

荣盛发展 (002146): 城镇化模式的增长潜力被低估 50%

行业分类: 地产

2011. 5. 17

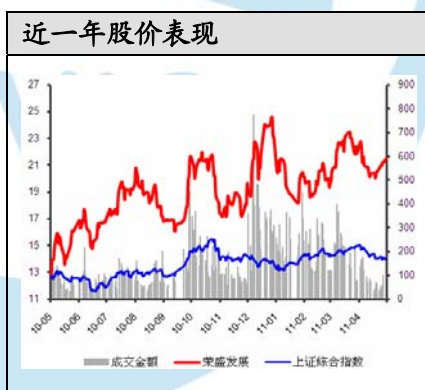
首席研究员: 杜丽虹
 执业证书编号: S0640511010013
 电话: 010-84802074
 Email: dudy77@sina.com
 联系人: 刁志学
 电话: 0755-83689065

投资要点:

- 2010 年三线城市商品房销售额占到全国新房销售额的 44%，较 2009 年提高 9 个百分点，市场空间扩大；
- 三线城市当前月供收入比普遍在 50% 以内，发展相对健康，政策的调控冲击较小；
- 但三线城市表外负债模式增加了潜在的风险诱惑，荣盛发展也有相当于表内资产 30% 的表外负债，但当前净借贷资本比 75%，小于负债上限 89%，处于财务安全范围内；
- 表外负债决定了三线城市地产企业对周转率的变化高度敏感，周转率决定回报率。荣盛发展一直是同类模式的效率标杆，繁荣期周转速度可以达到 0.9 倍以上，低谷预期能维持在 0.45 倍水平，当前效率隐含的净资产回报率为 26.4%，在主要地产上市公司中排名第 5。
- 公司繁荣期开发资产的极限增速为 53%，每股收益的潜在增长率 21.1%，高于历史增速，在主要地产上市公司中排名第 4。
- 荣盛发展的合理估值为 28 倍市盈率，即，19.88 元/股，较当前股价高 50%，评级买入。

6-12 个月目标价	19.88 元
当前股价	13.27 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2866.44
总股本(百万)	1433.60
总市值(百万)	19023.87
每股净资产(元)	3.45
ROE(TTM)	21.36%
资产负债率	76.05%
动态市盈率	13.37
动态市净率	3.17



一、三线城市在全国商品房销售额占比提升 9%

一二线城市的限购加速了三线城市房地产市场的发展，三线城市正成为中国地产市场的增长主力，我们称之为“城镇化模式”的崛起。

2009 年，北上广深及杭州 5 个一线城市的新房销售额占全国总销售额的 26%，二线城市¹的新房销售额占全国总销售额的 39%，三线城市占 35%；2010 年，一线城市的销售额占比从 26%下降到 17%，二线城市占比保持在 39%水平，三线城市占比则从 35%提高到 44%。我们预期未来 5 年，一线城市的新房销售额在全国的占比将进一步降低到 15%水平，二线城市保持 40%份额，三线城市达到 45%。

一线城市在全国地产市场的份额下降 9 个百分点，三线城市份额上升 9 个百分点，这一结构变化本身就推动了三线城市地产企业的快速成长，结果在调控背景下，2010 年恒大地产的销售额突破 500 亿，增速达到 66%，碧桂园销售额达到 330 亿，增速 42%，而从区域走向全国的荣盛发展销售额也首破 100 亿，销售增长 70%。未来，根据我们的测算，繁荣期无股权融资支持下恒大地产资产的极限扩张速度可以达到 63%、碧桂园 33%、荣盛发展 53%，均高于 20%的行业平均水平。

二、三线城市月供收入比<50%，政策冲击较小

除了总量上更大的增长空间之外，三线城市地产企业在调控中面临的政策冲击更小。以 2011 年 3 月集中成交均价、当前基准贷款利率、2011 年预期收入（在 2010 年基础上增长 10%）测算：一线城市的加权平均月供收入比已达到 123%²，与 2009 年二季度的历史低点相比，一线城市仍有 30%以上的降价空间；二线城市的加权平均月供收入比为 60%，与 2009 年二季度的历史低点相比，有 10-20%的降价空间；与之相对，三线城市的月供收入比普遍在 30-50%水平，整体发展比较健康，调控冲击较小。

¹ 我们将北京、上海、广州、深圳、杭州定义为一线城市，二线城市是我们重点监测的 36 个城市中剔除一线城市的 31 个城市，其余为三线城市。

² 月供收入比计算时，假设以均价购买一套 100 平米商品房，首付 30%、30 年期贷款，首套房为基准贷款利率。

三、三线城市的风险与诱惑

但是，城镇化模式也有风险，由于三线城市的土地政策相对灵活，城镇化模式下企业普遍背负着庞大的表外负债（承诺支付的土地款和开发款），以恒大地产为例，2010年末公司已订约但未拨备的承诺资本支出高达468亿，相当于公司帐面总资产的45%，雅居乐已订约但未拨备的承诺资本支出也达到203亿，相当于帐面总资产的29%，碧桂园为120亿，相当于帐面总资产的15%，荣盛发展64亿，相当于帐面总资产的30%……上述表外负债侵占了表内负债空间，剔除表外负债后，荣盛发展的净借贷资本比上限为89%，2010年中期时，公司实际净借贷资本比一度达到84%，接近89%的上限；不过，2010年底净借贷资本比已下降到75%的安全水平。

