

**买入 维持**
**荣盛发展(002146)**
**2011 年 12 月 19 日**

## 进入沈溪土地一级开发，“大沈阳”战略强势扩张

房地产行业分析师：涂力磊  
SAC 执业证书编号：S0850510120001  
tll5535@htsec.com  
021-23219747  
联系人：贾亚童  
jiayt@htsec.com  
021-23219421

12 月 16 日股价：8.08 元  
6 个月目标价格：9.72 元

### 事件：

近日，公司与本溪高新技术开发区管委会签署《沈溪新城国际健康城项目合作框架协议》。

### 投资建议：

本次协议签订后，公司有望获取本溪新城地区近 150 万平土地权益开发面积。健康城项目位于沈阳与本溪之间的沈溪新城，属于沈本一体化经济圈之内。项目预计总投资 12 亿，折合平均土地整理成本在 375 元每平方米左右。目前邻近地区住宅土地价格在 700 元到 2000 元每平方米不等，商业土地价格在 2600 元每平方米以上。我们预计该项目未来依旧具备较好盈利能力。更为重要的是，公司在实体市场下滑时介入一级市场开发，既有利于降低未来拆迁成本和难度，又为以后介入土地二级开发打下良好基础。目前公司以沈阳为中心，连续在盘锦、本溪强势扩张。除原本的河北、江苏市场外，“大沈阳”区域成为公司新战略重心。

截止 3 季报期末，公司资产负债率为 76.95%，有息负债率为 43.32%，低于中报和去年同期；预收账款为 91.88 亿元，占负债总额的 43.7%。在负债结构上，短期借款和一年内到期的非流动负债为 36.47 亿元，占负债总额的 18.57%，短期偿债压力不大，且好于市场预期。我们预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.81 和 1.16 元，对应 RNAV 在 10.81 元左右。截至 12 月 16 日，公司收盘于 8.08 元，对应 2011 年 PE 为 9.98 倍，2012 年 PE 为 6.97 倍。给予公司 2011 年 12 倍安全市盈率，目标价为 9.72 元，维持对公司的“买入”评级。

### 主要内容：

**1. 正式参与本溪新城一级开发：**本次框架协议签订后，公司全资子公司本溪荣盛将按 50% 权益与本溪开发区管委会下属辽宁药都投资（集团）公司成立合资公司，负责本溪健康城项目开发工作。健康城项目位于沈溪新城，总可用土地面积约 4500 亩。经土地整理后，其中张其寨乡大翻身村区域可建设用地约 3000 亩，沈溪新城紧邻未来市政府核心区北侧沈丹高速公路以西区域可建设用地约 1500 亩，共计整理后可开发建设净用地不低于 300 万平方米（4500 亩）。

**表 1 公司沈溪健康新城项目经济数据**

| 区域位置     | 公司权益（%） | 一级土地面积（亩） | 预计可平整面积(万平) | 预计投资（亿） |
|----------|---------|-----------|-------------|---------|
| 政府核心区北侧  | 50%     | 1500      | 100         | 4       |
| 张其寨乡大翻身村 | 50%     | 3000      | 200         | 8       |
| 总计       | 50%     | 4500      | 300         | 12      |

资料来源：公司 2011 年 12 月 16 日土地公告、海通证券研究所

公司预计健康城项目总投资 12 亿元，分三期投资，滚动开发，每期投资约 4 亿元。一期整理紧邻未来市政府核心区北侧 1500 亩，二、三期整理张其寨乡大翻身村 3000 亩。该项目土地上市交易后的土地溢价由本溪荣盛与药都投资按占股比例分配。

**2. 项目地理位置重要，“大沈阳”战略强势扩张：**健康城项目位于沈阳与本溪之间的沈溪新城，属于沈本一体化经济圈之内。沈溪新城规划面积 375 平方公里，规划人口 140 万人。城市目前主要依托国家级生物医药产业基地，形成超百万人口、千亿元经济总量的新城。2010 年，沈阳经济区获批为国家综合配套改革试验区，沈溪新城作为沈阳经济区城际连

接带重点规划建设的新城，有望得到进一步发展。

图 1 公司健康城项目将依托本溪经济开发区



资料来源：百度地图、海通证券研究所

图 2 本次土地储备方向符合公司“大沈阳”战略



资料来源：百度地图、海通证券研究所

公司同时预计健康城项目 4500 亩开发整理成本暂定为 25 万元每亩（折合 375 元每平米），项目开发成本包括征地、土地变性相关费用、财务费用（利率按 12% 计算），项目红线内市政管网、道路、绿化建设，项目地块内山林综合整治等。目前邻近该区域的本溪高新区住宅用地价格在 700 元到 2000 元每平米不等，商业土地价格在 2600 元每平米以上。我们预计该项目未来土地一级开发具备较好收益。

