

被复制的“万科”模式

——2010 年报点评

荣盛发展
002146

2010 年全年业绩每股 0.71 元，略超预期

荣盛发展今天公布了 2010 年年报：实现营业收入 65 亿元，同比增 98%；归属母公司净利润 10 亿元，同比增 68%；折合 EPS0.71 元，业绩略超预期。公司宣布拟每 10 股送 2 转 1 派 1.0 元（含税）。

评述

主营业务收入接近翻番，主要源自于结算面积同比 80% 的高速增长，结算均价同比仅上涨一成。

毛利率、净利率出现双降，同比分别下滑 0.6、2.9 个百分点，主要原因在于，公司部分结算项目预售期为 2009 年上半年，成交价格偏低。但公司 ROE 高达 24%，远高于万科、保利 18% 的水平。

公司高周转、低成本特点鲜明，是万科在三四线城市的“再生”模式。10 年公司期间费用率 5.91%，同比提升了 1.8 个百分点，但仍低于行业平均水平。

小步快跑，灵活定价，既保证了销售计划，又提升了项目利润。期末，公司结算产品销售价格 4634 元/平米，同比上涨 10.4%。公司全年商品房销售面积 195 万平米，合同金额 103 亿元，同比分别增长 36.5% 和 69.5%，销售均价达到 5282 元/平米，预计 11 年毛利率可得到进一步提升。

期末，公司新取得项目 704 万平米，平均楼面地价 1093 元/平米，超过年初 650-700 元/平米计划区间值。截至目前，公司已在京沪、京广高铁沿线布局 15 个城市，土地储备总建面超过 1700 万平米，可以满足公司未来三年左右的开发需要。

严格的行权条件，彰显了管理层对公司的信心。2010 年 7 月，公司 2009 年度股权激励方案获批，行权条件是 09-12 年每年扣除非经常性损益净利润增速不低于 35%，每年 ROE 不低于 15%。

2011 年计划新开工 409 万平米，竣工 187 万平米，销售 135 亿元，新获取 500 万平项目资源，较上年实际完成额增长 15%、55%、41%、-29%。

期末预收款 74 亿元，占 2011 年预测收入的 90%，业绩锁定程度较高。预计 11-13 年主营业务收入分别为 82 亿元、111 亿元、150 亿元，EPS 分别为 1.00 元、1.35 元、1.83 元，目前股价对应 2011 年 PE13 倍，维持公司“买入”评级。

