

荣盛发展（002146）

增持/维持评级

股价：RMB8.53

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

联系人

周雅婷

(0755)8212 5148

zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

公司研究-荣盛发展（002146）110420：资金隐忧显现-11 一季报点评（增持）

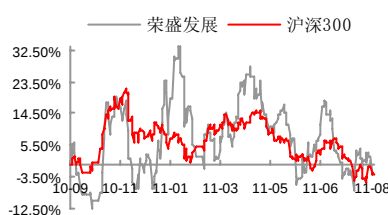
公司研究-荣盛发展（002146）101021：销售提速，成长可期-10 三季报点评（增持）

公司研究-荣盛发展（002146）101012：金麟岂是池中物，一遇风云便化龙（增持）

基础数据

总股本（百万股）	1,864
流通 A 股（百万股）	1,864
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	15,897

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

直面限购阴云，应对成长的烦恼

- 尽管公司在廊坊聊城等运作成熟城市的市场占有率已经超过 10%，但我们认为公司整体市场占有率仍具备提升空间。持续的房地产调控以及融资环境的收紧所推动的行业集中度提升过程中，受益的将不仅仅是万科、保利等传统的龙头企业。在万科、保利等大船无法到达的浅滩，自下而上走“农村包围城市”成长起来的区域龙头不能忽视。因为在这一维度中竞争度更小，因资金断裂而无法生存的小公司更多，而荣盛是目前为止我们能看到的在这一领域应对行业变化最游刃有余的公司。
- 截止 8 月底，公司完成销售约 70 亿，完成全年计划 52%。根据我们的调研，公司总体销售目标并未调整。下半年公司可售货值超过 100 亿，重点推出月份在 7-10 月，主要供应区域在沈阳、廊坊、临沂、徐州。虽然目前二三线城市被限购扩大的阴云笼罩，但从在公司廊坊几个在售项目的调研来看，由于公司的客户群基本属于中低端，受限购影响小而受限贷影响大，而上半年大部分二三线市场的限贷政策已经执行得比较严格，我们判断下半年限购范围的扩大对公司目标客户群的购买力损害影响或将有限。
- 作为一个典型的由“前店后厂”型路线发展起来的企业，公司的主要能力体现在对项目建设周期和成本的控制上，而在营销手段上则略显不足，在牛市中营销能力的缺乏并不是致命的缺陷，反而能体现出营销费用的节省，但在弱市中单个城市内产品的布局、推盘匹配以及各项目目标客户拓展的融合等营销精细活将成为区分市场强弱者的试金石。我们认为公司在今年弱市中逐步成长起来的营销经验以及对自身拿地策略、产品布局的重新审视将帮公司补上能力短板，从而有助于真正实现“开源”与“节流”的双轮驱动发展。
- 不过由于今年银行信贷紧缩，公司银行贷款利率综合成本已基本达到 10%，且额度无法保证及时提取，预计今年公司的融资渠道将主要来自信托计划。
- 预计公司今明两年 EPS 为 0.78 元和 1.14 元，对应 PE 为 11X，7X，维持公司增持评级。
- 风险提示：房地产调控超预期紧缩将有可能影响公司业绩表现。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6527.2	9123	12959	18848
(+/-%)	98.5	40	42	45
归属母公司净利润(百万元)	1021.4	1448	2127	3042
(+/-%)	67.6	42	47	43
EPS(元)	0.55	0.78	1.14	1.63
P/E(倍)	15.6	11	7	5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

行业集中度提升的受益者	3
目标客户主要受限制贷，限购扩大影响或有限	4
资金安排：信托为主要融资渠道	4
拿地谨慎	5
弱市里不可回避的成长烦恼	5
商业物业增持蚕食毛利	5
附：公司楼盘调研情况	7
晓廊坊	7
豪邸坊	8
塞纳荣府	8
盈利预测与投资建议	6
风险提示	6

