现体量扩张。这种存货周转率的下降是企业成长过程中的必然现象。我们在行业龙头万科的身上也能发现同样的规律。

图 10: 万科存货周转率 (1993-2009)



资料来源: wind

此外, 存货周转率的降低并不必然导致 ROE 的降低。根据杜邦分析, 除周转率以外, 利润率和杠杆率的提升均可提高 ROE 的水平。鉴于公司目前项目的售价较低, 未来仍有一定的上升空间, 因此利润率的提升可以在一定程度上弥补成长过程中周转率的降低。

总之, 三线城市的市场定位与高周转、低成本的盈利模式是荣盛发展的黄金组合, 公司可借此实现三线城市的大规模扩张, 长期增长潜力巨大。目前公司股价 20.78 元, 10 年 PE 在 20 倍, 给予增持评级。

附：盈利预测

| (单位：万元) | 2009 | 2010E | 2011E |
|---------------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 328,901 | 473,618 | 603,863 |
| 增长率(YOY) | 62% | 44% | 28% |
| 减：营业成本 | 212,032 | 299,219 | 381,505 |
| 毛利率 | 36% | 37% | 37% |
| 营业税金及附加 | 22,739 | 32,744 | 41,749 |
| 销售费用 | 4,687 | 6,411 | 8,174 |
| 管理费用 | 8,546 | 11,691 | 14,906 |
| EBIT | 80,898 | 123,552 | 157,529 |
| 增长率(YOY) | 46% | 53% | 27% |
| 财务费用 | 432 | 432 | 432 |
| 资产减值损失 | 893 | 0 | 0 |
| 加：投资收益 | 0.68 | 0.68 | 0.68 |
| 营业利润 | 79,574 | 123,121 | 157,098 |
| 增长率(YOY) | 60% | 55% | 28% |
| 加：营业外收入 | 1,728 | 0 | 0 |
| 减：营业外支出 | 226 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 81,076 | 123,121 | 157,098 |
| 减：所得税 | 20,131 | 30,571 | 39,008 |
| 净利润 | 60,945 | 92,550 | 118,090 |
| 少数股东损益 | -9.11 | -13.83 | -17.65 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 60,954 | 92,563 | 118,108 |
| 增长率(YOY) | 64% | 52% | 28% |
| 销售净利率 | 19% | 20% | 20% |
| 少数股东损益 | -9.11 | -13.83 | -17.65 |
| 股本(万股) | 89,600 | 89,600 | 89,600 |
| 稀释股本(万股) | 89,600 | 89,600 | 89,600 |
| 每股收益 | | | |
| 基本每股收益 | 0.68 | 1.03 | 1.32 |
| 稀释每股收益 | 0.68 | 1.03 | 1.32 |

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

| 宏源证券评级说明 | 类别 | 评级 | 定义 |
|--|------|------------------------|--------------------------|
| 投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。 | 公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上 |
| | | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15% |
| | | 持有 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5% |
| | | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上 |
| | | 中性 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5% |
| 减持 | | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上 | |