

荣归始源 盛若夏花

——荣盛发展（002146）2016年半年报点评

2016年08月03日

强烈推荐/维持

荣盛发展

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

公司8月3日公布2016年半年报。公司实现营业收入113.88亿元，同比增长24.37%，归属于上市公司股东的净利润13.03亿元，同比上升25.83%，扣非后净利润12.48亿元，同比增长21.44%；每股收益0.30元，同比增长11%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	8064.75	3029.04	6128.04	5762.12	8512.74	4047.65	7340.65
增长率（%）	16.43%	-5.52%	-12.02%	18.00%	5.55%	33.63%	19.79%
毛利率（%）	34.27%	32.16%	29.06%	32.02%	24.46%	30.62%	31.81%
期间费用率（%）	5.10%	10.65%	6.09%	6.68%	5.88%	10.01%	6.04%
营业利润率（%）	20.79%	13.68%	15.05%	16.56%	10.77%	11.62%	18.22%
净利润（百万元）	1263.14	314.39	751.35	715.04	791.38	352.16	989.41
增长率（%）	07.96%	-21.07%	-26.92%	-06.65%	-37.35%	12.01%	31.68%
每股盈利（季度，元）	0.62	0.16	0.19	0.17	0.17	0.08	0.22
资产负债率（%）	79.58%	81.85%	81.70%	82.54%	78.75%	79.94%	81.55%
净资产收益率（%）	8.16%	2.10%	4.89%	4.49%	3.59%	1.57%	4.44%
总资产收益率（%）	1.67%	0.38%	0.90%	0.78%	0.76%	0.32%	0.82%

观点：

- **营业收入和净利润大幅增长。**报告期内公司实现营业收入113.88亿元，同比增长24.37%，归属于上市公司股东的净利润13.03亿元，同比上升25.83%，扣非后净利润12.48亿元，同比增长21.44%；每股收益0.30元，同比增长11%。截至2016年6月30日，公司总资产1207.19亿元，同比增长16.25%。

我们认为公司上半年营业收入大幅增长得益于两方面：一是起始于2015年下半年的行业销售升温，尤其是廊坊和南京区域受一线城市外溢效应影响，结算面积大幅增加；二是布局城市的调整升级，城市水平决定了项目去化速度，公司的销售额创历史新高已经成为调整城市布局战略最有力的现实例证。

净利润增幅大于营收增长的原因是报告期内结算项目毛利率小幅提升。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

项目	2016年 H	2015年 H	同比变动	原因分析
净利润	13.41	10.67	25.68%	营收大幅增长和毛利率小幅上升
营业收入	113.88	91.52	24.43%	当期结算面积大幅增长
资产负债率 (%)	81.55	79.94	2.01%	上半年债务融资力度加大
费用比率 (%)	7.45	7.54	-1.19%	费用比率变动不大
加权 ROE (%)	6.12	7.28	-15.93%	受去年底增发摊薄影响
总资产	1207.19	839.11	43.87%	积极做大做强
货币资金	167.14	72	132.14%	报告期内销售回款数量较大
预收账款	304.6	205.14	48.48%	签约销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	96.97	88.61	9.43%	负债正常到期
经营活动净现金流	-52.16	-15.63	233.72%	新开工面积大幅增长
稀释 EPS	0.30	0.27	11.11%	净利润大幅上升

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

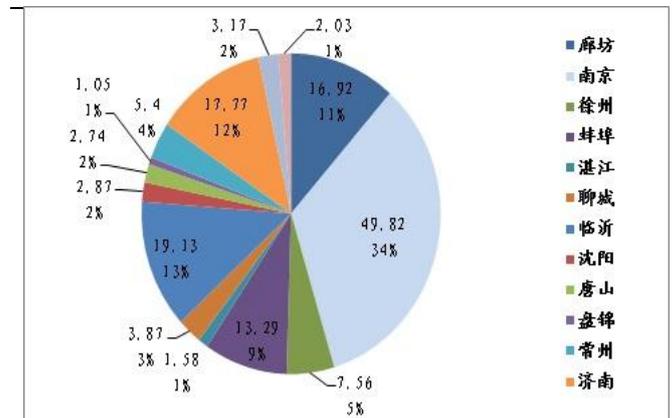
- **销售业绩大幅增长。**报告期内, 公司签约额**172亿元**, 同比增长**105.9%**, 完成全年销售目标**350亿元**的**49.18%**, 创造了历史以来最高半年度销售额。结算项目面积**150万平**, 从结算项目区域来源来看, 主要来自于南京、廊坊、聊城和蚌埠, 其中廊坊和南京两个城市占比高达**44%**, 随着公司向京津冀和长三角区域的回归, 未来两大区域的新开工和结算面积占比有望进一步提升。