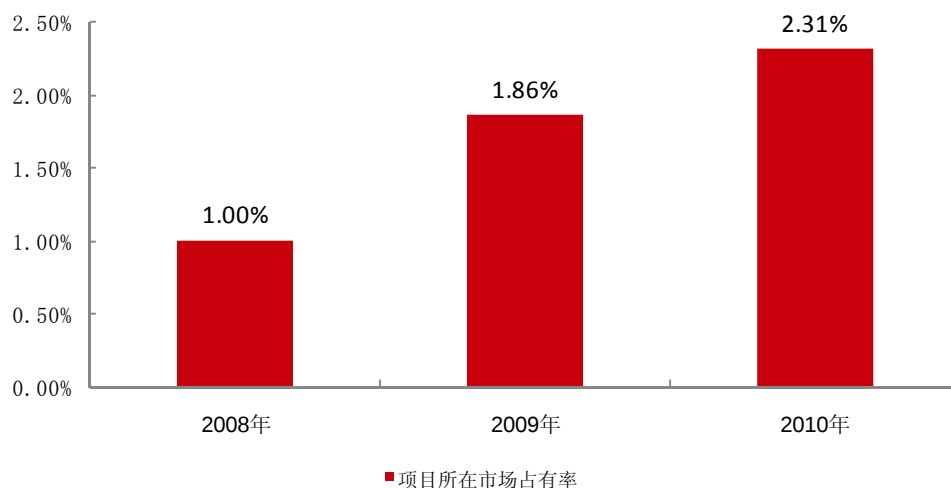
图表目录

图 1： 公司市场占有率持续提升	3
图 2： 公司所在城市整体商品房销售额增长率情况	3
图 3： 公司毛利净利增长不匹配	6
图 4： 晓廊坊实景图	7
图 5： 晓廊坊沙盘	7
图 6： 豪邸坊沙盘	8
图 7： 塞纳荣府别墅实景	9
图 8： 塞纳荣府高层实景	9
表格 1： 公司上半年各项指标完成情况	4

行业集中度提升的受益者

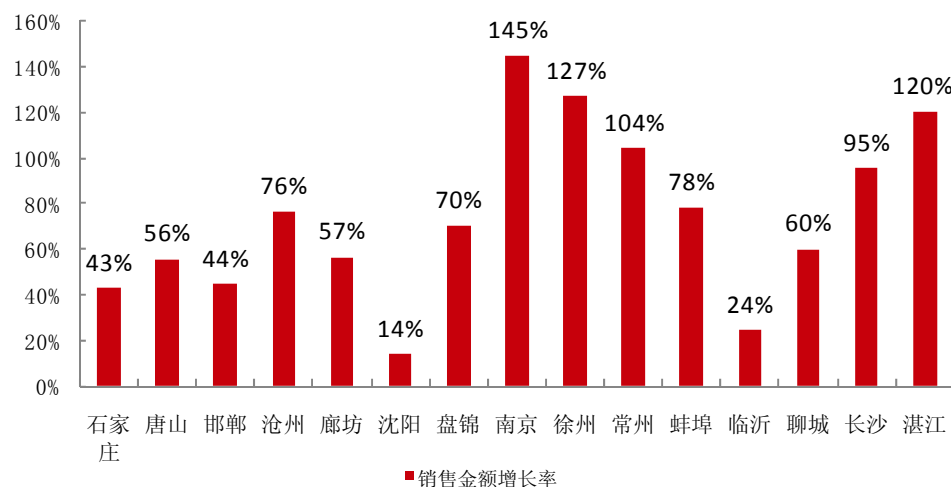
尽管公司在廊坊聊城等运作成熟城市的市场占有率已经超过 10%，但我们认为公司整体市场占有率仍具备提升空间。持续的房地产调控以及融资环境的收紧所推动的行业集中度提升过程中，受益的将不仅仅是万科、保利等传统的龙头企业。在万科、保利等大船无法到达的浅滩，自下而上走“农村包围城市”成长起来的区域龙头不能忽视。因为在这一维度中竞争度更小，因资金断裂而无法生存的小公司更多，而荣盛是目前为止我们能看到的在这一领域应对行业变化最游刃有余的公司。