表 2 邻近沈溪新城的本溪高新区 2011 年土地出让情况

| 土地位置                      | 面积<br>(万平) | 成交价格<br>(万元) | 楼板价<br>(元每平) | 土地性质     |
|---------------------------|------------|--------------|--------------|----------|
| 本溪市高新技术产业开发区房地产建设项目       | 8.49       | 5489         | 647          | 普通商品住房用地 |
| 本溪市经济开发区金桥路商业建设项目         | 0.06       | 155          | 2743         | 商服用地     |
| 本溪经济技术开发区石桥子街             | 0.80       | 2079         | 2595         | 普通商品住房用地 |
| 开发区医药产业基地药业企业建设项目 22-3 地块 | 0.86       | 269          | 313          | 工业用地     |

资料来源：本溪市国土资源局、海通证券研究所

更为重要的是，公司在实体市场下滑时介入一级市场开发，既有利于降低拆迁成本和难度，又为以后介入土地二级开发打下良好基础。目前公司以沈阳为中心，连续在盘锦、本溪强势扩张。除原本的河北、江苏市场外，“大沈阳”区域成为公司新战略重心。

**3. 全年土地储备基本完成，未来仍具成长空间：**年初至今，公司累计获取土地七处，大部分处于三、四线城市。以上项目累计新增二级开发土地储备 63.5 万平，新增二级开发项目建筑面积 138.43 万方。如果计算本次一级开发项目，公司本年累计储备建面在 438 万平左右，基本完成年初新增项目建筑 500 万平米的储备目标。我们认为公司未来仍具备良好增长空间。

表 3 公司 2011 年新获取项目情况

| 项目名称                      | 公司权益 | 土地面积<br>(万平) | 容积率  | 建筑面积<br>(万平) | 土地总价<br>(亿元) | 土地单价<br>(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          |
| 盘锦市 2011-14-59 号地         | 100% | 18.92        | 2.64 | 49.95        | 4.18         | 837           |
| 蚌埠市 (2011) 33 号地块         | 100% | 7.40         | 2.20 | 16.28        | 2.02         | 1240          |
| 沈阳市 2011-71 号沈北开发大道北侧-117 | 100% | 11.24        | 1.50 | 16.87        | 1.86         | 1102          |
| 南京市 NO2011G73 号地块         | 100% | 8.35         | 2.50 | 20.86        | 4.40         | 2109          |
| 本溪市沈溪新城国际健康城              | 100% | 450.23       | -    | 300.00       | -            | -             |
| 合计                        |      | 63.50        | -    | 138.43       | 16.23        | -             |

注：由于沈溪新城项目暂时属于一级开发，故暂时未计入统计

资料来源：公司土地公告、海通证券研究所

**4. 投资建议：维持“买入”评级。**截止 3 季报期末，公司资产负债率为 76.95%，有息负债率为 43.32%，低于中报和去年同期；预收账款为 91.88 亿元，占负债总额的 43.7%。在负债结构上，短期借款和一年内到期的非流动负债为 36.47 亿元，占负债总额的 18.57%，短期偿债压力不大，且好于市场预期。我们预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.81 和 1.16 元，对应 RNAV 在 10.81 元左右。截至 12 月 16 日，公司收盘于 8.08 元，对应 2011 年 PE 为 9.98 倍，2012 年 PE 为 6.97 倍。给予公司 2011 年 12 倍安全市盈率，目标价为 9.72 元。维持对公司的“买入”评级。

**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）

|                  | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入            | 2,029  | 3,289  | 6,527  | 7,413  | 8,975  | 11,561 |
| 增长率 (%)          | 16.3   | 62.1   | 98.5   | 13.6   | 21.1   | 28.8   |
| 营业成本             | -1,239 | -2,120 | -4,249 | -4,129 | -4,903 | -5,956 |
| 营业成本/销售收入 (%)    | 61.1   | 64.5   | 65.1   | 55.7   | 54.6   | 51.5   |
| 毛利               | 789    | 1,169  | 2,278  | 3,284  | 4,072  | 5,605  |
| 毛利率 (%)          | 38.9   | 35.5   | 34.9   | 44.3   | 45.4   | 48.5   |
| 营业税金及附加          | -135   | -227   | -518   | -860   | -760   | -1,084 |
| 营业税金及附加/销售收入 (%) | 6.7%   | 6.9%   | 7.9%   | 11.6%  | 8.5%   | 9.4%   |
| 营业费用             | -36    | -47    | -100   | -96    | -118   | -164   |
| 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   | -324   |
| 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  | 2,113  | 2,951  | 4,034  |
| EBIT/销售收入 (%)    | 27.3   | 24.6   | 22.0   | 28.5   | 32.9   | 34.9   |
| 财务费用             | 2      | -4     | -60    | -134   | -118   | -111   |
| 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  | 1,979  | 2,832  | 3,923  |
| 营业利润率 (%)        | 24.5   | 24.2   | 20.9   | 26.7   | 31.6   | 33.9   |
| 营业外收支            | -2     | 15     | -20    | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润             | 496    | 811    | 1,343  | 1,979  | 2,832  | 3,923  |
| 利润率 (%)          | 24.4   | 24.7   | 20.6   | 26.7   | 31.6   | 33.9   |
| 所得税              | -125   | -201   | -321   | -455   | -651   | -902   |
| 所得税率 (%)         | 25.2   | 24.8   | 23.9   | 23.0   | 23.0   | 23.0   |
| 净利润              | 371    | 609    | 1,022  | 1,524  | 2,181  | 3,021  |
| 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  | 1,516  | 2,167  | 3,005  |
| 净利率 (%)          | 18.3   | 18.5   | 15.6   | 20.5   | 24.1   | 26.0   |

