

房地产

2017年05月04日

荣盛发展 (002146)

——业绩高增长，销售、融资与拿地规模创下新高

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年05月04日

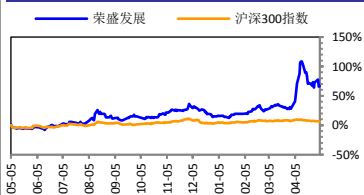
收盘价(元)	11.36
一年内最高/最低(元)	15.55/6.41
市净率	2.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	44180
上证指数/深证成指	3127.37 / 10147.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	5.55
资产负债率%	83.56
总股本/流通A股(百万)	4348/3889
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《荣盛发展(002146)点评：业绩增长超出市场预期，公司进一步扩大融资规模》2016/11/02

《荣盛发展(002146)点评：中期业绩超预期，公司拟试水通用航空领域》2016/08/26

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

感谢蔡正欢、彭子恒对本文做出的贡献



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司2016年与2017Q1业绩均实现高增长，超出预期。**2016年公司实现营业收入306.2亿，同比增幅30.6%；归母净利润41.5亿，同比增幅72.1%；ROE18.7%，同比增加2.4个百分点；预收账款432.9亿，同比增幅78.3%。2017年Q1公司实现营业收入51.1亿，同比增幅26.3%；归母净利润4.6亿，同比增幅38.0%；销售商品、提供劳务收到现金128亿，同比增幅122%。受益于毛利率提高与财务费用率下降，公司业绩增长幅度高于收入增幅。
- **房产销售2017年目标650亿，毛利率预计维持在高位。**2016年公司房地产板块实现销售收入512亿（同比增幅66%），销售面积602万方，销售均价8513元/平米（同比增幅33%）；结算收入271亿，结算面积388万方，结算均价6988元/平米（同比增幅6%）。销售均价的上升主要受益于2016年房地产市场整体向好，尤其是公司重点布局区域京津冀与江苏省房价水平的提高。同时公司抓住机会去化沈阳等地区的高库存低毛利的项目，我们预计公司2017、18年毛利率小幅上升，2019年受拿地成本上涨的影响，毛利率有所回落。
- **多渠道融资，公司继续执行扩张战略。**2016年公司剔除预收账款后的资产负债率为75.4%，处于较高水平。公司通过银行贷款、公司债券、信托与资产证券化等多渠道共计融资396亿，平均融资成本在6%-7%左右。2017年公司计划新增信贷融资430亿，用以保障后续拿地与项目建设的资金。2017Q1公司得到30亿中期票据的发行批复，同时计划发行70亿非公开定向债务融资工具。
- **多区域拿地，公司2017年开工计划较为乐观，可结算资源充足。**2016年公司新增土储875万方，土地储备共计2570万方，其中河北省809万方，辽宁省443万方，江苏省423万方，其余土储分布于山东省、安徽省等地。同时由于公司涉足产业园区开发与一级土地整理业务，具备较大的拿地优势，有利于公司后续补库存。值得注意的是，公司2016年新开工面积604万方，竣工面积536万方，2017年计划开工857万方，竣工460万方，可以看出公司对于实现销售目标具有较大的信心。此外公司2017年有大约500万方可结算资源，较为充足。
- **公司“3+X”战略稳步推进，均取得阶段性成果。**住宅地产方面，公司调整战略，布局以二线城市为主、三线城市为辅，产品类型逐步从刚需向改善型转型。产业园区方面，拿下永清、香河、霸州、兴隆、宣化，环京区域布局初步形成。大健康板块，公司围绕京津冀战略，布局河北秦皇岛、保定野三坡、邢台市内丘县与承德市兴隆县，2016年实现四家度假酒店、两家滑雪场开业。大金融方面，辽宁振兴银行筹建获批；南华财险持股13.5%；泰发基金新增资管规模81亿元，累计资管规模217亿元；投资中冀民投46亿元，占股比例达46%。
- **维持增持评级，上调盈利预测。**公司的销售增幅较高，未来结算收入与业绩的确定性较高，同时我们看好公司在京津冀区域的布局，因此维持增持评级，上调盈利预测。预计公司2017-19年归母净利润48.5/55.7/61.1亿元，同比增幅为17%/15%/10%，对应EPS分别为1.11/1.28/1.41元（原预计公司2017-18年归母净利润为46.9/53.1亿元，对应17-18年EPS分别为1.08/1.22元）。

