

房地产

2010年6月23日

荣盛发展(002146)

当前股价: 10.84

目标价: 12.00

业务模式有优势 进入快速成长期

投资要点:

- 公司具有“立足中小城市，开发普通住宅”的业务模式，这为公司的成长带来了一些特点和优势。
- 上市后公司加快了在中小城市的扩张，目前拥有 1200 万平米的项目储备，分布于 13 个城市。广泛的区域布局有利于公司分散区域性的风险，收入来源多样化，并且由于公司储备主要在中小城市，受宏观调控的影响较小。
- 公司只在中小城市拿地，因此整体土地成本较低。我们测算公司全部 1200 万平方米可结算项目储备的平均楼面价为 797 元/平方米。由于土地成本低廉，项目总投资额较小，公司可以在力所能及的范围内快速扩张。
- 公司产品以普通住宅为主，周转快、成本低，但利润水平并不逊色于其他开发商，09 年税后毛利率为 28.6%，处于上市公司前列。专注于中小城市发展的另一个优势是费用率较低，2009 年公司期间费用率为 4.15%，低于同行水平。
- 公司成长至今已经初具规模效应，进入快速发展期。预计未来结算收入能保持 40% 的年复合增长，预计 2010~2012 年的每股收益分别为 0.60、0.92 和 1.18 元。
- 我们测算 2010 年底公司每股 NAV 为 9.34 元，目前股价有 16.12% 的溢价。考虑到房地产市场未来走势，15~20 倍的市盈率是一个相对合理的区间，给以公司 6 个月目标价 12 元，并给以“观望”评级。

研究员: 张驰飞, CFA

执业证书编号: S0570207060129

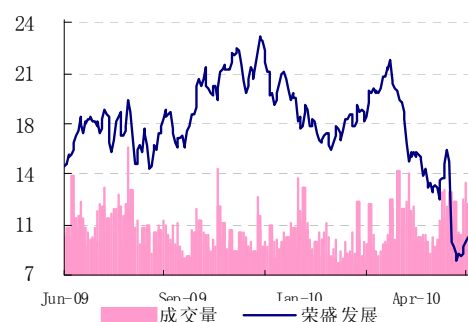
电话: 025-83290892

E-mail: zhangchifei@hotmail.com

地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 观望

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	143360.00
流通 A 股 (万)	24965.85
52 周内股价区间 (元)	7.73-15.33
总市值 (亿)	155.40
总资产 (亿)	150.34
每股净资产 (元)	2.73

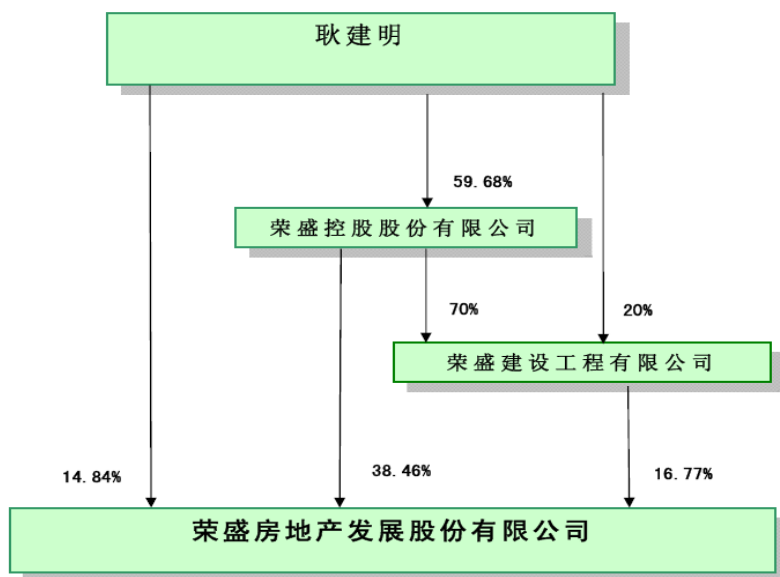
主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (亿)	32.89	48.43	69.30	92.65
+/-%	62.12	47.24	43.09	33.70
净利润 (亿)	6.10	8.55	13.18	16.85
+/-%	64.43	40.27	54.11	27.91
EPS (元)	0.43	0.60	0.92	1.18
P/E	25.49	18.18	11.79	9.22