现金流量表（单位：百万元）

|          | 2008 | 2009   | 2010   | 2011E | 2012E  | 2013E  |
|----------|------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 净利润      | 371  | 609    | 1,022  | 1,524 | 2,181  | 3,021  |
| 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 | -894  | -3,911 | -1,918 |
| 经营活动现金净流 | -221 | 258    | -1,934 | 875   | -1,489 | 1,345  |
| 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    | 390   | -1,605 | 1,584  |

数据来源：wind、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  | 2,412  | 793    | 2,361  |
| 应收款项          | 16    | 21     | 45     | 44     | 54     | 69     |
| 存货            | 4,514 | 8,493  | 13,258 | 12,455 | 17,474 | 17,959 |
| 其他流动资产        | 923   | 2,513  | 4,679  | 4,727  | 5,451  | 6,752  |
| 流动资产          | 6,144 | 12,949 | 20,012 | 19,638 | 23,771 | 27,141 |
| 流动资产/总资产 (%)  | 94.1  | 94.9   | 94.2   | 93.7   | 96.5   | 98.1   |
| 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    | 1.6    |
| 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    | 2.7    | 2.4    |
| 资产总计          | 6,530 | 13,652 | 21,254 | 20,963 | 24,629 | 27,676 |
| 短期借款          | 912   | 907    | 2,388  | 1,789  | 1,431  | 1,574  |
| 应付款项          | 1,973 | 5,390  | 8,568  | 6,741  | 8,377  | 7,900  |
| 其他流动负债        | 234   | 479    | 853    | 1,029  | 1,235  | 1,595  |
| 流动负债          | 3,119 | 6,776  | 11,808 | 9,559  | 11,044 | 11,070 |
| 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 | 13,688 | 15,173 | 15,199 |
| 普通股股东权益       | 2,087 | 3,784  | 3,918  | 6,710  | 8,876  | 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 | 20,963 | 24,629 | 27,676 |

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   | 0.813   | 1.163   | 1.613   |
| 每股净资产          | 2.609   | 4.224   | 3.320   | 3.600   | 4.763   | 6.375   |
| 每股经营现金净流       | -0.276  | 0.288   | -1.038  | 0.279   | -0.484  | 0.428   |
| 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   | 22.60   | 24.41   | 25.29   |
| 总资产收益率         | 5.68    | 4.46    | 4.82    | 7.23    | 8.80    | 10.86   |
| 投入资本收益率        | 9.51    | 14.80   | 11.55   | 15.52   | 16.32   | 20.01   |
| 增长率 (%)        |         |         |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率       | 16.3    | 62.1    | 98.5    | 13.6    | 21.1    | 28.8    |
| EBIT增长率        | 29.8    | 45.8    | 77.2    | 47.4    | 39.7    | 36.7    |
| 净利润增长率         | 30.3    | 64.4    | 68.2    | 47.9    | 42.9    | 38.7    |
| 总资产增长率         | 34.9    | 109.1   | 55.7    | -1.4    | 17.5    | 12.4    |
| 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     | 6.1     |
| 偿债能力 (%)       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益       | 73.5    | 39.2    | 75.1    | 41.4    | 45.2    | 22.8    |
| EBIT利息保障倍数 (倍) | -289.6  | 187.3   | 24.0    | 15.8    | 25.1    | 36.2    |
| 资产负债率          | 68.0    | 71.7    | 75.0    | 65.3    | 61.6    | 54.9    |

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊：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、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。

### 投资评级说明

|                                                                                                                                      |                                             |                            |                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------|-----------------------|
| <div>1. 投资评级的比较标准</div> <div>投资评级分为股票评级和行业评级</div> <div>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;</div> | 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; |
| 行业投资评级                                                                                                                               | 卖出                                          | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |                       |
|                                                                                                                                      | 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; |                       |
| 投资建议的评级标准                                                                                                                            | 减持                                          | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |                       |
|                                                                                                                                      | 报告发布日后的 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。 |                            |                       |

### 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。