

**研发部**

邵明慧

 SAC 执业证书编号：  
 S1340210090001

 联系人：张鹏  
 电话：010-68858133  
 Email: zhangpeng@cnpsec.com

**投资评级：推荐（维持）**
**基本资料：**

当前股价（元）	11.61
总股本（百万）	1433
流通股（百万）	1248
流通市值（亿元）	145
EPS(ttm)	0.58
每股净资产（元）	3.01
资产负债率	75.05%



相关报告：《荣盛发展--土地储备丰富、进入高速成长期》

**独立声明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

# 成本控制能力强、盈利能力持续改善

## ——荣盛发展（002146）调研报告

11月24日我们与公司董秘陈金海先生进行了会谈，对于公司基本面的情况交换了意见。

**公司推荐逻辑：**公司的主要优势在于较强的成本和费用控制能力以及三线城市的拓展能力。公司从成立以来一直以拓展三线城市为主，而三线城市房价长期以来上涨有限，因此公司只能在成本和费用控制方面下较大功夫，并通过高周转以弥补单个项目毛利率较低的劣势。未来随着公司产品结构向高附加值产品倾斜、三线城市房价涨势开始启动，重点布局的环首都经济圈规划出台，大大拓展了公司的发展空间，公司将进入快速发展时期。

**内容摘要：**

- I 根据我们了解的情况，今年以来的调控政策对公司销量影响不大，全年计划有望完成。价格方面，今年以来公司楼盘一直没有降价，还在提价。预计全年毛利率可接近2009年全年水平。
- I 公司未来重点发展的区域仍然是环渤海和长三角两个地区的三线城市。尤其是环渤海区域，“环首都经济圈”涉及的北京周边十三个县市中，有六个属于廊坊，这对于身为廊坊市最大的开发企业而言将直接受益。
- I 公司本身是做施工出身，对于产品建安成本具有一套成熟的控制体系，使得公司的建造成本显著低于其他可比开发企业。公司是民营企业，对于各项费用控制非常严格，使其费用率水平一直维持较低水平。
- I 目前，公司已与四大国有商业银行建立了良好的合作关系，每年的贷款额度由总行授予，公司能够以较优先的资格获得开发贷款，对公司银行贷款的取得有较大保证。同时，公司积极探索其他融资模式，目前拟设立的产业基金正在审批过程中，未来有望成为公司项目融资的重要渠道之一。
- I 盈利预测：预计公司2010年、2011年和2012年净利润分别为9.45亿元、13.89亿元和18.8亿元，对应每股收益分别为0.66元、0.97元和1.3元。
- I 目前公司的估值处于历史较低水平，建议投资者积极关注，维持公司“推荐”评级。

## 一、房地产调控对公司销售影响不大

根据我们了解的情况，4月份国家房地产调控政策出台后，仅在4月20~5月10日期间，公司销售有短暂的明显回落，之后很快恢复到正常销量。而9月底最新出台的“国五条”对公司的影响也不大。

公司项目主要布局三线城市，由于农村人口转移以及人民收入不断提高，当前三线城市刚性需求仍在释放当中，因此无论是销量还是价格，对于公司的影响均有限。目前公司销售良好，本年的销售计划有望实现。价格方面，今年以来公司楼盘一直没有降价，还在提价。公司由于前三季度结算的产品大部分属于售价较低的项目，因此毛利率同比下降3.28个百分点，但公司四季度将有大量项目结算，预计全年毛利率可接近2009年全年水平。

另外，公司2007年地价较高时取得的土地储备已经通过各种方式消化殆尽，高地价带来的项目亏损风险已经释放。而公司新取得的土地储备大多以招标和挂牌的形式取得，项目成本较低。公司09年以来取得的项目单价不超1000元/平方米，有效地控制住了后续的开发风险。这些因素均可保证公司未来的毛利率保持较高水平。