维持

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

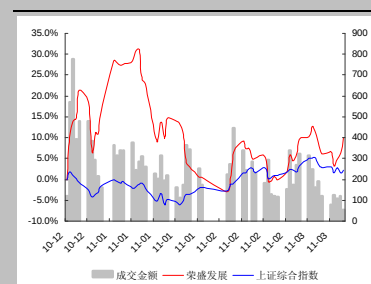
分析：2011 年 03 月 18 日

价格

当前市价：12.8 元

半年目标：16.5 元

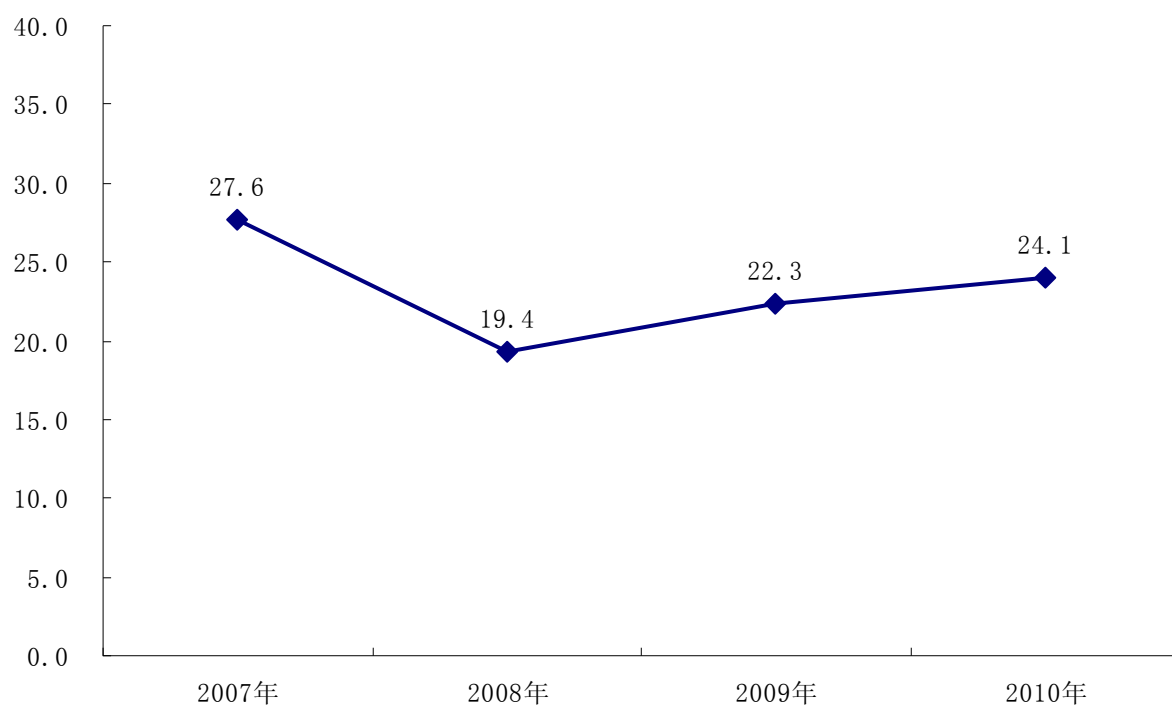
股价表现



相关研究报告

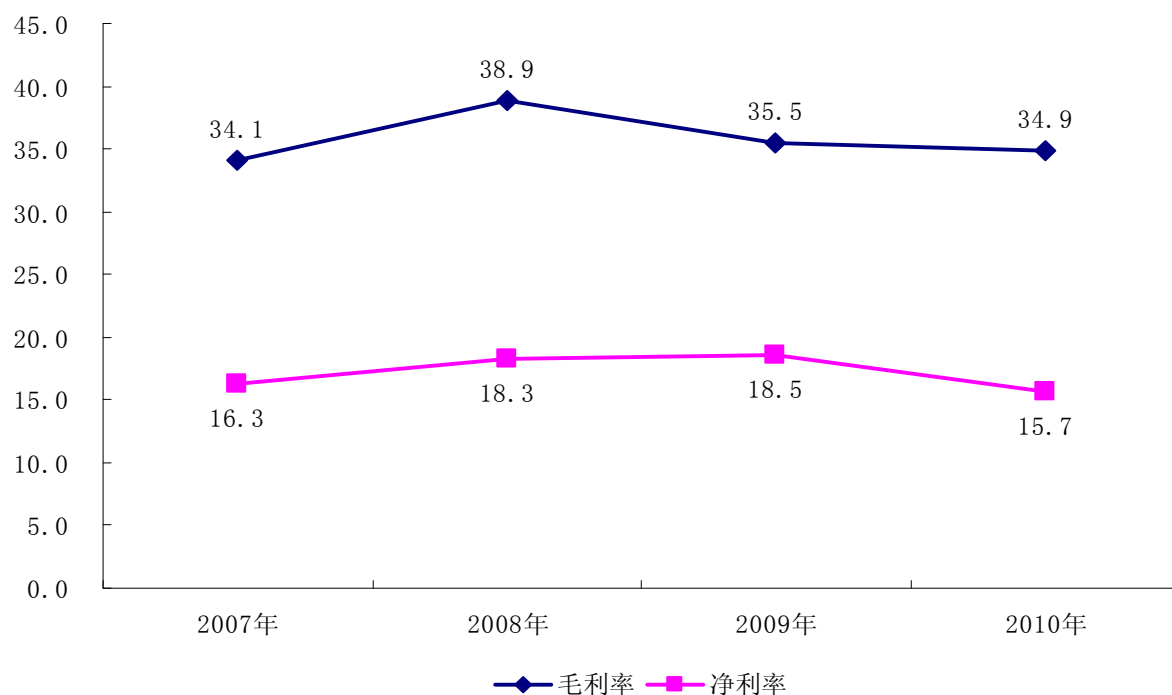
1. 《极具潜力地产股》2010/03/26

2007年以来荣盛发展ROE走势



数据来源：公司公告、东海证券研究所

2007年以来，荣盛发展盈利能力趋势



数据来源：公司公告、东海证券研究所

2010年公司业绩分析

(百万元)	年度数据			2010东海简评
	2009	2010	YoY%	
营业收入	3,289	6,527	98.5%	营业收入接近翻番，根源于结算面积的大幅增长
结算面积（千平米）	772	1,391	80.2%	
结算单价（元/平米）	4,199	4,634	10.4%	
营业成本	2,120	4,249	100.4%	土地增值税同比增252%至1.44亿元
营业税金及附加	227	518	127.9%	
销售费用	47	100	113.0%	
管理费用	85	226	164.9%	经营规模扩大，计提股份支付费用增加
财务费用	4	60	1282.3%	
营业利润	796	1,364	71.4%	中诚信托、华宝信托资金利息费用化处理所致
归属于母公司净利润	610	1,021	67.6%	
总股本	1,434	1,434	0.0%	土地购置与建设投入增加
每股收益	0.43	0.71	67.6%	
总资产	13,652	21,254	55.7%	
现金	1,922	2,030	5.6%	经营规模扩大，借款增加
存货	8,493	13,258	56.1%	
总负债	9,787	15,937	62.8%	
预收账款	1,028	1,050	2.1%	公司处快速扩张期，购置土地支付现金较多
短期及一年内到期借款	907	2,388	163.4%	
长期借款	2,529	3,636	43.8%	
应付债券	1,188	1,190	0.2%	借款增加致负债率水平上升，但仍属可控范畴
归属母公司权益	3,784	4,760	25.8%	
经营活动现金流	258	-1,934	-849.6%	
财务比率				部分结算项目预售期发生在2009上半年
(%)	2009	2010	Ppt%	
资产负债率	71.7%	75.0%	3.3	
真实资产负债率	64.2%	70.0%	5.9	
净负债率	39.2%	75.1%	35.9	
银行贷款占总负债比率	35.1%	37.8%	2.7	
主营业务利润率	31.5%	29.9%	-1.6	部分结算项目预售期发生在2009上半年
毛利率	35.5%	34.9%	-0.6	
净利润率	18.5%	15.7%	-2.9	

资料来源：公司数据、东海证券研究所

公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1922	2030	2233	2456	2702	营业收入	3289	6527	8159	11096	14980
应收款项	272	989	626	977	1494	营业成本	2120	4249	5263	7157	9662
存货净额	8493	13258	18653	25487	34288	营业税金及附加	227	518	571	777	1049
其他流动资产	2261	3735	3641	5995	8412	销售费用	47	100	122	166	231
流动资产合计	12949	20012	25152	34915	46896	管理费用	85	226	286	388	524
固定资产	467	754	914	1088	1310	财务费用	4	60	20	28	37
无形资产及其他	162	159	154	149	143	投资收益	0	(2)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	74	289	289	289	289	资产减值及公允价值变动	(9)	(9)	(18)	(24)	(15)
长期股权投资	0	41	51	64	80	其他收入	0	0	28	37	46
