

房地产/金融

荣盛发展 (002146)

京津冀大展鸿图，乘东风展翅腾飞

——荣盛发展永清开发、非公发行获批点评

	李品科 (分析师)	侯丽科 (分析师)	梁荣 (研究助理)
	010-59312815	0755-23976713	0755-23976775
	lipinke@gtjas.com	houlike@gtjas.com	liangrong@gtjas.com
证书编号	S0880511010037	S0880514030004	S0880113090015

本报告导读：

公司战略回归京津冀，重仓新北京，已锁定廊坊及周边区域近 20000 亩土地，业绩坚实，成长确定，目标价 18.96 元。

投资要点：

- 维持增持评级，维持目标价 18.96 元。战略聚焦京津冀，公司为京津冀一体化的核心受益龙头之一，为立足环北京、全国布局的二三线城市高周转优质开发商。维持 2015、16 年 EPS 1.0、1.2 元预判。京津冀战略布局逐渐落地，并且积极探索文旅等业务，维持目标价 18.96 元，2015 年 PE 对应 19X，为目前 A 股二线地产公司平均估值。
- 京津冀锁定超过 2 万亩土地。新公告成立项目公司对永清 6600 亩土地进行整理开发。1) 公司持续加大京津冀比例，重回环北京大本营，战略清晰，执行坚定。2) 预计京津冀一体化逐渐加速，公司目前已锁定廊坊 3000 亩、香河 5000 亩、永清 12100 亩土地开发，业绩坚实。
- 非公开发行已获证监会审批通过。1) 非公开发行底价 9.6 元/股，安全边际较高。非公开发行拟募资 51.3 亿元，获得证监会通过，稳步推进。2) 18 亿 5 年期公司债发行完毕，利率为 5.78%。再融资稳步推进，助力公司战略的全方位展开。3) 从历史来看，荣盛 2007、2009 年两次融资带来持续的远高于行业平均的高增长。
- 度假区布局初具雏形，新型“医养护”一体化模式待启。1) 公司在秦皇岛 (73 万方)、神农架 (1000 亩)、黄山 (2200 亩) 等地正试水旅游度假区建设，未来有望开启“医养护”一体化模式，可嫁接内容丰富。2) 此外，公司积极参与一级开发，京津冀以外区域包括南京、长沙、徐州合计 6400 多亩。
- 风险提示：京津冀以外的三线城市房市存在不确定性

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	19,171	23,119	25,389	28,557	30,356
(+/-)%	43%	21%	10%	12%	6%
经营利润 (EBIT)	4,179	4,712	5,104	6,174	7,033
(+/-)%	44%	13%	8%	21%	14%
净利润	2,906	3,232	3,803	4,568	5,259
(+/-)%	36%	11%	18%	20%	15%
每股净收益 (元)	0.76	0.85	1.00	1.20	1.38
每股股利 (元)	0.12	0.20	0.26	0.31	0.36

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	21.8%	20.4%	20.1%	21.6%	23.2%
净资产收益率 (%)	26.5%	23.3%	22.8%	22.8%	21.9%
投入资本回报率 (%)	11.7%	10.5%	10.6%	11.4%	9.8%
EV/EBITDA	8.9	9.0	8.4	7.2	7.7
市 率	16.4	14.7	12.5	10.4	9.1
股息率 (%)	1.0%	1.6%	2.1%	2.5%	2.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：18.96

上次预测：18.96

当前价格：12.50

2015.07.02

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.38-28.60
总市值 (百万元)	47,670
总股本/流通 A 股 (百万)	3,814/3,355
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	88%
日均成交量 (百万股)	6705.33
日均成交值 (百万元)	1236.56

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,969
每股净资产	3.66
市净率	3.4
净负债率	174.87%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.10	0.12
Q	0.26	0.31
Q3	0.18	0.21
Q4	0.31	0.37
全年	0.85	1.00

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	10%	161%
相对指数	33%	8%	75%

相关报告

《乘风破浪，直上九霄》2015.06.07

《大力布局京津冀，蓄势待发》2015.03.20

《京津冀房企龙头，增发奠定高增》2015.02.08

《盈利模式趋于多元，资产负债表改善可期》2014.10.23

《掘金城镇化，着力多元化》2014.08.19

模型更新时间: 2015.07.02

股票研究

金融

房地产

荣盛发展 (002146)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.96**

上次预测: 18.96

当前价格: 12.50

公司网址

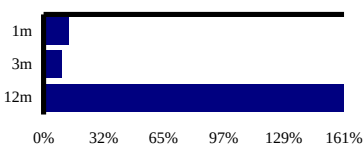
www.risesun.cn

公司简介

公司是一家国家一级房地产开发企业,以商品住宅开发为主导产业,以设计研发、物业服务为支撑,致力于中等城市商品住宅的规模开发、跨地区专业化经营。

公司业务范围围绕京津冀和长江三角洲两大经济圈,开发项目已遍及河北、江苏、安徽等省的多个城市,公司所开发项目先后获得“国家康居示范工程示范项目”、“省级园林式住宅小区”、“绿色人居环境社区”等称号。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.38-28.60