图 1: 近 5 年销售、结算收入与均价情况



资料来源: 公司 2016 年半年报, 东兴证券研究所

图 2: 上半年结算项目区域来源



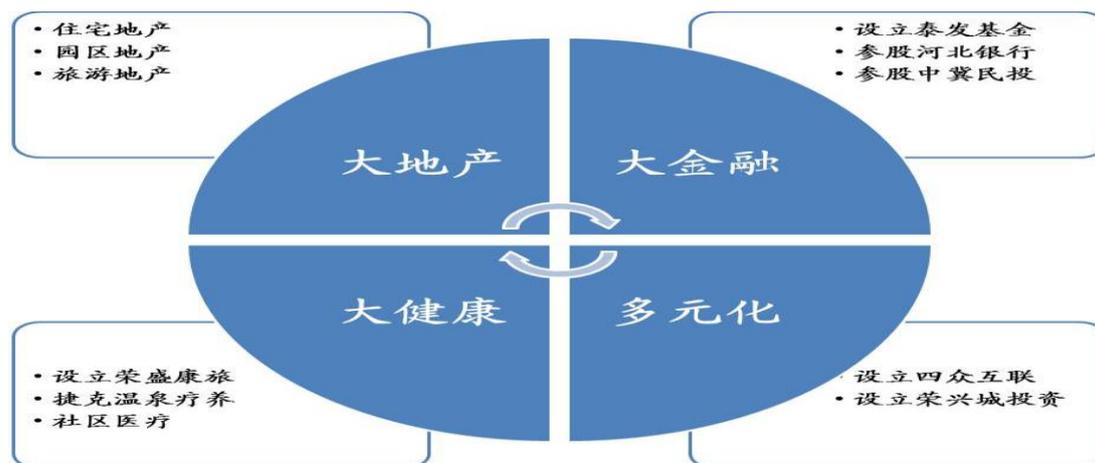
资料来源: 公司 2016 年半年报, 东兴证券研究所

- **协同模式释放巨大活力。**公司地产项目布局目前已经从“广泛布局”转变为“重点关注京津冀和长江经济带”, 同时传统的“以住宅作为主导产品”也在向“产业园区、旅游地产、养老地产、住宅多产品并重”的思路转变。

当前的市场和行业现状决定了, 公司不再适宜通过规模扩张来提升盈利能力, 当前从价值挖掘和需求匹配的角度进行业务模式升级是更符合公司长远发展战略的决策。目前公司在保障地产业务稳定发展的基础上, 开始在互联网技术和大健康领域投资的布局。我们认为公司当前经营思路的转变并不是激进的, 而是建立在平稳过渡的基础上, 是对原有地产业务产业链的延伸和升级, 是对当前客户和潜在客户价值的深挖和产品的再匹配过程。

值得关注的是,公司根据转型战略规划调整了管理架构,组建了地产事业部、康旅事业部、金融事业部、互联网事业部和创新事业部,适应和理顺了公司的业务管理。

图 3:公司各业务板块布局现状



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

从子公司未来发展的逻辑来看,不论是互联网子公司,还是康旅投资公司,都是基于当前已有的业务或是未来业务发展的重点,易与当前业务产生协同性效应,有利于当前地产业务的规模和质量双提升,也可以真正借助新技术和新业务的活力,刺激企业产生领先于行业的经营模式或更高水平的产品和服务。

