

2011年3月21日

荣盛发展

稳扎稳打，快速周转

A
买入

002146.SZ - 人民币 12.81

目标价格: 人民币 14.63

田世欣

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	5	8	3
相对新华富时A50指数(%)	(8)	5	9	16

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,434
流通股(%)	17
流通股市值(人民币 百万)	3,090
3个月日均交易额(人民币 百万)	258
11年末净负债比率(%)	69
11年末每股重估净资产(人民币)	15.56
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	38.46

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

荣盛发展 2010 年营业收入 65.3 亿元, 净利润 10.2 亿元, 同比增长率分别为 98.5% 和 67.6%, 全面摊薄每股收益 0.71 元, 高于我们原先的预期 4%。我们看好公司在二三线城市加速城镇化过程中的发展潜力, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 公司 2010 年销售额 102.8 亿元, 同比增长 69%, 公司 2010 年保持积极开竣工计划未做调整。年末 70.6 亿元预收帐款锁定了今年我们预测收入的 88%。
- 公司 10 年拓展土地建面达 704 万平米, 平均成本 1,093 元/平米, 年末拥有储备资源超过 1,700 万平米。
- 目前布局于 15 个二三线城市, 平均房价较低, 在一二线全面限购的背景下, 公司有望取得明显超越同行业的销售增长。
- 较高的激励条件将促进管理层主动性, 并保障业绩的释放。

评级面临的主要风险

- 项目数量及地域迅速扩大导致管理能力跟不上的风险, 中等城市地产市场规模限制。

估值

- 我们调高了 2011-12 年的盈利预测至 0.99 和 1.35 元, 2010-13 年复合增长率为 35%。由于公司的快速土地储备扩张, 我们将每股 NAV 从 12.73 元调高至 13.83 和 15.56 元。重申买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,289	6,527	8,232	11,911	14,352
变动(%)	-	98	26	45	20
净利润(人民币 百万)	612	1,021	1,417	1,937	2,534
全面摊薄每股收益(人民币)	0.427	0.712	0.988	1.351	1.768
变动(%)	-	66.7	38.8	36.7	30.8
原先预测的每股收益(人民币)	-	-	0.854	1.068	-
调整幅度(%)	-	-	15.7	26.6	-
全面摊薄市盈率(倍)	30.0	18.0	13.0	9.5	7.2
每股现金流量(人民币)	0.29	(1.66)	0.34	0.03	(1.25)
价格/每股现金流量(倍)	44.5	(7.7)	37.5	387.0	(10.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	15.5	11.4	8.8	7.2
每股股息(人民币)	0.000	0.010	0.079	0.108	0.141
股息率(%)	0.0	0.1	0.6	0.8	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩同比增长达 68%

荣盛发展 2010 年营业收入 65.3 亿元，净利润 10.2 亿元，同比增长率分别为 98.5% 和 67.6%，全面摊薄每股收益 0.71 元，略高于我们原先的预期。当年公司结算面积达到 139 万平米，结算金额 64.5 亿元，同比分别增长 81% 和 99%。

2010 年公司营业利润率同比下降 0.63 个百分点至 34.9%，主要原因是 2010 年新增结转收入的廊坊江南水郡、邯郸锦绣花苑、南京华欧国际友好城、南京阿尔卡迪亚三期等项目，预售多实现在 2009 年上半年价格较低，由于收入结转的滞后性降低了 2010 年度的综合毛利率。

总体来看，公司商品房销售均价稳步上扬态势十分明显，2010 年公司结算均价 4,636 元/平米，同比上涨 10.4%，销售均价 5,261 元/平米，同比增长 24.2%，比同期结算均价高了 625 元/平米。价格的提升对 2011 年的销售利润率将产生正面影响。

继续保持开发量增长

2010 年公司实现合同销售 195.4 万平米，合同销售额 102.8 亿元，首次突破百亿大关，较 09 年分别增长 36% 和 69%。良好的销售为 2011 年储存了 71.8 亿元的已售未结算资源，体现在期末预收帐款有 70.6 亿元，较年初增加了 81%，目前已经锁定 2011 年预测销售收入的 88%。

图表 2. 荣盛发展主要经营数据

	2007	2008	2009	2010
销售面积(万平米)	62.7	54.3	143.11	195.4
销售金额(亿元)	22.0	21.0	60.63	102.8
销售均价(元/平米)	3,506	3,873	4,237	5,261
结算面积(万平米)	52.6	55.04	77.18	139.1
结算金额(亿元)	17.2	19.94	32.41	64.5
结算均价(元/平米)	3,269	3,623	4,199	4,636
已销售未结算面积(万平米)	24.1	23.42	89.35	132.2
已销售未结算金额(亿元)	8.7	10.07	38.29	71.80
已售未结均价(元/平米)	3,589	4,300	4,285	5,431