图表1：公司2010年获取项目一览

项目所在地区	取得日期	占地面积(万平方米)	建筑规划面积(万平方米)	成交金额(万元)	单位楼面成交价(元/平方米)
南京	2010.1.11	4.66	16.31	30000	1839.36
沈阳	2010.3.10	4.65	9.29	6450	694.29
临沂	2010.6.8	6.67	12.00	8800	733.33
徐州	2010.6.30	4.08	8.98	6600	735.04
唐山	2010.7.6	12.25	31.60	31234	988.38
		14.22	41.09	36259	882.36
		8.93	23.57	22768	965.91
		13.38	34.78	34110	980.81
		15.59	40.54	39760	980.81
沧州	2010.7.16	0.41	1.03	840	815.14
邳州	2010.8.6	30.85	92.52	31000	335.06
湛江	2010.9.26	7.85	22.63	43900	1939.63
唐山	2010.11.7	38.00	99.10	96820	976.99
合计			433.44	388541	896.40 (平均)

资料来源:公司公告、中邮证券研发部

## 二、重点布局长三角和环渤海的三线城市

公司未来重点发展的区域仍然是环渤海和长三角两个地区的三线城市。南京市公司第一个项目所在城市，而廊坊市公司总部坐在地。公司将以这两个城市为基础，逐步向环渤海和长三角经济圈内的其他三线城市拓展。目前我国大城市的“城市病”越来越严重，由于人口不断涌入，给城市带来的交通、资源、教育、医疗等各方面压力加大。从国际经验来看，大城市产业逐步向周边小城市转移、以减轻自身压力的趋势不可避免。

目前，首都经济圈规划编制工作已经正式启动。京冀双方已建立高层面的定期沟通机制，环首都地区 2-3 年内有望与北京实现“同城化”。双方已同意，电话号码 010 区号年底将进入冀 13 县市。北京市政府研究室副主任史利国也在日前举办的“首都圈发展高层论坛”上表示，北京市正在制定的“十二五”规划，把“首都圈”建设放到重要位置，北京地铁向河北延伸 1100 公里的规划，已上报国务院。

“环首都经济圈”涉及的北京周边十三个县市中，有六个属于廊坊（包括三河市、大厂回族自治县、香河县、广阳区、安次区、固安县），这对于身为廊坊市最大的开发企业、资源获取方面有较大优势的公司而言将直接受益。

图表 2：环首都经济圈规划



资料来源：中邮证券研发部

公司在城市拓展方面具有前瞻性和规划性。主要依据当地的经济水平、人均收入、产业布局以及城市规划等决定是否适合公司进入。例如公司今年以来重点布局唐山地区，已在唐山市两次拿地，新增规划建面月 270 万平方米。其中主要原因在于，唐山市钢铁、煤炭、铁矿石、油田等资源丰富、工业发达，其经济实力和收入水平位于河北省前列，但房地产市场发展水平与经济发展水平不相称，相对较为落后。同时，唐山市当前大部分楼房都是大地震后突击建立起来的，目前已经不适合当地居民的消费水平，当地居民改善型需求强烈。因此，公司大胆进入唐山地区，并重点布局其中有望给公司带来丰厚回报。

公司拓展新市场的步伐较快，但仍然能够很好地控制住成本。目前，公司在新进入城市的总包招投标、人员管理方面均有较规范的体制和运作模式，可以保证公司不会因为市场拓展较快而带来费用和成本的大幅提升。