- **拿地节奏明显放缓但城市升级意图显现。**报告期,公司通过招拍挂和股权收购等多种方式取得土地22宗,权益建面175.24万平方米,主要布局于二线和三线城市。公司上半年获地面积仅完成全年目标的17.52%,拿地节奏明显放缓,但在地王频出的时期,这种谨慎的向二线城市布局的态度是对以往稳健经营精神的延续,也是公司盈利能力的保障。

从当前土地储备的布局城市来看,公司年初提出的城市升级思想已经逐步落地,我们认为这一行为顺应行业趋势,有益于公司恢复高速的周转能力。

从当前土地储备的总量来看,截止报告期末,公司土地储备2311.8万平方米,按照2015年的开工和竣工面积来看,可满足公司2-3年的开发需要。

表 2:2016 年初至今通过招拍挂方式取得的新增土地储备

城市	编号	规划用途	占地面积 (万 m ²)	规划建筑 面积(万 m ²)	总成交金额 (亿元)	平均楼面 价(元/m ²)	平均溢价 率(%)
石家庄	[2015]054 号	综合用地	11.88	--*	35.5	--	124.83
无锡	(2015) 第 86 号	住宅用地	3.72	3.75	1.25	3330	0
无锡	(2015) 第 85 号	住宅用地	4.48	4.53	1.51	3334	0
无锡	(2015) 第 82 号	商业/办公	0.19	0.54	0.07	1285	0
无锡	(2015) 第 84 号	商业/办公	3.43	9.61	1.62	1686	0
无锡	(2015) 第 83 号	商业/办公	0.29	0.85	0.1	1183	0
无锡	(2015) 第 87 号	住宅用地	3.01	3.04	1.02	3351	0
无锡	(2015) 第 81 号	商业/办公	1.81	1.63	0.43	2636	0
徐州	2016-2 号	住宅用地	4	14	1.32	943	0
郑州	郑政东出〔2016〕10 号	住宅用地	4.77	7.16	18.63	26035	72.02

资料来源: CREIS 数据库, 东兴证券研究所

*注: 其中商服容积率 < 5.5, 建筑密度 ≤ 45%, 绿地率 > 20%; 住宅容积率 ≤ 3.0, 建筑密度 ≤ 25%, 绿地率 ≥ 30%。土地用途: 商服、住宅用地, 商服用地期限 40 年, 住宅用地期限 70 年。出让的商品住房用地项目, 须按照项目总建筑面积 10% (5% 为廉租住房, 5% 为公共租赁住房) 以上的比例配建公共保障房。

- **土地板块业务类型更加丰富。**公司已经确定签约永清、香河、霸州 3 个产业园区项目, 还在围绕北京布局, 积极协商其它新的园区, 未来公司将开启 3-4 年的快速产业地产发展进程, 分享京津冀预期产业地产和旅游地产将与住宅地产共同作为公司的支柱性产业。

公司在战略方面做出多方调整, 从业务方面来看, 公司地产业务的品种增多, 旅游地产、产业地产和住宅地产并重; 从城市布局方面来看, 将从部分三四线城市撤出, 卖出项目回笼现金流, 重点开拓和发展京津冀区域和南京等长三角重点城市市场, 深耕布局区域和城市; 从资金方面, 未来有望通过发行公司债、与政策性金融机构合作等方面实现资金成本的进一步降低, 享受当前流动性充裕环境的利好。

- **多元融资助力规模扩张。**正值资本市场窗口期和利率市场化进程加速期, 公司采用银行信贷、信托和公司债等多种方式实现融资, 上半年新增融资额为 222.8 亿元, 完成年度融资计划 269.31 亿元的 82.73%。

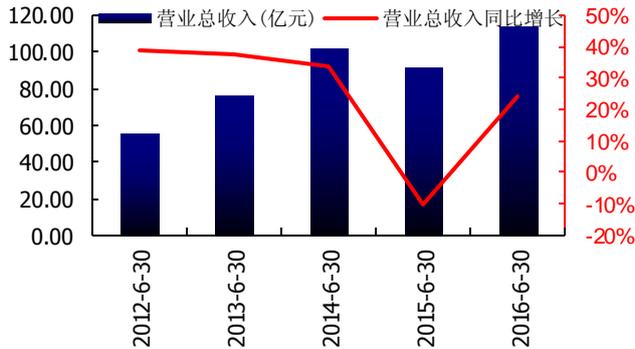
7月26日, 公司再次发布定增预案, 募资 49 亿元, 投资京津冀和长三角四个项目, 根据预案盈利预测, 4 个项目销售额约 157 亿元, 投资额约 123 亿元, 净利润约 23 亿元。公司募资投向明确, 契合当前城市提升战略, 同时, 也有利于公司抓住当前市场放开的做大做强机遇, 以资金和管理优秀, 进一步从第二梯队向第一梯队冲击。

