

荣盛发展 (002146)

房地产开发/房地产

发布时间: 2012-08-15

报告类型 / 公司动态报告

**谨慎推荐**

上次评级: 谨慎推荐

## 荣盛发展 2012 年中报点评

发展面临资金的掣肘

### 报告摘要:

1.背景情况: 2012 年 8 月 15 日, 荣盛发展公布了 2012 年中期财务报告。2012 年 1-6 月, 公司实现营业收入 55.42 亿元, 归属于母公司净利润 8.38 亿元, 分别较去年同期增长 38.97%和 36.59%。每股收益 0.45 元, 每股净资产达到 3.66 元, 加权净资产收益率为 12.76%, 比去年同期水平上升了 0.57 个百分点。公司预计 2012 年 1-9 月净利润同比增长幅度在 30%-50%。

### 2.点评:

2.1. 今年上半年, 公司实现销售面积和销售金额同比增速分别 73.34%和 66.19%, 大幅领先于上半年全国商品房的平均销售增长水平。2011 年公司销售受宏观调控的影响较为明显, 全年的销售增速低于全国平均水平, 这也使得公司在今年的可售房源相对较多。因此, 在今年房地产行业持续回暖的情况下, 公司就显示出更好的销售弹性。

2.2. 土地储备规模保持稳定。上半年, 公司在新增土地储备方面虽然比去年同期略有增长, 但总体上继续保持一定的谨慎。

2.3.公司的毛利率开始下降, 符合我们的预期。

2.4.公司在短期财务周转方面面临一定的苦恼。由于公司经过连续多年的高速增长, 基数已经逐渐抬高, 目前公司受到资金来源的限制已经影响到公司的持续扩张, 如果没有新的股权融资的话, 公司是否能够维持较高的增长水平将会面临一定的不确定性。

2.5. 盈利预测及投资评级: 我们暂时维持对公司未来 3 年的业绩预测为: 2012 年每股收益,1.13 元, 2013 年每股收益为 1.32 元, 2014 年每股收益为 1.42 元, 同时维持谨慎推荐的投资评级。

2.6. 风险提示: 房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡, 都会使我们的业绩预测不达预期, 提醒投资者注意投资风险。

### 股票数据

2012-8-14

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价 (元)       | 9.40         |
| 12 个月股价区间 (元) | 6.53 ~ 12.82 |
| 总市值 (百万元)     | 17,595       |
| 总股本 (百万股)     | 1,872        |
| A 股 (百万股)     | 1,872        |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0          |
| 日均成交量 (百万股)   | 8            |

### 历史收益率曲线



|         |      |      |     |
|---------|------|------|-----|
| 涨跌幅 (%) | 1M   | 3M   | 12M |
| 绝对收益    | -13% | -15% | 5%  |
| 相对收益    | -9%  | -5%  | 23% |

### 相关报告

《荣盛发展一季报点评》

2012-4-23

《荣盛发展三季报点评: 业绩继续较快增长, 资金短缺将影响后续增长水平》

2011-10-25

《荣盛发展中报点评: 上半年销售增长放缓》

2011-8-08

《荣盛发展一季报点评: 销售保持较快增长, 酒店开业使费率上升》

2011-4-20

| 财务摘要 (百万元) | 2010A | 2011A | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 6,527 | 9,502 | 13,773 | 16,524 | 18,150 |
| (+/-)%     | 98%   | 46%   | 45%    | 20%    | 10%    |
| 净利润        | 1,022 | 1,528 | 2,108  | 2,469  | 2,644  |
| (+/-)%     | 68%   | 50%   | 38%    | 17%    | 7%     |
| 每股收益 (元)   | 0.71  | 0.82  | 1.13   | 1.32   | 1.42   |
| 市盈率        | 15.7  | 13.6  | 9.9    | 8.5    | 7.9    |
| 市净率        | 3.37  | 3.40  | 2.65   | 2.09   | 1.71   |
| 净资产收益率 (%) | 21.5% | 25.0% | 26.8%  | 24.8%  | 21.6%  |
| 股息收益率 (%)  | 1.8%  | 1.8%  | 1.8%   | 1.8%   | 1.8%   |
| 总股本 (百万股)  | 1434  | 1864  | 1872   | 1872   | 1872   |

### 证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011  
(021)20361169 gaoj@nesc.cn

## 1. 背景情况

2012年8月15日，荣盛发展公布了2012年中期财务报告。2012年1-6月，公司实现营业收入55.42亿元，归属于母公司净利润8.38亿元，分别较去年同期增长38.97%和36.59%。每股收益0.45元，每股净资产达到3.66元，加权净资产收益率为12.76%，比去年同期水平上升了0.57个百分点。公司预计2012年1-9月净利润同比增长幅度在30%-50%。