资料来源：公司数据，中银国际研究

年内公司完成开工面积 355.46 万平米，新购置土地规划建筑面积 704.03 万平米，销售回款 96.08 亿元，分别超额完成年度计划的 129%、117% 和 123%。2011 年公司计划新开工面积 408.6 万平米，竣工 187.3 万平米，销售回款 135 亿元，同比分别增长 15%、55% 和 41%

图表 3. 荣盛发展开工竣工和 2011 年计划

	2008	2009	2010	2011E
新开工面积(万平方米)	78.6	195.4	355.5	408.6
完成年初计划比例(%)	52	169	129	
竣工面积(万平方米)	83.8	67.1	121.3	187.3
完成年初计划比例(%)	88	64	101	

资料来源：公司数据，中银国际研究

土储快速扩张，布局合宜、政策压力小

年内公司通过股权收购、协议谈判、底价摘牌、公开拍卖等方式，在廊坊、沧州、南京、徐州、沈阳、湛江、临沂、唐山、成都等 9 个城市获得土地 17 宗，规划建筑面积 704 万平方米，年末公司土地储备建筑面积超过 1,700 万平方米，可以满足公司未来 3 年开发需要。

新增项目平均楼面地价 1,093 元/平米，较 2009 年的 689 元/平米新增地价上升了 59%，快于公司销售均价的上升速度 24%，去年以来三线城市的地价上涨有所加速，可能在一定程度上影响到公司的利润率水平。

2010 年公司新设常州、唐山、呼和浩特、秦皇岛、长沙等地子公司，业务范围扩展到河北、江苏、安徽、山东、湖南、辽宁、广东、四川等省的 15 个城市，在二三线城市的广泛布局使得公司战略纵深加大，有效平滑区域风险，并且在环境较好的情况下可以快速加大推盘量，取得良好销售业绩。

公司所布局的三四线城市基本都不受限购令的影响，甚至一定程度上受益于一二线城市的购买力挤出；二线城市南京、成都虽然出台了限购令，公司产品主要定位于普通住宅，仅少量精装修和低密度住宅，符合目前刚性需求为主的市场格局。公司开发周转速度较快，当年开工当年即可以销售，因此可售弹性较大，可以根据市场主动调节。

公司 2010 年积极扩张土地储备，新增项目 704 万平米，总地价 77 亿元。2010 年末资产负债率和净负债率分别为 75.0% 和 75.1%，分别较年初上升了 3.3 和 35.9 个百分点，年末短期借款也上升至 23.8 亿元，年末公司货币资金 20.3 亿元，在较高的杠杆下，预计公司土地收购可能有所放缓。

激励条件较高，业绩增长富有保障

公司于 2009 年 11 月推出了股票期权激励计划，年内公司向 68 名激励对象授予总额达 4,523.2 万份股票期权。公司激励计划的行权条件 2010-2012 年每年扣除非经常性损益后的净利润必须较上一年度增长率不低于 35%，与通常上市公司采取的复合增长率条件相比明显较高，2010 年公司净利润增长率高达 67.6%，在此基数上，2011-12 年的业绩增长均要求有超过 35% 的增长率才能行权。

有效并且有一定压力的激励计划对于充分调动管理层积极性和创造性是非常有益的，我们认为，公司主营业务所处的二三线城市区域环境相对较好，销售增长富有保障，股权激励也有利于公司业绩稳定充分释放。

上调盈利预测

由于看好公司在不利市场环境下的销售能力，我们分别调高了 2011-12 年的盈利预测 15.7% 和 26.6%，2009-12 年复合增长率为 35%。由于公司的快速土地储备扩张，2010 年末和 11 年末的每股 NAV 分别提升至 13.83 和 15.56 元。

我们认为，荣盛发展作为专注于中等城市的住宅开发商，面临中等城市城镇化加速发展的重大机遇，正在建设的高速铁路网建设也将大幅提高公司布局区域的可达性和吸引力，中等城市市场规模正处在不断扩大中。我们重申对公司的买入评级。

图表 4. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比增长(%)
销售收入	3,289	6,527	98
销售成本	(2,120)	(4,249)	100
销售税金	(227)	(518)	128
毛利	941	1,760	87
其他业务收入	(9)	38	(4)
销售费用	(47)	(100)	113
管理费用	(85)	(226)	165
经营利润	800	1,472	78
投资收益	0	(2)	(25,125)
财务成本	(4)	(60)	1,282
其他	15	59	(235)
税前利润	811	1,343	66
税金	(201)	(321)	59
少数股东权益	0	(1)	(1,325)
净利	610	1,021	68
盈利能力(%)			
毛利率	29	27	
经营利润率	24	22	
净利率	19	16	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,289	6,527	8,232	11,911	14,352
销售成本	(2,348)	(4,767)	(5,868)	(8,682)	(9,929)
经营费用	(113)	(286)	(312)	(485)	(584)
息税折旧前利润	829	1,474	2,052	2,743	3,839
折旧及摊销	(20)	(41)	(74)	(63)	(62)
经营利润(息税前利润)	809	1,434	1,978	2,681	3,777
净利息收入(费用)	(3)	(59)	(11)	(34)	(45)
其他收益/(损失)	8	(32)	(30)	0	0
税前利润	814	1,343	1,937	2,646	3,732
所得税	(201)	(321)	(484)	(662)	(933)
少数股东权益	0	(1)	(36)	(47)	(265)
净利润	612	1,021	1,417	1,937	2,534
核心净利润	619	1,029	1,417	1,937	2,534
每股收益(人民币)	0.427	0.712	0.988	1.351	1.768
核心每股收益(人民币)	0.432	0.718	0.988	1.351	1.768
每股股息(人民币)	0.000	0.010	0.079	0.108	0.141
收入增长(%)	n.a.	98	26	45	20
息税前利润增长(%)	n.a.	77	38	36	41
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	78	39	34	40
每股收益增长(%)	n.a.	67	39	37	31
核心每股收益增长(%)	n.a.	66	38	37	31

