

荣盛发展 (002146.SZ)

销售业绩稳定增长，加大并购合理布局

核心观点:

● 结算规模增长提振业绩水平

16年公司实现营业总收入306.22亿元，同比增长30.7%，归母净利润41.48亿元，同比增长70.8%，每10股派4.0元，分红为公司近年来的最高水平。房地产结算271亿，同比增长21.91%，实现了结算口径的量价齐升。此外公司园区收入以及其他收入为公司贡献了业绩增量，过去几年在园区业务上的拓展，从业绩上取得了良好的效果。

● 销售水平稳步提升，保障公司未来业绩

销售方面，公司签约额512.24亿元，同比增长65.77%，创出历史新高，销售回款484.88亿元，回款率94.66%，力促销售上新台阶。17年公司计划新开工面积857万方，同比增长41.7%，预计可售货值将能够达到1000亿，对于全年650亿的销售目标提供了有力的保障。在目前三四线城市良好的销售环境下，一季度销售金额153亿元，已经完成年度销售计划的23.5%。

● 土地投资大幅提升，园区拓展顺利推行

16年，公司通过招拍挂、股权收购等方式共获得80余宗地块的土地使用权，总建筑面积约953万方，可售权益建筑面积合计约874万方，合计土地投资金额约260亿元，占销售金额比例为51%，投资力度进一步提升。

● 预计17、18年EPS分别为1.10、1.17元/股，维持“买入”评级。

16年荣盛发展取得了销售和业绩两方面的大幅增长，项目拓展稳扎稳打，维持了过去几年的项目获取结构和合理的土地购置规模。公司在京津冀区域的园区业务拓展，对于未来业务的发展提供良好的保障。

● 风险提示

市场景气度下降以及土地成本上涨带来的利润率下降等风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,432	30,622	37,894	44,795	52,389
增长率(%)	1.35%	30.68%	23.75%	18.21%	16.95%
EBITDA(百万元)	3554.91	5937.31	7331.86	8108.53	9710.20
净利润(百万元)	2428.24	4148.09	4795.45	5070.86	5793.76
增长率(%)	-24.87%	70.83%	15.61%	5.74%	14.26%
EPS(元/股)	0.64	0.95	1.10	1.17	1.33
市盈率(P/E)	18.33	12.35	10.64	10.06	8.80
市净率(P/B)	2.47	2.16	1.79	1.52	1.30
EV/EBITDA	14.26	8.50	9.15	10.55	9.44

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

12.57元

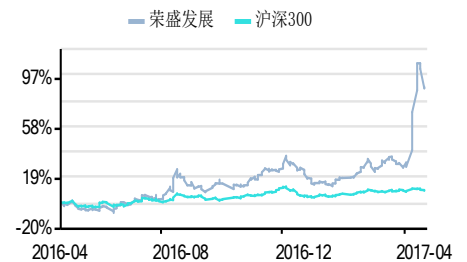
前次评级

买入

报告日期

2017-04-25

相对市场表现



分析师:

乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师:

金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究:

销售业绩双成长，土储园区广布局	2017-01-23
荣在中华，盛行天下	2015-11-23
走出一条自己的路	2015-09-01

联系人:

李飞

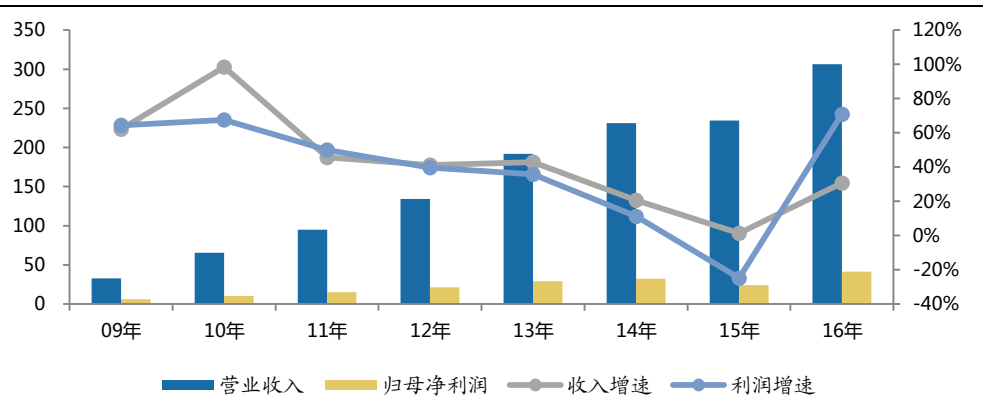
gflifei@gf.com.cn

结算规模增长提振业绩水平

16年公司实现营业总收入306.22亿元，同比增长30.7%，实现营业利润56.36亿元，同比增长75.7%，实现归属于上市公司股东的净利润41.48亿元，同比增长70.8%，每股收益0.94元，分红预案每10股派4.0元现金股息（含税），与15年相比分红规模增加60%，为公司近年来的最高水平。

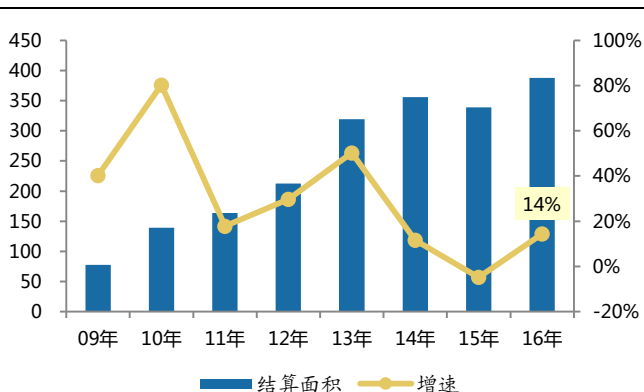
16年公司主营业务收入增加，其中房地产结算收入规模271亿元，与去年同期相比增长21.91%，年内公司结算面积以及结算均价都取得了提升，分别上涨14.4%和6.58%，实现了结算口径的量价齐升。年内结算毛利率28.42%，与15年全年相比增长0.81个百分点，过去几年公司的拿地均价和销售均价基本维持稳定，没有发生大幅度的波动，收入规模的提升成为了营业利润提升的基础。

图1：荣盛发展主营业务收入归母净利润规模（亿元）及增速



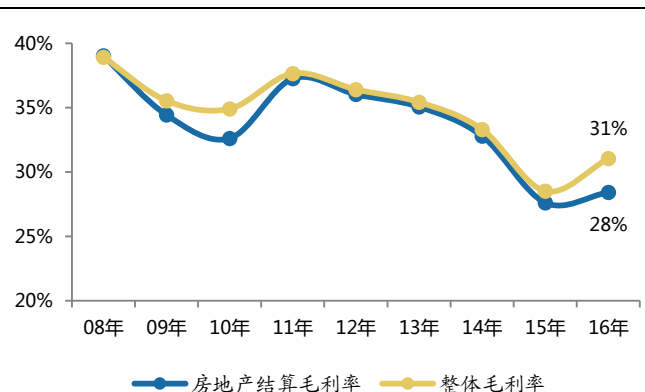
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：荣盛发展房地产结算面积（万方）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：荣盛发展16年整体及地产结算毛利率



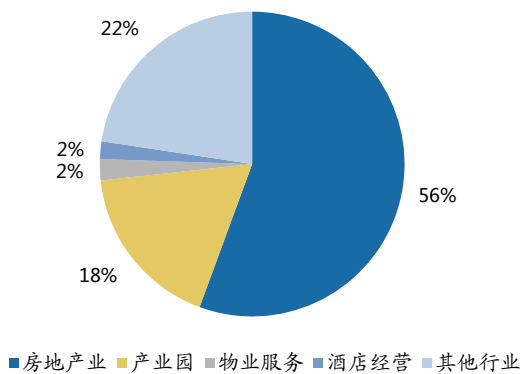
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

除了地产结算规模的稳定增长，公司在16年主营业务收入中的园区收入以及其他收入的增长，是公司16年的营业利润增速高于营业收入增速的很重要的原因，公

司园区业务贡献收入15.1亿元，包括基础设施建、展服土地整理、园区综合服务及园区住宅配套服务，报告期内结算毛利率33.81%，高于地产收入的业务毛利率，而这部分业务15年贡献收入仅1569万元。过去几年在园区业务上的拓展，在业绩上取得了良好的效果。