一、公司基本情况

公司前身为荣盛房地产开发有限公司，于 1996 年在河北省廊坊市成立。2007 年 8 月 8 日公司在深圳证券交易所中小板挂牌上市，成为河北省内首家上市的房地产公司。公司为民营控股上市公司，耿建明先生是公司的实际控制人，直接和间接持有公司 48.15% 股权。

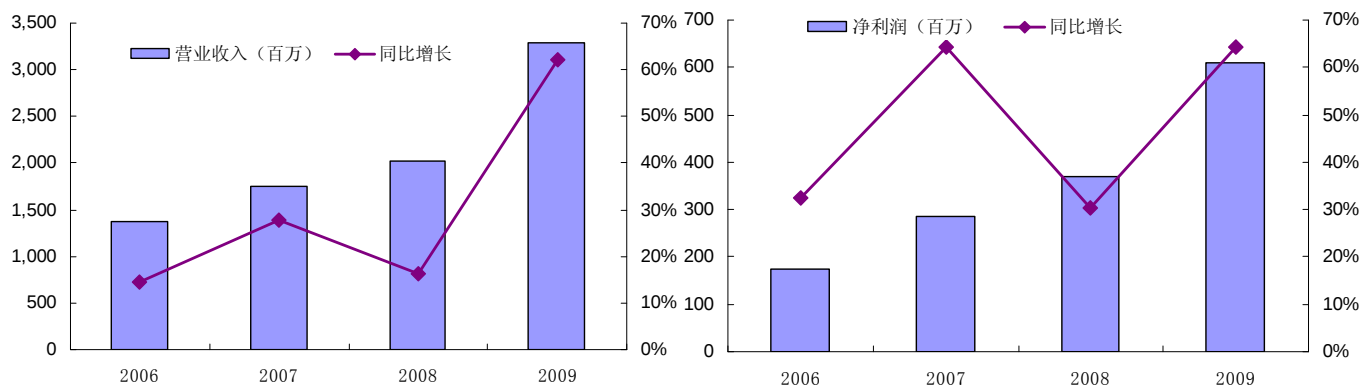
图 1 公司与实际控制人之间的产权和控制关系



资料来源：公司公告

公司以房地产开发为主业，重点在中小城市开发普通商品住宅。上市以来，公司加快了在中小城市的扩张，目前已经进入了廊坊、石家庄、沧州、邯郸、南京、徐州、常州、蚌埠、长沙等 13 个城市，并且取得了快速发展，营业收入从 06 年的 13.66 亿元增长至 09 年的 32.9 亿元，归属母公司所有者的净利润则从 06 年的 1.73 亿元增至 09 年的 6.1 亿元。

图 2 上市以来公司收入与利润均有较大增长



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

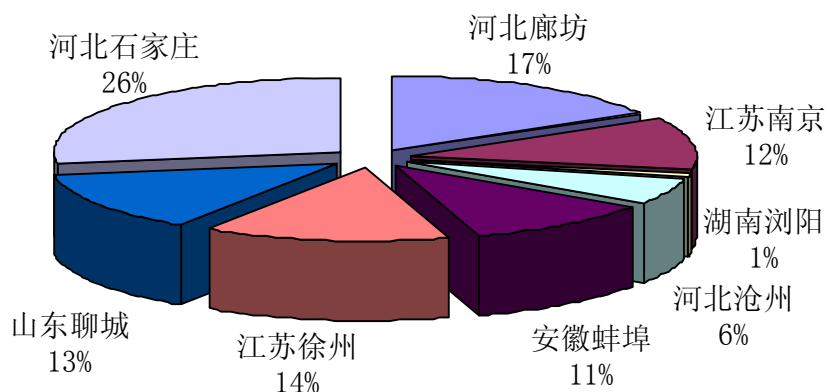
二、独特业务模式：立足中小城市，开发普通住宅

目前从事房地产开发的上市公司中，全国性的公司一般采取“3+X”的布局，即重点布局长三角、珠三角和京津三大区域，再覆盖中西的一些主要城市，而规模较小的公司则一般在重点发展公司所在地的基础上，逐步扩张，进入其他城市。与大多数开发商不同的是，荣盛发展自成立起就定下了重点发展各类中小城市的目标，并且只开发普通住宅。这样的业务模式为公司的成长带来了一些特点和优势。

