

荣盛发展：定位准确，策略高周转、高成长

——显著受益于京沪高铁建设

报告关键点：

- 布局于京沪、京广线上的二三线城市，受益于京沪高铁建设
- 产品策略定位精确，公司异地扩张中成功复制盈利模式
- 公司扩张迅速，土地储备面积达472万平方米，能满足公司未来三年高速发展需要
- 限售股股东承诺减持价格不低于15元，公司发展前景看好

报告摘要：

- 布局于京广、京沪高铁线上二、三线城市商品住宅开发，显著受益于京沪高铁的建设。公司发端于京津冀地区，区域定位于环渤海经济圈和长三角地区。公司目前已经进入五省10市（加县级市12个），包括河北廊坊（霸州）、沧州、石家庄、邯郸；山东聊城；安徽蚌埠、江苏南京、徐州（邳州）、常州；湖南浏阳。其中廊坊、沧州、蚌埠、南京、徐州、常州均是京沪高铁的停靠站，这些城市的项目占了总土地储备的64%。而且石家庄、邯郸、聊城也都是靠近京沪高铁的城市。随着京沪高铁的建设，公司将显著受益于沿线城市经济发展、商品住宅需求的提升。
- 公司周转率高，产品定位精确。公司资产周转率高，盈利能力较强，销售毛利率与销售净利率持续多年增长。作为河北省唯一一家房地产业著名品牌，公司依靠二十多年专注于大型普通商品住宅小区建设的专业经验，产品定位准确，拥有了大批忠实客户。同时，公司在异地扩张过程中积极推行本土化策略，在新进入的城市成功复制了公司成熟的盈利模式。
- 公司秉承做大规模的经营策略，成长速度快。截止2008年底，公司可结算面积约550万平方米。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。受08年国际金融危机和国内房地产市场调整影响，公司完成新开工面积78.59万平方米，同比降低了7.80%；但竣工面积83.83万平方米，同比增长70.11%。公司09年开工规模将进一步扩大，预计新开工115.45万平方米，竣工105.66万平方米，分别增长47%和26%，而且09年以来销售速度明显加快，业绩将保持高速增长态势。
- 公司拟非公开发行1.5亿股，发行价不低于6.81元/股。此次增发是公司顺应资本市场发展形势，进一步做大做强做优主业、提升公司竞争力所采取的积极措施。若融资成功，能促进公司提高资产质量、优化资本结构、改善财务状况、减少财务风险、进一步增强抗风险能力和持续高速增长和盈利能力。
- 投资建议：
 - 公司未来两年的盈利高增长值得期待。我们预计公司09、10年的净利润分别为5.51、7.11亿元，分别对应09、10年的EPS0.69、0.89元。
 - 给予6个月目标价16元。我们在上周一(6月1日)的资本金比例下调的点评报告和数据周报中开始推荐荣盛发展，给予“买入-A”投资评级。本报告维持“买入-A”的投资评级。

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：16.00元

期限：6个月 上次预测：

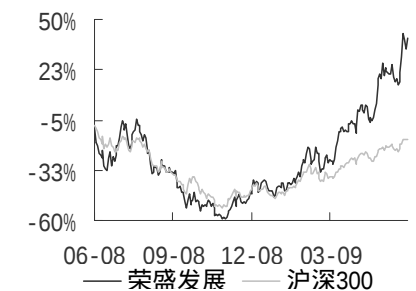
现价：14.25元

报告日期：2009-06-08

市场数据

总市值(百万元)	11,400.00
流通市值(百万元)	2,223.54
总股本(百万股)	800.00
流通股本(百万股)	156.04
12个月最高/最低	4.03/14.52元
十大流通股东(%)	30.59%
股东户数	27,823

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.78	55.93	55.66
绝对收益	11.49	84.88	40.16

研究员

陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,744.3	2,028.8	3,139.6	3,970.6	4,863.9
Growth(%)	27.7%	16.3%	54.8%	26.5%	22.5%
净利润	284.4	370.7	551.4	711.0	925.3
Growth(%)	64.2%	30.3%	48.8%	28.9%	30.1%
毛利率(%)	34.1%	38.9%	36.0%	36.5%	38.0%
净利润率(%)	16.3%	18.3%	17.6%	17.9%	19.0%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.69	0.89	1.16
每股净资产(元)	2.20	2.61	3.20	3.96	4.95
市盈率	40.1	30.8	20.7	16.0	12.3
市净率	6.5	5.5	4.5	3.6	2.9
净资产收益率(%)	16.2%	17.7%	22.7%	23.6%	24.6%

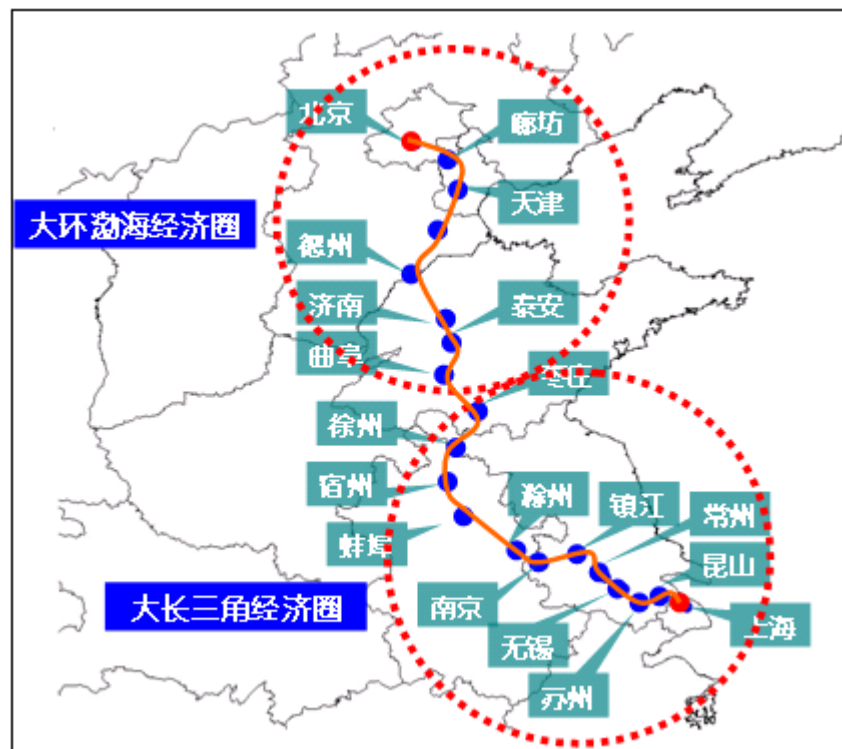
1. 京沪高铁的建设为公司带来巨大的发展空间

1.1. 京沪高铁简介

京沪高铁贯穿北京、天津、河北、山东、安徽、江苏、上海，连接环渤海和长江三角洲两大经济区，国土面积占全国的 6.5%，人口占全国四分之一，GDP 占全国 40%，是中国经济发展最为活跃和最具潜力的地区。从北京南站到上海虹桥站沿线共停靠 21 个站，新建双线铁路全长 1318 公里，是世界上一次建成线路最长、标准最高的高速铁路。

