



推荐（首次）

所属行业： 房地产

行业评级： 推荐

房地产分析师：涂力磊

股价数据

过去 6 个月区间(元) 4.03-10.78

股本结构

总市值(万元) 769,600

流通市值(万元) 150,100

总股本(万股) 80,000

流通 A 股(万股) 15,600

B 股(万股) -

数据来源：wind

股价表现图：



数据来源：wind

Tel: (8621) 5830 6749
Fax: (8621) 5831 8543
Email: tull@qlzq.com.cn

荣盛发展（002146）深度报告：

小城市也可以做出大买卖

投资要点：

➤ 目前公司已在河北、江苏、安徽等省的多个中等城市开展了房地产开发业务，并且在石家庄、廊坊、沧州、南京、徐州、蚌埠等地拥有土地储备规划建筑面积 472.27 万平方米。

➤ 公司跨地区业务在紧紧围绕环渤海和长江三角洲两大经济圈的基础上，立足中等城市，稳步涉足风险较小的大城市，有选择地兼顾发展较快的小城市进行商品住宅的规模开发。

➤ 08 年期末，公司拥有 23.42 万平方米已销售资源未竣工结算，预收账款余额为 10.1 亿元，占流动负债的 32.38%，主要为商品房销售产生的预收款项。08 年末，公司每股预收帐款达到 1.3 元，在地产已出年报上市公司中排名第九，未来业绩具备较好锁定性。

➤ 目前公司可开发土地的平均成本在 1010 元/平米左右。由于未来两年的结算地区将有所增加，公司在 09 年、10 年依旧可以享受低成本土地所带来的高毛利率水平。

➤ 我们预计 09 年公司工程项目建设支出在 29.31 亿元左右。如果我们假设公司 09 年将所有未支付土地款全部支付完毕，不新增任何贷款的情况下资金缺口在 10 亿元左右。因此，09 年公司非公开增发是否能顺利实现对于公司未来发展至关重要。

➤ 公司一季度销售商品、提供劳务收到的现金 666,139,761.85 元，比上年同期增长 192.23%，主要是公司在售项目增多和受市场回暖影响，本期商品房销售预售面积同比大幅增加所致。廊坊地区君兰苑目前仅剩百套左右，销售速度超过公司预期。目前项目销售均价在 4200-4700 元/平左右，预计该项目有希望在 09 年全部结算完毕。

➤ 在暂不计算股本摊薄的情况下，预计公司 09、10 年每股收益在 0.65 和 0.81 元。
目前公司 09 年 RNAV 价格在 8.22 元左右。截至 4 月 27 日，公司股价 9.62 元/股，对应 09 年 P/E 水平在 14.8 倍左右，具备一定估值优势，首次给与公司 “推荐”评级。



一、公司介绍

1.1 公司主营介绍

荣盛房地产发展股份有限公司前身是成立于1996年12月30日的廊坊开发区荣盛房地产开发有限公司。公司致力于中等城市商品住宅规模开发，具有国家房地产开发一级资质。

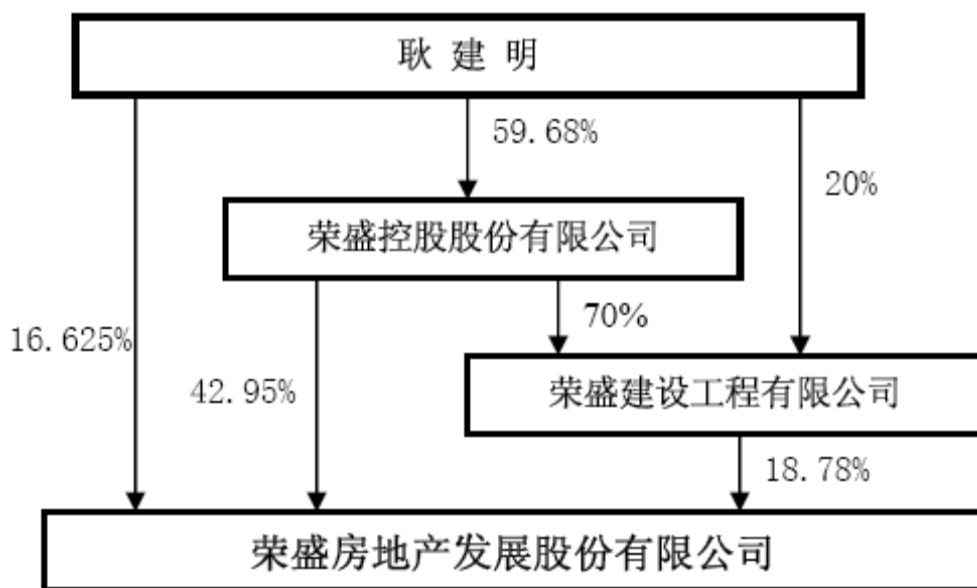
目前公司已在河北、江苏、安徽等省的多个中等城市开展了房地产开发业务，并且在石家庄、廊坊、沧州、南京、徐州、蚌埠等地拥有土地储备规划建筑面积472.27万平方米。

