

荣盛发展(002146)

做好过冬准备

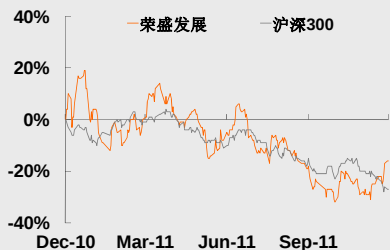
推荐 (首次)

现价: 8.45 元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.risesun.cn
大股东/持股	荣盛控股/38.52%
实际控制人/持股	耿建明/48.07%
总股本(百万股)	1,864
流通 A 股(百万股)	1,623
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	153.94
流通 A 股市值(亿元)	134.22
每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	76.9

行情走势图



证券分析师

李晓东 投资咨询资格编号
S1060511080001
0755-22625083
lixiaodong885@pingan.com.cn

联系人

解睿 一般证券从业资格编号
S1060110070210
0755-22621631
XIERUI097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 草根出身，另类扩张

公司的扩张模式具有独到之处：在发展初期就提出了全国布局的战略，以竞争相对较弱且经济发展水平相对较好的三四线中等规模城市作为主要的切入点，并且在此基础上，逐步向二线城市上浮和县级市下沉。受益于强大的成本控制能力和高周转能力，公司实现了快速扩张。我们认为，公司仍然具有广阔的扩展空间，但是短期内受制于行业调控的影响，纵向的深度挖掘将是扩张的主旋律。

■ 战略收缩，增长可期

我们认为，通过减少拿地和放缓新开工等措施，公司已经做好了迎接行业冬天来临的准备，而正确的战略选择将使得公司在寒冬来临时更加从容。尽管未来的销售增速将会放缓，但是公司具有较好的业绩锁定性，而且释放业绩的动力充足，未来两年业绩的高增长依然可以期待。

■ 盈利预测与估值

我们预测，公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.76、1.02、1.28 元，净利润年均复合增速为 33%，最新收盘价对应的 PE 分别为 11.2、8.3 和 6.7 倍；根据测算，公司 2011 年底的每股 RNAV 值为 11.0 元，股价相对于 NAV 折让 23%。我们认为，正确的战略抉择将使得公司在行业冬天来临时更具竞争力，而且未来两年业绩增长比较确定，给予“推荐”的评级。

■ 风险提示

房地产市场的超预期调整导致公司的地产销售大幅下滑，回款减少，资金面压力加大。

重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,289.01	6,527.18	8,581.20	11,214.32	13,240.89
同比(%)	62.12	98.45	31.47	30.68	18.07
归属母公司净利润	609.54	1,021.38	1,411.10	1,900.43	2,391.19
同比(%)	64.43	67.56	38.16	34.68	25.82
毛利率(%)	35.53	34.90	38.64	40.59	41.55
ROE(%)	16.11	21.46	22.87	23.55	22.86
每股收益(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28
P/E	25.26	15.07	10.91	8.10	6.44
每股 RNAV	9.80	10.41	11.01	11.60	12.17

正文目录

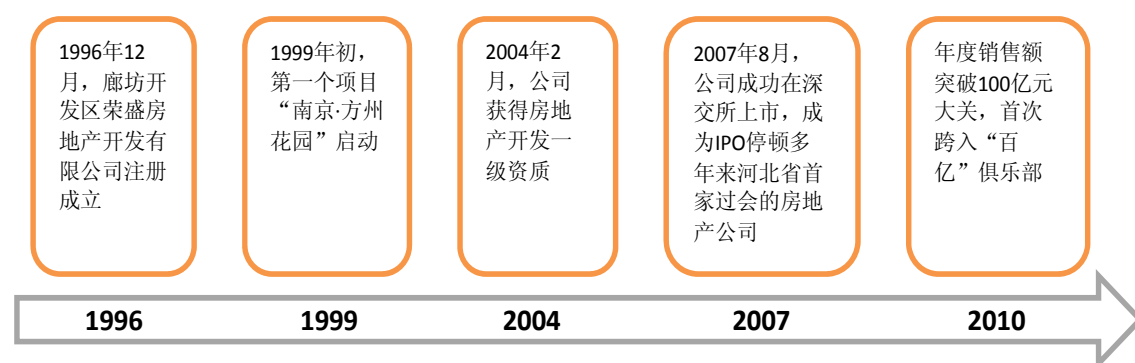
一、公司概况	3
二、草根出身，另类扩张	4
2.1 中等规模城市是布局主线	4
2.2 “低成本、高周转”是扩张利器	6
三、战略收缩，增长可期	7
3.1 已经做好过冬准备，资金无虞	7
3.2 进入平稳发展阶段，增长可期	9
四、盈利预测与估值	10
五、风险提示	10

图表目录

图表 1 荣盛的发展历程	3
图表 2 荣盛发展股权结构图	3
图表 3 主营业务收入结构-2011H	3
图表 4 盈利能力稳中有升	3
图表 5 布局区域一览	4
图表 6 储备项目按城市分布	5
图表 7 市场深度依然有提高空间	5
图表 8 布局城市经济发展处于中等水平	6
图表 9 费用率近两年有所提升	6
图表 10 费用率依然处于较低水平	6
图表 11 高周转是公司增长的驱动力	7
图表 12 缩减拿地计划	7
图表 13 开始执行收缩战略	8
图表 14 放缓开工速度	8
图表 15 现金短期有息负债比	8
图表 16 负债水平比较	8
图表 17 销售增速趋缓	9
图表 18 较高的业绩锁定性	9
图表 19 收入分部预测	10