京沪高铁投入使用后，北京到上海直达只需 5 小时，年单方向预计输送旅客 8000 余万人次，每年输送旅客预计 1.6 亿人次。同时，既有铁路的运输能力可以释放，满足货运需要，真正实现“人便其行，货畅其流”。京沪高速铁路把长三角、环渤海两大经济圈、两个经济发达的城市群连接起来，形成“哑铃”形状。

图 1：京沪高铁沿线城市



数据来源：安信证券研究中心

1.2. 国家高度重视

国务院办公厅专门发出通知，成立了京沪高速铁路建设领导小组，国务院副总理曾培炎任组长。统筹指导京沪高速铁路建设工作，协调解决建设中的重大问题。

领导小组办公室设在铁道部，承担领导小组的日常工作，研究提出需领导小组决策的建议方案，督查落实领导小组议定事项，加强与有关部门和地区的沟通协调，收集和掌握京沪高速铁路建设有关信息。办公室主任由刘志军兼任。

项目总投资达 2209.4 亿元，已于 2008 年 4 月起全线开工，计划 5 年内建成。

1.3. 京沪高铁的建设加快促进区域繁荣

京沪高铁的建设，体现了国家发展地区经济的思路。根据“十一五”时期我国地

区经济发展的总体思路：加快东部沿海地区率先实现现代化的进程，强化长三角、京津冀、珠三角、山东半岛、辽中南等经济核心区的集聚和辐射功能。

交通条件一直是促进区域经济发展的关键因素。以往“要致富，先修路”的说法，在当前经济发展日益加快的时代依然是那么正确。

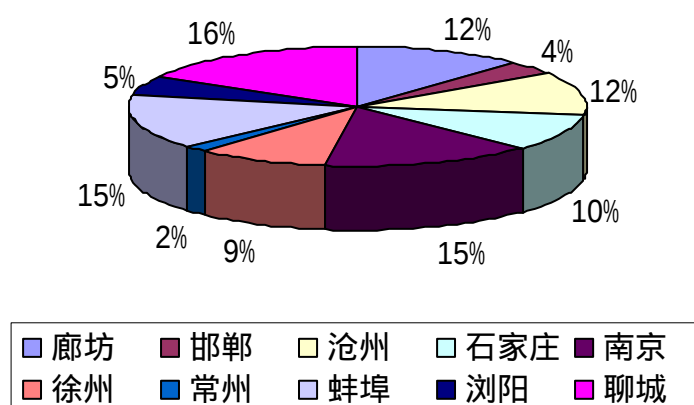
以最典型的京九铁路为例，1996 年京九铁路建成之后，对带动沿线中部地区及 12 个贫困地区的经济发展起到了非常关键的作用，京九铁路以其强大的辐射带动力，使沿线地区经济结构大变化，投资规模不断扩大，经济实力迅速增强，人民生活质量得到改善。据统计，京九铁路有力拉动了沿线地区的经济增长。2005 年沿线地区 GDP 规模为 12408 亿元，占全国总量的 6.8%，比 1995 年增长了 2.12 倍，超过了全国同期经济增长速度。

京九铁路之所以能发挥对沿线地区经济的带动，直接的原因就在于促进沿线地区投资价值因素的释放。其中最关键的因素就是沿线区域的成本优势释放，包括土地成本、劳动力成本、交通运输成本等。这些成本优势在封闭的交通条件下，仅仅是中部地区的基础条件，而随着铁路的建成，成本优势得以发挥而真正成为比较优势，也得以与其他区域之间形成流动，最终提升了沿线中部地区的投资价值。

1.4. 公司项目多数位于京沪高铁沿线城市，受益明显

公司目前已经进入五省 10 市（加县级市 12 个），包括河北廊坊（霸州）、沧州、石家庄、邯郸；山东聊城；安徽蚌埠、江苏南京、徐州（邳州）、常州；湖南浏阳。其中廊坊、沧州、蚌埠、南京、徐州、常州均是京沪高铁的停靠站，这些城市的项目占了总土地储备的 64%。而且石家庄、邯郸、聊城也都是靠近京沪高铁的城市。

图 2：公司土地储备地区分布情况



数据来源：安信证券研究中心、公司资料

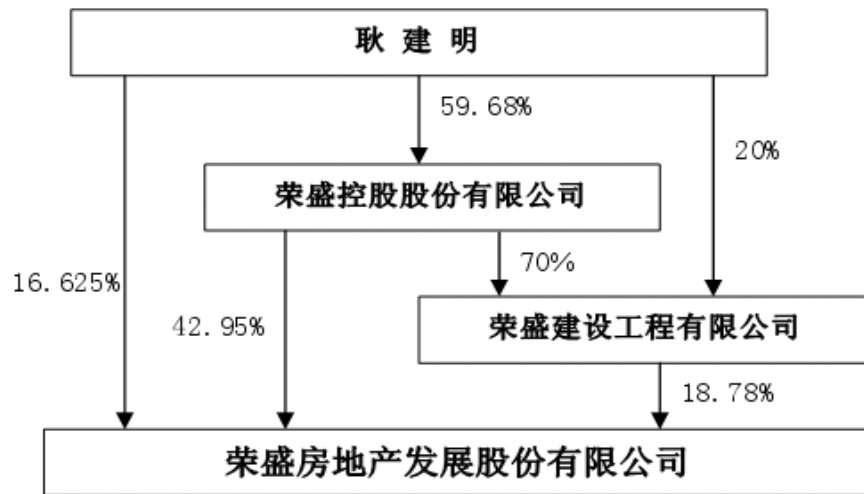
2. 公司多年来坚持并精心培育中等城市发展战略

2.1. 公司股权明晰，结构简单

荣盛控股股份有限公司成立于 2002 年 7 月 31 日，主营业务包括对建筑业、工程设计业、房地产业、建材制造业、金属制造业、餐饮业、卫生业的投资。近三年荣盛控股总资产、净资产、利润总额及净利润等主要财务指标均保持快速增长，整体实力显著增强。