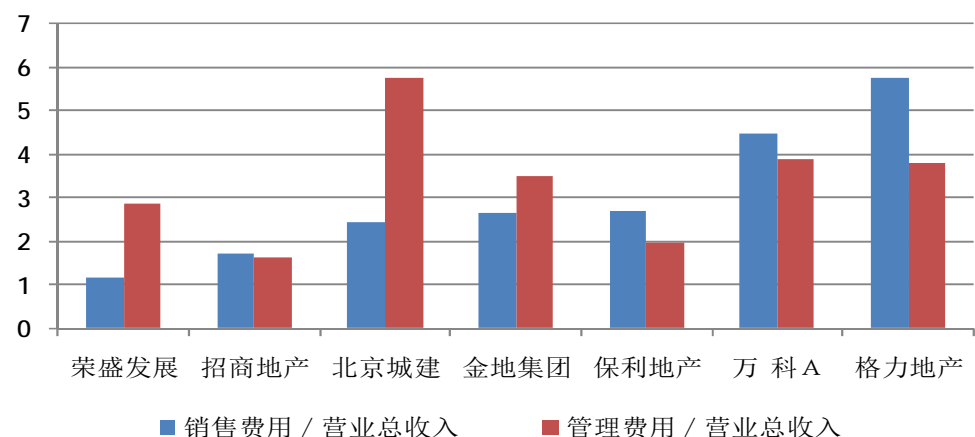
### 三、成本和费用控制严格

公司本身是做施工出身，对于产品建安成本具有一套成熟的控制体系，使得公司的建造成本显著低于其他可比开发企业。同时，公司在土地成交之前已对预先取得地块有深入了解，并积极与当地有关部门进行前期沟通，后续各项审批程序会进行的比较顺利，极大的缩短了公司存货周转的时间，也在一定程度上有利于成本的降低。

而成本的低廉，则给予公司产品较灵活的定价空间，使得公司项目在价格敏感的三线城市具有明显优势。

公司是民营企业，对于管理费用控制非常严格，项目公司的人员以本地化为主，薪酬参照当地水平执行，有效降低了管理费用。而在销售方面，公司很少利用大面积广告及营销代理，而公司进入的城市一般规模较小，购房者之间的信息传递起到了较好的广告效应，因此公司的销售费用较低。

图表 3：2010 年三季度可比公司销售费用和管理费用占营业收入比重



资料来源:WIND,中邮证券研发部

## 四、公司融资结构优化

目前，公司已与四大国有商业银行建立了良好的合作关系，每年的贷款额度由总行授予，公司能够以较优先的资格获得开发贷款，**对公司银行贷款的取得有较大保证。**

2010年9月7日，公司董事会通过了《关于合资设立荣盛泰发（北京）投资基金管理有限公司（暂定名）的议案》，与自然人章华共同设立荣盛泰发（北京）投资基金管理有限公司，基金所募得款项主要用于公司相关房地产项目建设。该基金的设立拓宽了公司的融资渠道，减少了公司对银行贷款的依赖，在目前房地产调控的背景下具有积极意义。目前该基金仍在办理相关手续。

另外我们了解到，公司唐山项目使用信托融资主要因为唐山项目中涉及部分政府回购性住房，对于工期的安排较紧，短期内公司资金压力较大所致。公司目前财务结构稳健，并无大的风险。

## 五、公司积极拓展新的产品形式

从成立以来，公司以建造普通住宅为主。三线城市的购房者对于价格非常敏感，因此普通住宅毛利率相对较低，公司一直通过加速开发周转的方式弥补毛利率低的补足。近年来，公司开始涉及别墅项目，如廊坊塞纳荣府、沈阳香缇澜山等，均为低密度项目，对公司产品系列的完善以及盈利能力的提高有较大作用。

另外，公司目前持有三个五星级酒店的物业，均通过股权收购的方式获得，对公司盈利结构有一定补充作用。

## 六、目前多数开发企业纷纷布局二、三线城市，对于公司影响不大

当前三线城市的房地产市场的现状是：发展水平仍然比较落后，基础配套设施仍然不完善，导致项目价格上涨潜力有限。

本次调控的一个特点是一线城市房地产受调控影响较大，二、三线城市受影响较小，因此许多开发企业纷纷加大了二、三线城市的投入力度，这将有助于提高当地的配套水平、推动当地的房地产市场发展。

同时目前的三线城市土地竞争并不激烈，在市场容量相对较大的情况下对公司的发展并无威胁，同时大型龙头企业进驻对于公司项目价值提升反而还有利好作用。因此，公司在市场占有率方面并无大的障碍。