图 1： 公司市场占有率持续提升



资料来源：各地房管局，CEIC，华泰联合证券研究所

图 2： 公司所在城市 2010 年商品房销售额增长率情况



资料来源：各地房管局，CEIC，华泰联合证券研究所

目标客户主要受受限贷，限购扩大影响或有限

公司半年完成合同签约销售 41.02 亿，销售回款 40.5 亿，完成全年 135 亿销售回款计划的 22%，截止 8 月底，公司完成销售约 70 亿，完成全年计划 52%。根据我们的调研，公司今年 135 亿的销售回款计划除了做了部分区域性的结构调整外，总体目标并未调整。从上半年的计划完成情况来看，公司下半年的销售压力将比较大。公司上半年推出供应 70 万平方米左右，完成销售 67.1 万平米，考虑到 2010 年留下的存量，公司上半年的去化率约在 70% 左右，下半年公司可售货值超过 100 亿，重点推出月份在 7-10 月，主要供应区域在沈阳、廊坊、临沂、徐州。虽然目前二三线城市被限购扩大的阴云笼罩，但从在公司廊坊几个在售项目的调研来看，由于公司的客户群基本属于中低端，受限购影响小而受限贷影响大，而上半年大部分二三线市场的限贷政策已经执行得比较严格，我们判断下半年限购范围的扩大对公司目标客户群的购买力损害影响或将有限。

表格 1：公司上半年各项指标完成情况

	2010 年实现	2011 计划	2011 半年度	与 2010 年相比	完成 2011 计划比例
新开工（万平米）	355.5	408	113.6	32%	28%
竣工（万平米）	121	187	40.5	33%	22%
销售回款（亿元）	96.1	135	41	43%	30%
拿地面积（万平米）	704	500	33.7	5%	7%
拿地支出（亿元）	47	60	3.7	8%	6%
建安开支（亿元）	84.6	80	54.4	64%	68%
融资（亿元）	37.6	57.4	36.8	98%	64%
销售面积（万平米）	195.4	——	67.1	34%	——
销售金额（亿元）	102.77	——	41.02	40%	——

资料来源：公司年报，公司调研，华泰联合研究所

资金安排：信托为主要融资渠道

公司今年全年资金开支计划为 210 亿左右，其中全年建安工程款约 80 亿，年初未付地价约为 23 亿，年内到期偿还负债约 20 亿，税费支出约 15 亿，拿地开支约 60 亿，剩余 10 亿左右作为流动资金。满足这些资金开支的准备除了年初账面现金 20 亿，年内销售回款 135 亿的计划外，公司今年的融资计划为 57 亿，上半年完成融资 36.8 亿，其中 26 亿来自信托，综合融资成本为 12.5%。由于今年银行信贷紧缩，公司银行贷款利率综合成本已基本达到 10%，且额度无法保证及时提取，预计今年公司的融资渠道将主要来自信托计划。

拿地谨慎

截止目前公司今年共获取 83.6 万平米项目储备，拿地开支 7.9 亿元，距离今年 60 亿的拿地计划仍有较大的差距。由于土地市场传统的集中供应旺季在下半年，我们判断公司下半年的拿地动作会大于上半年。

不过由于公司意向拿地的一些三线城市 7 月以前土地价格仍呈现向上趋势，近期才开始受压于市场调整出现流标，公司认为三线城市土地价格刚刚开始调整，因此仍保持对土地市场的谨慎态度，但公司在下半年将关注部分地区的收购兼并机会。

弱市里不可回避的成长烦恼

公司的高成长性一直是其得到高于行业平均估值水平的主要原因。然而在今年公司估值逐步向均值回归，其中的原由其实与所有高成长公司在周期波动的低谷面临的问题一样：继续扩张则市场质疑其资金的可持续性以及高成本融资对利润的损害，不扩张则市场怀疑长期高成长的可持续性。