公司大股东耿建明先生是荣盛发展的创始人，共持有公司 52.34%的股权，同时公司其他的大股东基本上都是公司的高管，高管有较强的动力做大做强公司。

图 3：公司股本结构



数据来源：安信证券研究中心、公司资料

2.2. 定位京沪沿线中小城市（即二三线城市）

荣盛发展扎根中小城市多年，了解市场需求，主动为崇尚新生活和需改善居住环境与居住条件、提高生活质量和生活品位的消费者营造“自然的园、健康的家”，从而为自己不断发展壮大奠定了扎实的基础。

经过多年的探索、实践，公司确立了自己独特的市场定位：即立足于京津冀环渤海地区和长三角区域、京沪高铁沿线有发展潜力的中等城市，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，即以二三线城市作为目标；将中等城市作为创造利润的中心和谋求发展、连接大城市与小城镇的桥梁；将大城市作为扩大影响、展示实力，提升技术与管理水平的平台；将小城市作为传播理念、控制风险，拓展企业发展的新空间。

管理成本太高，受宏观调控的影响更敏感等特点决定了大型地产公司进入三线城市开发的难度，万科、保利等大型开发商目前仍主要集中在一、二线城市中，公司多年来坚持并精心培育的中等城市发展战略有效地回避了这些一线开发商的竞争，而公司在二、三线城市逐步成长壮大，非常了解和熟悉这个市场，通过上市筹资等资本运作，公司相比其他中小型地产商具有了更强的资金实力、品牌影响力和管理能力。这一优势对于公司提升盈利水平，获取更多土地储备以及发展扩张都具有良好的影响。从公司 2008 年的数据来看，公司业绩受房地产市场整体调整的影响较小。

2.3. 中小城市的住宅市场潜力巨大

近几年来，我国 GDP 一直保持在 10%高速增长水平，中小城市的国内生产总值也增长很快，很多自然资源丰富、地理位置优越的中小城市 GDP 的增长率远远超过了全国平均水平，与国内一线城市的经济增长率不相上下。但不同的是，目前，中小城市房地产市场还处于比较初级的发展状态，很多物业在开发之前并未做市场调研，产品规划落后，住宅造型设计也未摆脱传统“火柴盒”式的单调形式，建筑产品风格单一，项目规模过小，相关配套不健全，住宅户型单一等等，随着人们收入的增加，对居住

提出了新的更高的要求，同时也为扎根中小城市的房地产企业的发展提供了广阔的空间。

在中小城市中，住宅项目的最大卖点往往就是做成全市顶尖的小区，创造一种全新的生活方式，将小城最有权和最有钱的金字塔人士一网打尽，此时物业往往能够获得一定的溢价。同时，在中小城市开发规模较大的项目，能够获得当地政府的政策优惠，并能够通过持续营销与口碑营销节省企业成本，提高周转率。

2.4. 多样化需求支撑中小城市楼市

近年来，中小城市居民住房的供应方式紧随大城市也发生了革命性变化，由原来单位集资建房变成了市场自由供应，长期被压制的大量需求被释放出来。

住房升级。早期的住宅建筑结构不合理、形式单调、相关配套不全，随着人们收入的增加，小房换大房、差房换好房的需求相当迫切。同时，由于中国户籍制度的存在，许多人为了自己或者家人得到城市的户籍而购买房子，这也成为中小城市商品房的重要购买力量。

教育买房。现在中小学教师的收入大幅度提高，他们工作在乡下，但是纷纷在城里买房。有些父母为了子女能够就读好一点的学校，也愿意在名校周边买下一套商品房。

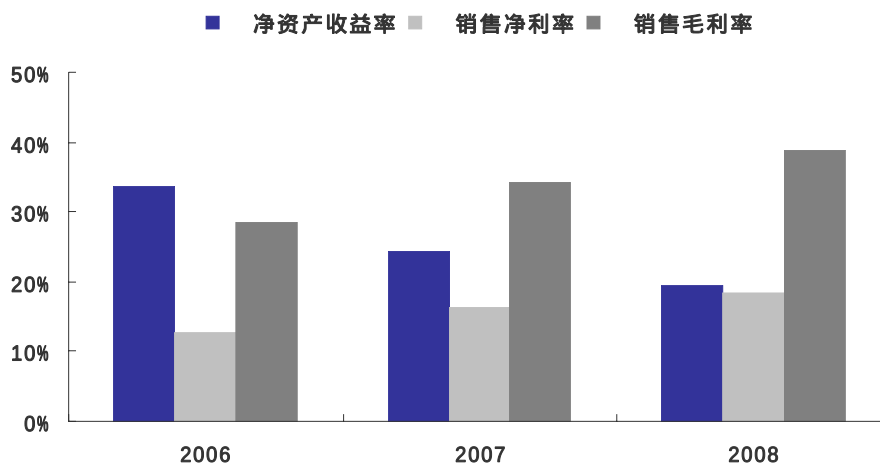
旧城改造。相对于大城市，中小城市在这方面有着更多的需求。为了增加财政收入，加快城市建设和发展，改变过去破旧不堪的城市形象，“旧城改造”就成为了这些中小城市政府常采用的一种方式，而“旧城改造”带来的拆迁则构成了另外一块很大的购房需求。

3. 盈利能力强，周转速度快，异地扩张显成效

3.1. 公司盈利能力较强

公司盈利能力出众，销售毛利率与销售净利率持续增长。虽然公司的净资产收益率因为资产规模的大幅扩张从 06 年的 30% 以上下降到了 08 年的 20% 左右，但公司的销售毛利率和销售净利率都有较大幅度的提升，即使是 08 年许多地产公司毛利率出现下降的情况下，公司的毛利率还上升了 4.8 个百分点。

图 4：公司盈利能力指标



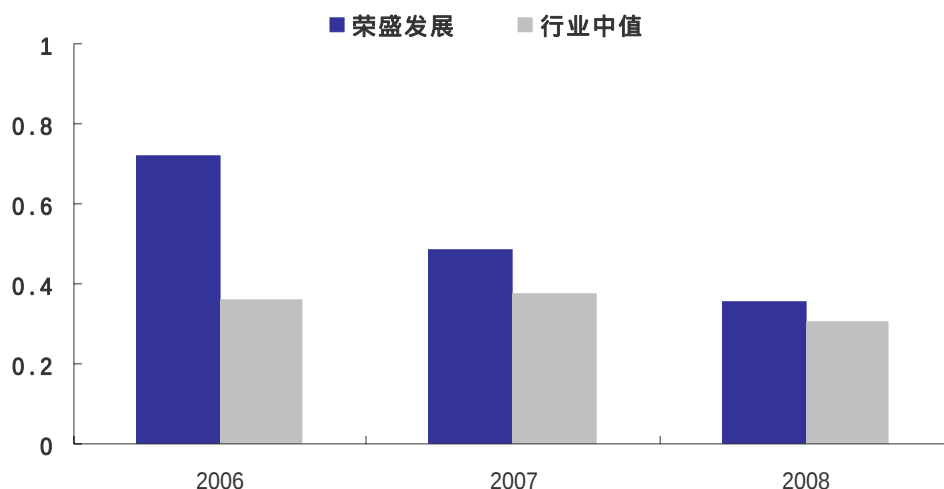
数据来源：安信证券研究中心、公司资料

3.2. 周转速度快

公司仍然保持着较快的资产周转率。虽然从 07 年开始，随着公司的上市和规模的扩大，公司 07、08 年的资产周转率与 06 年相比有所下降，但公司与其他上市的房地产公司相比仍然有比较明显的优势，08 年的总资产周转率为 0.36，与万科基本相当，远高于上市公司中的行业中值 0.3。