1、收入与储备分布广泛

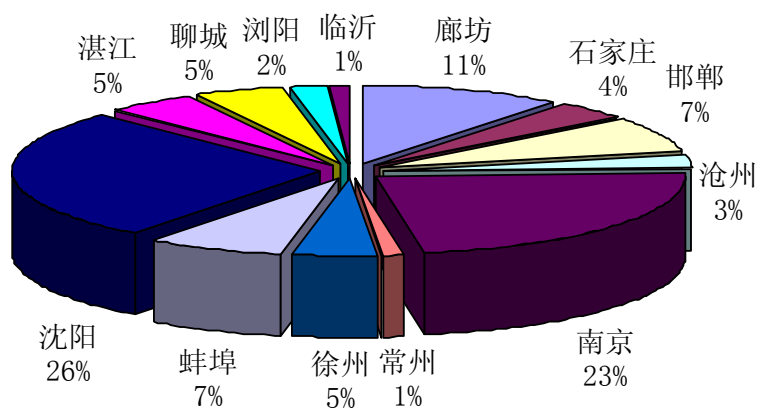
上市后，公司加快了在中小城市的扩张，目前已经进入了 13 个城市，从 09 年的收入来源看，公司总部所在地廊坊只贡献了 17% 的收入，大部分收入来源于其他中小城市。公司目前拥有 1200 万平米的项目储备，分布于 13 个城市，其中占比最大的沈阳，是公司 09 年重点拿地的城市。广泛的区域布局一方面有利于公司分散区域性的风险，另一方面，由于公司储备主要在中小城市，受宏观调控的影响较小。

图 3 公司 09 年收入来源地区分布



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

图 4 公司项目储备地区分布



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

2、土地成本低廉，开发投资门槛低

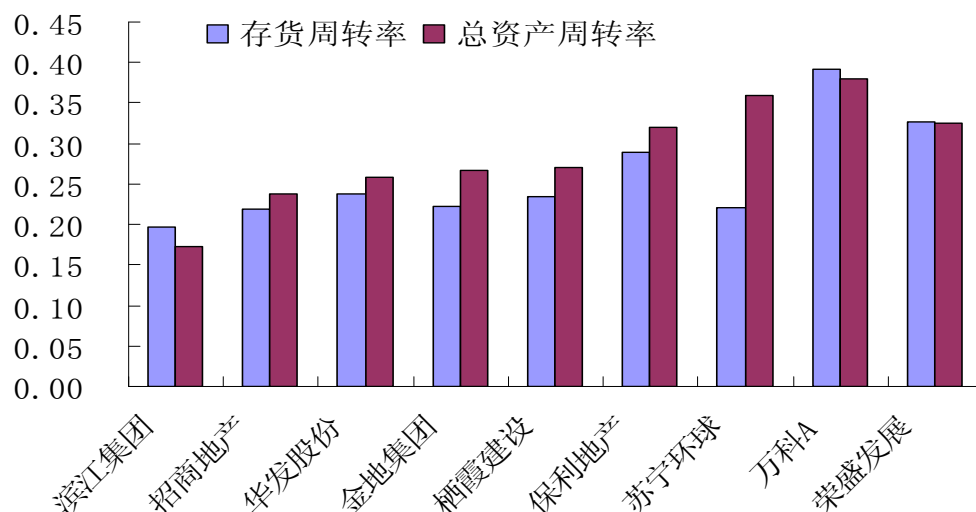
公司只在中小城市拿地，即使进入像南京、沈阳这样的省会城市，也只在城郊位置拿地，因此整体土地成本较低。公司在 2009 年获得了规划建筑面积 821.77 万平方米的项目储备，平均楼面价仅 689 元/平方米。我们测算公司全部 1200 万平方米可结算项目储备的平均楼面价为 797 元/平方米，其中只有 07 年底在南京取得的仙林 C2 地块楼面价高达 5564 元/平方米（该项目已计提 5970 万元的存货跌价损失准备），其余地块楼面价均低于 2000 元/平方米。