近三年，公司一直保持了较快的发展速度。公司营业总收入由2006年的136,642.28万元增长到2008年的202,879.86万元，年均增长19.43%。归属于母公司股东的净利润从2006年的17,323.64万元增长到2008年的37,069.8万元，年均增长28.86%。

1.2 控股股东介绍

荣盛控股股份有限公司目前总计持有公司56.09%的股份，为控股股东。公司实际控制人为耿建明先生。耿建明先生除了直接持有公司16.63%的股份外，通过控制荣盛建设持有本公司11.6%的股权，通过控制荣盛控股持有本公司25.63%的股权；实际控股比例达到78.355%。耿建明先生现任公司董事长，对公司具有较大的影响和控制力。

图一：公司股东结构



数据来源：齐鲁证券研究所



二、经营情况介绍

2.1 布局环渤海和长江三角中、小线城市

公司跨地区业务在紧紧围绕环渤海和长江三角洲两大经济圈的基础上，立足中等城市，稳步涉足风险较小的大城市，有选择地兼顾发展较快的小城市进行商品住宅的规模开发。具有 50 万以下人口为小城市；50 - 100 万人口为中等城市。

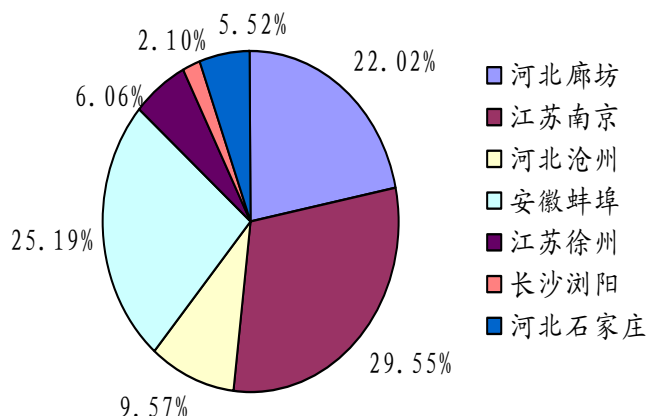
目前由于受到区域内核心城市的带动，环渤海和长三角地区的中、小城市在经济的活力程度上具备明显优势。此外，在竞争方面小城市受到的外界冲击相对较小。因此，在产品的供应和价格方面具备一定的垄断能力。

图二：公司项目分布

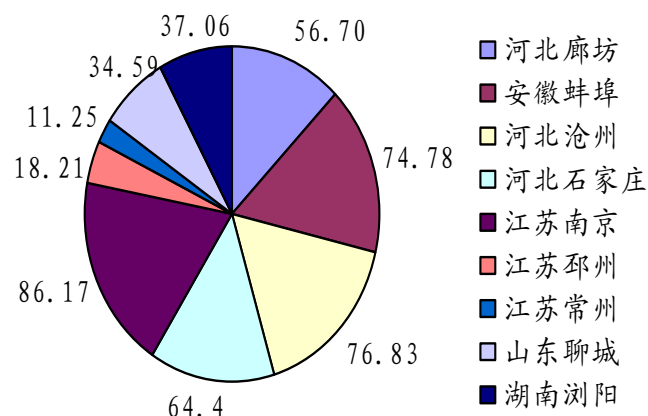


数据来源：齐鲁证券研究所

目前，公司已经通过设立全资子公司和分公司，在河北、江苏、安徽、山东等省的 10 个城市开展了房地产业务。其中南京、蚌埠、廊坊、沧州、徐州、石家庄等地的营业收入近年均有较大幅度的增长。公司过去主要收入依赖个别区域的情况在逐步好转。多城市布局也平滑了区域市场不景气而给整个公司经营带来的风险。