公司在提高周转率方面有着自己的一套方法。一般在项目投标完成三个月内基本就可以达到开工条件，借助公司一整套严格有效的生产管理系统和完善的业务流程，提高运营效率，大大缩短项目开发周期。另外，中小城市的住宅以小高层和多层为主，项目开发周期也相对较短，开发资金需求量少，资金回流快，可实现较高的资金周转率。

图 5：荣盛发展的总资产周转率与行业中值比较



数据来源：安信证券研究中心

3.3. 异地扩张成效显著

3.3.1. 本土化策略

公司在异地扩张过程中的本土化策略相当有效，在拿到项目后，公司会派出一位总经理，一位副总，一位财务主管作为主要的行政人员，在当地组建项目公司，其余员工则全部在当地招聘，这样既节省了费用，又提高了公司的周转率。

同时，公司在统一的营销体系之下，针对不同区域市场、不同消费群体，提出不同的营销策略；但在媒体营销推广上，则采取统一市场品牌，并坚持与强化品牌精神。

3.3.2. 质量 + 规模

公司在异地扩张的过程中采取质量加规模制胜的策略。像公司在蚌埠、徐州、石家庄、沧州等地的阿尔卡迪亚项目总建筑规划面积分别为 66、43、64、45 万平米，都是 40 万平米以上的大项目，这些项目在当地都是地理位置优越、发展潜力大，能够为公司持续带来利润。公司往往采取先以高质量树立品牌，再以大规模持续营销的方式在后阶段赚取较高的利润。

3.3.3. 公司异地业务拓展取得明显成效

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。从公司营业收入的地区分布来看，2007 年度江苏南京、徐州、安徽蚌埠的营业收入较上年同期均有较大幅度的增长，成为公司新的利润

增长点，使得公司对廊坊地区经营的依赖度显著下降。而 2008 年度，石家庄、湖南浏阳等地的项目使得公司的经营范围进一步扩大。未来，公司还将进一步加大对相关区域中等城市房地产市场拓展的力度，使得公司逐渐发展成为一家京沪高铁沿线、区域性的、以中等城市房地产开发为主业的专业化房地产供应商。

4. 公司项目储备合理，销售前景看好

公司自 2007 年 8 月 IPO 融资成功后，规模扩张迅速，公司新进入了湖南浏阳和江苏常州两个城市，截止 2008 年底，公司项目的可结算面积约 550 万平米，2008 年公司又实行了 10 转增 5 再送 5 股的股本扩张方案，总股本达到 8 亿，虽然在中小板上市，公司实际上已发展成为国内中等规模的房地产开发商。

表 3：公司项目储备一览表

项目名称	权益	规划建筑面积	权益规划面积	08 年底可结算面积
廊坊君兰苑	100%	17.62	17.62	9.52
廊坊文安锦绣家园	100%	7.60	7.60	7.60
廊坊市 2007-16 号地(江南水郡)	100%	18.00	18.00	18.00
廊坊市 2007-14 宗地(阳光逸墅)	100%	13.49	13.49	13.49
霸州阿尔卡迪亚	100%	21.37	21.37	18.37
霸州阳光嘉苑	100%	1.88	1.88	0.00
邯郸锦绣花苑一期	100%	31.38	31.38	31.38
邯郸锦绣花苑二期	100%	0.00	0.00	0.00
沧州阿尔卡迪亚	100%	44.82	44.82	39.34
沧州 CTG-0704 宗地-A (五星级酒店)	100%	8.00	8.00	8.00
沧州 CTG-0704 宗地-A (住宅)	100%	12.00	12.00	12.00
沧州 CTG-0704 宗地-B	100%	12.00	12.00	12.00
石家庄阿尔卡迪亚	100%	28.02	28.02	26.09
石家庄阿尔卡迪亚二期	100%	36.38	36.38	36.38
南京阿尔卡迪亚一期	100%	14.55	14.55	0.00
南京阿尔卡迪亚二期	100%	18.66	18.66	0.08
南京阿尔卡迪亚三期	100%	36.05	36.05	36.05
南京盛棠苑	100%	18.72	18.72	3.66
南京市栖霞区仙林新区 C2 地块	100%	12.76	12.76	12.76
徐州阿尔卡迪亚一期	100%	10.10	10.10	6.86
徐州阿尔卡迪亚二期	100%	21.06	21.06	21.06
九里峰景一期	100%	26.56	26.56	26.56
邳州文景苑	100%	18.21	18.21	13.51
常州市中华恐龙园 B 地块	100%	11.26	11.26	11.26
蚌埠阿尔卡迪亚一期	100%	21.84	21.84	0.00
蚌埠阿尔卡迪亚二期	100%	34.46	34.46	1.30
蚌埠阿尔卡迪亚三期	100%	23.80	23.80	23.80
蚌埠市老机场地区 D9 - 1 地块	100%	20.38	20.38	20.38
浏阳市财智广场	90%	33.35	30.02	30.97
聊城阿尔卡迪亚	100%	75.59	75.59	75.59
聊城市 2007-50 号地块	100%	5.07	5.07	5.07
聊城市 2007-51 号地块	100%	29.52	29.52	29.52
合计		684.49	681.15	550.59

注：面积单位 万平米；

资料来源：安信证券研究中心、公司资料

5. 部分项目介绍

在中小城市中，住宅项目的最大卖点往往就是做成全市顶尖的小区，此时物业往往能够获得一定的溢价，从而提高项目的利润率。同时在中小城市开发规模较大的项目，能够获得当地政府的政策优惠；二是机会成本小；三是通过规模策略，能够在项目 1、2 期的时候做响品牌，从而为后续项目的销售打好基础。公司在沧州、石家庄、徐州、南京、蚌埠、聊城拿地基本上秉承这一原则，规模较大，楼面地价很低，像南京、蚌埠、聊城的阿尔卡迪亚项目地价均不足 500 元/平米。

