

荣盛发展(002146)

发展战略清晰，效率突出，关注定向增发进程

2009 年中报点评

孙建平 李品科
 021-38676316 010-59312815
 sunjianping@gtjas.com lipinke@gtjas.com

本报告导读：二线城市开发典范，模式成熟；拟非公开定向增发。

投资要点：

- 中期业绩小幅增长，实现 EPS 0.31 元。实现营业收入 14.1 亿元，净利润 2.49 亿元，经常性净利润 2.48 亿元，分别同比增长 35%、13%、12%。
- 中期结算毛利率稍下降至 34%，三项费用率仅 3.5%。主要由于上半年结算大部分来自毛利率较低的沧州、聊城等项目及 08 年预售项目。
- 销售情况良好，开工及销售计划分别上调 26% 和 57%。中期实现销售面积 57 万平米，金额 23 亿元；完成新开工、竣工面积为 47、26 万平方米。计划将全年开工面积上调至 145 万平方米，销售额上调至 47 亿元。
- 大幅上调购地计划资金，由 12 亿增至 35 亿元。年初至今已花 6.7 亿元拿地 91 万平米，分别位于廊坊香河及邯郸。
- 专注于二三线城市开发，拿地时间早，地价低。目前项目储备 45% 位于河北，29% 位于江苏，其余位于安徽、山东、湖南。
- 12 亿元的非公开增发方案已于 7 月通过发审会。以不低于 6.81 元/股的价格发行不超过 1.5 亿股。大股东荣盛控股承诺认购不超过 1 亿元。
- 募集资金投向为石家庄、徐州和蚌埠的阿尔卡迪亚项目。其中石家庄与蚌埠项目今年完工，徐州项目目前开工，预计 2011 年竣工。
- 资金压力尚可，若成功增发可继续改善现金流，可关注该进程。资产负债率 70%，扣除预收账款的真实资产负债率 47%，净负债率 57%。
- 公司战略非常清晰，管理效率等方面拥有民营开发商的优势。目前在京沪高铁沿线二三线城市拥有 676 万平米项目储备，权益建面 673 万平米。
- 二线城市房价上涨趋势更为确定，公司近两年可售面积非常饱满，可以充分受益于房价上涨，业绩弹性大。
- 按此次定向增发后 9.5 亿股本，09、10、11 年 EPS 分别为 0.61、0.92、1.12 元。因房价有所上涨，且项目储备增加，提高 RNAV 至 15.8 元。
- 目前一二线主流公司 10 年动态 PE 18-25 倍之间，RNAV 溢价 30-40%。综合考虑二三线城市年初至今涨幅明显小于一线，尚有较大空间。给予公司 10 年 23 倍 PE，对应 RNAV 溢价 33%，目标价 21 元，增持评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1744.28	2028.80	2421.62	3360.78	4685.35
(+/-)%	28%	16%	19%	39%	39%
经营利润 (EBIT)	427.40	554.83	775.82	1165.42	1556.73
(+/-)%	61%	30%	40%	50%	34%
净利润	284.42	370.70	581.10	873.66	1060.65
(+/-)%	64%	30%	57%	50%	21%
每股净收益 (元)	0.71	0.46	0.61	0.92	1.12
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.09	0.14	0.17

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	25%	25%	32%	35%	33%
市盈率	24.20	37.14	28.14	18.71	15.41
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.5%	0.8%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持
 上次评级：中性
 目标价格：¥20.00
 上次预测：¥14.00
 当前价格：¥17.21
 2009.08.12

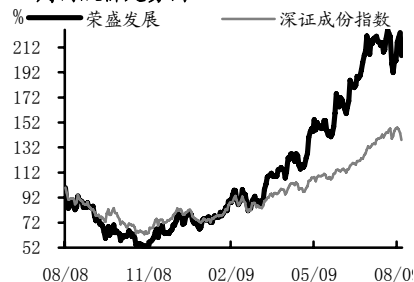
交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.03 ~ 18.95
总市值 (百万元)	13,504
总股本/流通 A 股 (百万股)	800/156
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.20
日均成交量 (百万股)	4.7
日均成交值 (百万元)	46.7

资产负债表摘要 (06/2009)

股东权益 (百万元)	2256.39
每股净资产	2.82
市净率	5.98
资产负债率	70.46%

52 周内股价走势图



相关报告

行业事件快评《7 月房地产开发投资数据点评》，2009.8.11

行业事件快评《房地产行业趋势不变，调整是买入机会》，2009.7.31

《更上一层楼——2009 年下半年投资策略》，2009.6.18

《行业事件快评：政府研究开征物业税点评》，2009.5.26

《行业趋势：期待多云转晴——2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1

《国泰君安地产双周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、30、31、32、33、34、35、36、37、38、39、40、41、42，2008.1-2009.8

表 1 二三线城市开发商代表，中期业绩小幅增长

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
主营业务收入增长率	14.4%	27.7%	16.3%	142.8%	35.0%
净利润增长率	32.6%	64.2%	30.3%	348.3%	12.8%
经常性净利润增长率	31.9%	65.1%	30.3%	348.3%	11.6%
毛利率	28.5%	34.1%	38.9%	38.4%	34.1%
ROE	29.2%	16.2%	17.8%	11.4%	11.0%
三项费用率	2.3%	3.1%	4.8%	3.2%	3.5%
净利率	12.7%	16.3%	18.3%	21.1%	17.6%
存货周转率	0.52	0.28	0.27	0.14	0.18