伴随着房价、地价的上涨，资金已经成为了房地产的市场化竞争中最大的制约因素。北京、上海等一线城市，获取新项目动辄需要数十亿元的土地成本，再加上开工建设的投入，这对开发商形成了巨大的门槛。而荣盛发展在中小城市发展的策略使得公司土地成本低廉，项目总投资额较小，公司可以在力所能及的范围内快速扩张。

3、产品以普通住宅为主，周转快、成本低

公司产品基本以普通住宅为主，与高端房产相比，利润率相对较低，但这也带来几个优点：第一，客户群体以首次购房和住房升级型的需求为主，受宏观调控的影响较小。第二，普通住宅开发周期较短，公司积累了多年的经验，已经有一套成熟的运作流程，能有效的控制主要生产节点，使得项目的建设过程合理、安全、高效。公司存货周转率和总资产周转率居于行业领先水平。第三，普通住宅开发成本不高，公司通过有效的成本控制，将建筑成本控制在较低的水平，2009 年公司平均结算成本为 2753.3 元/平方米，剔除土地成本后，建筑施工成本大约在 2000 元/平方米左右。

图 5 公司存货和总资产周转率较高

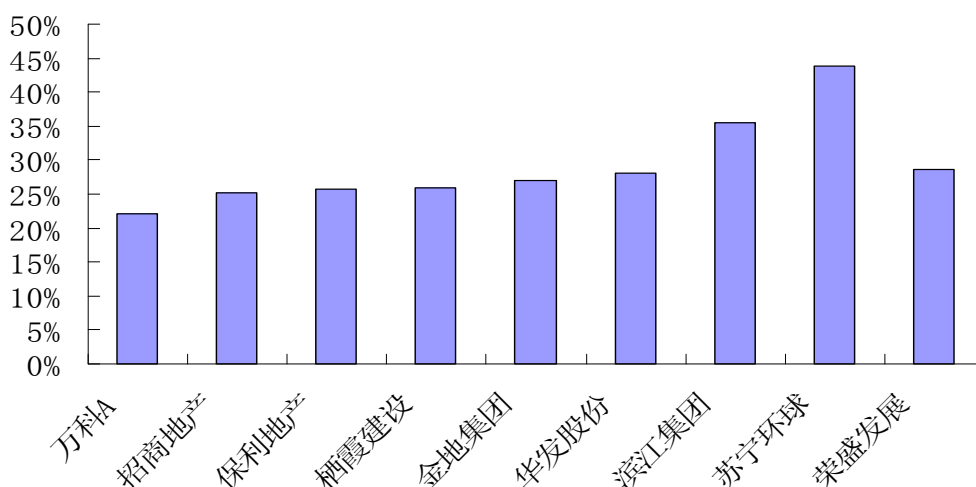


数据来源：Wind、华泰证券研究所

4、中小城市房价低，但毛利率并不低

公司主要项目位于中小城市，因此整体销售均价大大低于其他上市公司同行，08 年结算均价为 3623.5 元/平方米，09 年结算均价为 4199.3 元/平方米，均低于当年的全国平均房价。中小城市收入水平对公司销售价格有所制约，但低于全国均价的水平，也意味着公司楼盘房价的泡沫不高。另一方面，由于低廉的土地成本和强有力的成本控制，公司利润水平并不逊色于其他开发商，09 年税后毛利率（扣除营业税金及附加）为 28.6%，处于上市公司前列。

