



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月21日

房地产

研究部

白宏伟

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

审慎推荐

荣盛发展(002146.CH)

拿地速度不减, 盈利大幅增长

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,744	2,029	3,289	5,052	7,286
(+/-)	28%	16%	62%	54%	44%
营业利润	434	498	796	1,275	1,666
(+/-)	65%	15%	60%	60%	31%
净利润	284	371	609	970	1,262
(+/-)	64%	30%	64%	59%	30%
每股盈利(元)	0.32	0.41	0.68	1.08	1.41
(+/-)	64%	30%	64%	59%	30%
市盈率	47.6	36.5	22.2	14.0	10.7
市净率	7.7	6.5	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	32.5	29.5	18.2	11.1	8.7
净资产收益率	16.2%	17.8%	16.1%	20.8%	21.6%
现金分红收益率	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

股票信息

	A股
当前股价	人民币15.12
股票代码	002146.CH
日成交量(百万股)	11.42
52周最高/最低价	人民币24.63/9.28
发行股数(百万股)	896
其中:流通股(百万股)	156
总市值(百万元)	13,548
主要股东(持股比例)	荣盛控股股份有限公司 (42.95%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
002146.CH	-21.29	-23.25	-13.65	-26.99
[market index]	-0.72	n.a.	-6.30	-4.91
[sector index]	-5.16	n.a.	-16.99	-18.30

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010年1季度每股收益0.15元

荣盛发展今日公布2010年1季报, 公司录得主营业务收入10.26亿元, 同比上升80.4%; 实现净利润1.34亿元, 同比提升46.8%, 合每股收益0.15元。

正面:

- 1 季度结算收入大幅增长: 主要因邯郸、徐州、长沙等地区项目竣工, 结算面积增加所致。公司预计上半年净利润同比上升50%~70%至4亿元左右, 约占我们预测2010年全年盈利的45%, 盈利确定性较强。
- 继续保持快速拿地扩张步伐: 公司年初至今在沈阳、湛江、廊坊、南京4地共取得13块建筑规划面积合计245万平方米的土地储备, 占总土地储备近20%, 公司扩张进一步加速。

负面:

- 毛利率同比下降4.3个百分点至21.9%, 也低于2009年全年28.6%的毛利率, 主要为售价偏低的长沙项目低毛利率所拖累。
- 期末账面现金12.6亿元, 较年初减少35%, 主要源于支付土地款导致的现金减少。净负债率增加29.7个百分点至68.8%, 因银行借款净增加4亿元。

发展趋势:

随着公司快速拿地扩张以及开工规模扩大, 公司已经进入了快速成长期, 公司目前开竣工能力、项目管控能力尚有余地, 将能有效支持近两年销售及业绩规模高速增长, 预计09~11年业绩复合增长率将达到44%。

维持2010/11年盈利预测、维持“审慎推荐”

我们预计公司2010年将依然维持良好的销售表现, 维持对公司2010/11年盈利预测为每股1.08元及1.41元。目前公司股价分别对应2010/11年市盈率14.0倍和10.7倍, 较2010年NAV折价5%, 公司近期依然维持在二、三线城市较快的扩张步伐, 我们维持“审慎推荐”的投资评级, 建议投资者中长期关注。