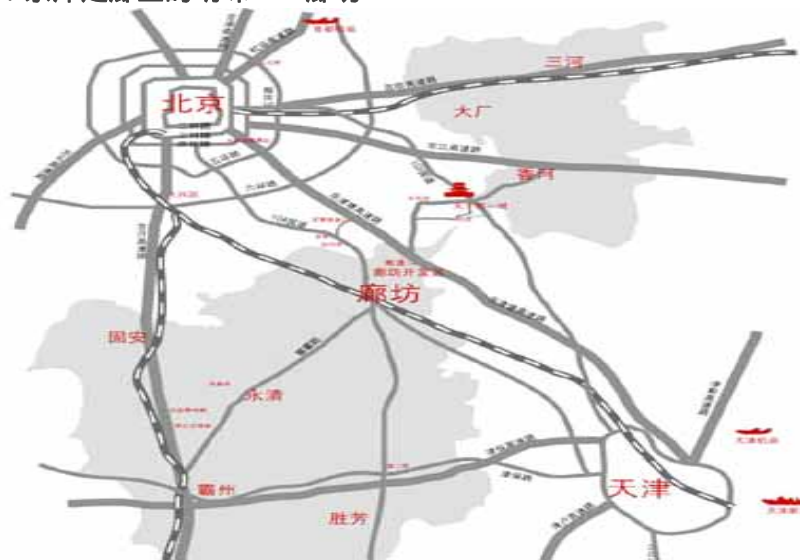
5.1. 廊坊项目

5.1.1. 廊坊市经济概况

在国家将天津滨海新区纳入国家“十一五”战略发展规划的大背景下，作为“京津走廊”上的明珠，廊坊市房地产市场发展前景看好。

廊坊市经济发展迅速，居民可支配收入大幅度增长，购房能力大幅度提高。2001—2008 年廊坊市 GDP 年均增长 14.2%，人均可支配收入年均增长 13%，均远高于全国平均水平。全市宏观经济运行良好，收入增长迅速，为房地产业的发展提供了有力的支撑。随着“十一五”期间华为、富士康、中兴、京东方等高新技术产业工业园的投产运转，未来廊坊经济发展将取得更大的发展，为廊坊本地培养更多的中产阶级，从而有效地支撑廊坊本地楼市的自主性需求。

图 6：京津走廊上的明珠——廊坊



数据来源：安信证券研究中心

5.1.2. 廊坊阿尔卡迪亚

廊坊阿尔卡迪亚处于廊坊市区北部，是廊坊市区城市发展的核心区域。项目东侧是廊坊市文化休闲地—廊坊市文化艺术中心，随着廊坊市行政区域规划在项目北部地区的逐步实施，该地区已经成为廊坊房地产开发的热点区域。

廊坊阿尔卡迪亚准确地提炼出本地的自然地脉要素，以林、水、路三元素，融入江南园林的精髓，与之组合、搭配，并在小区内绿化形成微地形以象征平原上“山”的意想，有机地将小区自然特性组织进整个开发的网络中，完美的点、线、面结合的绿色环境，孕育着自然与人造环境的平衡。这种融江南水乡韵味和北方园林情调于一体的新自然风格，可谓独具匠心，在北方普遍缺水的城市中，引入一条水系，体现了公司在小区建设中的人文关怀。整个社区，线条流畅，色彩丰富，水系贯穿社区各个

角落，可以说是“户户见水，步步有景”。

图 7：廊坊阿尔卡迪亚实景



数据来源：安信证券研究中心

5.1.3. 廊坊君兰苑

君兰苑位于廊坊市的西部，爱民西道与西外环交口往西，地处廊坊高校聚集之地，形成与智者为邻、闻学院书香的学院氛围。整个小区占地 125 余亩，建筑面积约 13 万平米，绿化率 35% 以上，容积率 1.55，计划开发住宅 16 栋，其中以 80 - 90 平米为主力户型。

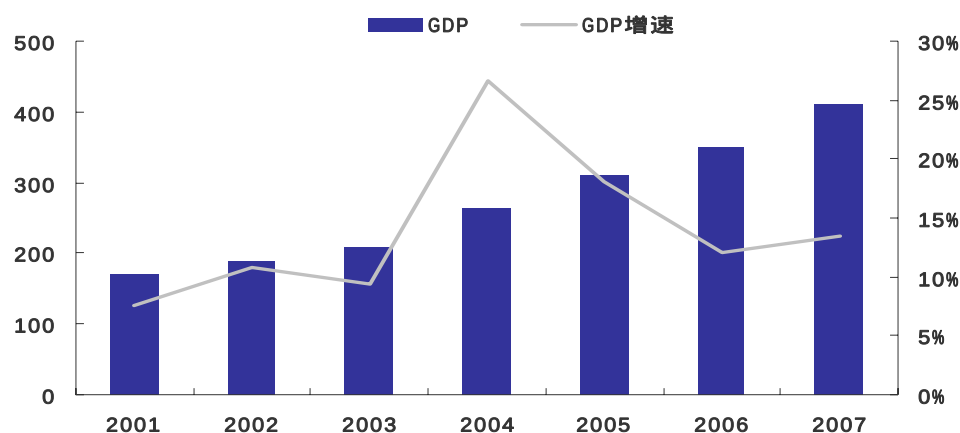
在园林景观上君兰苑继续秉承江南园林的建造风格，并将“自然、健康、现代、文化”四大居住理念孕育其中，打造步移景异的江南园林风貌。目前项目已在销售中，价格仍然维持高位，在 4300 - 4500 元/平米之间，毛利率超过了 40%。公司 08 年报披露，全年年廊坊共结算 9.98 万平米，结算收入 4.5 亿元，结算均价超过了 4500 元/平米。预计 09 年可以结算 9-10 万平米，价格在 4300-4400 元/平米之间。