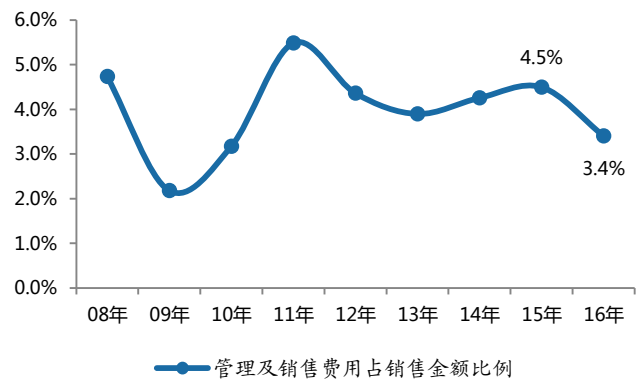
费用方面，公司管理及销售费用率相对于销售金额的占比与15年相比由4.5%下降至3.4%，管控水平进一步提升。截止到16年末已经布局30个城市，涉及房地产项目190个，同时布局10个健康产业项目，经营范围不断扩大的同时，对于费用水平的管控能力在不断提升。

图4: 荣盛发展16年毛利增量结构



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图5: 荣盛发展管理以及销售费用

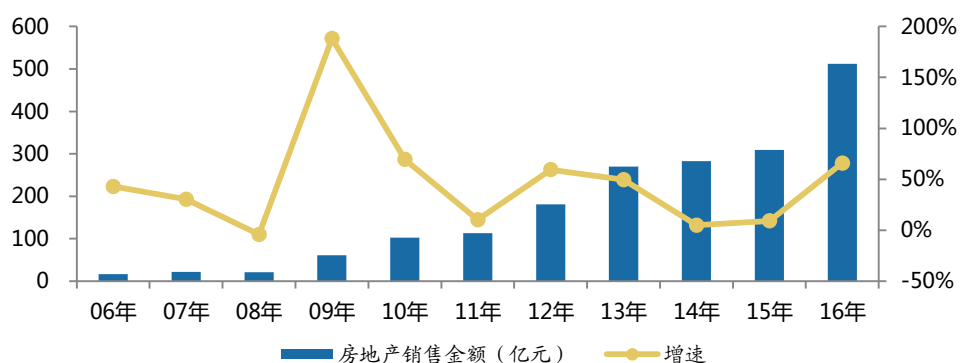


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

销售水平稳步提升, 保障公司未来业绩

销售方面, 公司签约额512.24亿元, 同比增长65.77%, 创出历史新高, 销售回款484.88亿元, 回款率94.66%。报告期, 公司力促销售上新台阶, 对公司的销售体系进行调整, 采用公司制管理, 由南京新探索和意家科技两个全资销售公司全面负责公司的销售; 另一方面抓住各区域市场普遍回暖的机会, 加大了对现有项目库存房源的销售力度, 同时积极推出新项目。

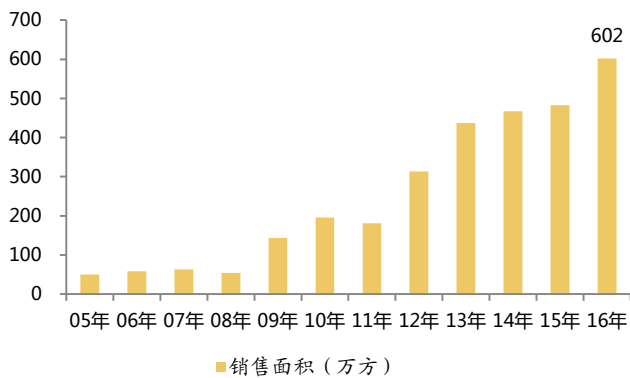
图6: 荣盛发展房地产销售金额(亿元)及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