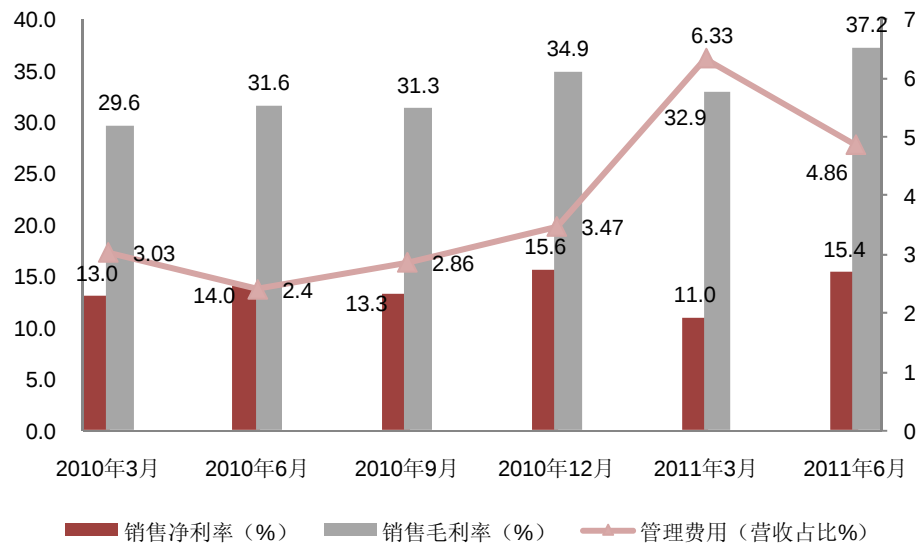
我们认为，作为一个典型的由“前店后厂”型路线发展起来的企业，公司的主要能力体现在对项目建设周期和成本的控制上，而在营销手段上则略显不足。在牛市中营销能力的缺乏并不是致命的缺陷，反而能体现出营销费用的节省，但在弱市中单个城市内产品的布局、推盘匹配以及各项目目标客户拓展的融合等营销精细活将成为区分市场强弱者的试金石。由于公司目前的扩张仍处于纵向的市场占有率提升阶段而非横向的城市数量扩张阶段，单个城市内的精耕细作能力将成为公司今年面临的主要考验。公司在今年弱市中逐步成长起来的营销经验以及对自身拿地策略、产品布局的重新审视将帮公司补上能力短板，从而有助于真正实现“开源”与“节流”的双轮驱动发展。

商业物业增持蚕食毛利

尽管三四线市场价格在去年的回升带动公司结算毛利的提升，但公司净利却没有随之出现上涨，究其原因主要在于公司从去年末各地的持有酒店物业开始投入运行，新增折旧摊销费用致使公司管理费用率急速上升，从占营业的比重从 2.4% 快速上升至 4.86%。

对于公司增持投资性商业物业为开发业务做匹配，借以为融资提供可靠担保物的做法我们并不质疑，但需要关注的是在此过程中公司商业管理能力能否得到提升以尽量减少增持商业对利润的损害，另一方面也要关注公司是否会过度增持商业物业，进而对现金流产生进一步损害从而影响传统高周转优势的持续。

图 3： 公司毛利净利增长不匹配



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测与投资建议

预计公司今明两年 EPS 为 0.78 元和 1.14 元，对应 PE 为 11X, 7X，维持公司增持评级。

风险提示

房地产调控超预期紧缩将有可能影响公司业绩表现。

附：公司楼盘调研情况

晓廊坊

项目整体建面 23 万平米，由 16 栋高层组成，分 3 期推出。2010 年推出一期三栋楼，均价 8200 元/平米，已基本售罄，一期将于明年 9 月交楼。项目今年 8 月 7 日推出 2 期两栋高层共 500 套，目前剩余 40% 左右，其中面积区间在 60-80 平米的 1 号楼去化率为 80% 左右，面积区间在 80-120 平米左右的 8 号楼去化率约 50%。

图 4： 晓廊坊实景图



资料来源：摄于 2011 年 9 月，华泰联合证券研究所

图 5： 晓廊坊沙盘



资料来源：摄于 2011 年 9 月，华泰联合证券研究所

豪邸坊

豪邸坊项目位于廊坊市银河南路与光明西道交口，项目占地 90 亩，总建筑面积 15 万平方米，13 栋住宅楼，2 栋酒店式公寓。项目分 3 期推出，去年 5 月推出第一期共 544 套，均价 6800-8000 元/平米，一期将于今年 9 月交房。今年 5 月底项目推出二期共 4 栋高层，均价 8200 元/平米，目前剩余不到 20%，8 月 27 日项目推出二期的 15 号楼，一周内去化 20-30%，二期将于明年 9 月底交房。项目剩余的 3 万平方米计划将于明年初推出。