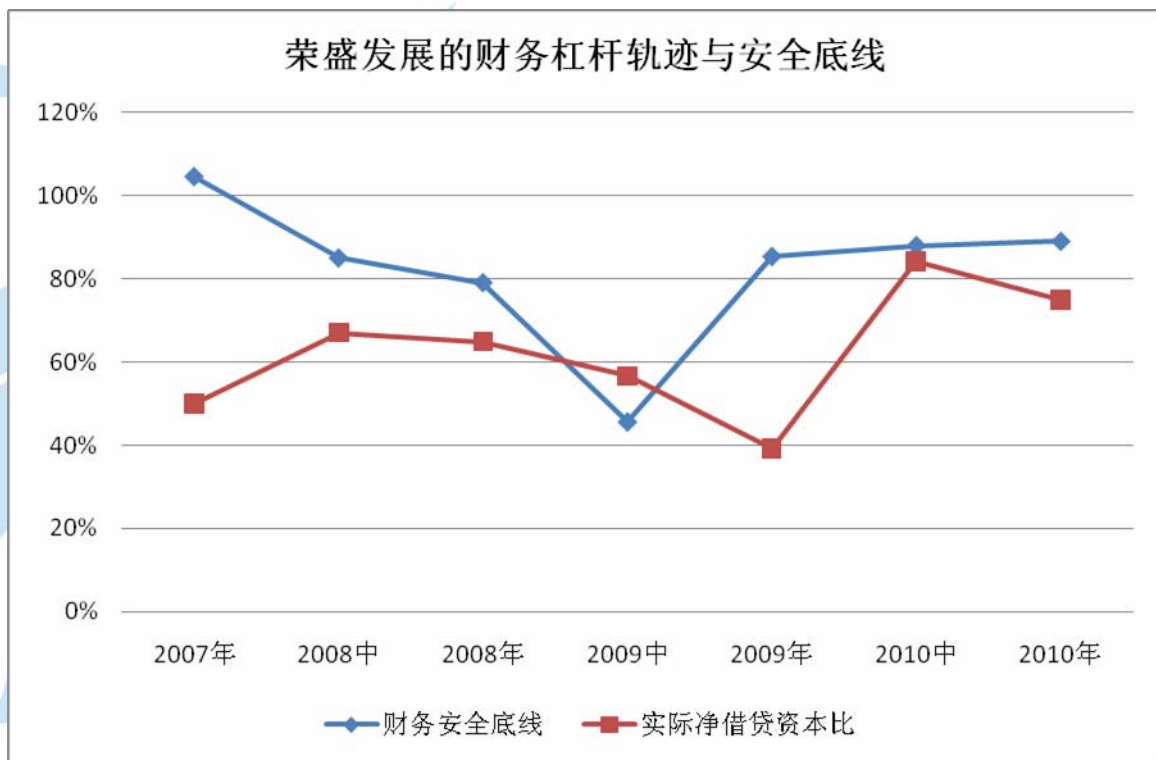


图1 荣盛发展的负债率一度接近上限，目前处于安全范围

当前负债率下，荣盛发展处于财务安全状态，能够应对持续调控冲击。

未来，公司繁荣期开发资产的极限增速为53%，低谷期为10%，2010年荣盛发展存货和承诺资本支出增长了48%，接近繁荣期上限，但仍处于理性范围内，理性扩张将使公司成为持续调控的受益者。

四、三线城市地产企业周转率决定回报率

高额的表外负债在压缩了表内负债空间的同时，也使得三线城市的地产企业财务杠杆对经营杠杆高度敏感。荣盛发展的周转速度减慢 10%，需要利润率上升 24%（5.3 个百分点）才能维持回报率不变；反之，周转速度提升 10%，可以抵消利润率 17.3% 的降幅（3.8 个百分点），因此，三线城市地产企业，周转率决定回报率。