一、公司概况

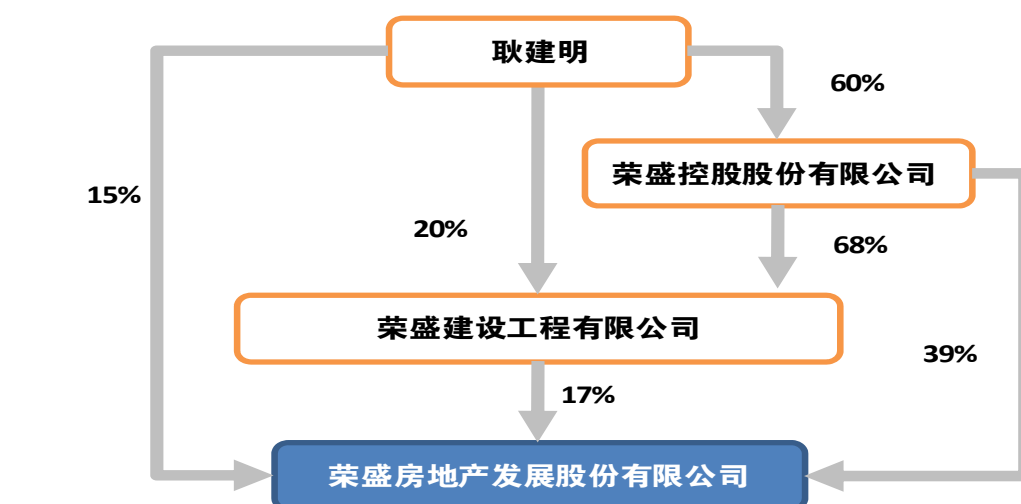
图表1 荣盛的发展历程



资料来源：公司网站、平安证券研究所

公司成立于1996年，1999年启动首个房地产项目，2007年IPO上市。

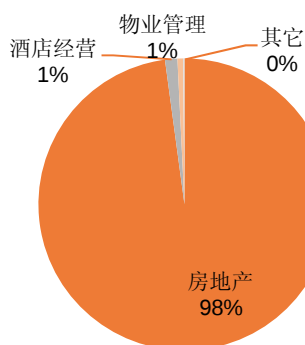
图表2 荣盛发展股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

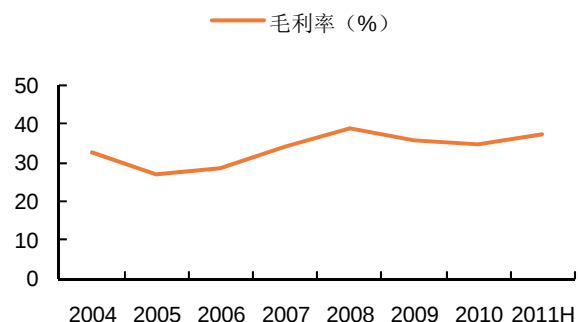
耿建明先生是公司的发起人，也是公司的实际控制人。

图表3 主营业务收入结构-2011H



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 盈利能力稳中有升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

近两年来，公司开始加大对于酒店业务的投资力度，目前已经拥有廊坊、沧州、聊城 3 家五星级酒店，但是酒店业务的培育依然需要时间，房地产开发未来仍是公司营收的绝对主力。

