



吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

专注于在中小城市高周转低成本拓展

——荣盛发展(002146)2011年年报点评报告

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2012年3月20日

报告关键要素:

荣盛发展正在发展成为在全国二三线城市布局的全国性房地产开发商,具有特色鲜明的城市选择定位和产品定位以及高周转和低成本特点,这些特色定位有助于在调控时代稳健扩张。我们维持公司“增持”投资评级。

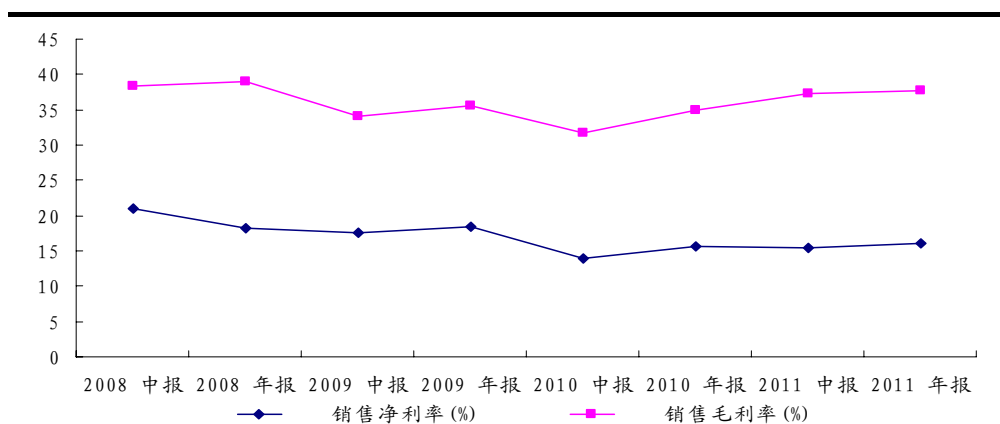
事件:

荣盛发展公布了2011年年报。公司实现营业收入95.02亿元,同比增长45.57%,营业利润19.73亿元,同比增长44.64%,归属于母公司所有者净利润15.32亿元,同比增长50.02%,每股收益为0.82元。公司拟每10股派1.20元现金股息(含税)。

点评:

- **房地产开发业务速度放缓。**2011年,公司实际开工319.01万平方米,完成计划的78.08%;竣工面积169.75万平米,完成计划的90.63%;销售回款115.20亿元,完成计划的85.34%;通过银行、委托借款及信托等方式融资55.46亿元,完成年度计划的96.62%。紧缩的房地产大环境给公司快速发展造成很大影响。
- **结算毛利率稳定。**2011年,公司结算收入93.01亿元,同比增长44.25%,结算房价5677元/平方米,同比上涨了22.51%,结算成本为3763元/平方米,同比上涨了20.48%,结算毛利率为37.65%,同比上升了2.75个百分点,主要因为结算资源系2010年预售,因为产品结构及房价上涨原因使得毛利率提高。

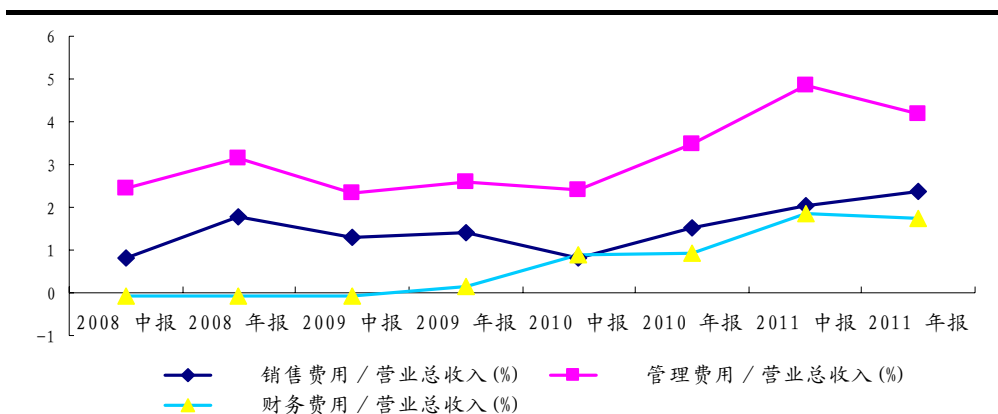
图1: 荣盛发展近4年毛利率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **期间费用率低，但因销售困难加大，期间费用率明显提升。**作为一家具有鲜明民营企业印记的公司，公司已经建立了有效的费用预算、跟踪、控制流程和标准，无论是管理费用还是销售费用的控制均非常得力。公司 2008-2011 年的期间费用率分别为 4.82%、4.15%、5.91%、8.27%，维持低位运行。但是由于销售困难加大，公司管理规模扩大，以及融资成本提高，相应的消费费用、管理费用和财务费用明显增加，而且三费率在未来一两年内难以有效降低。