图三：公司营业收入来源分布


数据来源：齐鲁证券研究所

图四：公司各地区土地储备权益面积(万平方米)


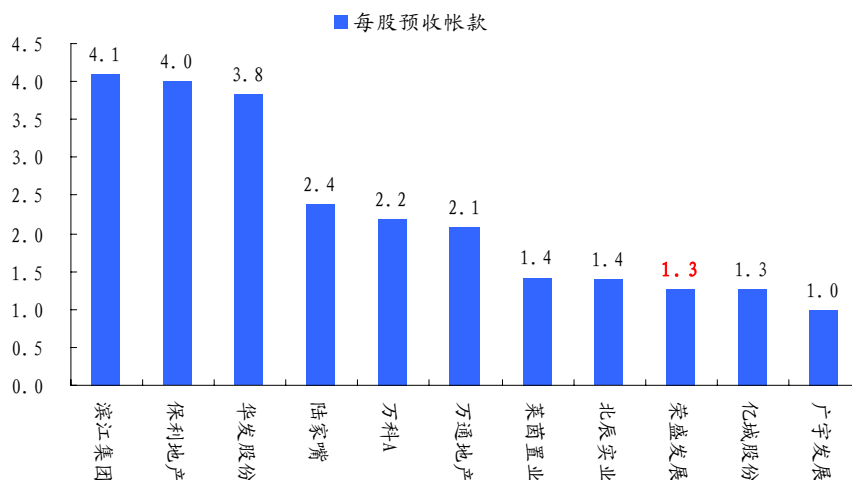
数据来源：齐鲁证券研究所

截止2008年12月31日,公司在建和拟建的建筑面积约达到472.27万平方米。按照年均开发150万平方米计算,目前的土地储备可以满足公司未来3年以上的发展需要。

2.2 每股预收帐款 1.3 元，业绩具备锁定性

08年期末,公司拥有23.42万平方米已销售资源未竣工结算,预收账款余额为10.1亿元,占流动负债的32.38%,主要为商品房销售产生的预收款项。

目前公司每股预收帐款达到1.3元,在地产已出年报上市公司中排名第九,未来业绩具备较好锁定性。

图五：公司每股预收行业靠前


数据来源：齐鲁证券研究所



2.3 近期土地成本有所增加

公司上市之前所储备土地成本较低，平均成本仅 604 元/平米。07 年公司上市后进行大规模扩张，土地储备有所加大。但由于当时正处于房地产市场的亢奋期，土地成本明显加大。从我们的统计中不难看出，07 年公司累计取得 8 块储备土地，平均成本在 1629 元/平米；其中土地成本较高的几块土地处于南京、廊坊和常州。08 年市场开始下滑，公司在土地储备方面也趋于保守，全年共取得 4 块土地，成本在 882.75 元/平。目前公司可开发土地的平均成本在 1010 元/平米左右，虽然较上市前有明显增大，但是依旧处于可接受范围之内。预计公司在 09 年、10 年依旧可以享受低成本土地所带来的高毛利率水平。

目前公司已经对 07 年所取得的南京仙林 C2 地块计提减值准备 5655.08 万元。

表一：公司项目情况统计

时间	项目名称	权益	占地面积	权益规划建筑面积	土地成本
上市前	廊坊君兰苑	100%	8.38	17.62	545
	蚌埠阿尔卡迪亚二期	100%	17.54	34.46	590
	蚌埠阿尔卡迪亚三期	100%	9.95	19.94	590
	沧州阿尔卡迪亚	100%	17.54	44.82	345
	石家庄阿尔卡迪亚	100%	15.24	64.4	1146
	南京阿尔卡迪亚三期	100%	16.54	36.05	505
	南京盛棠苑	100%	7.08	18.72	468
	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	4.81	10.1	900
	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	8	33.00	900
	江苏邳州文景苑	100%	11.03	18.21	457
	聊城阿尔卡迪亚	100%	32.64	75.59	455
	廊坊文安锦绣家园	100%	3.66	7.60	392
	廊坊江南水郡	100%	10	18	1433
	廊坊阳光逸墅	100%	7.49	13.48	1618
	沧州文景苑(0704 地块)	100%	10.67	32.01	434
07 年	邯郸锦绣花苑	100%	11.86	31.38	1310
	南京仙林湖 C2 地块	100%	7.08	12.74	5571
	蚌埠老机场地区 D9-1 地块	100%	12.74	20.38	1619
	常州市中华恐龙园 B 地块	100%	6.25	11.25	1911
	聊城市 2007-50、2007-51	100%	29.73	34.5854	370
	浏阳财智广场	90%	21.88	33.354	125
	徐州九里峰景(九里山飞机场)	100%	13.28	26.56	1125
08 年	合计				1010