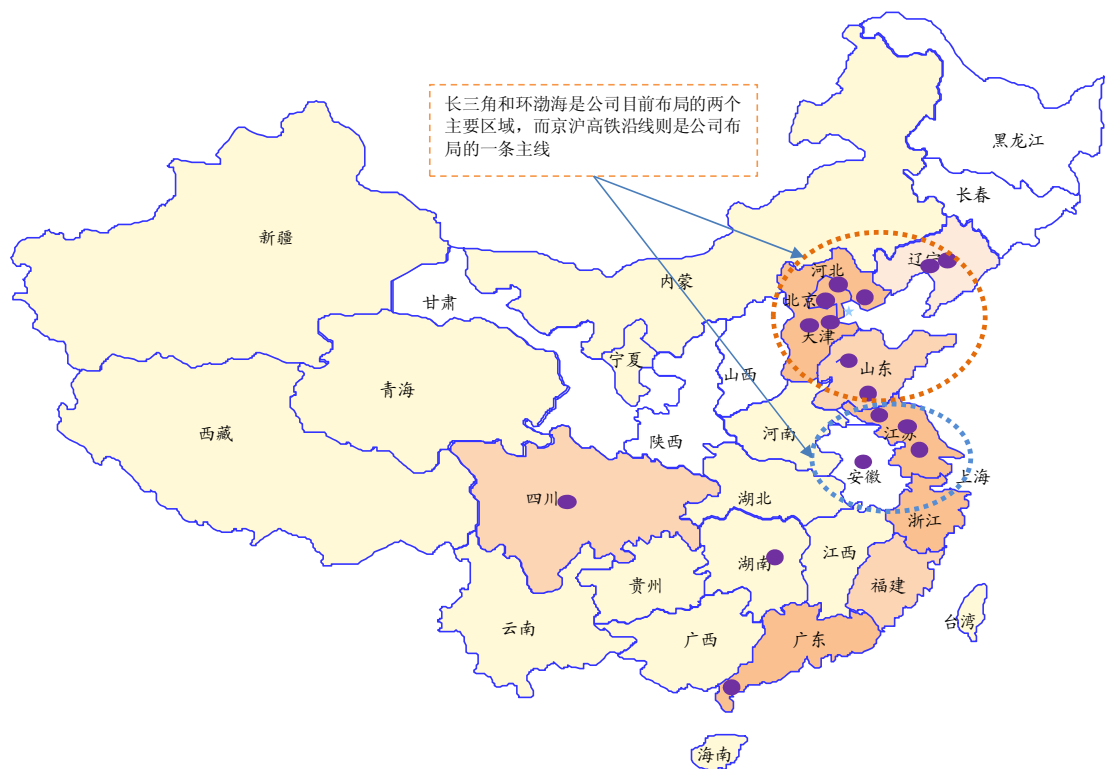
二、草根出身，另类扩张

作为一家发起于廊坊市的民营地产公司，公司的发展路径与一般的中小地产企业截然不同：

- 规模还很小的起步阶段，公司就不满足于本地房地产市场的开发，而是一开始就提出了“走出去”的战略，具有全国布局的战略眼光；
- 在城市在选择上，竞争相对较弱且经济发展水平相对较好的三四线中等规模城市是公司的主要切入点，并且在此基础上，逐步向二线城市上浮和县级市下沉。

2.1 中等规模城市是布局主线

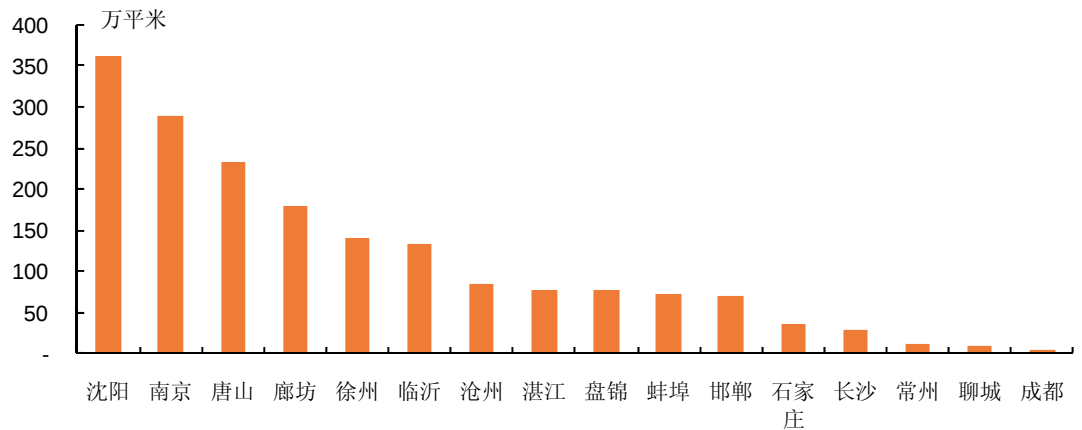
图表5 布局区域一览



资料来源：平安证券研究所

目前，公司已经进入 8 省 16 个城市。其中，长三角和环渤海是公司布局的两大重点区域，而京沪高铁则是公司布局的一条主线。

图表6 储备项目按城市分布



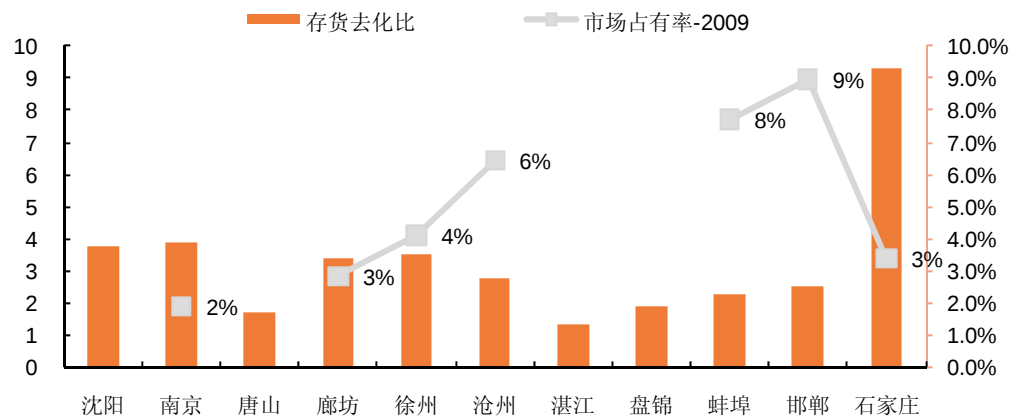
资料来源：公司公告、平安证券研究所

河北、江苏和辽宁是公司的三大根据地，在总储备中的占比超过 80%。

我们认为，公司未来仍然具有非常大的扩张空间：1、纵向来看，在公司已经布局的城市中，市场占有率仍有进一步提升的空间；2、横向来看，符合公司进入标准的城市数量众多，可拓展空间广阔；