市值 (百万)

47,670

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

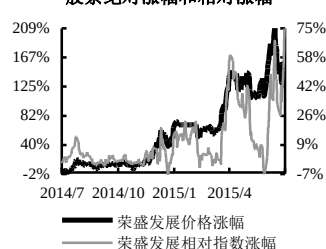
EV/EBITDA

P/S

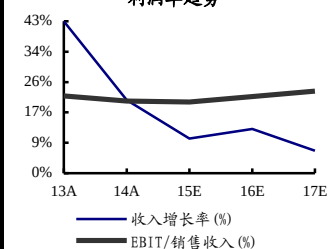
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	19,171	23,119	25,389	28,557	30,356
营业成本	12,380	15,420	16,744	18,249	19,100
税金及附加	1,559	1,781	2,182	2,625	2,608
销售费用	422	491	549	612	653
管理费用	631	715	811	897	961
EBIT	4,179	4,712	5,104	6,174	7,033
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	16	0	0	0
财务费用	66	156	130	169	167
营业利润	4,079	4,491	4,978	6,001	6,869
所得税	984	1,050	1,110	1,338	1,532
少数股东损益	214	224	64	95	79
净利润	2,906	3,232	3,803	4,568	5,259
货币资金、交易性金融资产	4,623	5,889	6,349	7,141	7,591
其他流动资产	1,847	2,058	2,263	2,490	2,739
长期投资	95	1,221	1,221	1,221	1,221
固定资产合计	1,078	1,169	1,207	1,234	1,249
无形及其他资产	709	759	285	255	232
资产合计	59,405	75,792	80,859	93,134	105,430
流动负债	37,600	49,583	52,781	60,596	67,934
非流动负债	9,321	10,733	9,725	10,713	11,702
股东权益	10,959	13,888	16,701	20,078	23,968
投入资本(IC)	27,228	34,356	37,513	42,223	55,879
NOPLAT	3,177	3,614	3,966	4,797	5,465
折旧与摊销	119	139	151	154	159
流动资金增量	-8,801	-6,753	-4,322	-4,677	-13,572
资本支出	-151	-119	285	-151	-151
自由现金流	-5,656	-3,118	79	123	-8,099
经营现金流	-4,736	-1,661	658	1,170	-6,729
投资现金流	-611	-1,299	285	-151	-151
融资现金流	5,965	2,659	-482	-227	7,330
现金流净增加额	618	-301	461	792	450
收入增长率	42.9%	20.6%	9.8%	12.5%	6.3%
EBIT 增长率	44.4%	12.8%	8.3%	21.0%	13.9%
净利润增长率	35.8%	11.2%	17.7%	20.1%	15.1%
利润率					
毛利率	35.4%	33.3%	34.1%	36.1%	37.1%
EBIT 率	21.8%	20.4%	20.1%	21.6%	23.2%
净利率	15.2%	14.0%	15.0%	16.0%	17.3%
净资产收益率(ROE)	26.5%	23.3%	22.8%	22.8%	21.9%
总资产收益率(ROA)	4.9%	4.3%	4.7%	4.9%	5.0%
投入资本回报率(ROIC)	11.7%	10.5%	10.6%	11.4%	9.8%
存货周转天数	971	1082	1210	1245	1392
应收账款周转天数	2	3	3	3	3
总资产周转天数	951	1067	1126	1112	1194
净利润现金含量	-1.63	-0.51	0.17	0.26	-1.28
资本支出/收入	1%	1%	-1%	1%	0%
资产负债率	79.0%	79.6%	77.3%	76.6%	75.5%
净负债率	117.8%	129.0%	110.4%	98.6%	121.0%
PE	16.4	14.7	12.5	10.4	9.1
PB	2.2	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.9	9.0	8.4	7.2	7.7
P/S	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
股息率	1.0%	1.6%	2.1%	2.5%	2.9%

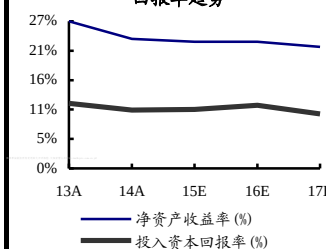
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

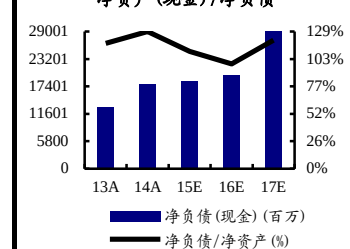


表 1: 荣盛发展未结储备 2644 万方, 其中京津冀 724 万方, 占比 27%(不考虑京津冀锁定的 2 万亩)