数据来源：齐鲁证券研究所、公司公告



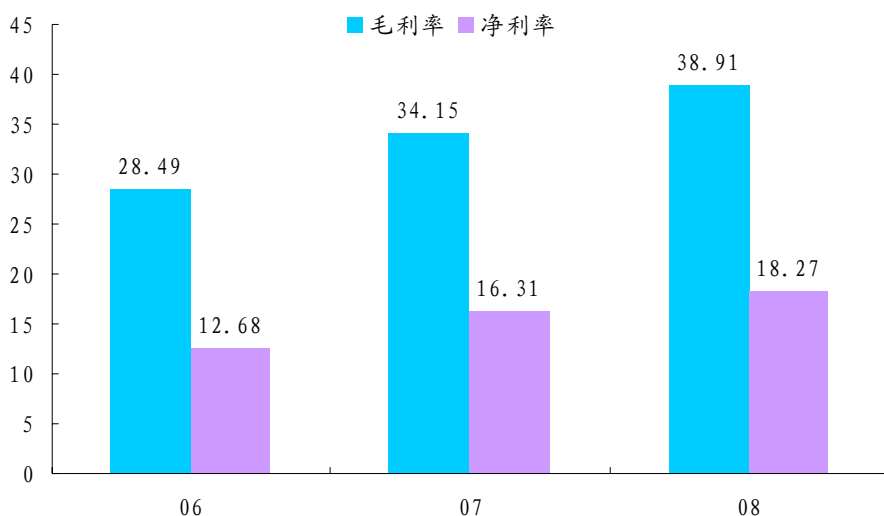
三、公司财务数据分析

3.1 未来 2 到 3 年内还可享受高毛利率、净利率回报

我们认为以下两点原因决定了公司在未来两年内依旧可以享受高毛利率和高净利率带来的回报。

- 1) 公司战略定位于具有一定经济增长潜力的中等城市，开发产品以居民自用住宅为主。虽然 08 年公司项目所在市场的商品房销售量降低，但价格并未大幅下滑；其次由于开发周期的原因，确认收入项目的土地多为早期取得，因为公司的毛利率没有明显降低。
- 2) 公司未来两年的结算地区将有所增加。从由原来的廊坊地区逐步拓展到石家庄、徐州、蚌埠、聊城、沧州。虽然公司 07 年拿地造成平均土地成本有所增大。但是在以上地区依旧拥有较大廉价土地储备。例如未来主要结算项目蚌埠阿尔卡迪亚三期土地成本 590 元/平、石家庄阿尔卡迪亚土地成本 1146 元/平、徐州阿尔卡迪亚二期土地成本 900 元/平、聊城阿尔卡迪亚土地成本 455 元/平、浏阳财智广场土地成本 125 元/平。

图六：公司每股预收行业靠前



数据来源：齐鲁证券研究所

3.2 负债水平和偿债能力

公司 06 到 08 年的合并资产负债率分别是 74.43%、63.66%和 76.98%，扣除 10.1 亿预收帐款后，公司的 08 年资产负债率为 52.51%，相对其他公司而言公司负债率有所偏高。

公司 2008 年末流动比率 1.99 与公司最近三年平均值 1.98 持平，流动比率保持稳定水平。相比 2007 年流动比率 2.14 略有下降，一方面，由于



公司销售规模扩大,预收款项同比增长。2008 年末,公司预收款项为 10.10 亿元,比 2007 年年末增长 16.63%;另一方面,由于充分利用了信贷资金和财务杠杆,一年内到期的银行借款 8.27 亿元,同比增长 77.00%。

