

买入 维持
荣盛发展(002146)
2011 年 8 月 8 日

1 季度推盘少影响上半年销售，期待后期放量

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号： S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：谢 盐
SAC 执业证书编号： S0850208120583
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

2011 年上半年公司完成营业收入 39.87 亿元，同比增加 39.53%；实现营业利润 8.21 亿元，同比增长 45.83%；归属于上市公司所有者净利润 6.13 亿元，同比增长 53.1%。实现基本每股收益 0.33 元，比去年同期增长 57.14%。公司预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 50%-60%。

投资建议：

由于公司产品以中小城市普通商品住宅为主，因此短期股价受限购加码预期影响较大。公司同时公告，预计 1-9 月归属上市公司股东的净利润同比增长 50%-60%。公司上半年实现合同销售金额 41.02 亿元，完成全年销售计划的 30.38%。1 季度推盘量小是上半年销售较少的主要原因。公司全年可售面积预计在 300 万方以上，预计销售均价在 5200 元每平方米以上（上半年实际均价 6100 元每平）。按照目前项目进度 7、8、9 月将是公司推盘高峰，且 4 季度推盘量将高于 1 季度。我们预计公司仍有希望完成全年 135 亿元的销售目标。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.81 和 1.16 元，对应 RNAV 在 10.43 元左右。截至 8 月 7 日，公司收盘于 8.5 元，对应 2011 年 PE 为 10.49 倍，2012 年 PE 为 7.32 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，目标价为 12.15 元。继续维持对公司的“买入”评级。

主要内容：

1. 公司上半年销售保持增长。2011 年上半年公司完成营业收入 39.87 亿元，同比增加 39.53%；实现营业利润 8.21 亿元，同比增长 45.83%；归属于上市公司所有者净利润 6.13 亿元，同比增长 53.1%。实现基本每股收益 0.33 元，比去年同期增长 57.14%。公司预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 50%-60%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1H10	1H11	Ppt	2010	海通分析
毛利率	31.65	37.20	5.56	34.90	上半年转收入商品售价同比上涨，另一方面上半年公司商品房销售收入中毛利率相对较高的南京、石家庄、邯郸、蚌埠等地区占比较大，占商品房收入的 33%
净利率	14.02	15.38	1.35	15.67	
资产负债率	74.47	77.36	2.89	74.98	经营规模扩大，借款增加所致
有息负债率	46.69	46.31	-0.37	41.77	
三项费用占收入比	4.12	8.75	4.63	5.91	
ROE	10.16	12.37	2.20	23.91	
(百万元)	1H 10	1H 11	YOY%	2010	
总资产	16434.93	24967.09	51.91%	21254.34	
净资产	4195.28	5652.32	34.73%	5317.12	
货币现金	1508.92	1579.30	4.66%	2029.80	
预收账款	4566.73	7751.65	69.74%	7059.63	上半年实现销售面积 67.13 万平方米，销售金额 41.02 亿元
经营活动现金流净额	-1526.00	-1757.75	-15.19%	-1933.85	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

截止报告期末，公司资产总额 249.67 亿元，负债总额 193.15 亿元，资产负债率为 77.36%。预收账款 77.52 亿元，占负债总额的 40.13%，预收账款将随着项目的竣工结算转为本公司的主营业务收入。在负债结构上，短期借款和一年内到期的非流动负债 36.47 亿元，占负债总额 18.88%，短期偿债压力不大。上半年经营活动净现金流量为-17.58 亿元，每股经营活动净现金流为-0.94 元。

