

18 January 2012 | 4 pages

荣盛发展(002146)

土地为本，成长可期

——荣盛发展（002146）跟踪研究报告

戴方

执业证书编号：S1230511010016

86-21-64718888-1219

daifang@stocke.com.cn

投资要点：

■ 2011 年公司审慎拿地，主动平衡资金压力

面对 2011 年“限购、限贷、限外、限价”等房地产宏观调控，公司在坚持“立足中等城市战略”的原则上谨慎拿地。截止 2012 年 12 月 31 日公司通过“招拍挂”方式拿地 5 个项目以及 1 个股权收购项目，分布于廊坊、南京、沈阳、蚌埠以及盘锦等 5 个城市，合计规划建筑面积为 172.6 万方，涉及土地价款为 20.5 亿元，分别较 2010 年的 704 万方和 76.9 亿元下降了 75.5% 和 73.3%。我们认为，公司谨慎拿地充分体现了管理层对于商品房销售受宏观调控以及流动性紧缩所带来的资金压力的未雨绸缪，使得公司资金风险可控（2011 年末公司扣除预收账款后的资产负债率为 45.4%，较年初下降了 0.8 个百分点，在行业内实属难得），提升了公司在行业阶段性低迷期的活力。

■ 公司土地储备状况：量大、地广、成本低

“立足中等城市”战略让公司在土地储备、项目布局以及土地成本上获得了成长性的潜力。第一，截止 2011 年底公司未结算的土地储备近 1900 万方（规划建筑面积），足够公司 5 年以上的开发量，夯实公司成长的持续性；第二，由于中等城市数量众多，使得公司项目分布较广，即主要分布于廊坊、南京、沈阳、唐山、徐州、沧州等 10 多个城市，让公司销售及业绩释放具有良好的风险分散性，带来公司成长的稳定性；第三，公司土地储备成本相对较低，截止 2011 年底公司综合楼面价约为 912 元/平方米，仅为 2011 年 12 月当月全国住宅销售均价的 4622 元的 19.7%，在确保项目盈利的同时更是带来项目销售定价的灵活性，使得公司成长性具有十足的“含金量”。

■ 维持“买入”投资评级

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.76 元、1.06 元和 1.40 元，对应的 PE 分别为 11.4 倍、8.1 倍和 6.2 倍。我们维持公司“买入”评级，基于如下考量：（1）具有充足的且成本低的土地储备，夯实公司未来的成长性潜力；（2）项目分布广泛以及打造地产业全产业链（进入酒店业务）使得公司未来业绩成长更具稳定性和持续性；（3）股权激励机制让管理层与公司成长利益趋同，增强公司在行业阶段性低迷期的活力。

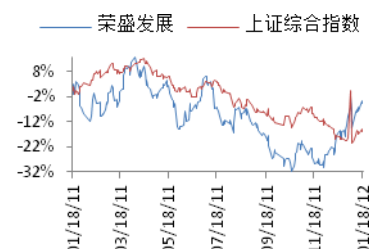
财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6527.18	8811.69	12336.36	17024.18
(+/-)	98.45	35.00	40.00	38.00
净利润	1021.38	1411.78	1976.11	2606.87
(+/-)	67.56	38.22	39.97	31.92
每股收益（元）	0.71	0.76	1.06	1.40
P/E	0.00	11.35	8.11	6.15

评级：买入

上次评级：买入

当前价格：¥ 8.60

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.18
2Q/2011	0.24
1Q/2011	0.12
4Q/2010	0.29



公司简介

相关报告

- 1《3 季度销售喜人，净利同比大幅上升_荣盛发展（002146）3 季报点评报告》2011.10.24
- 2《定位“中等城市”提升“抗限”能力_荣盛发展（002146）半年报点评报告》2011.08.07
- 3《追逐高铁沿线的中等城市_荣盛发展（002146）年报点评报告》2011.03.18
- 4《中报业绩同比涨幅超 6 成_荣盛发展（002146）中报点评报告》2010.08.06
- 5《舍得之间，尽显英雄本色_荣盛发展事件点评报告》2010.07.05

报告撰写人：戴方

数据支持人：戴方





附表：2011 年公司拿地概况

日期	地块	所在城市	土地出让金 (万元)	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	楼面价 (元/平方米)
2011/3/19	盘锦市 PT2011-3-11 号地块	盘锦	2.94	14.00	28.01	1050
2011/5/25	廊坊市 2011-24 号地块	廊坊	0.83	3.59	5.74	1446
2011/7/25	盘锦市 2011-14-59 号地块	盘锦	4.18	18.92	49.95	837
2011/9/15	蚌埠市 (2011) 33 号地块	蚌埠	2.02	7.40	16.28	1240
2011/11/25	南京市 NO2011G73 号地块	南京	4.40	8.35	20.86	2109
2011/12/6	沈阳市 2011-71 号地块	沈阳	1.86	11.24	16.87	1102
2011 年	沈阳中天 25%股权	沈阳	4.31	19.41	34.86	1237
合计			20.54	82.91	172.57	1190