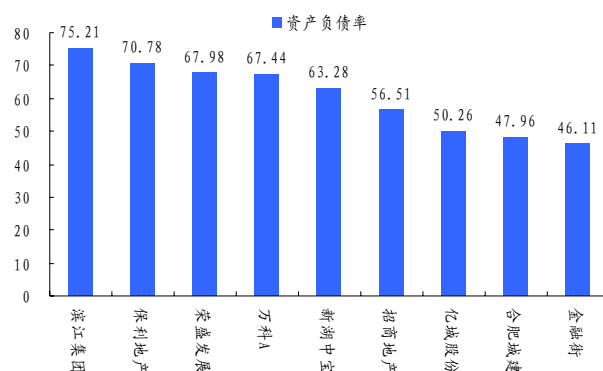
公司 2008 年速动比率略有降低,主要是因为公司加强存货储备,流动资产中存货所占比重同比增加,2008 年末公司存货余额 45.14 亿元,占比 72.68%,同比提高了 4.13 个百分点。

表二: 公司相关财务比例(1)

项 目	08	07	06	3 年平均值
流动比率	1.99	2.14	1.8	1.98
速动比率	0.54	0.67	0.76	0.66
资产负债率	62.33%	59.98%	71.07%	64.46%
利息保障倍数	4.3	6.61	7.28	6.06

数据来源: 齐鲁证券研究所

图七: 公司资产负债比较



数据来源: 齐鲁证券研究所

3.3 较快的存货周转和良好的费用控制水平

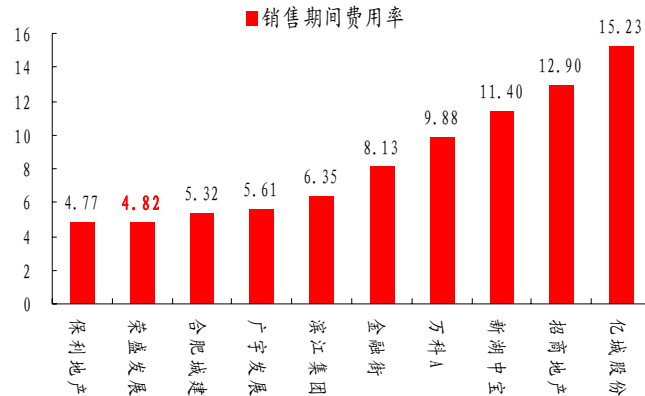
公司盈利能力较强,净资产收益率明显高于同行业平均水平,主要得益于两方面的因素:第一,较快的资产周转率及存货周转率。不过相关指标呈下降趋势,主要原因在于公司土地储备在不断加大。第二,销售费用控制得力。公司 2006 年、2007 年、2008 年的期间费用率分别为 2.25%、3.06%、4.82%,大大低于行业同期平均期间费用率水平。

表三: 公司相关财务比例(1)

项 目	08	07	06	3 年平均值
资产周转率	0.36	0.49	0.72	0.52
存货周转率	0.29	0.39	0.65	0.44
期间费用率	4.82%	3.06%	2.25%	3.38%

数据来源: 齐鲁证券研究所

图八: 公司销售期间费用情况



数据来源: 齐鲁证券研究所



3.4 非公开增发对公司发展至关重要

08 年末公司帐面货币现金 6.9 亿元，一年内到期的非流动负债 8.27 亿元，未支付土地款 12.43 亿。

表四：公司未付土地款（截至 08 年年报）

项目	总价款 (万元)	剩余未支付金额 (万元)	拿地 时间
南京阿尔卡迪亚项目土地	35,841.27	7,341.27	2004
南京置业盛棠苑土地	8,755.00	3,068.50	2005
徐州阿尔卡迪亚地块土地	33,900	10,170.00	2005
沧州阿尔卡迪亚项目拆迁补偿	8424	800.00	2006
聊城项目地块土地	34,300	14,300.00	2007
蚌埠 D9-1 土地	33,000	16,500.00	2007
南京置业仙林土地	71,000	42,600.00	2007
徐州九里峰景	29,400	14,400.00	2007
长沙财智广场	5,513	652.00	2006
常州恐龙园	21,500	14,500.00	2008
合计	281,633.27	124,331.77	

数据来源：齐鲁证券

目前南京阿尔卡迪亚项目和徐州阿尔卡迪亚项目土地款基本付清，其他土地款也在陆续付清之中。

公司 09 年预计开工面积是 115.45 万平方米，高于 08 年 78.6 万平的实际开工面积。因此我们预计 09 年公司工程项目建设支出在 29.31 亿元左右。如果我们假设公司 09 年将所有未支付土地款全部支付完毕，不新增任何贷款，那么资金缺口在 10 亿元左右。因此，09 年公司非公开增发是否能顺利实现对于公司未来发展至关重要。