图表 1：2010 年 1 季度业绩比较

	Quarterly data			YoY data			1Q10 中金评论
(百万元)	1Q09	1Q10	YoY%	2008	2009	YoY%	
主营业务收入	569	1,026	80.4%	2,029	3,289	62.1%	主要源于结算面积增加
主营业务成本	-380	-722	90.1%	-1,239	-2,120	71.1%	
税金及附加	-40	-79	99.5%	-135	-227		
主营业务利润	149	225	50.6%	655	941	43.8%	毛利率下降主要受结转项目区域结构变化所影响
毛利率	26.2%	21.9%		32.3%	28.6%	-3.6%	
资产减值损失	0	-2		-59	-9		
营业费用	-10	-11	10.2%	-36	-47	31.1%	
管理费用	-18	-31	75.4%	-64	-85	33.7%	
财务费用	0	-5		2	-4		费用控制依然较好
三项费用率	4.8%	4.6%		4.8%	4.2%		
营业利润	123	176	43.5%	498	796	59.9%	
营业利润率	21.6%	17.2%		24.5%	24.2%		
投资收益	0	0		0	0		
营业外收入	0	1		1	17		
营业外支出	-0	-1		-3	-2		
税前利润	123	176	43.4%	496	811	63.6%	
税前利润率	21.6%	17.2%		24.4%	24.7%		
所得税	-32	-43	32.1%	-125	-201	61.1%	
有效税率	26.2%	24.1%		25.2%	24.8%		
少数股东权益	0	-0		-0	-0	203.7%	
归属母公司净利润	91	134	46.8%	371	610	64.4%	
净利润率	16.0%	13.0%		18.3%	18.5%		
摊薄每股盈利(元)	0.10	0.15	46.8%	0.41	0.68	64.4%	
财务指标							
(%)	2009	1Q10	Ppt	2008	2009	Ppt	银行借款增多使净负债率增加
资产负债率	71.7%	72.9%	1.3	68.0%	71.7%	3.7	
净负债率	39.2%	68.8%	29.7	73.5%	39.2%	-34.4	
银行贷款占负债比率	35.1%	37.0%	1.9	50.2%	35.1%	-15.1	
(%)	1Q09	1Q10	Ppt	2008	2009	Ppt	土地款及建安费用支出增加导致现金减少
主营业务利润率	26.2%	21.9%	-4.3	32.3%	28.6%	-3.6	
净利润率	16.0%	13.0%	-3.0	18.3%	18.5%	0.3	
(百万元)	2009	1Q10	YoY%	2008	2009	YoY%	
货币资金	1,922	1,258	-35%	690	1,922	178%	
预收房款	114	135	18%	1,010	3,903	286%	
经营活动现金流	18	-35	-293%	-221	258	-217%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	735	1,195	1,366	1,744	2,029	3,289	5,052	7,286
主营业务成本	494	875	977	1,149	1,239	2,120	3,138	4,570
营业税金及附加	41	81	91	110	135	227	409	722
主营业务利润	200	239	298	485	655	941	1,504	1,994
营业费用	12	14	11	12	36	47	66	92
管理费用	13	25	22	45	64	85	157	228
财务费用	(0)	(1)	(2)	(4)	(2)	4	6	9
营业利润	177	197	264	434	498	796	1,275	1,666
税前利润	177	197	264	433	496	811	1,293	1,683
净利润	122	131	173	284	371	609	970	1,262
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	104	87	129	82	903	2,137	2,881	3,725
存货	802	1,098	1,894	4,040	4,514	8,493	10,104	11,423
货币资金	52	184	160	512	690	1,922	3,062	2,363
固定资产	20	79	94	101	163	467	459	451
应付款项	384	513	921	1,691	2,207	5,869	7,949	8,602
短期借款	25	0	0	55	84	237	237	237
股东权益	317	434	594	1,757	2,087	3,784	4,664	5,837
总资产	991	1,467	2,324	4,840	6,530	13,652	17,140	18,595
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	18	(35)	(258)	(1,013)	(221)	258	746	(190)
投资活动现金流	(13)	(9)	(2)	(15)	(204)	(1,035)	(10)	(10)
筹资活动现金流	0	177	236	1,381	602	2,009	404	(499)
现金及现金等价物净增加额	6	133	(24)	353	178	1,232	1,140	(699)
期初现金及现金等价物余额	46	52	184	160	512	690	1,922	3,062
期末现金及现金等价物余额	52	184	160	512	690	1,922	3,062	2,363
财务指标								
毛利率	27.2%	20.0%	21.8%	27.8%	32.3%	28.6%	29.8%	27.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
资产收益率	12.3%	8.9%	7.5%	5.9%	5.7%	4.5%	5.7%	6.8%
净资产收益率	38.7%	30.1%	29.1%	16.2%	17.8%	16.1%	20.8%	21.6%
净现金/股东权益	75.2%	76.6%	109.2%	49.9%	73.5%	39.2%	18.4%	19.8%
每股净资产	0.35	0.49	0.66	1.96	2.33	4.31	5.30	6.60