公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

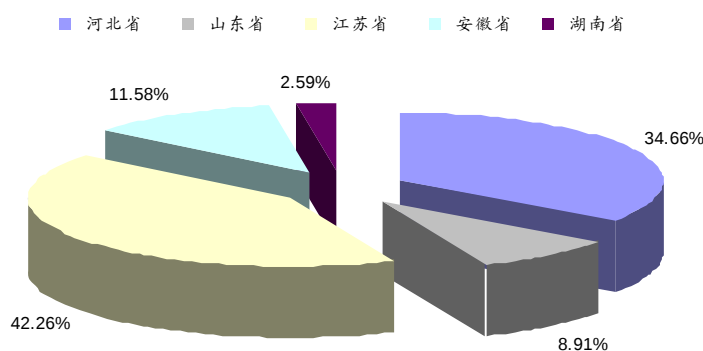
单位：百万元	1H 2010	1H 2011	YOY%	海通分析
一、营业总收入	2858.06	3987.81	39.53%	结算项目面积 67.34 万平方米，结转收入 39.02 亿元
二、营业总成本	2295.14	3166.78	37.98%	
营业成本	1953.58	2504.25	28.19%	
营业税金及附加	220.36	307.89	39.73%	营业收入增加，按税法计提的税金相应增加
销售费用	23.75	80.42	238.64%	公司经营规模扩大
管理费用	68.63	193.86	182.48%	
财务费用	25.32	74.69	194.95%	本期费用化的借款费用比去年同期增加较多所致
资产减值损失	3.50	5.67	61.94%	
投资净收益	0.00	-0.09	-	主要原因是权益法确认投资损益和非同一控制下合并成都中林置业
三、营业利润	562.93	820.94	45.83%	
加：营业外收入	18.41	5.91	-67.88%	去年同期公司收到政府补助较多所致
减：营业外支出	48.09	1.71	-96.45%	去年同期南京仙林土地违约金支出较高所致
四、利润总额	533.25	825.14	54.74%	
减：所得税	132.51	212.01	60.00%	
五、净利润	400.74	613.13	53.00%	
减：少数股东损益	0.10	-0.24	-335.05%	
归属母公司净利润	400.64	613.37	53.10%	
六、每股收益				公司预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 50%-60%。
稀释每股收益(元)	0.21	0.33	57.14%	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司预计 1-9 月约实现净利润 6.07 亿元，净利润比上年同期增长 50%-60%。

2. 收入来源集中于原有地区：报告期内，公司结算项目面积 67.34 万平方米。公司上半年营业收入主要来自河北、山东、江苏、安徽和湖南地区。其中江苏、河北和安徽三地占比较大，分别占 42.26%、34.66%和 11.58%。

图 1 公司营业收入来源占比情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

3. 报告期内拿地谨慎，仅新增土地两块：截止本报告末公司新增土地两处，新增土地储备面积 17.59 万平方米，新增规划可建建筑面积 34.46 万平方米。截止报告期末，公司储备项目累计权益建筑面积超过 1700 万平方米。目前公司项目储备丰富，足够未来三到五年发展。

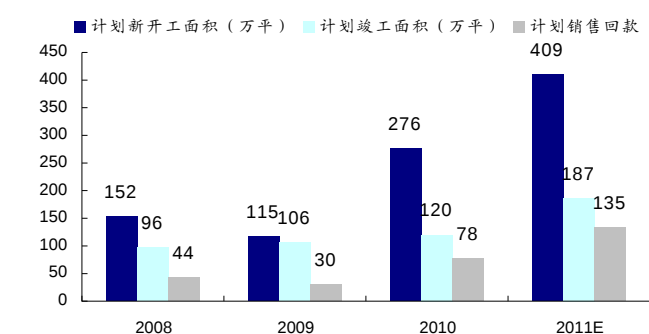
表 3 截止报告发布日公司新增土地储备

项目名称	公司权益	土地面积 (万平)	容积率	建筑面积 (万平)	土地总价 (亿元)	土地单价 (元/平)
盘锦市 PT2011-3-11 号地块	100%	14.00	2.00	28.01	2.94	1050
廊坊市 2011-24 号地	100%	3.59	1.80	6.46	0.83	1285
合计		17.59		34.46	3.77	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