项目名称	产品类型	城市	占地面积	计容面积	未结面积	权益	权益未结
廊坊香城郦舍	商住	廊坊	10	30	0.2	100%	0.2
廊坊豪邸坊	住宅	廊坊	6	12	1.2	100%	1.2
廊坊晓廊坊	住宅	廊坊	9.1	22.7	4.4	100%	4.4
廊坊阳光逸墅	住宅	廊坊	7.5	13.5	6.5	100%	6.5
廊坊格林郡府	住宅	廊坊	57	33	18.5	100%	18.5
廊坊塞纳荣府	住宅	廊坊	25.7	47	16.3	52%	8.5
廊坊花语馨苑	商住	廊坊	5.6	9.6	9.6	60%	5.8
廊坊和平郡府	住宅	廊坊	4.5	8.9	8.9	100%	8.9
廊坊四季花语	商住	廊坊	11.1	25.6	23	100%	23
廊坊阳光逸墅	商住	廊坊	6	13.9	12.3	100%	12.3
廊坊白鹭岛	住宅	廊坊	8.8	22	19.8	100%	19.8
廊坊市 2013-25/-26 地块	住宅	廊坊	10	24	21.6	100%	21.6
霸州市 2014-34 号地块	居住用地	霸州	6.7	12	10.8	100%	10.8
沧州锦绣天地	商住	沧州	22.9	57.2	45	100%	45
沧州芳菲苑	住宅	沧州	4.7	9.4	8.4	100%	8.4
沧州兰亭苑	住宅	沧州	7.3	20	1.1	100%	1.1
沧州阿尔卡迪亚	住宅	沧州	10.7	32.3	9.1	100%	9.1
沧州市 CTP-1411 号地块	商住用地	沧州	9.6	19.1	17.2	100%	17.2
邯郸阿尔卡迪亚	住宅	邯郸	20.4	61.1	23.2	100%	23.2
邯郸江南锦苑	住宅	邯郸	9.2	25.9	23.28	100%	23.3
一杯澜二期项目	旅游度假	秦皇岛	29.3	11.7	10.5	100%	10.5
秦皇岛 001001001-1/-2 地块	住宿餐饮	秦皇岛	5.3	2.1	1.9	100%	1.9
石家庄阿尔卡迪亚	住宅	石家庄	15.2	64.4	27.6	100%	27.6
唐山湖畔郦舍	商住	唐山	64.4	171.6	112.8	100%	112.8
唐山丰南 2012-11 地块	商业金融	唐山	4.4	6.6	5.9	100%	5.9
唐山丰南区西城区块位	商业金融	唐山	10.6	27.5	24.7	100%	24.7
廊坊香河 2013-66 地块	住宅	香河	1.6	4	3.6	100%	3.6
廊坊香河县 2014-132 号地块	居住用地	香河	3.7	8.5	7.61	100%	7.61
廊坊霸州市 2014-115&116 号地块	居住	霸州	9.7	17.5	15.72	100%	15.72
戴河首岭一二期	旅游度假	秦皇岛	37.7	35.55	35.55	100%	35.55
廊坊香河县 2014-161、2014-162 号地块	居住	香河	12.1	21.3	21.3	100%	21.3
廊坊市市廊开 7 地块	商住	廊坊	70.6	176.4	176.4	100%	176.4
京津冀区域合计			517	1046	724	98%	712
其他区域合计			1404	2637	1920	93%	1795
总计			1921	3683	2644	95%	2507

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 2014 年业绩较为稳健, 收入同增 21%, 净利润同增 11%

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A
主营业务收入增长率	62.1%	98.5%	45.6%	41.2%	42.9%	20.6%
净利润增长率	64.4%	67.6%	50.0%	39.7%	35.8%	11.2%
经常性净利润增长率	60.7%	73.5%	49.4%	36.9%	35.5%	11.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

毛利率	35.5%	34.9%	37.6%	36.4%	35.4%	33.3%
ROE	16.1%	21.5%	25.0%	26.2%	26.5%	23.3%
三项费用率	4.2%	5.9%	8.3%	6.5%	5.8%	5.9%
净利率	18.5%	15.6%	16.1%	16.0%	15.2%	14.0%
存货周转率	0.25	0.32	0.31	0.32	0.31	0.30

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 3: 2014 年末净负债率 129%，再融资完成后可进一步降低

(单位：百万元)

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A
现金	1,922	2,030	2,685	4,057	4,623	5,887
每股经营性净现金流	0.29	-1.35	-0.27	-0.64	-2.50	-0.87
预售房款	3,903	7,060	9,295	12,935	19,019	20,965
银行借款	3,436	6,023	8,276	11,803	19,326	25,858
银行借款/负债	35.1%	37.8%	39.2%	38.1%	41.2%	42.9%
长期借款/总借款	73.6%	60.4%	37.7%	56.2%	46.9%	40.8%
速动比率	0.38	0.31	0.30	0.35	0.31	0.34
资产负债率	71.7%	75.0%	74.9%	76.6%	79.0%	79.6%
真实资产负债率	43.1%	41.8%	41.9%	44.6%	47.0%	51.9%
净负债率	39.2%	75.1%	79.0%	81.6%	117.8%	129.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gt.jaresearch@gt.jas.com		