➤ 扩张依然具备深度

图表7 市场深度依然有提高空间



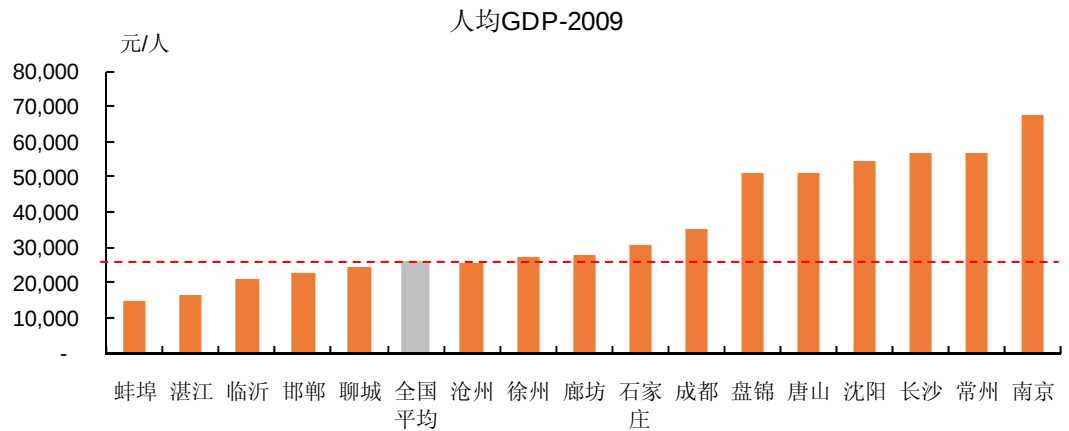
资料来源：Wind、平安证券研究所

注：存货去化比=当地市场商品住宅成交面积/公司储备面积；占有率是根据公司2009年销售面积与统计局公布的当年该地级市的住宅成交面积推算得出，略有低估

从存货角度看，公司在大部分城市的存货水平依然较低，储备仍有提升空间；从占有率角度看，除了个别城市外，公司在大部分城市的占有率仍不足 5%，具有非常大的提升空间。

➤ 扩张依然具备广度

图表8 布局城市经济发展处于中等水平



资料来源: Wind、平安证券研究所

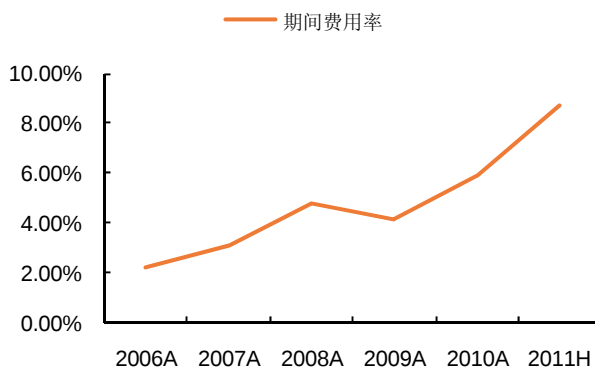
公司当前的布局策略以中等经济发展水平的三四线城市为主。我们认为，符合公司进入标准的城市数量众多，而且随着经济的发展，该数量还在不断增加，公司纵向拓展的空间非常广阔。

我们判断，明年行业进入调整期是大概率事件，公司在横向扩张上的选择会相对谨慎，而挖掘现有城市的深度则是更合理的选择。

2.2 “低成本、高周转”是扩张利器

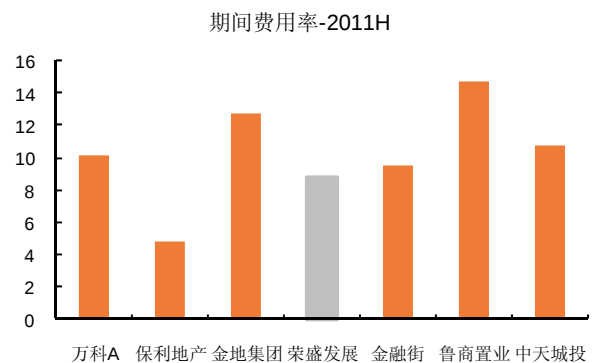
一直以来，更低的成本和更快的周转是荣盛能够实现快速扩张、持续高成长的两大重要手段。

图表9 费用率近两年有所提升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表10 费用率依然处于较低水平



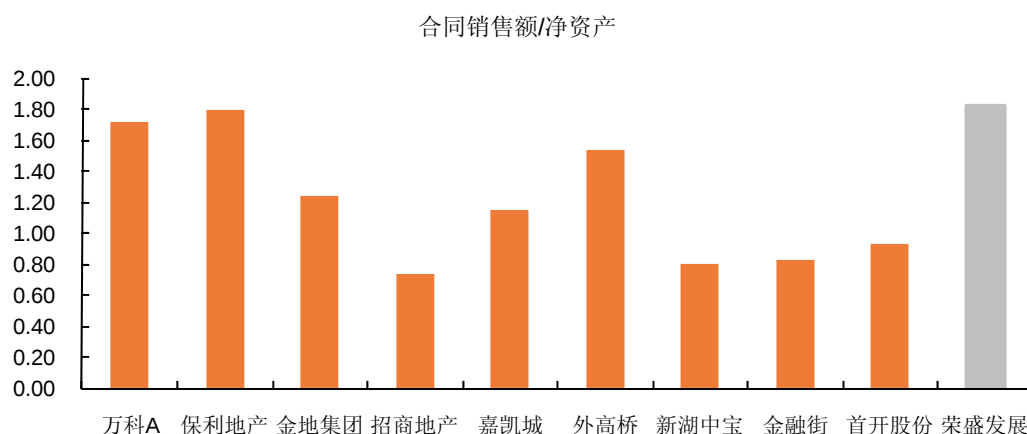
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