资料来源：公司公告、浙商证券研究所





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20011.84	27802.72	37219.75	51113.54	营业收入	6527.18	8811.69	12336.36	17024.18
现金	2029.80	3084.09	4317.73	5958.46	营业成本	4249.03	5799.92	8061.89	11206.03
应收账款	44.58	57.00	77.30	106.00	营业税金及附加	518.14	608.32	857.13	1203.78
其它应收款	944.73	0.00	1359.49	607.18	营业费用	99.83	138.54	186.14	261.63
预付账款	3035.74	3938.83	5748.10	7452.58	管理费用	226.38	267.29	401.03	534.91
存货	13258.21	20323.24	25218.70	36457.06	财务费用	59.70	98.27	182.44	324.62
其他	698.77	399.56	498.44	532.26	资产减值损失	8.58	17.75	20.53	31.31
非流动资产	1242.50	1502.08	1962.96	2560.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	41.03	40.71	40.28	39.71	投资净收益	-1.71	-0.51	-0.66	-0.86
固定资产	747.34	869.81	1098.91	1419.98	营业利润	1363.80	1881.10	2626.54	3461.03
无形资产	159.18	250.41	377.94	530.17	营业外收入	38.45	14.37	17.84	21.99
其他	294.95	341.15	445.83	570.99	营业外支出	58.79	21.46	27.50	35.92
资产总计	21254.34	29304.80	39182.71	53674.40	利润总额	1343.46	1874.01	2616.87	3447.10
流动负债	11807.98	18581.75	26216.87	37980.00	所得税	320.96	461.82	639.95	838.67
短期借款	399.56	8272.34	7432.86	17534.22	净利润	1022.49	1412.18	1976.92	2608.42
应付账款	1049.74	3004.10	2147.34	4522.21	少数股东损益	1.12	0.40	0.81	1.55
其他	10358.68	7305.30	16636.67	15923.57	归属母公司净利润	1021.38	1411.78	1976.11	2606.87
非流动负债	4129.24	4137.11	4605.82	5006.60	EBITDA	1595.65	2319.48	3287.62	4420.67
长期借款	3635.85	3810.71	4171.92	4588.70	EPS (元)	0.71	0.76	1.06	1.40
其他	493.39	326.40	433.90	417.90	主要财务比率				
负债合计	15937.22	22718.85	30822.69	42986.60		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	557.62	558.02	558.83	560.38	成长能力				
归属母公司股东权益	4759.50	6027.92	7801.19	10127.42	营业收入	98.45%	35.00%	40.00%	38.00%
负债和股东权益	21254.34	29304.80	39182.71	53674.40	营业利润	71.39%	37.93%	39.63%	31.77%
					归属母公司净利润	67.56%	38.22%	39.97%	31.92%
					获利能力				
					毛利率	34.90%	34.18%	34.65%	34.18%
					净利率	15.67%	16.03%	16.03%	15.32%
					ROE	19.23%	21.44%	23.65%	24.41%
					ROIC	10.68%	8.82%	11.54%	9.52%
					偿债能力				
					资产负债率	74.98%	77.53%	78.66%	80.09%
					净负债比率	113.28%	197.93%	154.14%	222.95%
					流动比率	1.69	1.50	1.42	1.35
					速动比率	0.57	0.40	0.46	0.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.35	0.36	0.37
					应收帐款周转率	200.04	173.49	183.72	185.75
					应付帐款周转率	4.09	2.86	3.13	3.36
					每股指标(元)				
					每股收益	0.71	0.76	1.06	1.40
					每股经营现金	-1.24	-2.82	1.20	-4.28
					每股净资产	3.71	3.53	4.49	5.73
					估值比率				
					P/E	0.00	11.35	8.11	6.15
					P/B	0.00	2.66	2.05	1.58
					EV/EBITDA	3.04	11.52	7.73	7.85

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-2318.69	-5252.72	2244.26	-7975.69
净利润	1022.49	1412.18	1976.92	2608.42
折旧摊销	40.70	66.78	88.18	118.32
财务费用	59.70	98.27	182.44	324.62
投资损失	1.71	0.51	0.66	0.86
营运资金变动	-3403.68	-6800.28	-37.27	-11015.77
其它	-39.61	-30.18	33.33	-12.16
投资活动现金流	-551.12	-357.01	-539.98	-713.52
资本支出	448.99	461.85	343.27	609.85
长期投资	-41.03	0.32	0.43	0.57
其他	-143.17	105.16	-196.29	-103.10
筹资活动现金流	2501.82	-1290.26	409.59	208.22
短期借款	163.00	-81.50	40.75	-20.38
长期借款	1106.70	174.86	361.21	416.78
其他	1232.12	-1383.62	7.63	-188.19
现金净增加额	-367.99	-6899.99	2113.87	-8480.99

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