## 七、盈利预测：

我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年净利润分别为 9.45 亿元、13.89 亿元和 18.8 亿元，对应每股收益分别为 0.66 元、0.97 元和 1.3 元。

图表 4：公司盈利预测表

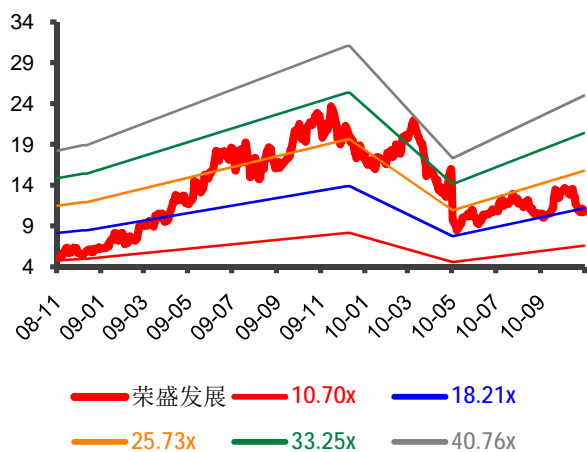
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2028.80	3289.01	5359.90	8779.51	14087.36
营业成本	1239.34	2120.32	3483.93	5882.27	9861.15
营业税金及附加	134.95	227.39	375.19	614.57	986.12
销售费用	35.75	46.87	91.12	166.81	281.75
管理费用	63.93	85.46	150.08	263.39	450.80
财务费用	-1.92	4.32	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	59.03	8.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益			0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	497.70	795.74	1259.58	1852.48	2507.55
加：营业外收入	1.25	17.28	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	3.35	2.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	495.61	810.76	1259.58	1852.48	2507.55
减：所得税	124.94	201.31	314.89	463.12	626.89
净利润	370.67	609.45	944.68	1389.36	1880.66
减：少数股东损益	-0.03	-0.09	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	370.70	609.54	944.68	1389.36	1880.66
已发行股票数（百万股）			1433.00	1437.50	1443.50
基本每股收益(元)	0.46	0.73	0.66	0.97	1.30

资料来源：中邮证券研发部

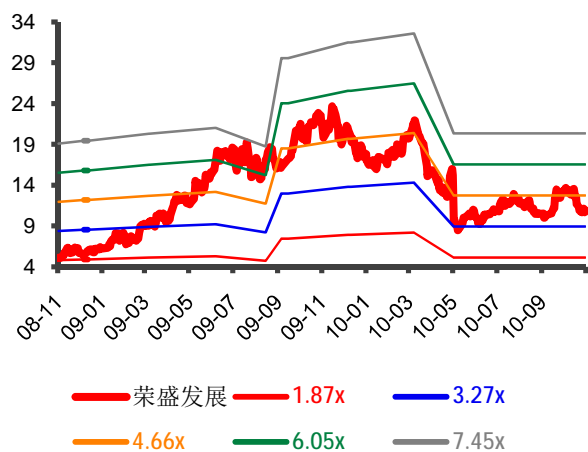
## 八、投资建议

公司是三线城市的龙头型开发企业，长期以来的三线开发经历使得公司成本控制能力和管理能力有明显优势。公司立足长三角和环渤海两个经济圈，并重点布局北京周边地带，未来环首都经济圈的开发会使公司直接受益。公司目前积极调整产品结构、加大对中、高端产品的投入力度，同时三线城市城镇化带来的房价上涨效应均会使公司盈利能力持续改善。目前公司的估值处于历史较低水平，建议投资者积极关注，维持公司“推荐”评级。

图表 5：公司历史 PE-BANDS



图表 6：公司历史 PB-BANDS



资料来源：WIND，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准：

---

### 股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

### 行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；  
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传送、复印或印刷本报告。

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

## 业务简介

### n 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### n 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### n 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。