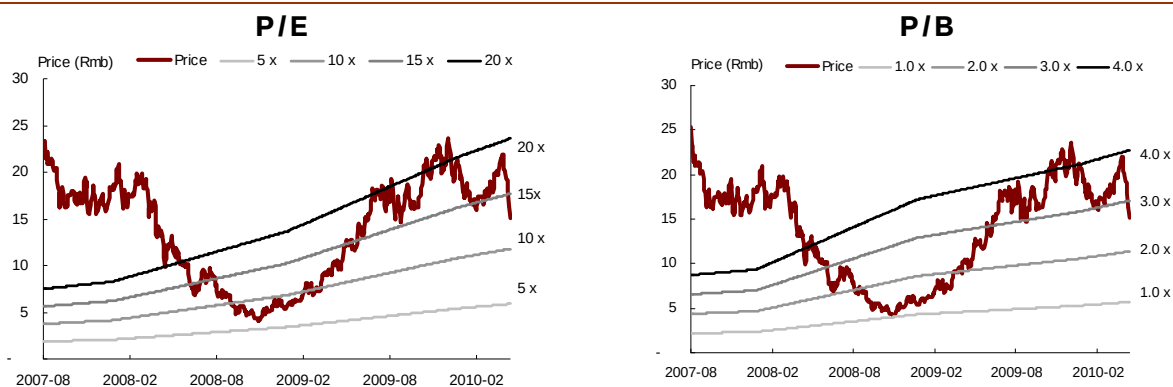
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)				CAGR				市盈率				市净率				每股NAV (元)				溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2010-4-20		2010-4-20	08A	09A	10E	11E	09-11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A		
A股																													
侧重开发:																													
万科A	000002	推荐	8.0	n.a.	86.9	0.37	0.48	0.67	0.83	31%	21.9	16.6	12.0	9.7	2.8	2.4	2.0	1.7	10.6	11.6	-24%	-31%	67%			30.6			
金地集团	600383	推荐	11.2	n.a.	27.9	0.34	0.72	0.96	1.25	32%	33.1	15.7	11.6	8.9	3.0	1.9	1.6	1.4	15.8	17.8	-29%	-37%	70%			15.5			
金融街	000402	推荐	9.2	n.a.	22.7	0.42	0.55	0.66	0.79	20%	21.8	16.6	13.9	11.6	1.6	1.5	1.3	1.2	15.4	16.2	-41%	-44%	46%			6.9			
首开股份	600376	推荐	15.9	n.a.	18.3	0.50	0.81	1.00	1.30	27%	32.1	19.6	15.9	12.3	4.6	1.9	1.7	1.5	24.0	27.3	-34%	-42%	82%			12.0			
保利地产	600048	审慎推荐	16.9	n.a.	59.6	0.64	1.00	1.25	1.40	18%	26.6	16.9	13.5	12.1	4.2	2.4	2.0	1.7	21.9	22.5	-23%	-25%	71%			29.0			
冠城大通	600067	审慎推荐	9.3	n.a.	5.7	0.28	0.46	1.09	1.41	74%	32.7	20.0	8.5	6.6	3.3	2.8	2.1	1.6	15.1	16.4	-39%	-44%	77%			2.2			
华发股份	600325	审慎推荐	13.0	n.a.	10.6	0.80	0.83	1.04	1.14	17%	16.3	15.6	12.5	11.3	2.4	2.1	1.8	1.6	21.5	23.3	-40%	-44%	64%			7.0			
北京城建	600266	审慎推荐	14.2	n.a.	10.5	0.44	1.15	1.12	1.05	-4%	32.2	12.4	12.6	13.6	2.9	2.1	1.8	1.5	19.0	20.4	-25%	-30%	66%			3.4			
荣盛发展	002146	审慎推荐	15.1	n.a.	13.5	0.41	0.68	1.08	1.41	44%	36.5	22.2	14.0	10.7	6.5	3.5	2.9	2.3	12.4	16.0	22%	-5%	68%			9.3			
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.8	n.a.	6.1	0.18	0.21	0.33	0.42	41%	32.6	27.4	17.9	13.8	2.4	2.3	2.0	1.8	7.2	7.9	-19%	-26%	58%			2.2			
中华企业	600675	中性	8.6	n.a.	9.3	0.43	0.58	0.53	0.66	6%	20.0	14.6	16.1	13.0	2.9	2.5	2.2	1.9	11.9	13.1	-28%	-35%	64%			2.4			
阳光股份	000608	中性	8.0	n.a.	4.3	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%	152.0	16.1	14.0	17.6	2.4	2.2	1.9	1.7	10.0	10.6	-20%	-24%	63%			2.4			