5.2. 蚌埠项目

5.2.1. 蚌埠市经济概况

蚌埠市经济发展迅速，2001—2007 年蚌埠市 GDP 年均增长 14%，高于同期全国平均水平。全市宏观经济运行良好，为房地产业的发展提供了有力的支撑。

图 8：蚌埠市 GDP 及其增速

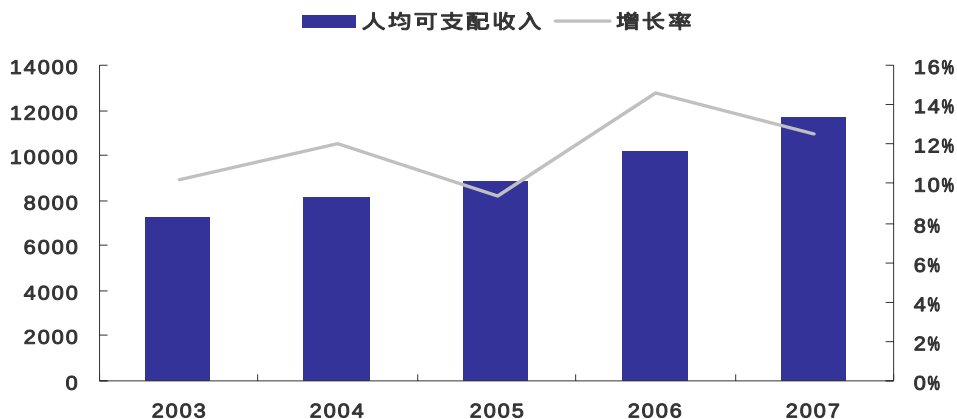


数据来源：安信证券研究中心

近年来蚌埠居民可支配收入增长较快，人民生活水平显著提高。2006 年城镇居民人均可支配收入突破 10,000 元，2007 年达到 11645 元，同比增长 12.5%。随着城市居民人均可支配收入的快速增长，居民的购买力也相对大幅度提升，势必将有更多的

住房潜在需求转化为有效需求，从而带动城市住房需求的增加。

图 9：蚌埠市人均可支配收入及其增长率



数据来源：安信证券研究中心

截至 2007 年底，蚌埠市有总人口 355.27 万人，其中市辖区人口 92.11 万人，市区人均住房建筑面积 23.3 平方米。而根据蚌埠“十一五”发展规划，到 2010 年蚌埠市规划市区常住人口 105 万，人均住房面积 26 m² 以上。根据规划测算“十一五”期间规划建设住房 908 万 m²，剔除拟建设 100 万 m² 经济适用房和 8 万 m² 的廉租房，“十一五”期间商品房规划建筑面积 800 万 m²，年均新增商品房面积达 160 万 m²。

5.2.2. 蚌埠阿尔卡迪亚

根据蚌埠市城市住房建设规划（2006—2010）关于“中优”的发展总体布局，为缓解旧城区居住需求，拟将新城区中心建设成城市居住新核心。淮河文化广场周边区域作为新增住房重点发展地带。本项目紧邻淮河文化广场，随着区域未来不断发展，配套设施的不断完善，区域未来房地产发展潜力巨大。

蚌埠阿尔卡迪亚项目总占地面积 35.78 万平米，住宅以小高层为主。小区实行滚动式开发，一期工程共 11 栋，2003 年 11 月开工，2006 年 3 月完工；二期于 2006 年 1 月开工，预计 2008 年 9 月全部竣工；三期项目计划于 2009 年开工，2010 年竣工。小区将为热爱生活并善于享受生活的人们提供一个极佳的居住环境。该项目由澳大利亚巴 U&A 设计集团、马丹拿公司、新加坡创意国际有限公司进行建筑规划、会所、景观的设计，为阿尔卡迪亚打上了国际化烙印。

图 10：蚌埠阿尔卡迪亚效果图



资料来源：<http://www.arcadia.com.cn/>

该项目拿地时间较早、地价成本很低，而房价这段时间又在持续上涨，所以项目毛利率较高，08 年蚌埠阿尔卡迪亚的结算均价为 3586 元/平米，毛利率达 44%，比公司的平均水平高了 5.4 个百分点。蚌埠阿尔卡迪亚项目二期还剩余 1.3 万平米预计 09 年结算，三期还有 10 万平方米左右也将于 09 年竣工。

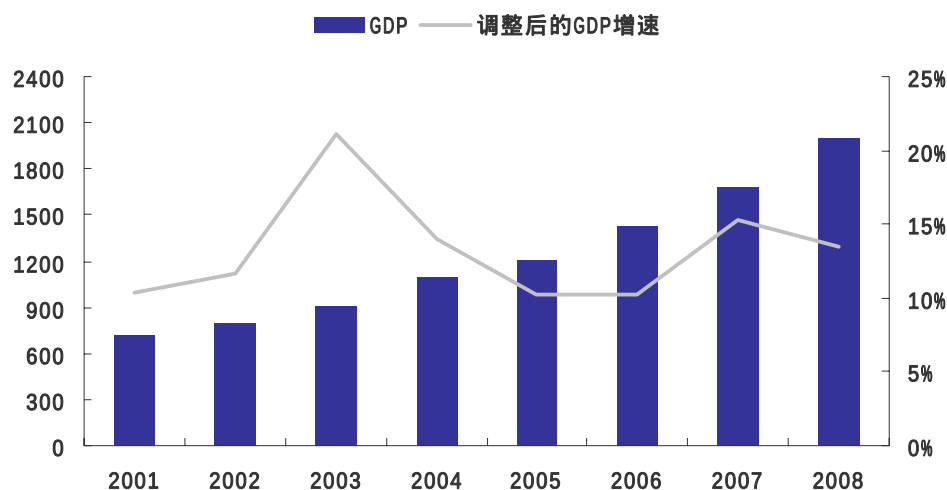
5.3. 徐州项目

5.3.1. 徐州市经济概况

徐州市经济发展迅速，2001—2008 年徐州市 GDP 年均增长 15.9%，2005 年城镇居民人均可支配收入突破 10,000 元，2008 年达到 16955 元，与上年同比增长 14%，高于同期全国平均水平。

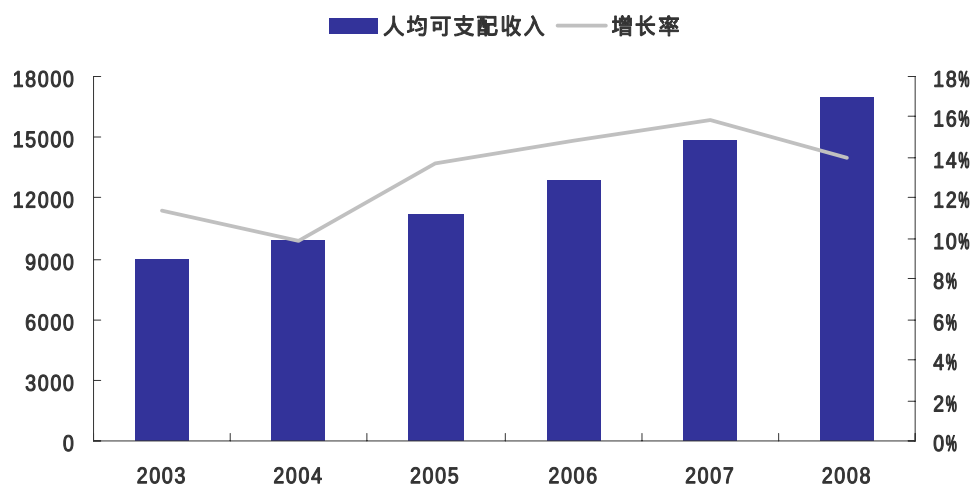
根据徐州“十一五”发展规划目标，到 2010 年徐州市城镇人均居住面积达到 30 m^2 左右，规划新建住房建筑面积 2,014 万，剔除政策性住房总建筑面积 746 万 m^2 （包括廉租房、经济适用房和拆迁定销房），“十一五”期间商品房规划建筑面积 1,268 万 m^2 ，年均新增商品房 254 万 m^2 ，远远高于 2005 年、2006 年 180 万 m^2 的市场供给水平。