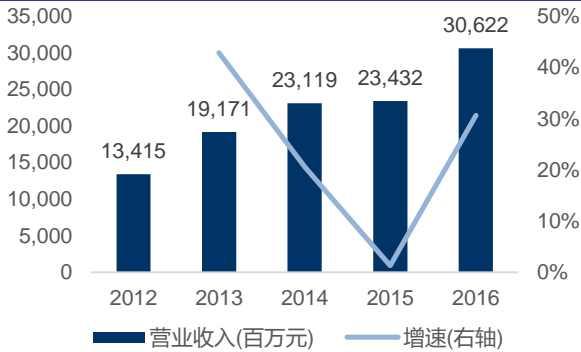
财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,622	5,110	37,450	44,237	50,577
同比增长率(%)	30.68	26.25	22.30	18.12	14.33
净利润(百万元)	4,148	458	4,845	5,574	6,110
同比增长率(%)	70.83	38.01	16.80	15.05	9.62
每股收益(元/股)	0.95	0.11	1.11	1.28	1.41
毛利率(%)	31.1	31.3	31.2	31.5	30.1
ROE(%)	17.5	1.9	18.1	17.8	16.8
市盈率	12		10	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE，因公司2015年度会计数据有所调整，所以文中调整后同比增速与图表不一致

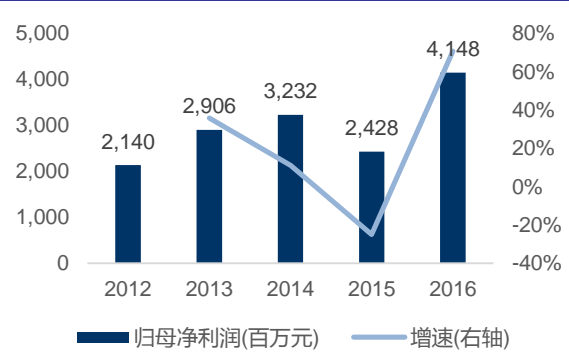
附表

图 1: 2016 年公司营业收入 306.2 亿元, 同比增长 30.6%



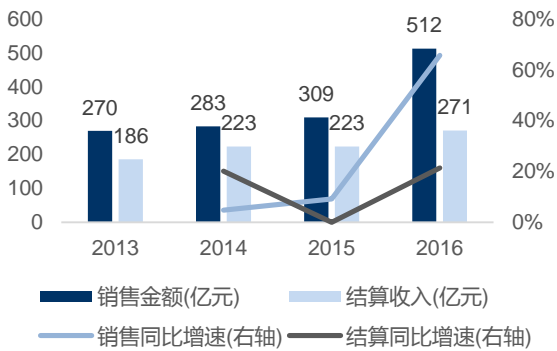
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司归母净利润 41.5 亿元, 同比增长 72.1%



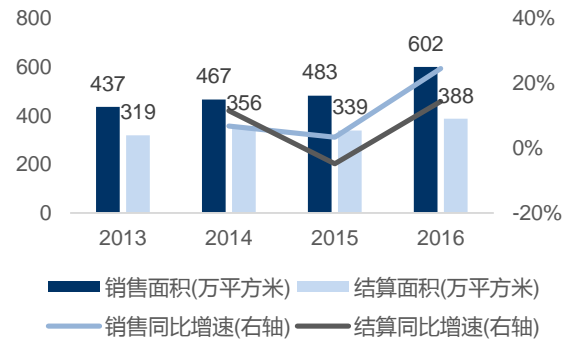
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2016 年公司销售金额 512 亿元, 同比增长 66%



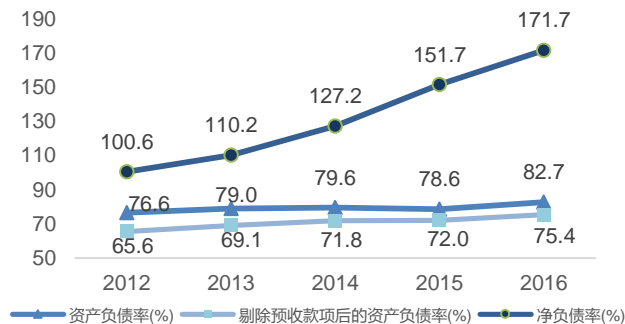
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2016 年公司销售面积 602 万平方米, 同比增长 24.6%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