图 6： 豪邸坊沙盘



资料来源：摄于 2011 年 9 月，华泰联合证券研究所

塞纳荣府

塞纳荣府总占地 385 亩，总建筑面积约 47 万平方米（地上建筑面积 37 万平方米），社区整体规划分 5 期开发，一期主打产品是别墅和高层住宅，其中 12 栋（24 套）双拼别墅、13 栋（71 套）联排别墅和 6 栋高层住宅。塞纳荣府主力户型为：316-653 平方米的湖心双拼别墅，247-294 平方米的联排别墅以及 80-184 平方米的洋房。项目 7 月 3 日开盘销售 4 栋洋房，均价 9000 元/平米，目前去化 50%左右，去化速度较快的为大户型。95 套别墅项目将于 9 月 10 日开盘，目前认筹客户数在 150 批左右，别墅售价为 15000-18000 元/平米。

图 7： 塞纳荣府别墅实景



资料来源：摄于2011年9月，华泰联合证券研究所

图 8： 塞纳荣府高层实景



资料来源：摄于2011年9月，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20012	27549	34312	38835	营业收入	6527	9123	12959	18848
现金	2030	3675	3940	2586	营业成本	4249	5671	8205	12024
应收账款	45	8	8	8	营业税金及附加	518	677	998	1425
其他应收款	945	1326	1591	1988	营业费用	100	140	233	339
预付账款	3036	4108	4929	6162	管理费用	226	280	398	579
存货	13258	17934	23295	27534	财务费用	60	116	212	303
其他流动资产	699	499	549	557	资产减值损失	9	6	0	0
非流动资产	1243	1212	1179	1149	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	747	711	673	634	营业利润	1364	2232	2912	4177
无形资产	159	156	152	148	营业外收入	0	40	40	40
其他非流动资产	0	304	313	325	营业外支出	59	59	59	59
资产总计	21254	28761	35491	39984	利润总额	1343	2214	2894	4158
流动负债	11808	17125	19893	19887	所得税	321	554	723	1040
短期借款	400	500	800	800	净利润	1022	1661	2170	3119
应付账款	1050	1050	1050	1050	少数股东损益	1	213	44	77
其他流动负债	0	15576	18043	18037	归属母公司净利	1021	1448	2127	3042
非流动负债	4129	4801	6816	8513	EBITDA	1424	2398	3175	4530
长期借款	3636	4636	6636	8336	EPS (元)	0.55	0.78	1.14	1.63
其他非流动负	0	165	180	177					
负债合计	15937	21926	26709	28400	主要财务比率				
少数股东权益	558	771	815	892	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1434	1864	1864	1864	成长能力				
资本公积	1362	1218	1218	1218	营业收入	98.5%	39.8%	42.1%	45.4%
留存收益	1964	2983	4885	7611	营业利润	71.4%	63.7%	30.5%	43.4%
归属母公司股	4760	6065	7967	10692	归属母公司净利	67.6%	41.8%	46.9%	43.0%
负债和股东权	21254	28761	35491	39984	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	37.8%	36.7%	36.2%
					净利率(%)	15.6%	16.8%	16.6%	18.8%
					ROE(%)	21.5%	23.9%	26.7%	28.5%
					ROIC(%)	12.5%	16.8%	16.2%	16.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	75.0%	76.2%	75.3%	71.0%
					净负债比率(%)	99.41	32.49%	35.28%	39.17
					流动比率	1.69	1.61	1.72	1.95
					速动比率	0.57	0.56	0.55	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.36	0.40	0.50
					应收账款周转率	200	330	1620	2356
					应付账款周转率	4.09	5.40	7.82	11.45
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	0.55	0.78	1.14	1.63
					每股经营现金流	-1.04	0.44	-0.85	-1.30
					每股净资产(最新	2.85	3.25	4.27	5.74
					估值比率				
					P/E	15.56	10.65	7.25	5.07
					P/B	2.99	2.54	1.94	1.44
					EV/EBITDA	14	8	6	4

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。