公司拥有非常强的成本控制能力，过去多年的期间费用率一直控制在 4% 左右，这主要源于公司长期的建筑工程管理经验。

近两年来，期间费用率上升较快，主要原因是：1、股权激励费用的摊销；2、酒店业务的拓展导致的折旧费用增加；3、紧缩的信贷环境带来融资成本的上升。

尽管有所增加，但是荣盛的费用率水平依然处于行业较低水平，成本管控能力强于同业。我们预测，随着股权激励等费用摊销的逐渐减少，未来公司的费用率将有所回落。

图表11 高周转是公司增长的驱动力



资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们选用“合同销售额/净资产”指标来衡量地产公司的周转能力，可以看到，荣盛的周转速度与以“高周转”闻名的行业龙头万科、保利相当，远高于同等规模的其他开发商。

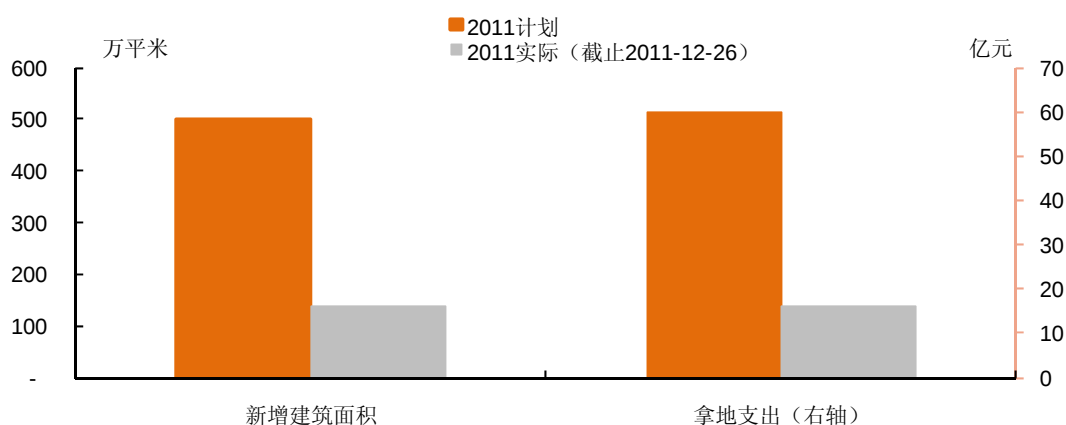
高周转能力一方面来自于公司高效的管理，另一方面，三四线城市更宽松的预售条件也是实现快速回款的主要原因。

三、战略收缩，增长可期

我们认为，通过减少拿地和放缓新开工等措施，公司已经做好了迎接行业冬天来临的准备，而正确的战略选择将使得公司在寒冬来临时更加从容。

3.1 已经做好过冬准备，资金无虞

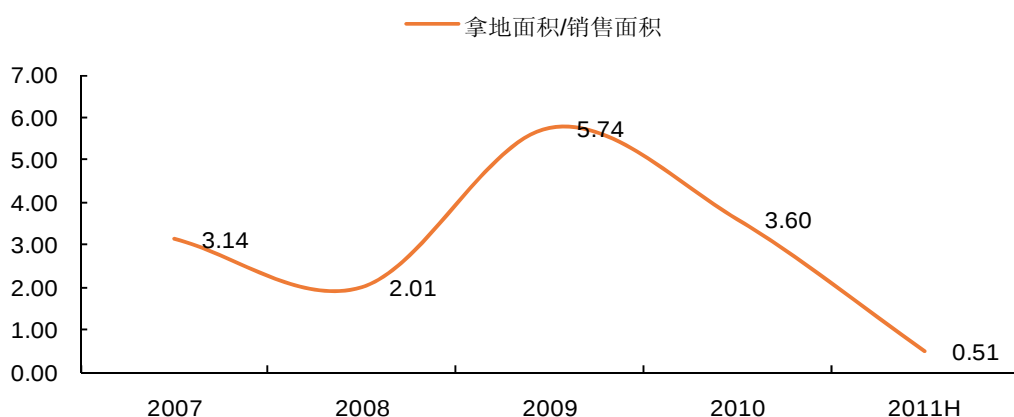
图表12 缩减拿地计划



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司根据行业情况，适时调整了自己的经营计划，我们预计全年新增土地建筑面积不超过 160 万平，土地支出为 18 亿左右。