图 6 公司税后毛利率水平居于同行前列



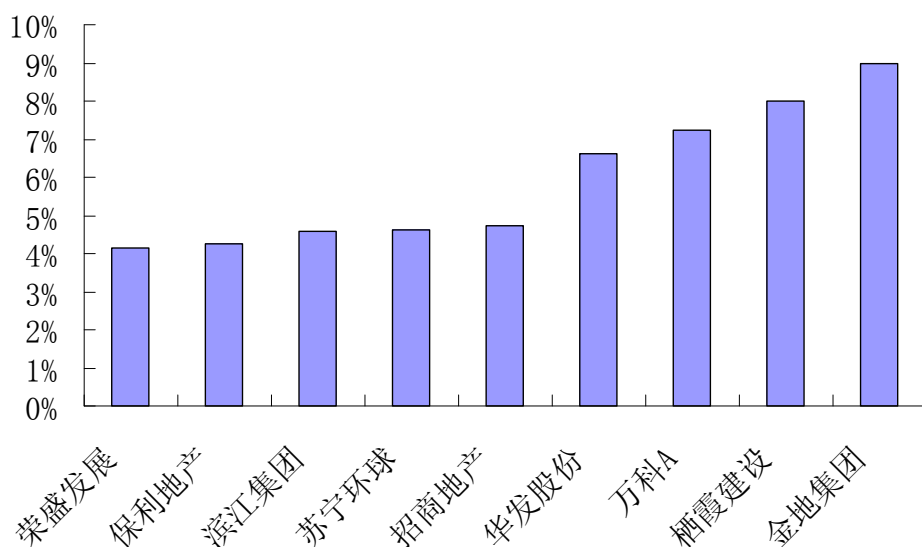
数据来源：Wind、华泰证券研究所

5、公司费用控制具有优势

专注于中小城市发展为公司带来的另一个优势是费用率较低，2009 年公司期间费用率为 4.15%，低于同行水平。公司管理费用率低的主要原因是，公司所开发的中小城市普遍收入水平较低，因此公司在当地的人工成本也较低。营销费用率低则一方面是因为公司主要采用自主销售的方式，销售人员均为公司员工，相应的成本低于外聘代理公司，另一方面则是由于中小城市地理半径小，项目的推广主要采用口碑营销和现场体验的方式，不需要类似大城市的广告攻势才能打出楼盘的知名度，因此节省了广告费用。

公司上市后加速扩张，连续进入多个新城市，人员和项目的增加带来了期间费用率由 06 年的 2.25% 上升至 09 年的 4.15%。不过我们认为只要公司继续坚持只在中小城市发展的策略，这一业务模式下的费用控制优势仍将有效，公司的期间费用率可以保持在较低的水平。

图 7 公司期间费用率低于同行



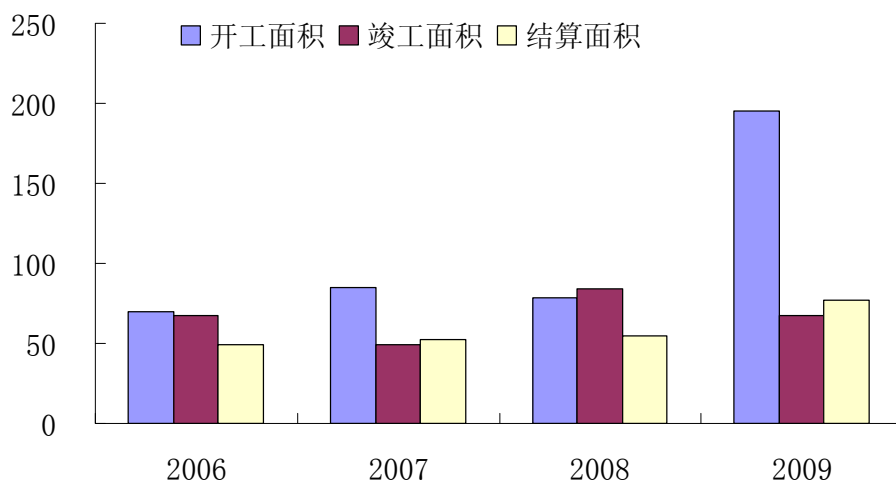
数据来源: Wind、华泰证券研究所

三、积极进取，业绩高增长可期

1、公司进入加速发展阶段

经过上市以来的扩张，公司已经进入了 13 个城市，拥有 30 多个开发项目，具有了完整的产品梯队，可以保障公司业绩的持续增长，而公司在多数已进入的城市都拥有 2、3 个项目，总建筑面积在 50 万平方米以上，因此也具有了一定的区域规模效应，具备了加速发展的条件。公司在 09 年销售优异的情况下，大幅增加了新开工，达到了 195.41 万平方米。新开工的增长将带来未来竣工面积和结算面积的增长。