亿城股份	000616	中性	6.0	n.a.	5.4	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	19.8	18.4	15.7	12.4	2.2	1.9	1.7	1.5	5.8	6.2	3%	-4%	50%			1.4			
大龙地产	600159	中性	11.9	n.a.	5.0	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,096.4	14.6	12.4	9.0	4.0	3.2	2.5	2.0	12.9	14.7	-8%	-19%	61%			9.4			
平均值										26%	27.4	17.7	13.7	11.6	3.1	2.3	1.9	1.7					-22%	-30%	64%				
中间值										27%	29.3	16.6	13.9	11.6	2.9	2.2	1.9	1.6					-25%	-31%	64%				
开发和持有:																													
浦东金桥	600639	推荐	11.4	n.a.	8.3	0.33	0.43	0.46	0.54	12%	34.7	26.8	24.8	21.3	3.1	2.9	2.6	2.3	15.6	17.3	-27%	-34%	43%			2.2			
陆家嘴	600663	中性	20.1	n.a.	33.0	0.47	0.61	0.62	0.65	3%	42.6	33.1	32.5	31.1	4.5	4.0	3.5	3.2	18.4	18.8	9%	7%	47%			3.6			
中国国贸	600007	中性	9.9	n.a.	9.9	0.35	0.29	0.16	0.36	12%	28.0	34.3	62.2	27.5	2.4	2.3	2.2	2.0	10.9	10.9	-10%	-9%	48%			0.5			
平均值										9%	35.1	31.4	39.8	26.7	3.3	3.0	2.8	2.5					-9%	-12%	46%				
中间值										12%	34.7	33.1	32.5	27.5	3.1	2.9	2.6	2.3					-10%	-9%	47%				
B股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)									
万科B	200002	推荐	8.1	16.1	101.0	0.43	0.55	0.78	1.01	35%	19.0	14.7	10.4	8.0	2.4	2.1	1.8	1.5	12.0	13.4	-33%	-40%	67%			30.6			
金桥B	900911	推荐	7.2	14.1	9.7	0.38	0.48	0.53	0.65	16%	18.9	14.9	13.5	11.1	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-59%	-64%	43%			2.2			
陆家B	900932	推荐	13.1	17.5	38.4	0.55	0.69	0.72	0.79	7%	23.9	19.0	18.2	16.6	2.5	2.3	2.1	1.9	20.9	21.8	-37%	-40%	47%			3.6			
平均值										24%	19.8	15.6	13.1	10.8	2.0	1.8	1.7	1.5					-46%	-51%	53%				
中间值										26%	18.9	14.8	12.0	9.5	2.1	1.8	1.7	1.4					-45%	-50%	52%				
H股																													
中国海外	688	推荐	15.1	22.8	123.7	0.49	0.79	1.03	1.33	30%	31.1	19.1	14.8	11.4	3.7	2.9	2.5	2.1	17.3	19.0	-12%	-20%	62%			30.6			
华润置地	1109	推荐	14.5	22.0	73.2	0.33	0.53	0.78	1.16	48%	44.4	27.3	18.7	12.5	2.4	1.9	1.7	1.5	18.4	20.0	-21%	-27%	55%			22.2			