表 3: 公司 2016 年融资情况

融资类别	融资余额	融资成本	期限结构
信贷融资	195.8 亿元	-	-
公开发行人公司债	27 亿元	5.47%-6%	3 年期
定向增发 (预案)	49 亿元	-	1 年限售期

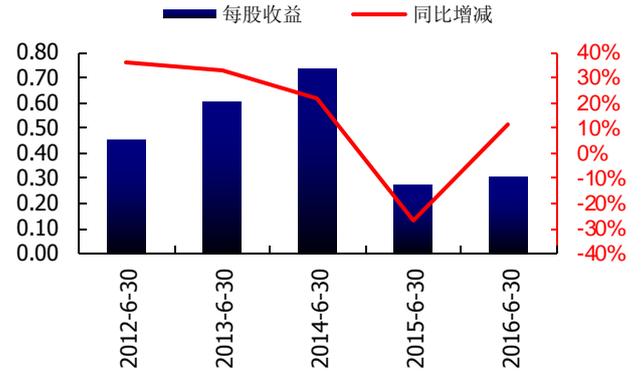
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 营业收入情况



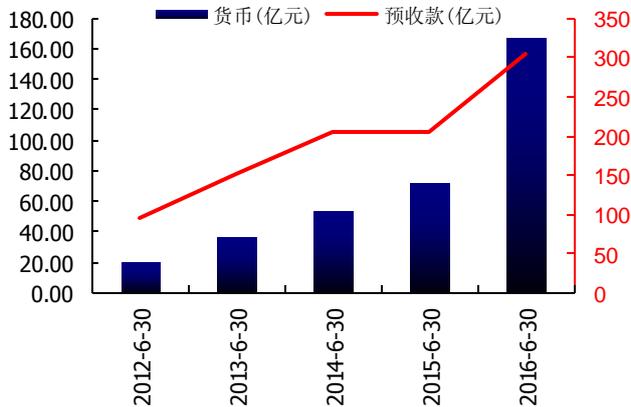
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 5: 每股收益情况



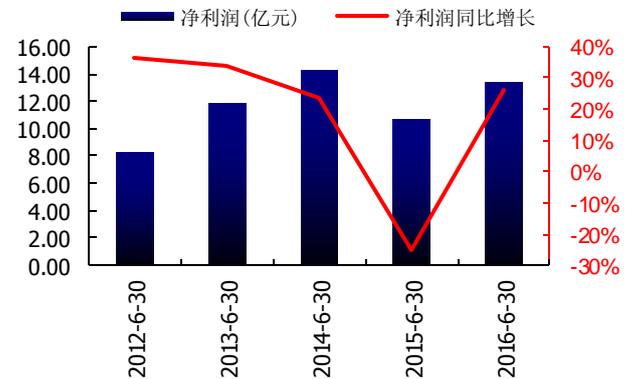
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 6: 货币和预收款情况



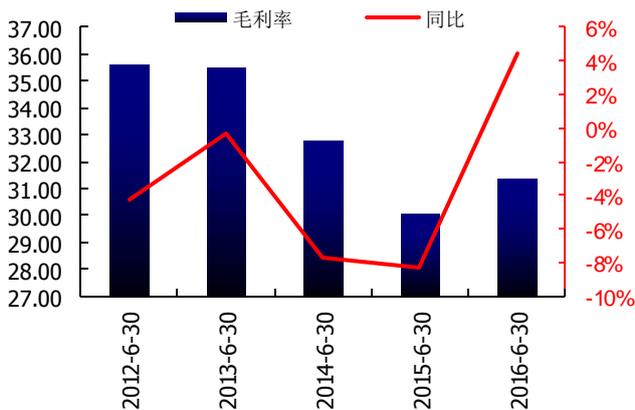
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 7: 净利润情况