图 11：徐州市 GDP 及其增速



数据来源：安信证券研究中心

图 12：徐州市 GDP 及其增速



数据来源：安信证券研究中心

自 2006 年起，徐州市把加快云龙湖周边旧城改造，作为改善城市形象、促进经

济社会发展、造福子孙后代的一项中心工作，并且连续 3 年列入了全市重点项目计划。这一项目改造建设范围涉及关庄、韩山、大山头、屯里、茶棚等村，项目改造完成后，将提升环云龙湖风景带的建筑档次，扩大云龙湖风景区品牌影响，增强云龙湖“湖景经济”的集聚效应，形成观光、旅游、休闲、度假、文化和商务的浓厚氛围。

5.3.2. 徐州阿尔卡迪亚

徐州阿尔卡迪亚项目区域优势明显。项目处于徐州二环路以东，北接建国道，南临湖滨路，东侧为纺织路，南距徐州名胜景区云龙湖仅 600 米，交通便利，周边有商业、教育、银行、医院等机构，生活配套齐全，居住氛围浓厚，周边自然环境较好，项目区域优势明显。整个小区总占地面积近 13 万平方米，总建筑面积 43 万平方米。该小区也是分多期建设，全部为小高层、高层建筑，是徐州市高档楼盘的代表作品。该项目的楼面地价不到 1000 元/平米，其二期项目 2008 年 11 月开盘，推出 B2、B3、B5、B7、B8 五栋高层、小高层，面积为 80-180 平方米之间，2009 年 4 月 15 日，又推出了第二批 9 栋、10 栋，目前的均价为 5200 元/平米左右，项目毛利率在 40% 以上，预计 09、10 年会全部结算完毕。

图 13：徐州阿尔卡迪亚效果图



资料来源：<http://www.arcadia.com.cn/>

5.4. 石家庄项目

5.4.1. 石家庄房地产面临重大机遇

石家庄市政府在今年 1 月 18 日下发了《省会城市建设 3 年大变样和 2008 年迈大步实施方案》，方案指出：在 3 年内，石家庄市将投资 1400 亿元人民币进行城市建设，以使三年之后城市面貌能够焕然一新，将其塑造成为著名的“山水城市”。石家庄市市长冀纯堂说，“石家庄迎来了发展史上大有可为的黄金发展期”。

石家庄市未来三年工作方向已经基本确定：第一年，重点是拆，以区县为主，基本实现主城拆迁、规划、招商和新区基础建设到位；第二年，核心就是搬迁整合，大力度推进主城区企业搬迁改造、退城进郊、晋档升级，搞好行政、文化、教育、体育等资源整合；第三年，全面提升，“六大工程”全面见到成效，实现省会城市面貌大变样。而荣盛发展阿尔卡迪亚项目适逢其会，2008 年开工建设，整个工程预计 2011 年前完成，与石家庄的三年大变样计划同步。

5.4.2. 石家庄阿尔卡迪亚

公司项目所在地桥东区把 2008 年作为“拆迁年”，重点围绕提升主路主街和出入

市口道路形象，以项目建设为依托，大规模实施集中连片拆迁改造。年内单桥东区就将实施旧城改造、旧村改造项目 23 个，拆迁建筑面积 77.9 万平方米，三年内计划的旧城、旧村拆迁改造面积 249.3 万平方米，危房改造 7.42 万平方米。

大规模的旧城、旧村改造使得购房需求在未来三年内集中释放，将对石家庄的房地产市场构成实实在在的支撑，我们预计未来三年内石家庄的房地产市场能够保持稳健上升的态势。

公司项目位于桥东区域核心位置，和平东路与平安北大街交会处东北角，紧邻和平路、平安大街、胜利大街、建设大街等多条城市主干线路。项目总占地 228 亩，总建筑面积近 86 万平方米，为纯粹高档住宅社区，共由 25 栋南北通透的板楼和一栋五星级酒店组成。整个项目分为四期开发，目前已经开工建设。

6. 定向增发将提升公司持续盈利能力

公司拟非公开发行 1.5 亿股，发行价为 6.81 元/股，本次非公开发行，是公司应对经济增长减缓和房地产行业调整，顺应资本市场发展形势，进一步做大做强做优主业、提升公司竞争力所采取的积极措施。若融资成功，能促进公司提高资产质量、优化资本结构、改善财务状况、减少财务风险、进一步增强抗风险能力和持续盈利能力。

本次发行募集资金用于石家庄阿尔卡迪亚一期、徐州阿尔卡迪亚二期、蚌埠阿尔卡迪亚三期三个项目，项目总投资额 233,730 万元。

我们认为，本次公司增发方案获得通过的可能性比较大，在募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以银行贷款、自有资金等自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换，因此不会影响项目进程。但毫无疑问，增发若成功将助公司发展再上一个新台阶，盈利步入新一轮高增长，对公司的长期成长性产生利好影响。

7. 限售股股东新增承诺，彰显公司美好前景

根据公司限售股股东在《招股说明书》中的承诺，公司股东邹家立、曹西峰、谢金永、赵亚新、刘山等人分别持有公司首次公开发行前已发行股份 990 万股、488.40 万股、422.40 万股、356.40 万股、356.40 万股将于 2008 年 8 月 8 日起解除限售上市流通。

2008 年 8 月 1 日，公司接到了上述五名股东的《承诺函》，就其持有的公司上述股份的流通事宜做出如下补充承诺：

一、在满足原有的承诺的基础上，本人减持持有的荣盛房地产发展股份有限公司首次公开发行前已发行股份的价格不低于 15 元/股（当派发红股、转增股本、派息等使荣盛房地产发展股份有限公司股份或股东权益发生变化时，对此价格进行除权除息处理）。