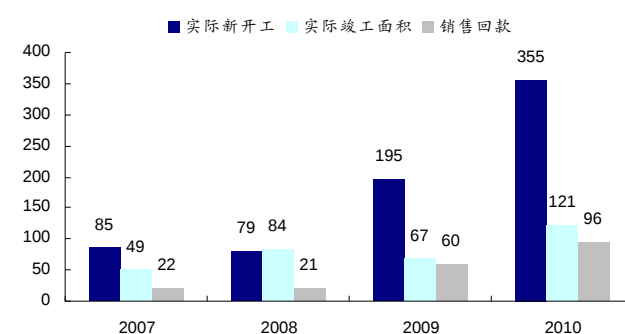
4. 下半年销售影响全年达标情况：2011 年公司计划新开工面积 408.6 万平、计划竣工面积 187.31 万平、计划新获取建筑面积 500 万平方米，计划销售回笼资金约 135 亿元人民币。上半年，公司实现开工面积 113.56 万平方米，结算面积 67.34 万平方米；实现合同销售面积 67.13 万平方米，合同销售金额 41.02 亿元。公司上半年完成全年销售计划的 30.38%，1 季度推盘量小是上半年销售较少的主要原因。公司全年可售面积预计在 300 万方，预计销售均价在 5000 元每平方米以上(上半年实际均价 6100 元每平)。按照目前项目进度 7、8、9 月将是公司推盘高峰，且 4 季度推盘量将高于 1 季度。我们预计公司仍有希望完成全年 135 亿元的销售目标。

图 2 公司各年经营计划保持增长



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 3 公司除 08 年外基本完成各年经营计划



资料来源：公司公告、海通证券研究所

5. 投资建议：限购扩大预期短期影响股价。由于公司产品以中小城市普通商品住宅为主，因此短期股价受限购加码预期影响较大。截至报告期末，公司土地储备建筑面积超过 1700 万平米，可以满足未来三年开发。公司同时公告，预计 1-9 月归属上市公司股东的净利润同比增长 50%-60%。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.81 和 1.16 元，对应 RNAV 在 10.43 元左右。截至 8 月 7 日，公司收盘于 8.5 元，对应 2011 年 PE 为 10.49 倍，2012 年 PE 为 7.32 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，目标价为 12.15 元。维持对公司的“买入”评级。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。若限购政策继续扩大，公司面临较大风险。

表 4 重点地产上市公司半年报汇总（截至 8 月 7 日）

公司名称	收盘价	总市值	每股预收 账款	有息 负债率	全年 开工计划	全年 竣工计划	上半年签约 销售金额	海通预计 全年销售	公司预计 1-9 月业绩
	元/股	亿元	元/股	(%)	万平	万平	亿元	亿元	
广宇集团	5.16	26	4.62	37.14	60 (维持)	26 (维持)	6.89	20 (下调)	同比下降幅度小于 50%
滨江集团	10.16	137	12.24	30.12	-	-	42.53	100	同比下降幅度在 60%-80%
嘉凯城	6.81	123	1.08	64.07	148	50	15.29		同比下降 83.68%
荣盛发展	8.50	158	4.16	46.31	409	187	41	135	同比增长 50%-60%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

损益表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,029	3,289	6,527	7,413	8,975	11,217
增长率 (%)	16.3	62.1	98.5	13.6	21.1	25.0
营业成本	-1,239	-2,120	-4,249	-3,729	-3,971	-4,136
营业成本/销售收入 (%)	61.1	64.5	65.1	50.3	44.2	36.9
毛利	789	1,169	2,278	3,684	5,004	7,082
毛利率 (%)	38.9	35.5	34.9	49.7	55.8	63.1
营业税金及附加	-135	-227	-518	-1,253	-1,706	-2,610
营业税金及附加/销售收入 (%)	6.7%	6.9%	7.9%	16.9%	19.0%	23.3%
营业费用	-36	-47	-100	-96	-118	-159
营业费用/销售收入 (%)	1.8	1.4	1.5	1.3	1.3	1.4
管理费用	-64	-85	-226	-215	-242	-314
管理费用/销售收入 (%)	3.2	2.6	3.5	2.9	2.7	2.8
息税前利润 (EBIT)	555	809	1,434	2,119	2,937	3,998
EBIT/销售收入 (%)	27.3	24.6	22.0	28.6	32.7	35.6
财务费用	2	-4	-60	-134	-106	-80
财务费用/销售收入 (%)	0	0	1	2	1	1
资产减值损失	-59	-9	-9	0	-1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益/税前利润 (%)	0.0	0.0	—	0.0	0.0	0.0
营业利润	498	796	1,364	1,986	2,830	3,919
营业利润率 (%)	24.5	24.2	20.9	26.8	31.5	34.9
营业外收支	-2	15	-20	0	0	0
税前利润	496	811	1,343	1,986	2,830	3,919
利润率 (%)	24.4	24.7	20.6	26.8	31.5	34.9
所得税	-125	-201	-321	-457	-651	-901
所得税率 (%)	25.2	24.8	23.9	23.0	23.0	23.0
净利润	371	609	1,022	1,529	2,179	3,018
少数股东损益	0	0	1	8	14	16
归属于母公司的净利润	371	610	1,021	1,521	2,165	3,002
净利率 (%)	18.3	18.5	15.6	20.5	24.1	26.8