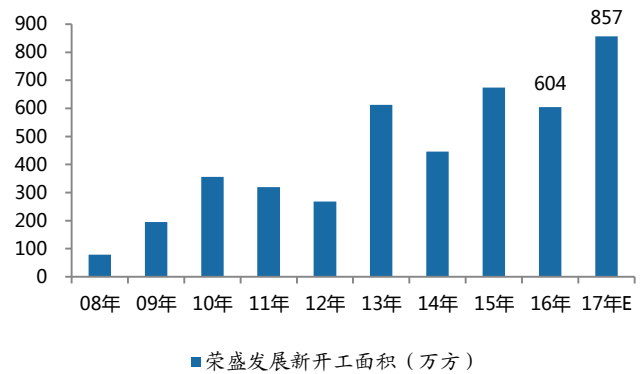
开工方面，公司16年实现新开工面积604万方，与公司16年的销售面积规模基本相当，稳定的开工规模为公司提供了良好的货值基础。17年公司计划新开工面积857万方，同16年相比增长41.7%，操盘规模也在不断提升，为销售规模的增长提供了充足的可售资源。17年公司年度签约计划约650亿元，计划实现销售签约回款600亿元，预计储备货值在1000亿元左右，而且在三四线城市较好的销售环境下，一季度公司累计完成销售金额约153亿元，已经完成年度销售计划的23.5%，在传统销售淡季取得了较好的成绩。

图7：荣盛发展销售面积（万方）



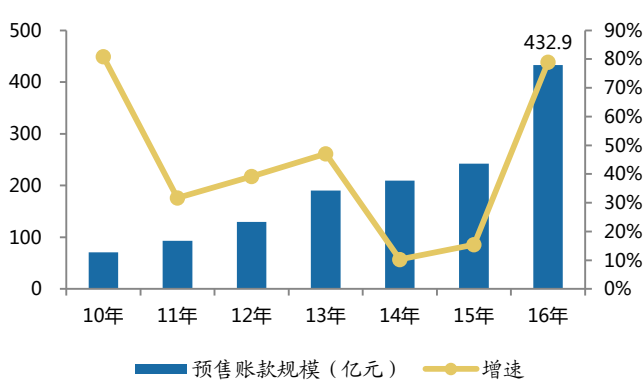
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：荣盛发展新开工面积及计划



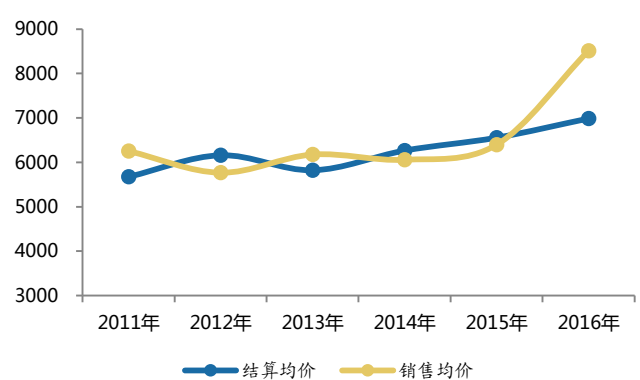
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：荣盛发展预收账款规模（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图10：荣盛发展房地产竣工面积（万方）



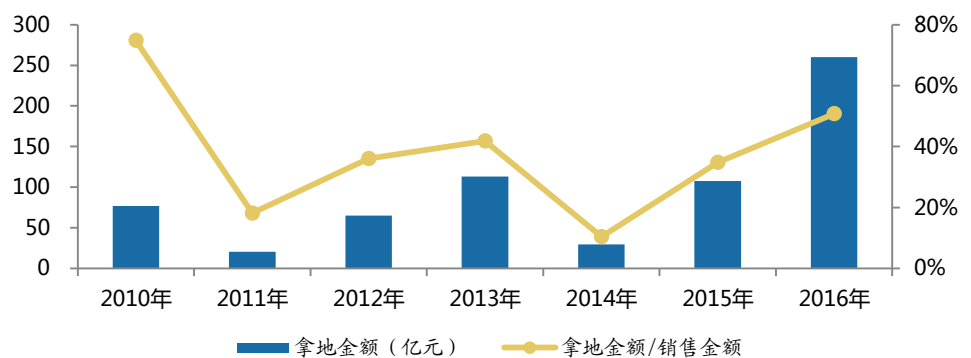
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

截止到16年末，公司在手预收账款规模为432.9亿元，同15年末相比上升79%，这与公司销售回款质量大幅提升有很大关系，对于17年以及18年的结算规模提供了较好的保障。另一方面，公司过去几年结算均价和销售均价水平基本相当，但在16年公司的销售均价大幅提升，可以部分抵消地产行业投资收益率的下降，未来两年，预计公司计算毛利率水平可以基本维持稳定。整体来看，我们认为17年公司主营业务收入依旧可以维持20%以上的增长，而业绩水平增速也具备两位数增长的能力。