二、本人在减持股份前 3 日，以书面方式将减持计划通知公司董事会秘书；

三、若违反第一条承诺，本人同意接受如下处理：

- 1、按实际减持价与 15 元之间的差额乘以实际减持数量之和作为补偿上缴贵公司；
- 2、按上述金额的一倍金额作为罚款上缴贵公司。

就在此前不久的 6 月 23 日，公司发布公告称，接到公司第三大股东、实际控制

人耿建明通知，截至 6 月 23 日收盘，其通过深圳证券交易所交易系统增持公司股份 76000 股。

这些行动充分表明了公司股东对上市公司的支持，是基于对公司发展前景、盈利能力的信心，对公司治理及管理方式的认可。同时由于这些大股东基本上都是公司的高管，他们表现出来的姿态也说明他们愿意与公司共进退、同发展。

8. 盈利预测与估值

公司进入了高速发展期，未来三年盈利的高增长值得期待。我们预计公司 09、10 年的净利润分别为 5.51、7.11 亿元，分别对应 09、10 年的 EPS0.69、0.89 元。给予 6 个月目标价 16 元。

我们在上周一的资本金比例下调的点评和数据周报中，基于高周转和销售良好等因素推荐荣盛发展，给予买入-A 投资评级，本报告维持买入 - A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-6-8	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,744.3	2,028.8	3,139.6	3,970.6	4,863.9	成长性					
减: 营业成本	1,148.6	1,239.3	2,008.7	2,522.1	3,015.6	营业收入增长率	27.7%	16.3%	54.8%	26.5%	22.5%
营业税费	110.5	134.9	207.2	262.1	321.0	营业利润增长率	64.8%	14.6%	55.5%	29.2%	29.9%
销售费用	12.3	35.8	55.3	69.9	85.6	净利润增长率	64.2%	30.3%	48.8%	28.9%	30.1%
管理费用	45.5	63.9	94.2	119.1	145.9	EBITDA 增长率	64.3%	15.8%	56.0%	28.4%	29.5%
财务费用	-4.3	-1.9	0.3	-2.5	-2.9	EBIT 增长率	64.2%	15.3%	56.2%	28.8%	29.9%
资产减值损失	-2.6	59.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	63.2%	31.7%	57.5%	28.6%	30.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	112.1%	36.7%	10.1%	6.3%	21.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	196.0%	18.9%	22.5%	23.7%	24.9%
营业利润	434.4	497.7	773.9	999.9	1,298.7	利润率					
加: 营业外净收支	-1.8	-2.1	-	-2.0	-	毛利率	34.1%	38.9%	36.0%	36.5%	38.0%
利润总额	432.6	495.6	773.9	997.9	1,298.7	营业利润率	24.9%	24.5%	24.7%	25.2%	26.7%
减: 所得税	148.2	124.9	193.5	249.5	324.7	净利率	16.3%	18.3%	17.6%	17.9%	19.0%
净利润	284.4	370.7	551.4	711.0	925.3	EBITDA/营业收入	25.0%	24.9%	25.1%	25.5%	26.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	24.7%	24.4%	24.7%	25.1%	26.6%
货币资金	512.5	690.4	1,069.4	1,190.3	1,260.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	14	19	14	11	9
应收帐款	54.7	83.2	197.8	250.2	306.5	流动营业资本周转天数	379	518	403	348	327
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	718	971	814	792	768
预付帐款	27.0	820.3	418.5	418.5	418.5	应收帐款周转天数	3	3	2	3	3
存货	4,040.1	4,514.3	6,163.7	7,462.6	9,088.2	存货周转天数	612	759	612	618	612
其他流动资产	95.4	102.9	136.3	161.2	188.0	总资产周转天数	739	1,009	847	815	786
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	400	554	434	371	345
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	17.7%	22.7%	23.6%	24.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	5.7%	7.0%	7.7%	8.5%
固定资产	100.6	114.3	122.7	128.1	128.5	ROIC	22.5%	14.0%	16.1%	18.8%	23.0%
在建工程	-	48.3	29.6	18.4	11.6	费用率					
无形资产	8.8	109.2	102.0	95.3	89.1	销售费用率	0.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	1.2	47.4	7.6	8.0	8.2	管理费用率	2.6%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	4,840.3	6,530.3	8,247.6	9,732.6	11,498.6	财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务	54.7	84.3	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	3.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%
应付帐款	629.6	953.1	1,194.2	1,499.4	1,792.9	偿债能力					
应付票据	-	10.0	-	-	-	资产负债率	63.7%	68.0%	68.9%	67.5%	65.6%
其他流动负债	1,061.0	1,244.3	2,626.9	3,595.4	4,281.2	负债权益比	175.2%	212.3%	222.0%	207.3%	190.6%
长期借款	868.8	1,316.2	1,416.2	1,516.2	1,616.2	流动比率	2.14	1.99	1.87	1.88	1.90
其他非流动负债	-	3.9	0.0	0.0	0.0	速动比率	0.31	0.54	0.43	0.40	0.37
负债总额	3,081.6	4,439.2	5,686.3	6,565.1	7,542.2	利息保障倍数	-99.01	-258.80	2,847.75	-402.56	-445.71
少数股东权益	1.9	3.7	32.7	70.2	118.9	分红指标					
股本	400.0	800.0	800.0	800.0	800.0	DPS(元)	-	0.30	0.14	0.18	0.23
留存收益	1,356.8	1,287.4	1,728.6	2,297.4	3,037.6	分红比率	0.0%	64.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,758.7	2,091.1	2,561.3	3,167.5	3,956.5	股息收益率	0.0%	2.1%	1.0%	1.2%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	284.4	370.7	551.4	711.0	925.3	EPS(元)	0.36	0.46	0.69	0.89	1.16
加: 折旧和摊销	6.6	13.7	14.0	14.3	14.4	BVPS(元)	2.20	2.61	3.20	3.96	4.95
资产减值准备	-2.6	59.0	-	-	-	PE(X)	40.1	30.8	20.7	16.0	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	5.5	4.5	3.6	2.9
财务费用	-	-	-	0.3	-2.5	P/FCF	-21.6	47.7	61.2	71.6	84.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.5	5.6	3.6	2.9	2.3
少数股东损益	-0.0	-0.0	29.0	37.4	48.7	EV/EBITDA	15.1	25.6	16.3	12.4	9.7
营运资金的变动	-1,352.9	-671.8	252.9	-102.5	-729.5	CAGR(%)	38.1%	38.0%	23.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-1,012.8	-220.8	847.6	657.7	256.0	PEG	1.1	0.8	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-15.2	-203.7	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	2.5	1.5	1.8	2.1	2.5
融资活动产生现金流量	1,380.6	602.4	-112.3	-439.7	-82.2	REP	1.0	2.3	1.8	1.4	1.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。4-5 年证券研究及房地产行业工作经验，之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。

李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034