图 8 公司新开工面积大幅增长（单位：万平方米）



数据来源: 数据来源、华泰证券研究所

2、业绩高增长可期

公司 09 年合同销售额达 60.63 亿元，而当年结算收入 32.9 亿元，因此保留了已售未结算面积 89.35 万平方米，账面预收款达 39 亿元。这些未结算收入大部分可以在 2010 年结算完，因此公司今年的业绩已经锁定了大部分。今年 1 季度公司实现销售回笼 10 亿元以上，由于 2 季度计划推盘量较多，因此实现销售预计也将超过 1 季度。由于公司新开工增长，预计未来几年结算面积也将持续增长，而中小城市需求受宏观调控影响较小，我们预计公司未来三年的结算收入能保持 40% 的年复合增长。我们假设公司期间费用率能保持现在的较低水平，预计 2010~2012 年三年的每股收益分别为 0.60、0.92 和 1.18 元。

表 1 公司开发项目结算进度预测

	2010E	2011E	2012E
廊坊盛远江南水郡	12.60	5.40	
廊坊阳光逸墅		4.05	9.45
廊坊香河香城郦舍		9.00	9.00
廊坊豪邸坊项目		7.20	4.80
廊坊塞纳荣府			10.02
廊坊晓廊坊盛景项目			6.80
石家庄阿尔卡迪亚	4.75	14.26	14.26
邯郸锦绣花苑	13.00	10.40	2.60
邯郸阿尔卡迪亚		6.11	12.22
沧州阿尔卡迪亚	5.76	5.76	
沧州文景苑	8.80	2.20	
沧州兰亭苑		2.40	6.00
南京阿尔卡迪亚三期	9.92	9.92	4.96
南京盛棠苑	4.90		
南京仙林项目			3.83
南京龙湖半岛	6.68	6.68	11.13
常州中华恐龙园地块			3.38
徐州阿尔卡迪亚二期	12.63	8.42	
徐州九里峰景		10.46	10.46
徐州邳州文景苑二期	5.22	3.48	
蚌埠阿尔卡迪亚三期	9.44		
蚌埠香堤荣府		9.68	9.68
蚌埠南山骊都			5.73
沈阳香缇澜山		5.82	8.73
沈阳阿尔卡迪亚			4.96
沈阳幸福大道项目			8.50
沈阳东湖地块			6.97
湛江南亚骊都			8.66
聊城阿尔卡迪亚	6.45	8.60	6.45
聊城西湖馨苑	3.46	10.37	13.83
长沙财智广场	3.81	5.08	7.62
合计	107.42	145.30	190.05

数据来源：华泰证券研究所

四、估值合理，给以“观望”评级

1、公司股价较 NAV 溢价 16%

我们对公司现有项目储备按假设开发法计算，权益增值额为 115 亿元（表 2）。在 7% 的折现率下，2010 年底公司开发项目增值额净现值为 86.33 亿元。加上公司所持有的酒店等物业资产的重估增值，每股 NAV 为 9.34 元，目前股价有 16.12% 的溢价。

