

买入 维持

荣盛发展(002146)

2010 年 12 月 17 日

岁末发力，土地市场连续拿地

房地产行业分析师：涂力磊

SAC 执业证书编号：S0740210020003

tll5535@htsec.com

021-23219747

联系人：贾亚童

jiayt@htsec.com

021-23219421

事件：

公司于 2010 年 12 月 8 日和 14 日，以 7.94 亿元和 2.98 亿元价格分别在廊坊和临沂拍得土地，两处土地累计权益建筑面积在 103.32 万平方米。公司年初所制定的 600 万平方米项目储备目标基本完成。

主要内容：

1. 岁末发力，土地市场连续拿地：公司从 11 月下旬开始，在土地市场连续发力。分别通过招牌挂形势在唐山、沧州、廊坊和临沂取得接近 211 万平方米的土地储备。截止 2010 年 12 月 16 日，公司本年新增项目累计权益建筑面积在 541 万平方米。项目平均土地成本在 1000 元/平左右。公司年初所制定的 600 万平方米拿地计划，目前已经基本实现。

表 1 公司 2010 年项目储备情况（截止 12 月 16 日）

土地名称	股权	土地面积 (万平)	容积率	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)
南京市 NO2009G76 号地块	100%	4.66	3.5	16.31	16.31
沈阳市经济技术开发区 JK2009-158	100%	4.65	2	9.29	9.29
临沂市 2010-099 号地	79%	6.67	1.8	12	9.48
徐州市 2010-20 号地块	60%	4.08	2.2	8.98	5.39
唐山市丰南区 2010-14 1 号地块	100%	14.22	2.84-2.89	41.09	41.09
唐山市丰南区 2010-14 2 号地块	100%	12.25	2.56-2.58	31.6	31.6
唐山市丰南区 2010-14 3 号地块	100%	8.93	2.62-2.4	23.57	23.57
唐山市丰南区 2010-15 1 号地块	100%	13.38	2.4-2.6	34.78	34.78
唐山市丰南区 2010-15 2 号地块	100%	15.59	2.4-2.6	40.54	40.54
沧州市 CTP-1004 号地块	100%	0.41	2.5	1.03	1.03
邳州市迎宾馆地块及其富兴源酒店房产	100%	30.85	3	92.52	92.52
湛江市赤坎区 PGC2010002 号地块	100%	8.24	2.8-3.0	24.73	24.73
唐山市丰南区地块二宗地	100%	37.97	2.61	99.104068	99.10
沧州市 CTP1009 号地块	100%	3.45	2.50	8.64	8.64
廊坊市 2010-36、37 号土地	100%	19.24	2.20	42.33	42.33
临沂市 2010-212\213\214\215	79%	42.89	1.80	77.1978	60.99
合计		227.48		563.7	541.38

资料来源：公司公告、海通证券研究所

2. 公司项目毛利率并不低：公司储备项目平均成本在 1000 元/平左右，而 2009 年末公司平均销售价格在 5000 元/平以上。按照公司 4%的期间费用率、以及项目 1500 元/平的建安成本粗略测算，未来项目可以保持 30%以上的毛利率。此外，公司当前市值 175 亿元，按照 1641 万平方米土地储备、1500 元/平建安费用测算，公司项目 30%毛利率所对应的销售价格应该在 3664 元/平。该价格不仅低于公司 09 年 5000 元/平的平均销售水平，而且在 A 股一线地产开发商中属于价格最

低。

表 2 公司市值按 30% 毛利率对应的项目销售价格要低于 A 股地产重点企业（截止 12 月 16 日）

简称	代码	收盘价（元）	市值	项目权益建筑 面积(万平)	股价相当于楼面 地价	非地价成本	30% 毛利率定价
		12 月 16 日	(亿元)		元/平	元/平	元/平
万科 A	000002	8.43	927	6325	1465	2500	5665
保利地产	600048	12.53	573	5398	1062	2400	4946
招商地产	000024	16.49	283	823	3440	3500	9915
金地集团	600383	5.98	267	1420	1883	2800	6690
金融街	000402	6.86	208	835	2487	3500	8553
华侨城 A	000069	12.17	378	906	4175	4000	11678
首开股份	600376	15.92	183	1199	1526	3000	6466
苏宁环球	000718	8.69	148	1479	1000	2200	4572
新湖中宝	600208	6.28	319	1104	2888	1800	6697
万通地产	600246	6.23	76	344	2204	2500	6720
华发股份	600325	10.36	85	678	1248	2600	5498
世茂股份	600823	13.15	154	907	1697	2500	5996
滨江集团	002244	10.79	146	340	4291	3500	11129
荣盛发展	002146	12.19	175	1641	1213	1500	3664
冠城大通	600067	9.17	67	220	3066	2400	7808
华业地产	600240	7.03	45	130	3488	2200	8126
广宇集团	002133	7.07	35	156	2260	2000	6085