图 1： 荣盛发展近 4 年三费率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

- **公司长期负债稳健，但短期偿债压力明显加大。**年底，公司扣除剔除预收账款及递延所得税负债后资产负债率为 41.27%，相比 2010 年底的 40.86% 同比小幅上升 0.41 个百分点，有息负债占全部资产的比例 29.37%，同比小幅上升 1.04 个百分点，仍然保持较低的负债水平，财务稳健性。公司手持现金为 26.85 亿元，比年初增加了 6.5 亿元，同期短期负债和一年内到期的长期负债达到 51.53 亿元，比年初增加了 27.65 亿元，公司短期偿债压力明显增大。
- **在全国合理布局。**经过十几年的发展，公司形成了立足于京津冀环渤海地区和长三角区域有发展潜力的中等城市，稳步涉足风险较小的大城市，有选择地兼顾发展较快的小城市全国布局战略。公司已经在全国 9 个省 20 个城市开发 40 余项目，所在城市的房地产市场的房价收入比衡量较低，市场比较健康，仍然有较大的发展空间。
- **公司的土地储备丰富。**2011 年，公司通过股权收购、招拍挂等多种方式，先后在廊坊、南京、沈阳、盘锦等 5 个城市获得土地 7 宗，规划建筑面积 178.19 万平方米。年底，公司土地储备建筑面积 1769.77 万平方米，可以满足公司未来三年左右的开发需要。
- **盈利预测与投资评级。**公司业绩锁定性强，2011 年底，公司预收账款达到 95.48 亿元。预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 1.04 和 1.26 元，3 月 19 日收盘价对应的市盈率分别为 8.94 倍和 7.43 倍。我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险；三四线城市销售下跌风险。

资产负债表

(亿元)

	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	200.12	268.66	369.19	495.77
现金	20.30	26.85	39.48	50.93
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.13	0.00	0.00
应收款项	9.89	18.12	21.06	27.16
存货	132.58	192.97	254.65	333.58
其他	37.35	30.60	54.01	84.10
非流动资产	12.43	13.05	12.25	11.73
长期股权投资	0.41	0.12	0.00	0.00
固定资产	7.47	7.14	6.71	6.28
无形资产	1.59	1.75	1.66	1.58
其他	2.95	4.05	3.88	3.87
资产总计	212.54	281.71	381.45	507.50
流动负债	118.08	177.98	251.53	359.88
短期借款	4.00	13.30	104.59	187.93
应付帐款	10.50	15.83	21.22	27.80
预收帐款	70.60	92.95	103.93	115.38
其他	32.99	55.89	21.80	28.77
长期负债	41.29	32.93	45.48	46.79
长期借款	36.36	31.23	41.23	41.23
其他	4.93	1.70	4.24	5.56
负债合计	159.37	210.91	297.01	406.67
股本	14.34	18.64	18.64	18.64
资本公积金	13.62	12.06	12.06	12.06
未分配利润	17.56	27.96	39.64	53.69
少数股东权益	5.58	9.44	9.44	9.44
母公司所有者权益	47.60	61.37	74.99	91.38
负债及权益合计	212.54	281.71	381.44	507.49

现金流量表

(亿元)

	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流	-19.34	-4.98	-41.61	-59.50
净利润	10.22	15.28	19.47	23.42
资产减值准备	0.09	0.17	0.00	0.00
折旧摊销	0.41	0.98	0.52	0.52
财务费用	0.60	1.64	3.07	5.38
投资收益	-0.02	-0.02	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	0.00	-64.68	-88.81
投资活动现金流	-6.18	-3.49	0.27	0.00
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资	-6.18	-3.49	0.27	0.00
筹资活动现金流	26.61	14.07	54.14	70.94

利润表

(亿元)