土地投资大幅提升，园区拓展顺利推行

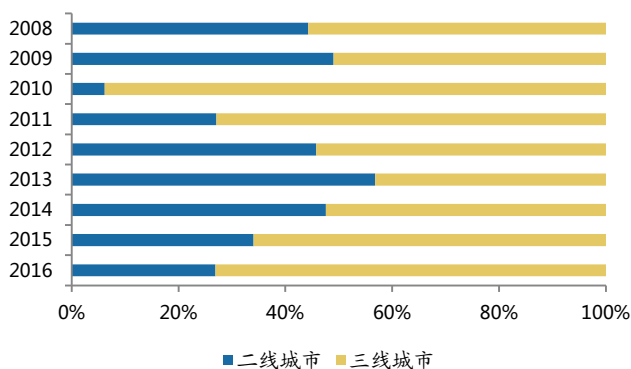
16年，公司通过招拍挂、股权收购等方式共获得80余宗地块的土地使用权，总建筑面积约953万方，可售权益建筑面积合计约874万方，合计土地投资金额约260亿元，占销售金额比例为51%，14年以来土地投资力度进一步逐渐提升。16年公司在珠三角区域加大了土地投资的力度，通过股权收购的方式进入惠州，平均土地地价金额约2605元/平米，进一步贯彻布局核心都市圈的布局战略，充分受益于都市圈的发展以及17年三四线较高的市场热度。

图11: 荣盛发展拿地金额(亿元)及占销售金额比例



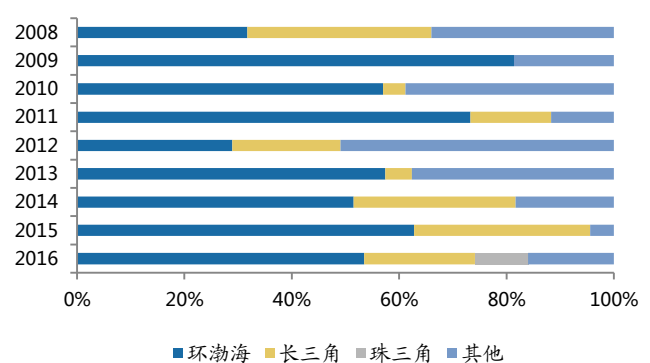
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 荣盛发展获取土地资源各线城市占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 荣盛发展获取土地资源各区域占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 1: 荣盛发展 2016 年主要园区项目拓展情况

时间	区域	协议性质	面积	业务板块
2017年1月	秦皇岛北戴河七里海片区	合作协议	240亩(国际会议中心及酒店配套)	康旅园区
2016年12月	河北省内丘县国际康养旅游度假区	合作协议	787平方公里	康旅园区
2016年12月	南京市六合区平山森林公园项目	框架协议	3.5万亩	康旅园区
2016年12月	西安临潼区秦文化国际旅游度假区	框架协议	1000亩	康旅园区

2016年11月	四川省广汉市三星堆文化旅游项目	框架协议	1.5万亩	康旅园区
2016年11月	香河县现代产业元	补充协议	24.2平方公里	产业新城
2016年10月	张家口市宣化区高铁新城项目	框架协议	2.88平方公里	产业新城
2016年8月	河北承德市兴隆县	合作协议	205平方公里	产业新城
2016年7月	廊坊霸州市东部新城项目	合作协议	13.56平方公里	产业新城
2016年6月	捷克共和国南摩拉维亚州休闲水疗区	框架协议	450亩	康旅园区
2016年5月	河北省涞水县野三坡景区	股权收购	520平方公里	康旅园区
2016年1月	河北省环开总部经济花园	股权收购	2800亩	产业新城

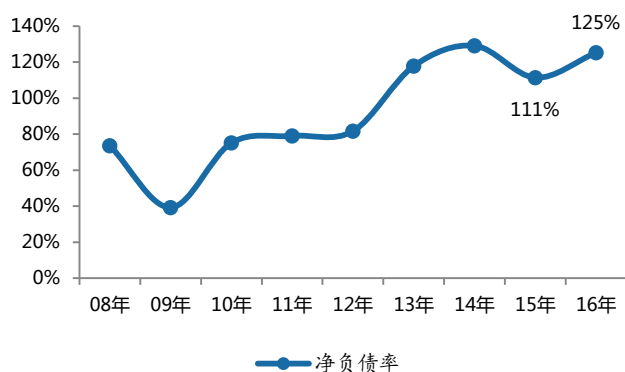
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