表 2 公司项目储备增值额测算

	权益比例	未结算面积（万平方米）	权益增值额（万元）
廊坊盛远江南水郡	100%	18.00	20,750
廊坊阳光逸墅	100%	13.50	17,754
廊坊香河香城郦舍	100%	30.00	29,730
廊坊豪邸坊项目	100%	12.00	16,887
廊坊塞纳荣府	100%	33.40	36,824
廊坊晓廊坊盛景项目	100%	22.68	23,304
石家庄阿尔卡迪亚	100%	47.54	66,601
邯郸锦绣花苑	100%	26.00	17,642
邯郸阿尔卡迪亚	100%	61.12	24,924
沧州阿尔卡迪亚	100%	11.52	8,347
沧州文景苑	100%	11.00	7,054
沧州兰亭苑	100%	12.00	11,565
南京阿尔卡迪亚三期	100%	24.80	26,169
南京盛棠苑	100%	4.90	6,611
南京仙林项目	100%	12.76	11,963
南京龙湖半岛	100%	222.52	274,366
南京 2009G76 地块	100%	16.30	22,525
常州中华恐龙园地块	100%	11.26	11,570
徐州阿尔卡迪亚二期	100%	21.05	25,947
徐州九里峰景	100%	26.16	29,660
徐州邳州文景苑二期	100%	8.70	2,186
蚌埠阿尔卡迪亚三期	100%	9.44	9,294
蚌埠香堤荣府	100%	19.36	22,110
蚌埠南山骊都	100%	57.30	65,537
沈阳香缇澜山	100%	29.11	21,440
沈阳阿尔卡迪亚	100%	99.10	72,987
沈阳幸福大道项目	100%	42.48	31,223
沈阳东湖地块	75%	139.43	103,801
沈阳爱家骊都	100%	23.00	30,011
湛江亚骊都	100%	57.75	51,109
聊城阿尔卡迪亚	100%	21.50	13,829
聊城西湖馨苑	100%	34.58	29,358

长沙财智广场	90%	25.40	6,687
合计		1,205.66	1,149,761.45

数据来源：华泰证券研究所

表 3 公司 NAV 计算

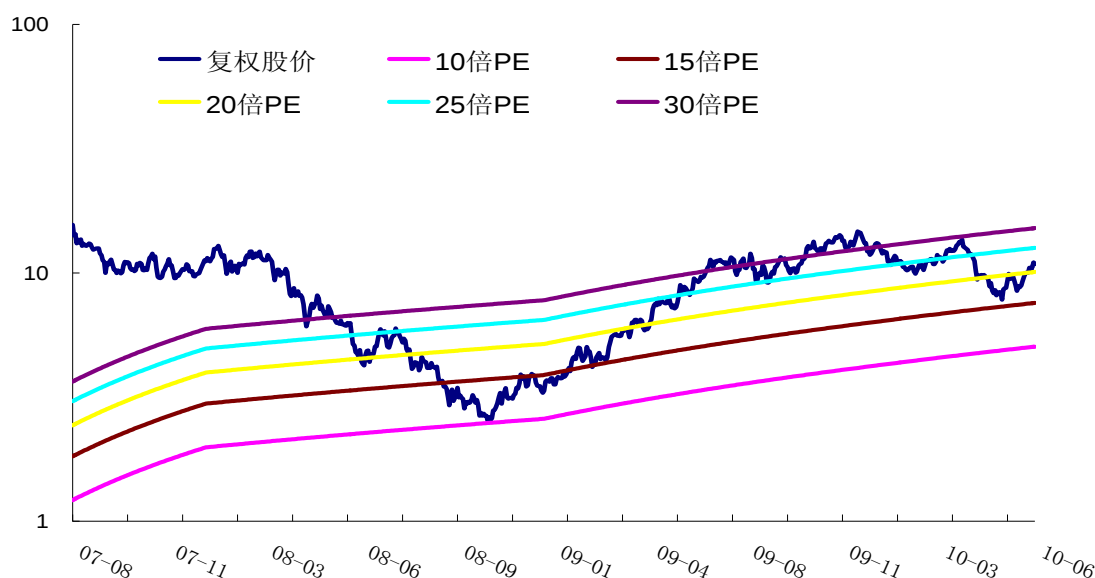
开发项目增值额净现值(亿元)	86.33
持有物业增值额	2.00
2010 年底预测账面净资产	45.50
重估净资产	133.83
总股本(亿)	14.34
每股 NAV(元)	9.34

数据来源：华泰证券研究所

2、PE 估值水平合理

历史上，07 年下半年楼市和股市的疯狂造就了公司上市初期股价的高高在上，动态市盈率高达 60 多倍，08 年下半年楼市和股市的严重低迷则造成了公司动态估值仅仅 10 倍市盈率，因此当时大股东出手增持股份。公司当前股价相当于 18.2 倍的预测 2010 年市盈率，处于历史中等水平。