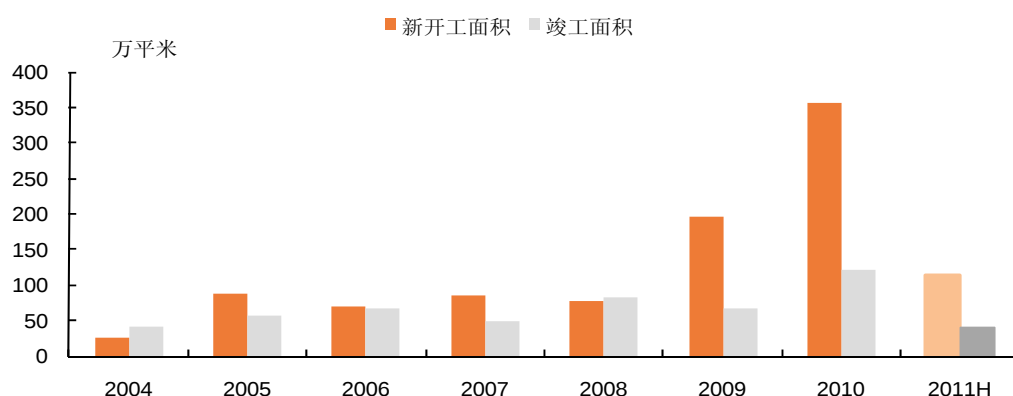
图表13 开始执行收缩战略



资料来源：公司公告、平安证券研究所

“拿地面积/销售面积”指标可以很好地反映房地产企业经营战略的扩张性。在经历了连续多年的快速扩张之后，荣盛目前已经开始执行收缩战略。

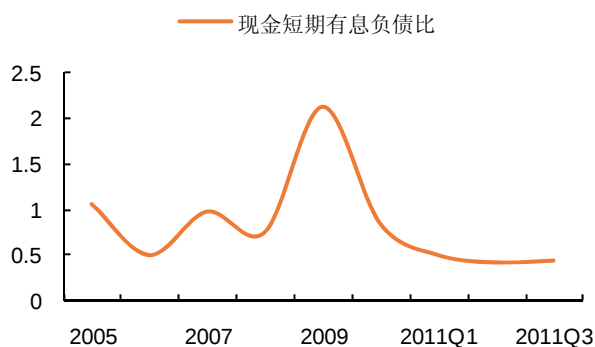
图表14 放缓开工速度



资料来源：公司公告、平安证券研究所

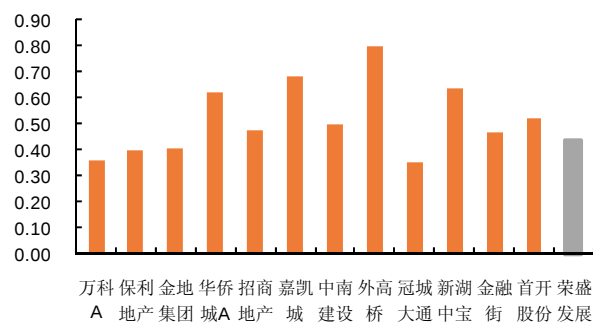
除了土地端之外，放缓开工进度，减少施工面积是公司应对行业冬天的另一个重要措施。

图表15 现金短期有息负债比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 负债水平比较

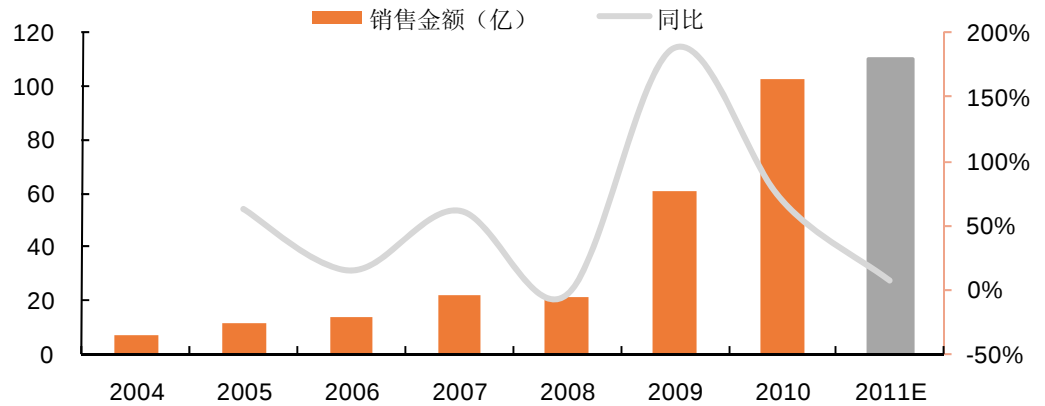


资料来源：公司公告、平安证券研究所

尽管在高周转策略下，公司的现金持有较少，但是我们认为，在收缩战略下，未来荣盛的资金在行业冬天来临时维持紧平衡是没有问题的。

3.2 进入平稳发展阶段，增长可期

图表17 销售增速趋缓



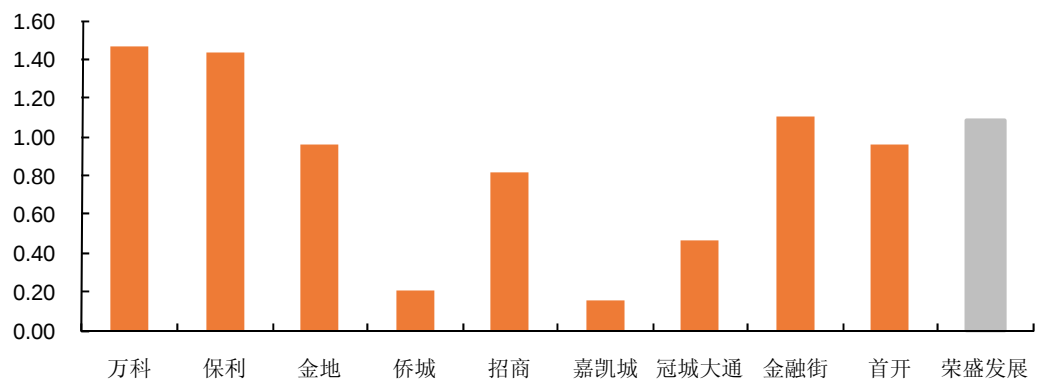
资料来源：公司公告、平安证券研究所预测

我们判断，受行业调控的影响，公司的销售在连续的高增长之后将会有所放缓，预计 2011 全年的合同销售额为 110 亿左右，同比小幅增长。

但是，公司未来几年业绩的高增长依然是可以期待的：**1、公司具有较好的业绩锁定性；2、释放业绩的动力充足。**

➤ **业绩锁定性—具有释放业绩的能力**

图表18 较高的业绩锁定性



资料来源：公司公告、平安证券研究所预测