此外，16年荣盛发展进一步加强产业新城及康旅园区拓展业务，签署合作协议和股权收购协议达到12个，其中8个位于大本营河北省环首都经济圈之内，另外4个项目分别位于南京、西安、四川和海外的捷克。回归京津冀后再通过园区拓展模式绑定土地资源，为公司今后的长远发展确立明确的方向和目标，有利于规模进一步扩大。

融资活动紧锣密鼓，杠杆水平维持高位

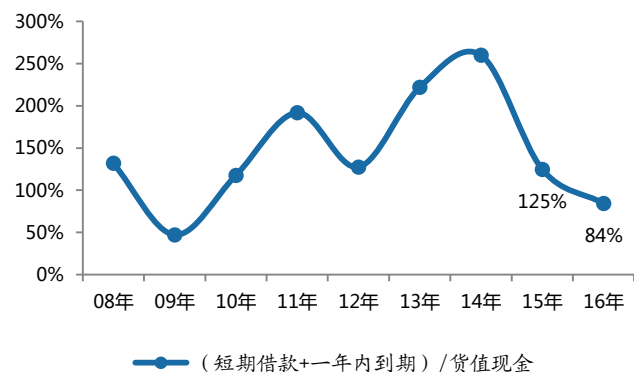
根据年报显示，16年末公司融资余额为327亿元，与15年末相比下降22亿元，从融资结构来看，银行贷款的占比由15年的24.1%提升至56.7%，而成本较高的信托融资占比则从33.4%下降至24.9%，融资结构小幅优化。整体债务结构方面，公司净负债率由111%上升至125%，尽管销售表现优异，但投资维持高位，杠杆水平维持在14年以来的水平。与15年相比得到优化的是短期债务覆盖水，短期还款总规模与货币现金的比例下降21个百分点，现金流的安全性进一步提升。

图14：荣盛发展净负债率水平



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图15：荣盛发展短期负债规模占现金比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表2：荣盛发展16年债券发行规模

债券简称	债券类型	起息日	期限(年)	发行规模(亿元)	票面利率(当期)
16荣发01	私募债	2016-01-28	3	12.00	6.20%
16荣发02	私募债	2016-04-14	3	7.50	5.80%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

16 荣发 04	私募债	2016-06-14	3	4.50	6.00%
16 荣发 07	私募债	2016-07-29	3	2.50	5.80%
16 荣发 06	私募债	2016-07-29	3	12.50	5.47%
16 荣发 08	私募债	2016-09-22	3	6.00	5.05%
16 荣发 09	私募债	2016-09-22	3	5.00	5.30%
合计				50.00	5.69%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

2016年荣盛发展取得了销售和业绩两方面的大幅增长，项目拓展稳扎稳打，维持了过去几年的项目获取结构和合理的土地购置规模。随着公司在京津冀区域的园区业务拓展，未来在货值安全性和业绩锁定性还会进一步增强。预计17、18年EPS分别为1.10、1.17元/股，维持“买入”评级。

风险提示

市场景气度下降以及土地成本上涨带来的利润率下降等风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	98,557	139,108	176,610	229,215	293,893
货币资金	13,672	19,354	16,250	19,500	22,500
应收及预付	14,511	26,592	29,344	31,162	34,039
存货	67,814	88,924	126,954	174,491	233,291
其他流动资产	2,560	4,237	4,063	4,063	4,063
非流动资产	4,315	6,637	7,523	8,539	9,648
长期股权投资	17	911	1,071	1,258	1,478
固定资产	1,265	1,754	1,842	1,952	2,069
在建工程	217	291	631	958	1,276
无形资产	497	682	682	682	682
其他长期资产	2,319	2,998	3,298	3,688	4,143
资产总计	102,871	145,745	184,133	237,754	303,541
流动负债	59,403	85,277	112,801	153,766	202,345
短期借款	9,155	7,954	7,403	9,424	13,235
应付及预收	42,355	68,938	99,780	137,078	179,785
其他流动负债	7,894	8,385	5,618	7,264	9,326
非流动负债	21,452	35,259	41,022	48,226	59,135
长期借款	11,274	18,727	24,213	31,085	41,613
应付债券	9,855	15,853	15,853	15,853	15,853
其他非流动负债	323	680	956	1,288	1,670
负债合计	80,856	120,536	153,823	201,991	261,481
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
资本公积	4,664	4,633	5,592	6,607	7,765
留存收益	11,624	14,684	18,520	22,577	27,212
归属母公司股东权益	20,636	23,665	28,461	33,532	39,325
少数股东权益	1,380	1,543	1,849	2,231	2,735
负债和股东权益	102,871	145,745	184,133	237,754	303,541