表 2 资金状况良好，12 亿增发已获发审会通过

(单位: 百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
现金	159.9	512.5	690.4	248.5	1107.4
每股经营性净现金流	-0.78	-2.53	-0.28	0.31	1.38
预售房款	411.9	866.1	1010.1	763.3	1828.0
银行借款	809	1391	2228	1550	2387
银行借款/负债	46.8%	45.1%	50.2%	46.4%	44.3%
速动比率	0.26	0.30	0.28	0.17	0.40
资产负债率	74.4%	63.7%	68.0%	63.2%	70.5%
真实资产负债率	56.7%	45.8%	52.5%	48.8%	46.6%
净负债率	109.2%	50.0%	73.7%	67.2%	56.7%

表 3 项目储备大部分位于河北和江苏

(单位: 万平方米)

项目	占地面积	建筑面积	权益	权益面积	开工时间	竣工时间
廊坊 君兰坊	8.38	17.62	100%	17.62	2007.06	2009.09
廊坊 阳光逸墅	7.50	13.50	100%	13.50	2009	-
廊坊 江南水郡	10.00	18.00	100%	18.00	2009	-
沧州 阿尔卡迪亚	17.54	44.82	100%	44.82	2007.05	2010.07
沧州 0704 号地块	10.67	32.00	100%	32.00	2008.02	2009.05
石家庄 阿尔卡迪亚	15.24	64.40	100%	64.40	2007.06	2010.12
邯郸 锦绣花苑	14.44	26.00	100%	26.00	2008.04	2009.12
徐州 阿尔卡迪亚	13.00	43.00	100%	43.00	2006.08	2011.06
徐州 九里峰景项目	13.28	26.13	100%	26.13	2008.09	2011.3
南京 阿尔卡迪亚	37.55	70.00	100%	70.00	2005.06	2009.12
南京 盛棠苑	7.08	18.72	100%	18.72	2007.05	2009.09
南京 仙林地块	6.67	12.00	100%	12.00	2010	-
邳州 文景苑	11.03	18.21	100%	18.21	2007.05	2009.12
常州 中华恐龙园 B	6.25	11.25	100%	11.25	-	-
蚌埠 阿尔卡迪亚	35.78	76.00	100%	76.00	2003.11	2009.12
聊城 阿尔卡迪亚 1 期	9.89	22.40	100%	22.40	2008.04	2009.05
聊城 西湖馨苑	29.73	34.59	100%	34.59	2009.03	2012.06
长沙 财智广场	21.88	37.06	90%	33.35	2007.07	2011.12
香河地块	10.00	30.00	100%	30.00	-	-
邯郸地块	20.37	61.12	100%	61.12	-	-
合计	306.28	676.82	99%	673.11	-	-

表 4 此次增发募集资金投向

(单位: 万元、万平米、元/平米)

项目名称	投资额	欲募集资金	土地面积	建筑面积	地上面积	预计均价	楼面地价	开工时间	竣工时间
石家庄阿尔卡迪亚一期	87,849	40,000	6.6	28.02	19.88	5916	1202.04	200712	200912
徐州阿尔卡迪亚二期	98,499	54,000	7.52	21.06	21.05	6212	1103.24	200903	201111
蚌埠阿尔卡迪亚三期	47,382	26,000	10	23.8	19.08	3877	597.46	200804	200912
合计	233,730	120,000	24.12	72.88	60.01	5372	975.16	-	-

业绩预测假设:

- (1) 2009 年公司结算项目主要有沧州阿尔卡迪亚、石家庄阿尔卡迪亚、邯郸锦绣花苑、徐州阿尔卡迪亚等项目; 2010 年主要结算项目有沧州阿尔卡迪亚、石家庄阿尔卡迪亚、邯郸锦绣花苑、徐州阿尔卡迪亚、蚌埠 阿尔卡迪亚、长沙财智广场等项目。
- (2) 物业管理、建筑设计、酒店经营业务尚未考虑。
- (3) 所得税率按 25% 计算。

附表: 公司损益表及其预测

(单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1194.9	1366.4	1744.3	2028.8	2421.6	3360.8	4685.3
营业收入	1194.9	1366.4	1744.3	2028.8	2421.6	3360.8	4685.3
二、营业总成本	997.7	1102.9	1309.9	1531.1	1646.0	2193.9	3127.9
营业成本	874.7	977.1	1148.6	1239.3	1382.4	1818.2	2610.9
营业税金及附加	81.1	91.3	110.5	135.0	157.2	220.9	306.1
销售费用	13.9	10.7	12.3	35.8	29.9	50.4	64.0
管理费用	24.8	21.7	45.5	63.9	76.3	105.9	147.6
财务费用	-0.8	-1.6	-4.3	-1.9	0.2	-1.4	-0.8
资产减值损失	4.0	3.7	-2.6	59.0	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	197.3	263.5	434.4	497.7	775.6	1166.8	1557.5
加: 营业外收入	0.3	0.7	0.5	1.3	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	0.9	0.4	2.3	3.4	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	196.7	263.9	432.6	495.6	775.6	1166.8	1557.5
减: 所得税	66.0	90.7	148.2	124.9	193.9	291.7	389.4
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	130.6	173.2	284.4	370.7	581.7	875.1	1168.1
减: 少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.6	1.5	107.5
归属于母公司所有者的净利润	130.7	173.2	284.4	370.7	581.1	873.7	1060.6
股本	165	330	400	800	950	950	950
EPS	0.79	0.52	0.71	0.46	0.61	0.92	1.12
主营收入增长率	63%	14%	28%	16%	19%	39%	39%
净利润增长率	7%	33%	64%	30%	57%	50%	21%
毛利率	27%	28%	34%	39%	43%	46%	44%
三项费用率	3%	2%	3%	5%	4%	5%	5%
净利润率	11%	13%	16%	18%	24%	26%	23%

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科: 工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008年3月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com