资料来源：海通证券研究所

3. 股权激励：条件之高彰显企业信心。公司所提出的扣除非经常性损益的净利润增长率三年内各年不低于 35%，加权平均净资产收益率三年内各年不低于 15% 的股权激励条件在 A 股地产企业中要求最高。如此严格的条件，充分说明企业对公司未来发展的信心。

表 3 上市地产企业股权激励方案对比

公司名称	股权激励数量 (万股)	占总股本比例	行权价格	行权条件	行权时间
冠城大通	2000	2.72%	10.39	要求 ROE≥10%；同时第一期要求在 2010 年净利润增长率≥25%，顺次要求在二期，即 2011 年相对于 2009 年净利润增长率≥55%，在二期要求 2012 年相对于 2009 年净利润增长率≥95%。	有效期为自股票期权授予日起六年。自激励计划授予日起满一年后的下一交易日起，激励对象应在可行权日内按 40%，30%，30% 的行权比例分期逐年行权
华侨城 A	5000	4.50%	7	要求 ROE≥12%；要求以 2005 年为基数，每年的净利润增长率≥20%，主营业务收入增长率≥20%。	从 06 年开始 2 年限售，6 年匀速解禁
荣盛发展	4800	3.35%	19.3	要求 ROE≥15%；要求行权期间的每一年的净利润增长率≥35%	从 09 年开始分 5 年行权，2010 行权 15%，2011 行权 20%，2012 行权 30%，2013 行权 35%。
万科 A	11000	1.00%	8.89	要求 2011 年 ROE≥14%，2011 年净利润较 2010 年增长率≥20%；要求 2012 年 ROE≥14.5%，2012 年净利润较 2010 年增长率≥45%；要求 2013 年 ROE≥15%，2013 年净利润较 2010 年增长率≥75%	授予的股票期权于授权日开始，经过一年的等待期，在之后的三个行权期，第一、第二和第三个行权期分别有 40%、30%、30% 的期权在满足业绩条件前提下获得可行权的权利
新湖中宝	10033	3.56%	9.98	要求 ROE≥8%，同时要求 08 年净利润≥6 亿，09 年净利润≥9 亿，10 年净利润≥15 亿	分三期执行，2009 年行权 40%，2010 年行权 30%，2011 年行权 30%。

资料来源：各公司公告，海通证券研究所

4. 坐享“环首都经济圈”。目前河北省正在就“环首都经济圈”规划编制方案征集意见。环首都经济圈建设总体思路是在邻近北京将近 1000 公里的范围内，主要包括环绕北京的张家口、承德、廊坊、保定四个地级市，建设一个发展特区。荣盛发展在该经济区内享有近 477 万平方米土地储备。一旦相关政策落实，公司将成为最大受益者之一。

5. 投资建议：维持“买入”评级。2010 年和 2011 年公司每股收益是 0.69 元和 0.97 元。12 月 16 日，公司收盘于 12.19 元，对应 2010 年 PE 为 17.66 倍，2011PE 为 12.56 倍，RNAV 在 20.8 元/股。我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。

6. 风险提示: 房地产行业与国家政策紧密相关, 一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

损益表 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,744	2,029	3,289	5,853	7,353	9,225
增长率	27.65%	16.3%	62.1%	78.0%	25.6%	25.5%
营业成本	-1,149	-1,239	-2,120	-3,345	-4,258	-4,835
营业成本/销售收入(%)	65.9	61.1	64.5	57.1	57.9	52.4
毛利	596	789	1,169	2,508	3,095	4,390
毛利率(%)	34.1	38.9	35.5	42.9	42.1	47.6
营业税金及附加	-110	-135	-227	-835	-894	-1,441
营业税金及附加/销售收入(%)	6.3%	6.7%	6.9%	14.3%	12.2%	15.6%
营业费用	-12	-36	-47	-83	-96	-122
营业费用/销售收入(%)	0.7	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3
管理费用	-45	-64	-85	-152	-213	-249
管理费用/销售收入(%)	2.6	3.2	2.6	2.6	2.9	2.7
息税前利润 (EBIT)	427	555	809	1,438	1,892	2,578
EBIT/销售收入(%)	24.5	27.3	24.6	24.6	25.7	27.9
财务费用	4	2	-4	-146	-76	-53
财务费用/销售收入(%)	0	0	0	2	1	1
资产减值损失	3	-59	-9	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
投资收益/税前利润(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	434	498	796	1,292	1,817	2,524
营业利润率(%)	24.9	24.5	24.2	22.1	24.7	27.4
营业外收支	-2	-2	15	0	0	0
税前利润	433	496	811	1,292	1,817	2,524
利润率(%)	24.8	24.4	24.7	22.1	24.7	27.4
所得税	-148	-125	-201	-284	-418	-581
所得税率(%)	34.3	25.2	24.8	22.0	23.0	23.0
净利润	284	371	609	1,007	1,399	1,944
少数股东损益	0	0	0	13	7	13
归属于母公司的净利润	284	371	610	995	1,392	1,931
净利率(%)	16.3	18.3	18.5	17.0	18.9	20.9