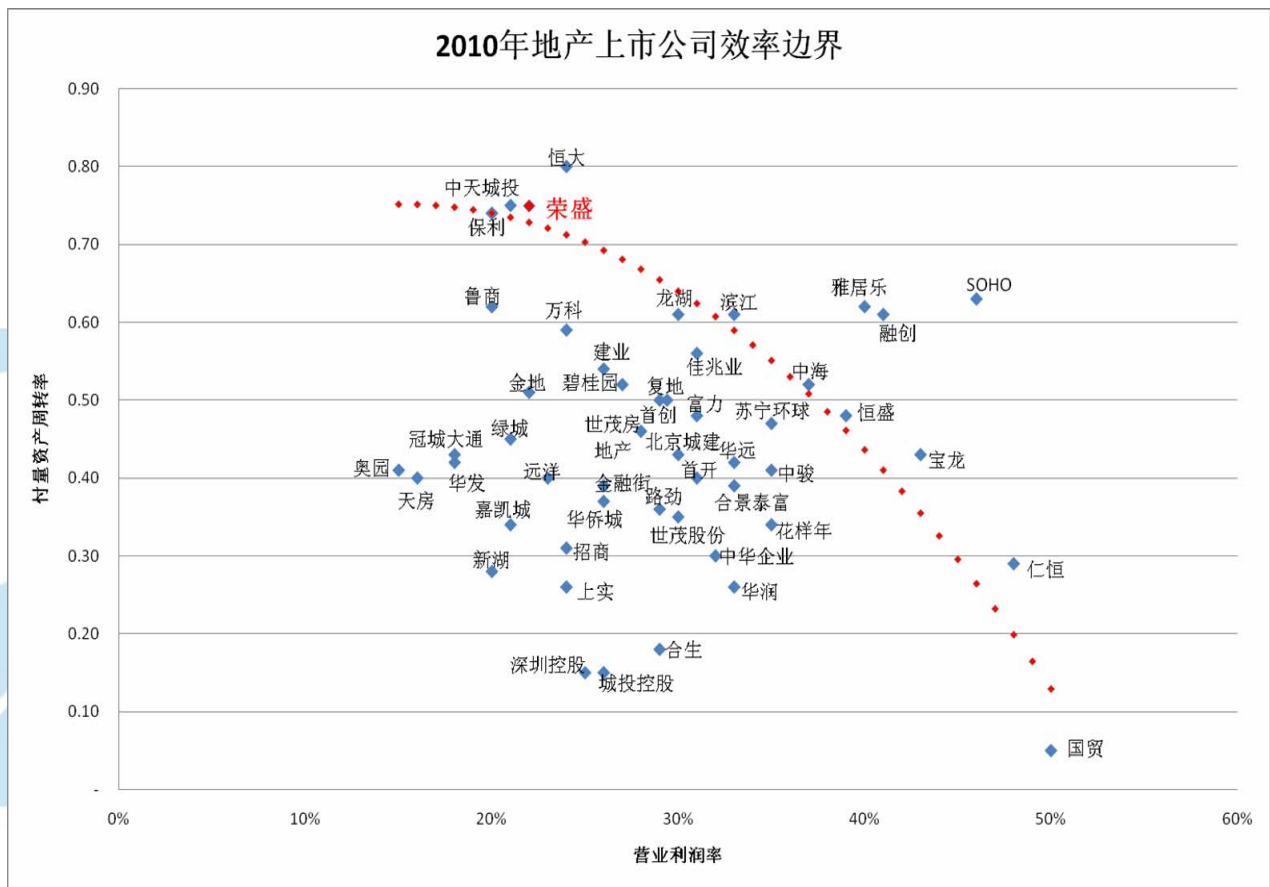


图 2 荣盛发展的运营效率处于行业效率边界上

荣盛发展的效率水平一直处于效率边界上，作为行业内的效率标杆，繁荣期公司的存量资产周转率可以达到 0.9 倍以上，营业利润率 22%，低谷期周转速度降至 0.45 倍水平，利润率下降 5-6 个百分点，但仍保持着同业内较高的周转速度。由此推算，在财务安全范围内（净借贷资本比小于 89%），公司当前效率隐含的净资产回报率为 26.4%，在主要地产上市公司中排名第 5。

五、每股收益潜在增长率 21.1%

26.4%的效率隐含回报，意味着在 20%分红率下，公司每股收益的潜在增长率达到 21.1%，与之相对，过去 5 年公司年均的每股收益增长率仅为 12.2%，低于潜在增长率，仍有较大盈利扩张空间。

此外，根据我们的测算，荣盛发展繁荣期资产的极限增速为 53%，低谷期 10%，繁荣期利润的极限增速 52%，低谷期下降 5%。成长潜力在我们重点关注的 A+H 50 家地产上市公司中排名第 4。

六、合理估值：19.88 元，买入

综上，调控背景下，三线城市地产企业具有更广阔的市场空间和较小的政策冲击，但表外负债模式增加了财务风险的诱惑，并使三线城市地产企业高度依赖于高周转模式。荣盛发展是同类企业中高周转的典范，当前财务状况处于安全范围内，效率隐含回报 26.4%，由此推动的潜在增长率 21.1%，高于历史增长，合理估值 28 倍市盈率，19.88 元/股，较当前市场估值高 50%，评级买入。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

杜丽虹, SAC 执业证书号: S0640511010013, 清华大学金融学博士, 一直从事地产、金融行业研究, 目前任江南证券地产行业首席研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83689524

公司网址: www.avicsec.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。