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,922	2,030	2,470	2,382	2,870
应收帐款	272	989	1,235	1,787	2,153
库存	8,493	13,258	18,110	23,821	28,704
其他流动资产	2,261	3,735	3,755	4,511	4,744
流动资产总计	12,949	20,012	25,570	32,501	38,471
固定资产	467	754	687	632	577
无形资产	169	166	158	150	143
其他长期资产	67	323	295	405	478
长期资产总计	703	1,243	1,140	1,187	1,198
总资产	13,652	21,254	26,710	33,688	39,669
应付帐款	1,490	1,516	3,107	4,575	4,854
短期债务	907	2,388	3,285	3,934	7,552
其他流动负债	4,379	7,904	10,043	13,340	13,204
流动负债总计	6,776	11,808	16,435	21,848	25,611
长期借款	2,529	3,636	3,636	3,636	3,636
其他长期负债	482	493	193	193	193
股本	896	1,434	1,434	1,434	1,434
储备	2,888	3,326	4,422	5,943	7,918
股东权益	3,784	4,760	5,855	7,377	9,352
少数股东权益	81	558	590	634	878
总负债及权益	13,652	21,254	26,710	33,688	39,669
每股帐面价值(人民币)	4.22	3.32	4.08	5.15	6.52
每股有形资产(人民币)	4.03	3.20	3.97	5.04	6.42
每股净负债/(现金)(人民币)	1.69	2.79	3.10	3.62	5.80

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	814	1,343	1,937	2,646	3,732
折旧与摊销	20	41	74	63	62
净利息费用	3	59	11	34	45
运营资本变动	(390)	(3,064)	(1,532)	(2,696)	(5,631)
税金	(201)	(321)	(484)	(662)	(933)
其他经营现金流	13	8	484	662	933
经营活动产生的现金流	258	(1,934)	490	47	(1,792)
购买固定资产净值	(237)	(618)	6	6	7
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(798)	0	(420)	(317)	(571)
投资活动产生的现金流	(1,035)	(618)	(414)	(312)	(564)
净增权益	1,188	532	0	0	0
净增债务	1,114	2,588	897	649	3,619
支付股息	(293)	(479)	(113)	(155)	(203)
其他融资现金流	0	20	(420)	(317)	(571)
融资活动产生的现金流	2,009	2,661	363	177	2,845
现金变动	1,232	109	440	(87)	488
期初现金	690	1,922	2,030	2,470	2,382
公司自由现金流	(777)	(2,552)	76	(264)	(2,356)
权益自由现金流	336	36	973	385	1,262

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	25.2	22.6	24.9	23.0	26.7
息税前利润率	24.6	22.0	24.0	22.5	26.3
税前利润率	24.7	20.6	23.5	22.2	26.0
净利率	18.6	15.6	17.2	16.3	17.7
流动性(倍)					
流动比率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
利息覆盖倍数	85.6	22.0	116.6	66.4	72.9
净权益负债率(%)	39.2	75.1	69.1	64.8	81.3
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	30.0	18.0	13.0	9.5	7.2
核心业务市盈率	29.7	17.8	13.0	9.5	7.2
目标价对应核心业务市盈率	34.2	20.6	15.0	10.9	8.4
市净率	3.0	3.9	3.1	2.5	2.0
价格/现金流	44.5	(7.7)	37.5	387.0	(10.2)
企业价值/息税折旧前利润	15.8	15.5	11.4	8.8	7.2
周转率					
存货周转天数	1,320	832.7	975.7	881.4	965.4
	5				
应收帐款周转天数	30.2	35.3	49.3	46.3	50.1
应付帐款周转天数	165.4	84.1	102.5	117.7	119.9
回报率(%)					
股息支付率	0.0	1.4	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	16.2	23.9	26.7	29.3	30.3
资产收益率	4.5	6.3	6.2	6.7	7.7
已运用资本收益率	11.2	15.4	16.1	18.6	20.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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