表五：公司现金压力分析

资产项目	金额（亿）	负债项目	金额（亿）
货币现金	6.9	09 年需支付地价	12.43
非公开增发	12	短期借款	0.84
预计销售收入	34.64	一年内到期的非流动负债	8.27
新增贷款	0	工程建筑及相关支出	29.31
合计	53.54	合计	50.85

数据来源：齐鲁证券

3.4 一季度销售回款迅速

公司一季度销售商品、提供劳务收到的现金 666,139,761.85 元，比上年同期增长 192.23%，主要是公司在售项目增多和受市场回暖影响，本期商品房销售预售面积同比大幅增加所致。廊坊地区君兰苑目前仅剩百套左右，远超出市场预期水平。目前项目销售价格在 4200-4400 元/平左右，预计该项目有希望在 09 年全部结算完毕。



四、估值

4.1 RNAV 估值

我们基于以上对公司销售价格和进度的假设，做出对 RNAV 的判断。在对于折现率方面，我采用以下公司进行计算：

$$WACC = R_e \times \frac{E}{E+D} + R_d \times \frac{D}{E+D} \times (1-T)$$

其中，

R_e ：采用传统的 CAPM 模型， $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ ；

R_f ：选取国债收益 3.2%；

β ：选取与公司可比较的栖霞建设对沪深 300 近一年的 β ，1.19；

R_m ：选取 9% 作为基准；

R_d ：选取人民银行规定的长期贷款利率，7.56%

$\frac{D}{E+D}$ ：按照公司近三年债务比的平均值调整后计算，约 65%

由此，计算出公司 WACC 为 7.08%

表六：WACC 计算表

项目	假设
贝塔值 (β)	1.190
无风险利率 (%)	3.20%
市场的预期收益率 (%)	9.00%
股权资本成本 (K_e)	10.10%
税率 (%)	25.00%
债务成本 K_d (%)	7.56%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	65.00%
WACC	7.22%

数据来源：齐鲁证券

根据以上假设，经测算公司销售型物业净资产值为 44.82 亿元，公司 08 年净资产为 20.91 亿，目前股本为 8 亿股。因此，重估净资产值为 8.22 元。具体计算情况参见下表



表七：公司 RNAV 分析(万平方米，百万元，元/平)

地区	项目	权益	总建筑 面积	权益规划 建筑面积	预计售 价	计划 竣工时间	权益 净资产值	占权益净资 产值比例
廊坊	廊坊文安锦绣家园	100%	10	10	2000	2008	27.92	0.62%
	廊坊君兰苑	100%	18	18	4200	2008	176.66	3.94%
	廊坊江南水郡	100%	18	18	4200	2011	145.07	3.24%
	廊坊阳光逸墅	100%	13	13	4300	2011	55.38	1.24%
蚌埠	蚌埠阿尔卡迪亚二期	100%	34	34	3500	2008	28.27	0.63%
	蚌埠阿尔卡迪亚三期	100%	20	20	3800	2009	167.20	3.73%
	蚌埠市老机场地块	100%	20	20	3800	2011	21.06	0.47%
沧州	沧州阿尔卡迪亚	100%	45	45	3700	2011	347.00	7.74%
	沧州文景苑(0704 地块)	100%	32	32	3400	2012	237.09	5.29%
邯郸	河北邯郸锦绣花苑	100%	31	31	4200	2010	220.67	4.92%
石家庄					7010			
	石家庄阿尔卡迪亚	100%	64	64	(5700)	2009-2011	987.00	22.02%
	南京阿尔卡迪亚三期	100%	36	36	3600	2009	263.10	5.87%
南京	南京盛棠苑	100%	19	19	3800	2008	160.66	3.58%
					6800			
	南京仙林湖 C2	100%	13	13	()	-	-76.72	-1.71%
徐州	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	10	10	4900	2009	61.82	1.38%
	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	33	33	4900	2011	425.88	9.50%
					3850			
邳州	徐州九里峰景(飞机场地块)	100%	27	27	(4000)	-	152.59	3.40%
	江苏邳州文景苑	100%	18	18	2000	2008	53.74	1.20%
常州	常州恐龙园 B 地块	100%	11	11	5000	2010	65.64	1.46%
聊城					2900			
	聊城阿尔卡迪亚	100%	76	76	(3000)	2010	419.05	9.35%
	聊城市 2007-50 号宗地	100%	5	5	5000	2011	60.45	1.35%
湖南浏阳	西湖馨苑(聊城 07-51 号地)	100%	30	30	3600	2011	311.71	6.95%
	浏阳财智广场	90%	37	33	2100	2011	171.00	3.82%
物业总净资产值(百万元):								4482
净资产:								2091
总股本(百万股):								800
09 每股净资产市值(元/股):								8.22