图 9 公司 PE Band



注：纵轴为对数坐标

数据来源：Wind、华泰证券研究所

我们判断楼市在未来的 1、2 个季度内将继续处于景气下滑的过程，房价下跌、成交量很难有起色，但楼市也不会出现 08 年下半年的低迷状态，因此公司估值水平很可能保持在历史中等水平之下，即 15~20 倍的估值是一个相对合理的区间。如果股价低于 15 倍市盈率，将出现较好的买入机会。我们预计今年年底将是本次房地产市场调整的一个低点，考虑到

二级市场走势往往领先实体经济，届时地产股估值有所提升是合理的，因此我们给以公司 6 个月目标价 12 元，对应 20 倍的预测市盈率。考虑到目前股价向上空间不大，给以“观望”评级。

附表：

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12949	14721	19325	23838	营业收入	3289	4843	6930	9265
现金	1922	1306	2140	1460	营业成本	2120	3190	4415	5977
应收账款	21	25	18	19	营业税金及附加	227	321	467	626
其他应收款	252	278	350	522	营业费用	47	63	104	130
预付账款	1864	1664	3036	4161	管理费用	85	116	171	245
存货	8493	11447	13781	17675	财务费用	4	15	21	28
其他流动资产	397	0	0	0	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	703	748	796	838	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	229	288	341	387	营业利润	796	1137	1753	2259
无形资产	162	162	162	162	营业外收入	17	6	8	11
其他非流动资产	312	298	293	289	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	13652	15469	20120	24676	利润总额	811	1141	1758	2267
流动负债	6776	7638	11022	14093	所得税	201	285	440	567
短期借款	237	241	117	239	净利润	609	856	1319	1700
应付账款	1028	1403	2129	2959	少数股东损益	-0	1	1	15
其他流动负债	5511	5994	8776	10894	归属母公司净利润	610	855	1318	1685
非流动负债	3011	3199	3277	3259	EBITDA	820	1170	1796	2314
长期借款	2529	3129	3129	3129	EPS (元)	0.68	0.60	0.92	1.18
其他非流动负债	482	70	148	129					
负债合计	9787	10838	14299	17351	主要财务比率				
少数股东权益	81	81	83	97	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	896	1434	1434	1434	成长能力				
资本公积	1680	1321	1321	1321	营业收入	62.1%	47.2%	43.1%	33.7%
留存收益	1209	1795	2984	4472	营业利润	59.9%	42.9%	54.1%	28.9%
归属母公司股东权益	3784	4550	5739	7227	归属于母公司净利润	64.4%	40.3%	54.1%	27.9%
负债和股东权益	13652	15469	20120	24676	获利能力				
					毛利率 (%)	35.5%	34.1%	36.3%	35.5%
					净利率 (%)	18.5%	17.7%	19.0%	18.2%
					ROE (%)	16.1%	18.8%	23.0%	23.3%
					ROIC (%)	10.8%	12.0%	17.8%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	71.7%	70.1%	71.1%	70.3%
					净负债比率 (%)	35.11%	36.01%	26.20%	22.30%
					流动比率	1.91	1.93	1.75	1.69
					速动比率	0.66	0.43	0.50	0.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.33	0.39	0.41
					应收账款周转率	168	206	322	499

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	258	-915	1209	-507
净利润	609	856	1319	1700
折旧摊销	20	18	23	28
财务费用	4	15	21	28
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-390	-1584	-213	-2223
其他经营现金流	14	-219	60	-40
投资活动现金流	-1035	-63	-70	-70
资本支出	237	70	70	70

长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	2.44	2.62	2.50	2.35
其他投资现金流	-798	7	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2009	362	-305	-103	每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.60	0.92	1.18
短期借款	152	4	-124	122	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	-0.64	0.84	-0.35
长期借款	1393	600	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.64	3.17	4.00	5.04
普通股增加	96	538	0	0	估值比率				
资本公积增加	1071	-358	0	0	P/E	25.49	18.18	11.79	9.22
其他筹资现金流	-704	-421	-181	-225	P/B	4.11	3.42	2.71	2.15
现金净增加额	1232	-616	834	-680	EV/EBITDA	21	15	10	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。