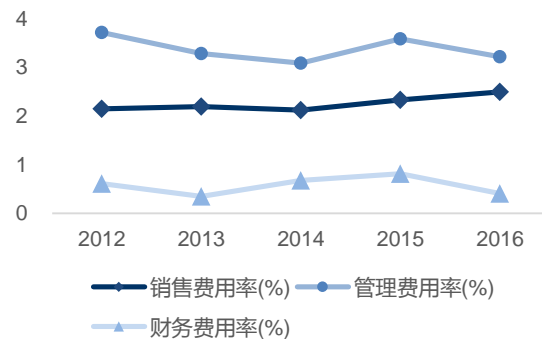
图 5: 2016 年公司真实资产负债率为 75.4%, 较年初上升 3.2 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

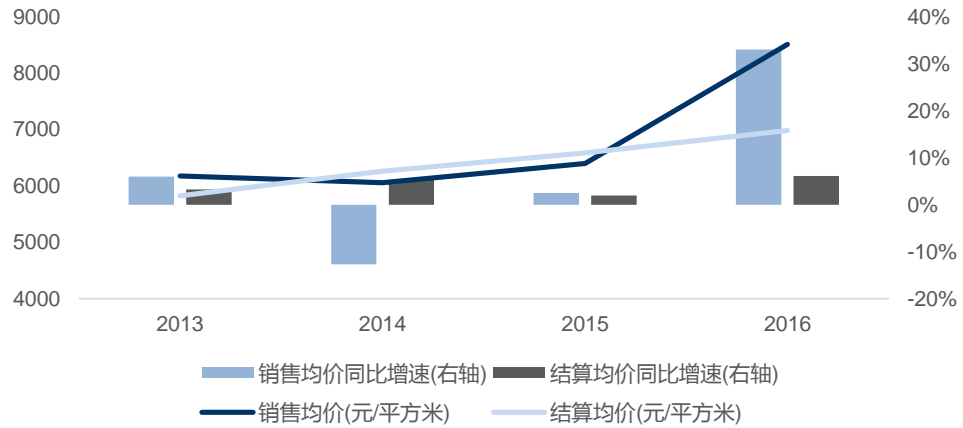
备注: 剔除预收账款后的资产负债率= (总负债-预收账款) / (总资产-预收账款)

图 6: 2016 年公司三费率为 6.1%, 较去年同期下降 0.6 个百分点



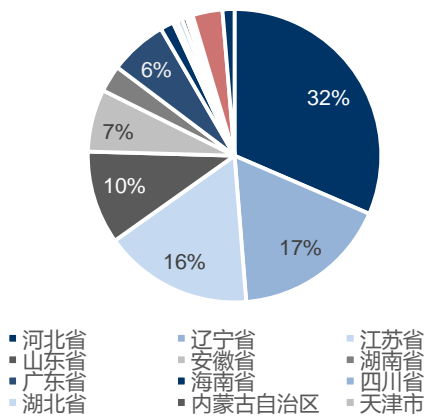
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 2016 销售均价为 8513 元/平米, 同比涨幅 33%; 结算均价为 6988 元/平米, 同比涨幅 6%, 预计未来结算均价上涨空间较大



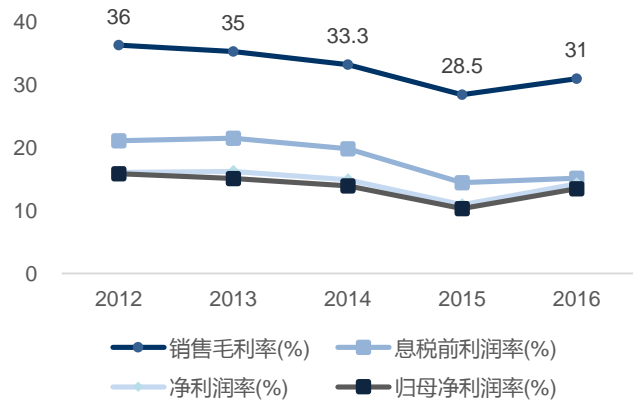
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 8: 土地储备主要分布于河北省、辽宁省、江苏省



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 9: 2016 年平均结算毛利率与上期持平于 31%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: RNAV 估值法下, 公司每股净资产为 14.74 元/股