首创置业	2868	推荐	2.7	5.0	5.4	0.22	0.30	0.39	0.55	35%	12.1	8.8	6.7	4.8	1.1	1.0	0.9	0.8	6.9	7.1	-61%	-63%	68%			8.6			
绿城中国	3900	中性	8.7	19.1	14.5	0.51	0.54	0.66	0.88	28%	17.0	16.2	13.2	10.0	1.5	1.3	1.2	1.1	21.2	23.9	-59%	-63%	76%			28.6			
远洋地产	3377	审慎推荐	6.2	7.7	35.2	0.27	0.21	0.29	0.42	41%	23.4	29.5	21.6	14.9	1.8	1.3	1.2	1.1	9.6	10.4	-35%	-40%	59%			14.0			
方兴地产	817	推荐	2.3	3.1	21.4	0.09	0.11	0.13	0.16	19%	25.9	20.5	17.4	14.5	1.9	1.3	1.2	1.1	3.9	4.2	-40%	-44%	60%			2.2			
深控股	604	中性	2.6	3.9	9.0	0.19	0.22	0.28	0.38	33%	13.6	11.8	9.0	6.7	0.8	0.7	0.7	0.7	5.6	6.5	-55%	-61%	58%			22.5			
雅居乐	3383	推荐	8.9	14.7	31.7	0.42	0.60	0.86	1.18	41%	21.3	15.0	10.4	7.6	2.1	2.0	1.7	1.4	14.6	16.3	-39%	-45%	61%			28.7			
龙湖地产	960	推荐	7.6	10.3	39.2	0.05	0.34	0.51	0.78	53%	141.8	22.7	15.0	9.7	10.8	2.8	2.3	1.8	8.8	10.3	-13%	-26%	88%			26.1			
恒盛地产	845	推荐	2.8	4.3	22.1	0.09	0.21	0.33	0.45	46%	30.7	13.5	8.6	6.3	20.7	1.7	1.4	1.1	4.7	5.4	-40%	-48%	93%			16.9			
富力地产	2777	中性	11.1	15.2	35.8	0.73	0.79	1.19	1.67	46%	15.2	14.1	9.3	6.6	2.1	1.9	1.6	1.3	18.1	19.0	-39%	-41%	73%			31.8			
世茂地产	813	中性	12.0	17.3	42.7	0.36	0.77	1.00	1.34	32%	33.4	15.5	12.0	9.0	2.0	1.6	1.4	1.2	17.4	19.2	-31%	-37%	59%			30.4			
碧桂园	2007	中性	2.5	3.2	40.5	0.10	0.14	0.16	0.22	23%	25.3	17.1	15.6	11.3	1.8	1.7	1.6	1.4	3.6	4.3	-32%	-43%	61%			45.2			
瑞安地产	272	中性	3.7	4.9	18.5	0.35	0.51	0.31	0.40	-12%	10.5	7.2	11.7	9.2	0.9	0.8	0.7	0.6	6.6	7.1	-45%	-48%	49%			13.1			
恒大地产	3333	无评级	3.2	3.6	48.3	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	283.6	101.6	10.1	8.5	7.8	3.6	2.6	1.9	3.0	4.0	6%	-20%	80%			50.5			
宝龙地产	1238	无评级	2.4	3.8	9.9	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	25.8	9.2	6.8	6.1	4.2	1.7	1.3	1.1	5.0	5.4	-51%	-55%	76%			7.6			
平均值										32%	31.4	16.5	12.6	9.3	4.1	1.8	1.5	1.3					-31%	-40%	67%				
中间值										33%	25.3	15.5	11.9	9.1	2.0	1.7	1.4	1.2					-35%	-41%	61%				

资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博咨询, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。