## 2. 点评

2.1. 今年上半年，公司实现销售面积116.36万平方米，合同销售金额68.17亿元，分别比上年同期增长了73.34%和66.19%，大幅领先于上半年全国商品房的平均销售增长水平。2011年公司销售受宏观调控的影响较为明显，全年的销售增速低于全国平均水平，这也使得公司在今年的可售房源相对较多。因此，在今年房地产行业持续回暖的情况下，公司就显示出更好的销售弹性。

2.2. 土地储备规模保持稳定。上半年，公司在新增土地储备方面虽然比去年同期略有增长，但总体上继续保持一定的谨慎，当期新增土地储备项目7个，新增权益可建建筑面积98.7万平方米，合计支付地价11.67亿元，与上半年销售回款59亿元相比，占比并不高。截至6月底，公司仍有近1750万平方米的可结算资源，按2011年全年新开工面积320万平方米计算，足够公司3-5年以上的开发所需。

2.3. 从毛利率水平来看，2012年1-6月公司的毛利率达到35.63%，低于2011年全年37.65%，以及2011年同期37.20%的水平。毛利率下降符合我们的预期。我们认为，随着土地成本的上涨并显示出一定的价格刚性，而房价受宏观调控的影响短期内较难再有大幅上升的空间，房地产行业毛利率受挤压是可以预期的，未来1-2年房地产行业的整体毛利率趋于下降也是可以预期的。

2.4. 财务状况分析：公司当期预收账款余额为96.57亿元，较年初的93亿元略有增长，加上上半年的结算收入，已经超过我们预测的2012年全年结算收入水平，应该说公司实现2012年业绩增长有保障。截止6月底，公司账面货币资金余额为20亿元，而短期借款和一年内到期的非流动负债合计已达59亿元，长期借款由年初的31亿元下降到22亿元，公司在短期财务周转方面面临一定的苦恼。由于公司经过连续多年的高速增长，基数已经逐渐抬高，目前公司受到资金来源的限制已经影响到公司的持续扩张，如果新的股权融资的话，公司是否能够维持较高的增长水平将会面临一定的不确定性。

2.5. 盈利预测及投资评级：我们暂时维持对公司未来3年的业绩预测为：2012年每股收益1.13元，2013年每股收益为1.32元，2014年每股收益为1.42元，同时维持谨慎推荐的投资评级。