资产总计	13652	21254	26560	36504	48718	营业利润	796	1364	1906	2592	3508
短期借款及交易性金融负债	907	2388	4630	7429	10134	营业外净收支	15	(20)	(2)	(2)	(2)
应付款项	1028	1050	2278	3110	3854	利润总额	811	1343	1904	2590	3505
其他流动负债	4841	8371	8551	12654	18508	所得税费用	201	321	476	647	876
流动负债合计	6776	11808	15458	23192	32497	少数股东损益	(0)	1	2	2	3
长期借款及应付债券	2529	3636	4036	4436	4836	归属于母公司净利润	610	1021	1427	1940	2626
其他长期负债	482	493	617	771	963						
长期负债合计	3011	4129	4653	5207	5799						
负债合计	9787	15937	20111	28399	38295	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	81	558	559	561	563	净利润	610	1021	1427	1940	2626
股东权益	3784	4760	5890	7544	9860	资产减值准备	(50)	(0)	(9)	0	0
负债和股东权益总计	13652	21254	26560	36504	48718	折旧摊销	17	31	45	53	64
						公允价值变动损失	9	9	18	24	15
						财务费用	4	60	20	28	37
关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(1443)	(3608)	(3415)	(4449)	(4946)
每股收益	0.43	0.71	1.00	1.35	1.83	其它	50	1	10	2	3
每股红利	0.10	0.00	0.21	0.20	0.22	经营活动现金流	(808)	(2546)	(1924)	(2431)	(2238)
每股净资产	2.64	3.32	4.11	5.26	6.88	资本开支	(258)	(305)	(210)	(246)	(295)
ROS	19%	16%	17%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16%	21%	24%	26%	27%	投资活动现金流	(258)	(346)	(220)	(258)	(311)
毛利率	36%	35%	36%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	22%	23%	23%	23%	负债净变化	1213	1107	400	400	400
EBITDA Margin	25%	22%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(143)	0	(296)	(286)	(311)
收入增长	62%	98%	25%	36%	35%	其它融资现金流	159	786	2242	2799	2705
净利润增长	64%	68%	40%	36%	35%	融资活动现金流	2298	2999	2347	2912	2795
资产负债率	72%	78%	78%	79%	80%	现金净变动	1232	108	203	223	246
息率	0.5%	0.0%	1.7%	1.6%	1.7%	货币资金的期初余额	690	1922	2030	2233	2456
P/E	48.7	19.1	12.4	9.1	6.8	货币资金的期末余额	1922	2030	2233	2456	2702
P/B	7.8	4.1	3.0	2.4	1.8	企业自由现金流	(938)	(2555)	(2156)	(2704)	(2553)
EV/EBITDA	41.3	18.2	24.3	22.3	20.2	权益自由现金流	0	(662)	184	70	(4)

资料来源：公司公告、东海证券研究所

作者简介

桂长元: 经济学硕士，房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所，从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897