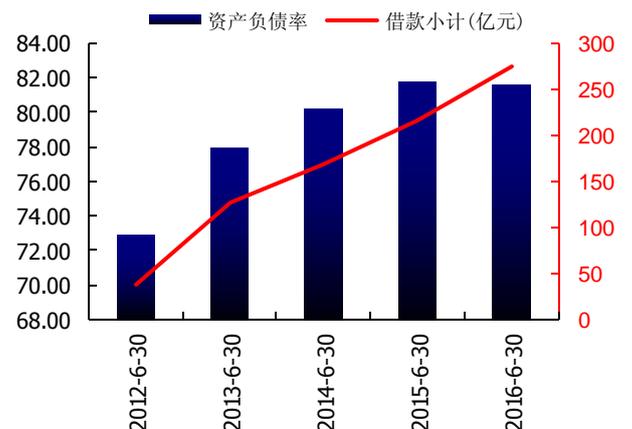
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 8: 销售毛利率情况



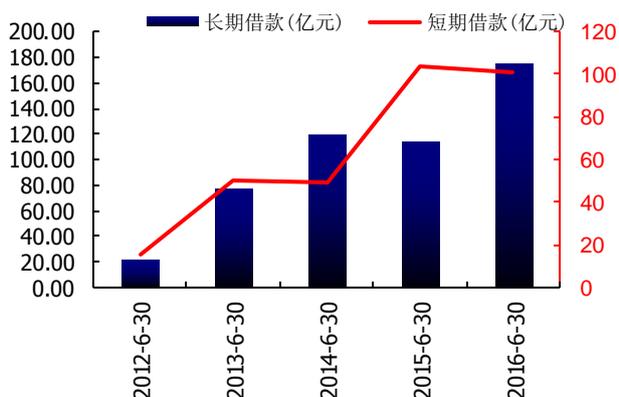
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 9: 资产负债率情况



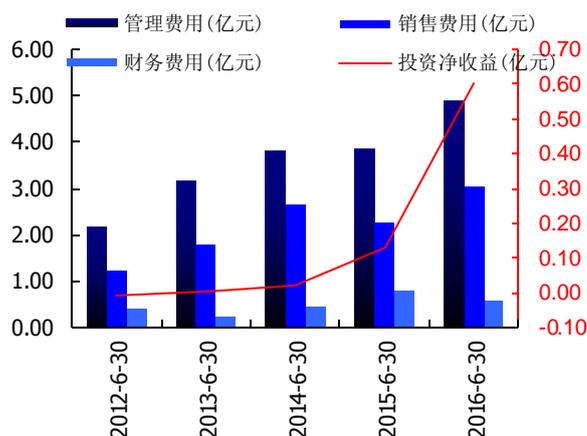
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 10: 贷款情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

结论:

公司是河北省房地产开发企业的龙头, 精于住宅地产的开发, 深度布局于园区地产和旅游地产, 周转率和成本控制均显著高于行业平均水平。公司的看点主要有三: 一是顺应行业趋势, 城市布局回归京津冀和长三角区域, 城市等级的提升将显著利好缩短产品周转率; 二是地产业务种类不断丰富, 住宅地产、园区地产和旅游地产从不同角度为公司的盈利能力的保持提供支撑, 附加了社区医疗和旅游物业管理等服务的产业链延伸将使公司不游离于行业主流之外; 三是多元化业务有序推进, 不论是参与捷克休闲水疗区, 还是参股中冀民投等动作, 与地产业务存在千丝万缕的关联, 极大的体现了公司“大地产、大金融、大健康+多元化”的“3+X”战略发展规划的意图。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 278.61 亿元、344.08 亿元和 417.02 亿元, 每股收益分别为 0.79 元、1.05 元和 1.15 元, 对应 PE 分别为 9.14、6.86 和 6.25, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	72507	98557	92281	110951	135358	营业收入	23119	23432	27861	34408	41702
货币资金	5887	13672	11144	13763	16681	营业成本	15420	16750	19224	23397	29192
应收账款	266	629	229	283	343	营业税金及附加	1781	1872	2145	2581	3003
其他应收款	8717	10927	12993	16046	19448	营业费用	491	548	641	723	876
预付款项	3561	2955	1994	824	-636	管理费用	715	842	975	1204	1460
存货	52016	67814	63202	76923	95972	财务费用	156	191	213	347	471
其他流动资产	2058	2454	2720	3113	3550	资产减值损失	81.45	36.08	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	3285	4315	3755	3698	3582	公允价值变动收益	-0.36	4.35	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	18	17	17	17	17	投资净收益	16.19	11.04	15.00	15.00	15.00
固定资产	1052.11	1264.90	1578.31	1540.88	1444.45	营业利润	4491	3207	4629	6123	6668
无形资产	169	197	178	158	138	营业外收入	51.17	107.58	80.00	80.00	80.00
其他非流动资产	436	581	0	0	0	营业外支出	36.42	38.94	33.00	33.00	33.00
资产总计	75792	102871	96036	114649	138940	利润总额	4505	3276	4676	6170	6715
流动负债合计	49583	59403	58999	73799	93883	所得税	1050	704	1052	1388	1511
短期借款	7677	9155	19016	28077	40800	净利润	3455	2572	3624	4782	5204
应付账款	8021	7824	8216	10000	12476	少数股东损益	224	144	210	231	210
预收款项	20965	24196	26982	30423	34593	归属母公司净利润	3232	2428	3414	4551	4994
一年内到期的非流	7632	7894	0	0	0	EBITDA	4916	3721	5076	6727	7406
非流动负债合计	10733	21452	13104	14411	15911	BPS (元)	1.71	0.64	0.79	1.05	1.15
长期借款	10549	11274	12774	14274	15774	主要财务比率					
应付债券	0	9855	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	60317	80856	72104	88210	109794	成长能力					
少数股东权益	1588	1380	1590	1821	2031	营业收入增长	20.59%	1.35%	18.90%	23.50%	21.20%
实收资本(或股本)	1905	4348	4348	4348	4348	营业利润增长	10.10%	-28.58	44.33%	32.26%	8.91%
资本公积	1547	4664	4664	4664	4664	归属于母公司净利润	40.60%	33.28%	40.60%	33.28%	9.76%
未分配利润	8838	9649	10264	11083	11982	获利能力					
归属母公司股东权	13888	20636	22343	24618	27115	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	75792	102871	96036	114649	138940	净利率(%)	14.95%	10.98%	13.01%	13.90%	12.48%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.26%	2.36%	3.56%	3.97%	3.59%
						ROE(%)	23.27%	11.77%	15.28%	18.48%	18.42%
经营活动现金流	-1661	-2473	5686	-5086	-8153	偿债能力					
净利润	3455	2572	3624	4782	5204	资产负债率(%)	80%	79%	75%	77%	79%
折旧摊销	269.52	322.70	0.00	257.15	266.15	流动比率	1.46	1.66	1.56	1.50	1.44
财务费用	156	191	213	347	471	速动比率	0.41	0.52	0.49	0.46	0.42
应收账款减少	0	0	400	-54	-60	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2786	3441	4170	总资产周转率	0.34	0.26	0.28	0.33	0.33
投资活动现金流	-1299	-2803	344	-233	-183	应收账款周转率	121	52	65	134	133
公允价值变动收益	0	4	2	2	2	应付账款周转率	3.54	2.96	3.47	3.78	3.71
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	11	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	1.71	0.64	0.79	1.05	1.15
筹资活动现金流	2659	12480	-8557	7938	11254	每股净现金流(最新)	-0.16	1.66	-0.58	0.60	0.67
应付债券增加	0	0	-9855	0	0	每股净资产(最新摊)	7.29	4.75	5.14	5.66	6.24
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	14	2443	0	0	0	P/E	4.20	11.22	9.14	6.86	6.25
资本公积增加	87	3116	0	0	0	P/B	0.99	1.51	1.40	1.27	1.15
现金净增加额	-301	7203	-2527	2619	2918	EV/EBITDA	6.85	14.98	10.22	8.89	9.60

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。