现金流量表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	371	609	1,022	1,529	2,179	3,018
少数股东损益	0	0	0	8	14	16
非现金支出	73	29	49	18	17	17
非经营收益	-17	9	23	220	209	209
营运资金变动	-647	-390	-3,029	260	-1,885	81
经营活动现金净流	-221	258	-1,934	2,035	534	3,342
资本开支	174	237	432	-193	7	10
投资	-30	-798	-186	41	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-204	-1,035	-618	234	-7	-10
股权募资	0	1,188	532	0	0	0
债权募资	797	1,114	2,588	-498	100	458
其他	-193	-293	-460	-220	-209	-209
筹资活动现金净流	604	2,009	2,660	-718	-109	249
现金净流量	180	1,232	108	1,550	418	3,580

资料来源：公司公告、海通证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	690	1,922	2,030	3,572	3,976	7,541
应收款项	16	21	45	44	54	67
存货	4,514	8,493	13,258	11,249	14,154	12,474
其他流动资产	923	2,513	4,679	4,394	4,684	5,249
流动资产	6,144	12,949	20,012	19,260	22,868	25,330
流动资产/总资产 (%)	94.1	94.9	94.2	93.6	96.4	97.9
长期投资	0	0	48	0	0	0
固定资产	163	467	754	441	435	431
固定资产/总资产 (%)	2.5	3.4	3.5	2.1	1.8	1.7
无形资产	139	190	364	167	164	160
非流动资产	319	703	1,243	685	675	668
非流动资产/总资产 (%)	4.9	5.1	5.8	3.3	2.8	2.6
资产总计	6,530	13,652	21,254	20,585	23,726	25,865
短期借款	912	907	2,388	1,789	1,431	1,574
应付款项	1,973	5,390	8,568	6,358	7,473	6,140
其他流动负债	234	479	853	1,028	1,233	1,544
流动负债	3,119	6,776	11,808	9,176	10,138	9,259
长期贷款	1,316	2,529	3,636	3,636	3,636	3,636
其他长期负债	4	482	493	493	493	493
负债	4,439	3,011	15,937	13,305	14,267	13,388
普通股股东权益	2,087	3,784	3,918	6,715	8,880	11,882
少数股东权益	4	81	558	566	580	595
负债股东权益合计	6,530	13,652	21,254	20,585	23,726	25,865

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)						
每股收益	0.463	0.680	0.715	0.816	1.162	1.611
每股净资产	2.609	4.224	3.320	3.603	4.765	6.376
每股经营现金净流	-0.276	0.288	-1.038	0.652	0.167	1.070
每股股利	0.000	0.700	0.400	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	17.76	16.28	21.54	22.65	24.38	25.27
总资产收益率	5.68	4.46	4.82	7.39	9.12	11.61
投入资本收益率	9.51	14.80	11.55	17.50	21.05	29.77
增长率 (%)						
营业总收入增长率	16.3	62.1	98.5	13.6	21.1	25.0
EBIT增长率	29.8	45.8	77.2	47.8	38.6	36.1
净利润增长率	30.3	64.4	68.2	48.4	42.3	38.7
总资产增长率	34.9	109.1	55.7	-3.1	15.3	9.0
资产管理能力 (天)						
应收账款周转天数	2.6	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
存货周转天数	1,259.7	1,119.6	1,000.0	1,100.0	1,300.0	1,100.0
应付账款周转天数	391.1	242.8	292.2	275.8	281.3	279.4
固定资产周转天数	19.3	19.0	27.3	23.4	8.1	6.2
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	73.5	39.2	75.1	25.4	11.5	-18.7
EBIT利息保障倍数 (倍)	-289.6	187.3	24.0	15.8	27.7	50.1
资产负债率	68.0	71.7	75.0	64.6	60.1	51.8

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）和广宇发展（000537.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别 评级 说明		
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。