荣盛的业绩锁定性在同业中处于较高水平：截止 2011Q3 的预售款为 92 亿元，已经基本锁定了 2012 年的业绩。

➤ **股权激励—提供释放业绩的动力**

公司股权激励的行权条件为：2009 年、2010 年、2011 年和 2012 年的扣除非经常性损益的净利润增长率**分别不低于 35%**，每年加权平均净资产收益率不低于 15%。

最新调整后行权价格为 9.15，目前股价相对于行权价折让幅度不大，仅为 10%左右。我们判断，公司的股权激励依然有比较高的行权概率，而且 2011 和 2012 年是业绩考核的最后两年，公司有能力也有动力实现行权条件。

四、盈利预测与估值

图表19 收入分部预测

名称	收入(万元)			
	2010A	2011E	2012E	2013E
房地产开发	644,776	844,543	1,104,262	1,302,344
YOY		31%	31%	18%
酒店经营	3,377	8,780	11,414	14,839
YOY		160%	30%	30%
物业管理	3,997	4,796	5,756	6,907
YOY		20%	20%	20%
合计	652,150	858,120	1,121,432	1,324,089
YOY		32%	31%	18%

资料来源：公司公告、平安证券研究所预测

我们预测，公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.76、1.02、1.28 元，净利润年均复合增速为 33%，最新收盘价对应的 PE 分别为 11.2、8.3 和 6.7 倍；根据测算，公司 2011 年底的每股 RNAV 值为 11.0 元，股价相对于 NAV 折让 23%。我们认为，正确的战略抉择将使得公司在行业冬天来临时更具竞争力，而且未来两年业绩增长比较确定，给予“推荐”的评级。