2.6. 风险提示：房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡，都会使我们的业绩预测不达预期，提醒投资者注意投资风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表（百万元）       |               |               |               |               | 现金流量表（百万元）       |               |               |             |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|-------------|--------------|
|                  | 2011A         | 2012E         | 2013E         | 2014E         |                  | 2011A         | 2012E         | 2013E       | 2014E        |
| 货币资金             | 2,685         | 2,404         | 2,005         | 4,519         | 净利润              | 1,528         | 2,108         | 2,469       | 2,644        |
| 交易性金融资产          | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产减值准备           | 0             | 0             | 0           | 0            |
| 应收款项             | 60            | 68            | 76            | 83            | 折旧及摊销            | 98            | 59            | 56          | 53           |
| 存货               | 19,297        | 24,173        | 28,387        | 29,792        | 公允价值变动损失         | 0             | 0             | 0           | 0            |
| 其他流动资产           | 882           | 0             | 0             | 0             | 财务费用             | 164           | 150           | 179         | 196          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>26,866</b> | <b>31,774</b> | <b>36,030</b> | <b>40,565</b> | 投资损失             | 2             | 0             | 0           | 0            |
| 可供出售金融资产         | 0             | 0             | 0             | 0             | 运营资本变动           | -2,269        | -2,716        | -2,469      | -1,679       |
| 长期投资净额           | 27            | 27            | 27            | 27            | 其他               | 73            | 882           | 921         | 0            |
| 固定资产             | 714           | 681           | 647           | 614           | <b>经营活动净现金流量</b> | <b>-498</b>   | <b>-183</b>   | <b>627</b>  | <b>1,701</b> |
| 无形资产             | 175           | 191           | 206           | 222           | <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-349</b>   | <b>-81</b>    | <b>-81</b>  | <b>-81</b>   |
| 商誉               | 7             | 7             | 7             | 7             | <b>融资活动净现金流量</b> | <b>1,407</b>  | <b>-17</b>    | <b>-944</b> | <b>894</b>   |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,305</b>  | <b>1,236</b>  | <b>1,261</b>  | <b>1,289</b>  | <b>企业自由现金流</b>   | <b>-1,151</b> | <b>-1,400</b> | <b>108</b>  | <b>1,083</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>28,171</b> | <b>33,010</b> | <b>37,292</b> | <b>41,854</b> |                  |               |               |             |              |
| 短期借款             | 1,330         | 1,580         | 1,780         | 1,980         | 财务与估值指标          |               |               |             |              |
| 应付款项             | 1,583         | 2,039         | 2,341         | 2,507         |                  | 2011A         | 2012E         | 2013E       | 2014E        |
| 预收款项             | 9,295         | 10,800        | 12,300        | 12,200        | <b>每股指标</b>      |               |               |             |              |
| 一年内到期的非流动负债      | 3,823         | 2,500         | 1,300         | 1,850         | 每股收益（元）          | 0.82          | 1.13          | 1.32        | 1.42         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>17,798</b> | <b>19,570</b> | <b>20,756</b> | <b>21,848</b> | 每股净资产（元）         | 3.29          | 4.22          | 5.35        | 6.57         |
| 长期借款             | 3,123         | 4,623         | 5,623         | 6,823         | 每股经营性现金流量（元）     | -0.27         | -0.10         | 0.34        | 0.91         |
| 其他长期负债           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>成长性指标</b>     |               |               |             |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>170</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 营业收入增长率          | 45.6%         | 45.0%         | 20.0%       | 9.8%         |
| <b>负债合计</b>      | <b>21,091</b> | <b>24,194</b> | <b>26,380</b> | <b>28,671</b> | 净利润增长率           | 50.0%         | 37.6%         | 17.1%       | 7.1%         |
| 归属于母公司股东权益合计     | 6,137         | 7,872         | 9,968         | 12,239        | <b>盈利能力指标</b>    |               |               |             |              |
| 少数股东权益           | 944           | 944           | 944           | 944           | 毛利率              | 37.6%         | 36.0%         | 35.5%       | 35.0%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>28,171</b> | <b>33,010</b> | <b>37,292</b> | <b>41,854</b> | 净利率              | 16.1%         | 15.3%         | 14.9%       | 14.6%        |
|                  |               |               |               |               | <b>运营效率指标</b>    |               |               |             |              |
| 利润表（百万元）         |               |               |               |               | 应收账款周转率（次）       | 2             | 2             | 2           | 2            |
|                  | 2011A         | 2012E         | 2013E         | 2014E         | 存货周转率（次）         | 1003          | 900           | 900         | 900          |
| 营业收入             | 9,502         | 13,773        | 16,524        | 18,150        | <b>偿债能力指标</b>    |               |               |             |              |
| 营业成本             | 5,925         | 8,815         | 10,658        | 11,798        | 资产负债率            | 74.9%         | 73.3%         | 70.7%       | 68.5%        |
| 营业税金及附加          | 800           | 1,102         | 1,322         | 1,452         | 流动比率             | 1.51          | 1.62          | 1.74        | 1.86         |
| 资产减值损失           | 17.17         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 速动比率             | 0.43          | 0.39          | 0.37        | 0.49         |
| 销售费用             | 225           | 344           | 413           | 454           | <b>费用率指标</b>     |               |               |             |              |
| 管理费用             | 396           | 551           | 661           | 726           | 销售费用率            | 2.4%          | 2.5%          | 2.5%        | 2.5%         |
| 财务费用             | 164           | 150           | 179           | 196           | 管理费用率            | 4.2%          | 4.0%          | 4.0%        | 4.0%         |
| 公允价值变动净收益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 财务费用率            | 1.7%          | 1.1%          | 1.1%        | 1.1%         |
| 投资净收益            | -2            | 0             | 0             | 0             | <b>分红指标</b>      |               |               |             |              |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,973</b>  | <b>2,811</b>  | <b>3,291</b>  | <b>3,525</b>  | 分红比例             |               |               |             |              |
| 营业外收支净额          | -23.59        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 股息收益率            | 1.8%          | 1.8%          | 1.8%        | 1.8%         |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,949</b>  | <b>2,811</b>  | <b>3,291</b>  | <b>3,525</b>  | <b>估值指标</b>      |               |               |             |              |
| 所得税              | 421           | 703           | 823           | 881           | P/E（倍）           | 13.62         | 9.90          | 8.46        | 7.90         |
| 净利润              | 1,528         | 2,108         | 2,469         | 2,644         | P/B（倍）           | 3.40          | 2.65          | 2.09        | 1.71         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,532</b>  | <b>2,108</b>  | <b>2,469</b>  | <b>2,644</b>  | P/S（倍）           | 2.20          | 1.52          | 1.26        | 1.15         |
| 少数股东损益           | -4            | 0             | 0             | 0             | 净资产收益率           | 25.0%         | 26.8%         | 24.8%       | 21.6%        |

资料来源：东北证券

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                        |
|----------------------|------|----------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 推荐   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。    |
|                      | 谨慎推荐 | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。 |
|                      | 中性   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。  |
|                      | 回避   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。     |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。          |
|                      | 同步大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。       |
|                      | 落后大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。         |

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760