数据来源：齐鲁证券

4.2 P/E 估值

预计公司未来三年主要收入还将来自石家庄、徐州、南京等地区。依旧可以享受低地价带来的高毛利率水平。我们预计公司 09、10、11 年收入在 32.97 亿、43.69 亿和 50.56 亿左右。三年复合增长率可以达到 13% 左右。对应 09、10 年每股收益在 0.65 和 0.81 元。

在给与公司 09 年 20 倍市盈率，未来 12 个月的合理价值在 13 元左右。





表八：公司销售分析（万平方米，百万元）

城市	物业名称	权益	占地 面积	权益建 筑面积	剩余 权益 建筑 面积	结算面积			结算收入		
						09	10	11	09	10	11
廊坊	廊坊文安锦绣家园	100%	3.66	7.60	5.40	2.16	2.16	1.08	0	0	0
	廊坊君兰苑	100%	8.38	17.62	13.40	13.40	0	0	630	0	0
	廊坊江南水郡	100%	10	18.00	18.00	0.00	3.60	3.60	151	151	151
	廊坊阳光逸墅	100%	7.49	13.48	13.48	0.00	0.00	0.00	0	0	0
蚌埠	蚌埠阿尔卡迪亚二期	100%	17.54	34.46	3.20	3.20	0.00	0.00	0	0	0
	蚌埠阿尔卡迪亚三期	100%	9.95	19.94	19.94	7.98	7.98	1.99	76	76	76
	蚌埠市老机场地区地块	100%	12.74	20.38	20.38	0.00	0.00	2.04	77	77	77
沧州	沧州阿尔卡迪亚	100%	17.54	44.82	39.80	7.96	11.94	7.96	295	295	295
	沧州文景苑(0740 地块)	100%	10.67	32.01	32.01	0.00	4.80	11.20	381	381	381
石家庄	石家庄阿尔卡迪亚	100%	15.24	64.40	62.40	12.48	15.60	15.60	1094	1094	1094
邯郸	河北邯郸锦绣花苑	100%	11.86	31.38	31.38	4.71	7.85	7.85	329	329	329
南京	南京阿尔卡迪亚二期	100%	10.48	18.66	1.70	1.70	0.00	0.00	0	0	0
	南京阿尔卡迪亚三期	100%	16.54	36.05	31.40	4.71	9.42	10.99	396	396	396
	南京盛堂苑	100%	7.08	18.72	16.00	2.40	4.80	7.20	274	274	274
	南京仙林湖 C2	100%	7.08	12.74	12.74	0.00	0.00	0.00	0	0	0
徐州	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	4.81	10.10	5.10	5.10	0.00	0.00	0	0	0
	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	8	33.00	33.00	6.60	6.60	9.90	485	485	485
	徐州九里峰景	100%	13.28	26.56	26.56	0.00	4.25	4.25	164	164	164
邳州	江苏邳州文景苑	100%	11.03	18.21	13.60	5.44	5.44	2.72	54	54	54
常州	常州恐龙园 B 地块	100%	6.25	11.25	11.25	0.00	0.00	0.00	0	0	0
聊城	聊城阿尔卡迪亚	100%	32.64	75.59	75.59	6.80	14.36	22.68	658	658	658
	聊城市 2007-50 号宗地	100%	13.33	5.07	5.07	0.00	0.00	0.00	0	0	0
	西湖馨苑(聊城 07-51)	100%	16.40	29.52	29.52	0.59	2.95	10.33	372	372	372
浏阳	浏阳财智广场一期	90.00%	21.88	7.20	4.80	1.92	2.88	0.00	0	0	0
	浏阳财智广场二期			29.8	29.80	0.00	0.00	8.94	188	188	188
合计									3298	4180	5068

数据来源：齐鲁证券

四、风险提示

目前房地产行业仍然处在底部区域，真正回暖时间仍然有待确认。公司 07 年所拿土地成本有所增加，如果市场下滑风险抵御能力将下降。虽然公司所在三线城市房屋价格受全国市场波动有限，但是保证成交是决定公司未来业绩的关键。



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791