RNAV	
开发项目净现值 (亿元)	404.5
归属于母公司净资产 (亿元)	236.7
重估净资产合计 (亿元)	641
总股本 (亿股)	43.5
每股净资产值 (元/股)	14.74
2017/5/3	12.11
折价率	17.9%
Wacc	6.4%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

利润表

百万元，百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,119	23,446	30,622	37,450	44,237	50,577
营业收入同比增长率 (yoy)	21%	1%	31%	22%	18%	14%
减：营业成本	15,420	16,752	21,114	25,775	30,287	35,364
毛利率(%)	33%	29%	31%	31%	32%	30%
减：营业税金及附加	1,781	1,873	1,978	2,652	3,097	3,341
主营业务利润	5,917	4,821	7,530	9,023	10,853	11,871
主营业务利润率(%)	26%	21%	25%	24%	25%	23%
减：销售费用	491	551	757	846	1,181	1,275
减：管理费用	715	853	988	1,104	1,663	1,794
减：财务费用	156	191	64	396	327	431
经营性利润	4,556	3,227	5,721	6,676	7,683	8,371
经营性利润率(%)	20%	14%	19%	18%	17%	17%
减：资产减值损失	81	36	90	(16)	13	(1)
加：公允价值变动收益	0	4	-6	0	0	0
加：投资收益	16	11	12	13	12	13
营业利润	4,491	3,206	5,636	6,706	7,682	8,385
加：营业外净收入	15	69	84	0	0	0
利润总额	4,505	3,275	5,721	6,706	7,682	8,385
减：所得税	1,050	719	1,348	1,553	1,764	1,910
净利润	3,455	2,556	4,372	5,153	5,918	6,475
少数股东损益	224	145	224	308	344	366
归属于母公司所有者的净利润	3,232	2,411	4,148	4,845	5,574	6,110
每股收益 (元)	0.74	0.55	0.95	1.11	1.28	1.41
归属于母公司所有者的净利润率(%)	14%	10%	14%	13%	13%	12%

资料来源：申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	99,342	139,108	153,385	178,102	208,757
现金及等价物	13,800	19,529	20,721	19,264	26,579
应收款项	14,914	26,592	29,421	32,494	35,709
存货净额	68,173	88,924	99,181	122,282	142,406
其他流动资产	2,454	4,063	4,063	4,063	4,063
长期投资	1,119	2,130	3,974	6,221	8,833
固定资产	1,654	2,045	2,144	2,376	2,618
无形资产及其他资产	1,726	2,461	2,471	2,487	2,502
资产总计	103,840	145,745	161,976	189,186	222,710
流动负债	60,318	85,277	89,897	105,089	123,778
短期借款	17,049	16,339	18,165	22,982	29,999
应付款项	37,190	56,514	59,308	69,683	81,356
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	21,452	35,259	43,464	50,534	60,007
负债合计	81,770	120,536	133,361	155,622	183,785
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
资本公积	4,709	4,633	4,633	4,633	4,633
盈余公积	1,974	3,236	4,092	5,275	6,687
未分配利润	9,649	11,448	13,690	17,112	20,695
少数股东权益	1,390	1,543	1,851	2,195	2,561
股东权益	22,070	25,208	28,615	33,564	38,924
负债和股东权益合计	103,840	145,745	161,976	189,186	222,710

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2,556	4,372	5,153	5,918	6,475
加：折旧摊销减值	199	275	288	336	356
财务费用	277	192	396	327	431
非经营损失	136	(115)	(13)	(12)	(13)
营运资本变动	(5,629)	(8,414)	(7,422)	(12,468)	(7,413)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(2,461)	(3,695)	(1,597)	(5,899)	(164)
资本开支	113	85	414	571	614
其它投资现金流	(709)	(769)	(1,831)	(2,235)	(2,599)
投资活动现金流	(2,840)	(2,737)	(2,245)	(2,805)	(3,212)
吸收投资	5,100	36	0	0	0
负债净变化	1,291	10,690	10,030	11,887	11,490
支付股利、利息	3,133	4,518	4,996	4,641	5,798
其它融资现金流	(634)	549	0	0	5,000
融资活动现金流	12,474	12,742	5,034	7,247	10,692
净现金流	7,174	6,310	1,192	(1,458)	7,315

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。