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-2,473	-3,695	-1,804	-3,716	-8,871
净利润	2,572	4,372	5,102	5,453	6,298
折旧摊销	136	152	129	156	186
营运资金变动	-9,685	-6,658	-9,940	-12,057	-18,971
其它	4,504	-1,561	2,905	2,732	3,616
投资活动现金流	-2,803	-2,737	-1,052	-701	-747
资本支出	-77	-85	-980	-614	-642
投资变动	-868	-3,229	-73	-88	-105
其他	-1,858	577	0	0	0
筹资活动现金流	12,480	12,742	-248	7,668	12,618
银行借款	24,468	33,585	18,508	23,560	33,088
债券融资	-13,321	-16,910	-16,339	-13,021	-16,688
股权融资	5,100	36	0	0	0
其他	-3,767	-3,969	-2,417	-2,871	-3,783
现金净增加额	7,203	6,310	-3,104	3,250	3,000
期初现金余额	4,183	11,409	17,719	14,615	17,865
期末现金余额	11,386	17,719	14,615	17,865	20,865

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.4%	30.7%	23.7%	18.2%	17.0%
营业利润增长	-28.6%	75.7%	24.4%	7.5%	15.6%
归属母公司净利润增长	-24.9%	70.8%	15.6%	5.7%	14.3%
获利能力(%)					
毛利率	28.5%	31.0%	31.1%	31.3%	32.1%
净利率	11.0%	14.3%	13.5%	12.2%	12.0%
ROE	11.8%	17.5%	16.8%	15.1%	14.7%
ROIC	5.7%	7.8%	7.8%	7.2%	6.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	78.6%	82.7%	83.5%	85.0%	86.1%
净负债比率	111.3%	125.2%	121.5%	123.4%	136.8%
流动比率	1.66	1.63	1.57	1.49	1.45
速动比率	0.47	0.50	0.35	0.28	0.23
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.25	0.23	0.21	0.19
应收账款周转率	52.34	59.22	80.58	73.05	67.06
存货周转率	0.28	0.27	0.24	0.20	0.17
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.95	1.10	1.17	1.33
每股经营现金流	-0.57	-0.85	-0.41	-0.85	-2.04
每股净资产	4.75	5.44	6.55	7.71	9.04
估值比率					
P/E	18.3	12.3	10.6	10.1	8.8
P/B	2.5	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.3	8.5	9.1	10.6	9.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,432	30,622	37,894	44,795	52,389
营业成本	16,750	21,114	26,118	30,857	35,581
营业税金及附加	1,872	1,978	2,435	2,875	3,411
销售费用	548	757	955	1,380	1,778
管理费用	842	988	1,182	1,730	2,094
财务费用	191	64	281	519	936
资产减值损失	36	90	0	0	0
公允价值变动收益	4	-6	0	0	0
投资净收益	11	12	91	107	126
营业利润	3,207	5,636	7,013	7,541	8,713
营业外收入	108	105	0	0	0
营业外支出	39	21	0	0	0
利润总额	3,276	5,721	7,013	7,541	8,713
所得税	704	1,348	1,911	2,088	2,416
净利润	2,572	4,372	5,102	5,453	6,298
少数股东损益	144	224	306	382	504
归属母公司净利润	2,428	4,148	4,795	5,071	5,794
EBITDA	3,555	5,937	7,332	8,109	9,710
EPS(元)	0.64	0.95	1.10	1.17	1.33

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。