五、风险提示

房地产市场的超预期调整导致公司的销售大幅下滑，回款减少，资金面压力加大。

资产负债表						单位: 百万元						利润表						单位: 百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,949	20,012	24,028	27,963	32,700	营业收入	3,289	6,527	8,581	11,214	13,241	营业收入	3,289	6,527	8,581	11,214	13,241	营业收入	3,289	6,527	8,581	11,214	13,241
货币资金	1,922	2,030	2,437	3,127	3,633	营业成本	2,120	4,249	5,182	6,560	7,612	营业成本	2,120	4,249	5,182	6,560	7,612	营业成本	2,120	4,249	5,182	6,560	7,612
应收账款	21	45	58	75	98	营业税金及附加	227	518	678	1,211	1,330	营业税金及附加	227	518	678	1,211	1,330	营业税金及附加	227	518	678	1,211	1,330
预付帐款	2,116	3,980	4,379	4,816	5,298	主营业务利润	941	1,760	2,722	3,443	4,298	主营业务利润	941	1,760	2,722	3,443	4,298	主营业务利润	941	1,760	2,722	3,443	4,298
存货	8,493	13,258	17,155	19,944	23,671	营业费用	47	100	203	221	260	营业费用	47	100	203	221	260	营业费用	47	100	203	221	260
其他流动资产	397	699	-	0	0	管理费用	85	226	422	497	586	管理费用	85	226	422	497	586	管理费用	85	226	422	497	586
非流动资产	703	1,243	922	977	1,040	财务费用	4	60	186	166	195	财务费用	4	60	186	166	195	财务费用	4	60	186	166	195
长期股权投资	-	41	53	69	90	投资收益及其他	-9	-10	-5	-5	-5	投资收益及其他	-9	-10	-5	-5	-5	投资收益及其他	-9	-10	-5	-5	-5
固定资产	467	754	791	831	872	营业利润	796	1,364	1,906	2,555	3,251	营业利润	796	1,364	1,906	2,555	3,251	营业利润	796	1,364	1,906	2,555	3,251
投资性房地产	-	7	-	0	0	营业外收入	17	38	38	38	38	营业外收入	17	38	38	38	38	营业外收入	17	38	38	38	38
其他	236	441	77	77	77	营业外支出	2	59	59	59	59	营业外支出	2	59	59	59	59	营业外支出	2	59	59	59	59
资产总计	13,652	21,254	24,950	28,941	33,740	利润总额	811	1,343	1,886	2,534	3,231	利润总额	811	1,343	1,886	2,534	3,231	利润总额	811	1,343	1,886	2,534	3,231
流动负债	6,776	11,808	13,414	14,586	15,866	所得税	201	321	470	629	801	所得税	201	321	470	629	801	所得税	201	321	470	629	801
短期借款	237	400	700	1,200	1,700	净利润	609	1,022	1,416	1,905	2,430	净利润	609	1,022	1,416	1,905	2,430	净利润	609	1,022	1,416	1,905	2,430
应付账款	1,028	1,050	1,365	1,774	2,306	少数股东损益	-0	1	5	4	39	少数股东损益	-0	1	5	4	39	少数股东损益	-0	1	5	4	39
预收款项	3,903	7,060	9,648	9,390	9,141	归属母公司净利润	610	1,021	1,411	1,900	2,391	归属母公司净利润	610	1,021	1,411	1,900	2,391	归属母公司净利润	610	1,021	1,411	1,900	2,391
其他	1,607	3,299	1,701	2,222	2,720	EPS(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28	EPS(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28	EPS(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28
长期负债	3,011	4,129	4,529	5,029	5,529	重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
长期借款	2,529	3,636	4,336	4,836	5,336	营业收入	3,289	6,527	8,581	11,214	13,241	营业收入	3,289	6,527	8,581	11,214	13,241	营业收入	3,289	6,527	8,581	11,214	13,241
应付债券	-	-	-	-	-	同比(%)	62.12	98.45	31.47	30.68	18.07	同比(%)	62.12	98.45	31.47	30.68	18.07	同比(%)	62.12	98.45	31.47	30.68	18.07
其他	482	493	193	193	193	归属母公司净利润	610	1,021	1,411	1,900	2,391	归属母公司净利润	610	1,021	1,411	1,900	2,391	归属母公司净利润	610	1,021	1,411	1,900	2,391
负债合计	9,787	15,937	17,943	19,615	21,396	同比(%)	64.43	67.56	38.16	34.68	25.82	同比(%)	64.43	67.56	38.16	34.68	25.82	同比(%)	64.43	67.56	38.16	34.68	25.82
少数股东权益	81	558	836	1,255	1,882	毛利率(%)	35.53	34.90	38.64	40.59	41.55	毛利率(%)	35.53	34.90	38.64	40.59	41.55	毛利率(%)	35.53	34.90	38.64	40.59	41.55
股本	896	1,434	1,434	1,434	1,434	主营利润率(%)	28.62	26.96	30.62	29.62	31.34	主营利润率(%)	28.62	26.96	30.62	29.62	31.34	主营利润率(%)	28.62	26.96	30.62	29.62	31.34
留存收益	2,888	3,326	4,737	6,637	9,029	净利率(%)	18.53	15.65	16.71	17.21	18.36	净利率(%)	18.53	15.65	16.71	17.21	18.36	净利率(%)	18.53	15.65	16.71	17.21	18.36
归属母公司权益	3,784	4,760	6,171	8,071	10,462	总资产周转率	0.24	0.31	0.34	0.38	0.39	总资产周转率	0.24	0.31	0.34	0.38	0.39	总资产周转率	0.24	0.31	0.34	0.38	0.39
负债和股东权益	13,652	21,254	24,950	28,941	33,740	ROE(%)	16.11	21.46	22.87	23.55	22.86	ROE(%)	16.11	21.46	22.87	23.55	22.86	ROE(%)	16.11	21.46	22.87	23.55	22.86
现金流量表	单位: 百万元					资产负债率(%)	71.69	74.98	71.92	67.78	63.41	资产负债率(%)	71.69	74.98	71.92	67.78	63.41	资产负债率(%)	71.69	74.98	71.92	67.78	63.41
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	权益比率	3.61	4.47	4.04	3.59	3.22	权益比率	3.61	4.47	4.04	3.59	3.22	权益比率	3.61	4.47	4.04	3.59	3.22
经营活动现金流	257.99	-1,933.85	-31.14	420.86	455.13	每股收益(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28	每股收益(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28	每股收益(元)	0.33	0.55	0.76	1.02	1.28
投资活动现金流	-1,035.32	-618.32	-561.84	-730.39	-949.52	每股净资产(元)	2.03	2.55	3.31	4.33	5.61	每股净资产(元)	2.03	2.55	3.31	4.33	5.61	每股净资产(元)	2.03	2.55	3.31	4.33	5.61
筹资活动现金流	2,008.94	2,660.79	1,000.01	1,000.02	1,000.03	P/E	25.84	15.42	11.16	8.29	6.59	P/E	25.84	15.42	11.16	8.29	6.59	P/E	25.84	15.42	11.16	8.29	6.59
现金净增加额	1,231.61	108.62	407.03	690.49	505.65	P/B	4.16	3.31	2.55	1.95	1.51	P/B	4.16	3.31	2.55	1.95	1.51	P/B	4.16	3.31	2.55	1.95	1.51

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257