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	65.27	95.02	131.60	169.76
营业成本	42.49	59.25	84.88	111.19
营业税费	5.18	8.00	10.53	13.24
销售费用	1.00	2.25	2.90	3.73
管理费用	2.26	3.96	5.26	6.20
财务费用	0.60	1.64	3.07	5.38
资产减值损失	0.09	0.17	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.02	-0.02	0.00	0.00
营业利润	13.64	19.73	24.96	30.02
营业外收入	0.38	0.13	0.00	0.00
营业外支出	0.59	0.36	0.00	0.00
利润总额	13.43	19.49	24.96	30.02
所得税	3.21	4.21	5.49	6.60
净利润	10.22	15.28	19.47	23.42
少数股东权益	0.01	-0.04	0.00	0.00
归属母公司净利润	10.21	15.32	19.47	23.42
EPS (元)	0.71	0.82	1.04	1.26

主要财务比率

	2010A	2011A	2012E	2013E
每股指标				
每股收益	0.71	0.82	1.04	1.26
每股经营现金	0.08	0.30	0.69	0.61
每股净资产	3.32	3.29	4.02	4.90
增长率				
营业收入增长率	98.45%	45.57%	38.50%	29.00%
营业利润增长率	71.39%	44.64%	26.52%	20.29%
净利润增长率	67.56%	50.02%	27.05%	20.29%
获利能力				
毛利率	34.90%	37.65%	35.50%	34.50%
净利率	15.65%	16.13%	14.79%	13.79%
ROE	21.46%	24.97%	25.96%	25.62%
ROIC	9.59%	10.93%	9.50%	8.37%
偿债能力				
资产负债率	56.57%	55.29%	58.53%	106.31%
流动比率	1.69	1.51	1.47	1.38
速动比率	0.57	0.43	0.46	0.45
营运能力				
资产周转率	0.37	0.38	0.40	0.38
存货周转率	0.39	0.36	0.38	0.38
应收帐款周转率	200.04	182.01	137.50	112.66

借款变动	0.00	0.00	-28.23	0.00	估值比率				
其他	26.61	14.07	82.37	70.94	PE	13.15	11.39	8.94	7.43
现金净增加额	1.09	5.59	12.80	11.44	PB	2.81	2.84	2.32	1.90

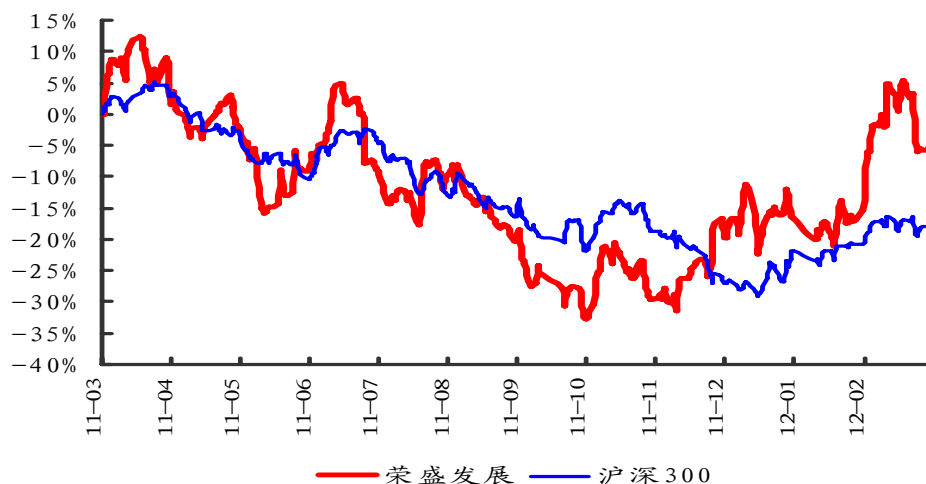
市场数据 (2012年3月19日)

收盘价 (元)	9.34
一年内最高/最低 (元)	14.88/6.53
沪深300 指数	2630.02
市净率 (倍)	2.84
流通市值 (亿元)	151.77

基础数据 (2011年12月31日数据)

每股净资产 (元)	3.29
每股经营现金流 (元)	-0.27
毛利率 (%)	37.65
净资产收益率 (%)	24.97
资产负债率 (%)	74.87
总股本/流通股 (亿股)	18.64/16.25
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。