现金流量表 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	284	371	609	1,007	1,399	1,944
少数股东损益	0	0	0	13	7	13
非现金支出	4	73	29	16	18	17
非经营收益	2	-17	9	370	364	348
营运资金变动	-1,303	-647	-390	-1,338	-633	2,295
经营活动现金净流	-1,013	-221	258	68	1,154	4,616
资本开支	15	174	237	-20	5	7
投资	0	-30	-798	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-15	-204	-1,035	20	-5	-7
股权募资	887	0	1,188	0	0	0
债权募资	582	797	1,114	330	-633	34
其他	-88	-193	-293	-168	-162	-146
筹资活动现金净流	1,381	604	2,009	162	-794	-112
现金净流量	353	180	1,232	250	354	4,497

资产负债表 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	512	690	1,922	2,159	2,506	6,991
应收款项	12	16	21	36	44	55
存货	4,040	4,514	8,493	10,088	11,675	10,605
其他流动资产	122	923	2,513	3,337	4,532	5,093
流动资产	4,687	6,144	12,949	15,621	18,757	22,744
流动资产/总资产(%)	97.5	94.9	94.7	95.8	96.5	97.2
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	111	177	485	473	459	453
固定资产/总资产(%)	2.3	2.7	3.5	2.9	2.4	1.9
无形资产	9	139	190	166	167	164
非流动资产	121	333	721	685	672	662
非流动资产/总资产(%)	2.5	5.1	5.3	4.2	3.5	2.8
资产总计	4,808	6,477	13,670	16,306	19,429	23,406
短期借款	522	912	907	1,270	603	482
应付款项	1,496	1,973	5,390	6,173	8,100	9,651
其他流动负债	195	234	479	793	1,021	1,269
流动负债	2,213	3,119	6,776	8,235	9,724	11,402
长期贷款	869	1,316	2,529	2,529	2,529	2,529
其他长期负债	0	4	482	482	482	482
负债	3,082	4,439	9,787	11,246	12,735	14,413
普通股股东权益	1,757	2,087	3,784	5,316	6,708	8,639
少数股东权益	2	4	81	94	101	114
负债股东权益合计	4,840	6,530	13,652	16,656	19,544	23,166

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标(元)						
每股收益	0.711	0.463	0.680	0.694	0.971	1.347
每股净资产	4.392	2.609	4.224	3.708	4.679	6.026
每股经营现金净流	-2.532	-0.276	0.288	0.039	0.369	1.481
每股股利	0.000	0.000	0.700	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	16.19	17.76	16.28	18.71	20.74	22.35
总资产收益率	5.88	5.68	4.46	5.97	7.12	8.34
投入资本收益率	4.44	9.51	14.80	16.63	17.43	17.40
增长率(%)						
营业总收入增长率	27.7	461.4	142.8	157.3	16.3	26.3
EBIT增长率	60.9	29.8	45.8	77.7	31.6	36.3
净利润增长率	64.2	30.3	64.4	63.2	39.9	38.8
总资产增长率	108.3	34.9	109.1	22.0	17.3	18.5
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	8.9	2.6	2.1	2.2	2.2	2.2
存货周转天数	366.4	1,259.7	1,119.6	1,100.0	1,000.0	800.0
应付账款周转天数	288.0	391.1	379.1	383.1	381.8	382.2
固定资产周转天数	633.4	19.3	19.0	14.0	10.5	7.9
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	49.9	73.5	39.2	30.3	9.2	-45.5
EBIT利息保障倍数(倍)	-98.4	-289.6	187.3	9.9	24.9	48.8
资产负债率	63.7	68.0	71.7	67.5	65.2	62.2

信息披露

分析师负责的股票研究范围

涂力磊: 房地产行业

重点研究上市公司: 万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。