

房地产

2017年08月14日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017年08月11日

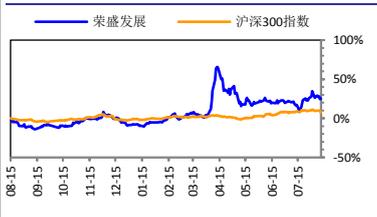
收盘价(元)	10.31
一年内最高/最低(元)	15.55/7.31
市净率	1.9
息率(分红/股价)	3.88
流通A股市值(百万元)	40110
上证指数/深证成指	3208.54 / 10291.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.43
资产负债率%	85.26
总股本/流通A股(百万)	4348/3890
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：业绩高增长，销售、融资与拿地规模创下新高》
2017/05/04

《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

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

龚正欢 A0230117070004
gongzh@swsresearch.com
曹一凡 A0230116090003
caoyf@swsresearch.com
彭子恒 A0230117060001
pengzh@swsresearch.com

联系人

龚正欢
(8621)23297818×7457
gongzh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

荣盛发展 (002146)

——二三线布局成果显著，康旅板块初具规模

投资要点：

- **公司2017H1业绩高增长，符合预期。**2017H1公司实现营业收入134.2亿，同比增幅17.8%；归母净利润16.8亿，同比增幅29.3%。同时公司预计前三季度归母净利润增速在10%-30%，可结算收入与利润较上年同期有一定幅度上升。盈利水平方面，公司实现销售毛利率29.6%，同比减少1.75pct，但销售净利率同比增加2.1pct至13.8%，加权ROE同比增加0.75pct至6.87%。主要系公司受益于营改增的税收优惠影响，税金及附加/营收降至5.8%，同比下降2.4pct，利息收入增多而费用化比例下降令财务费用率降至-0.1%，同比下降0.6pct；此外公司本期获得来自违约金的营业外收入2.96亿元，因此净利率得到提升。
- **销售均价显著提速，已售未可结算资源充足。**2017H1公司房地产板块实现销售收入272亿（同比增幅59%），销售面积258万方，销售均价10557元/平米（同比增幅39%）；结算收入125亿，结算面积174万方，结算均价7184元/平米（同比增幅1.7%）。公司重点布局城市圈二三线城市战略效果显现，商品房的销售均价与去化进度大幅提升。由于公司上半年结算较多河北省低毛利项目导致2017H1毛利率有所下滑，我们预计2018年毛利率将实现回升。公司目前预收账款577.1亿，同比增幅89.4%，为2016年营业收入的1.88倍，可结算资源充足，业绩锁定性较高；销售商品、提供劳务收到现金293.6亿，同比增幅61.1%，销售回款率较高。
- **投资拿地节奏加快，京津冀土储高达900万方。**2017H1公司新增土储538万方，总拿地金额逾114亿元，平均楼面价约2120元，拿地金额/销售金额为42%。土地储备共计2849万方，其中京津冀区域内土地储备超过900万平方米，受益于雄安新区的建设发展，预计公司在环雄安布局的土地具有较大升值空间。公司2017H1年新开工面积278万方，竣工面积76万方，全年计划完成率分别为32%/17%；新开工/销售面积为1.08，竣工/结算面积为0.44，开工节奏适当。公司目前拥有存货1108亿元，同比增加3.15%，主要系土地获取及工程投入增加所致，存货周转率为0.09，同比下降2pct。
- **非公开发行股票推迟，融资成本有所上升。**2017年8月10日公司股东大会通过延长公司2016年非公开发行股票决议有效期的议案，原议案拟以7.3元/股发行6.71亿股，总融资额为49亿元。截至2017年6月30日，公司资产负债率为85.3%，分子分母剔除预收账款后的资产负债率为77.8%，较年初增加2.4pct，处于较高水平。2017年公司计划新增信贷融资430亿，用以保障后续拿地及项目建设的资金。目前公司已发行三期中期票据共29亿元，发行利率分别为5.8%/6.8%/6.5%，融资成本随市场行情上行。剩余银行授信额度24.7亿元，同时年初计划发行70亿非公开定向债务融资工具。
- **康旅投资成果颇丰，大健康产业遍地开花。**公司与多个地方政府签订合作协议，大力推动“6+N”战略布局，目前已布局河北秦皇岛、保定野三坡、承德、邢台、衡水、张家口蔚县、兴隆雾灵山、河南焦作市修武县、湖北神农架、安徽黄山、九华山、滁州琅琊山、江苏南京六合、海南陵水、四川广汉、陕西西安临潼、福建龙岩、捷克共和国等地，并控股美亚航空涉足海南区域，此外还与上海德耳文计划建设中医药小镇加速康旅板块的发展。
- **维持增持评级，上调盈利预测。**由于2017年三四线行情利好公司销售业绩超出预期，全年可结算收入大幅增加，同时公司在京津冀区域的布局逐步加码，看好该区域土储未来的升值潜力，目前RNAV为16.01元/股，安全边际较高，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50.5/62.3/70.6亿元，同比增幅为21.7%/23.3%/13.3%，对应EPS分别为1.16/1.43/1.62元（原预计公司2017-19年归母净利润48.5/55.7/61.1亿元，对应EPS分别为1.11/1.28/1.41元）。

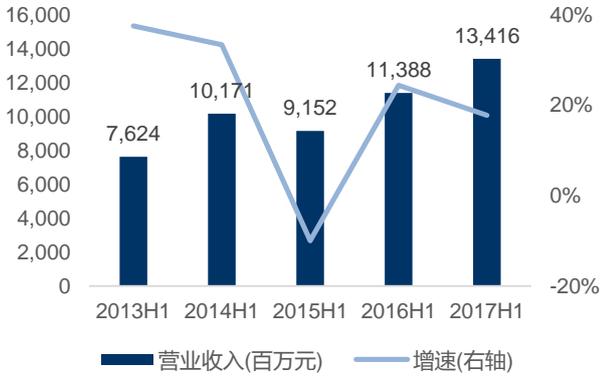
财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,622	13,416	38,703	45,105	54,453
同比增长率(%)	30.68	17.80	26.39	16.54	20.73
净利润(百万元)	4,148	1,685	5,050	6,225	7,056
同比增长率(%)	70.83	29.30	21.74	23.27	13.35
每股收益(元/股)	0.95	0.39	1.16	1.43	1.62
毛利率(%)	31.1	29.6	30.1	30.6	28.9
ROE(%)	17.5	7.1	18.7	19.3	18.6
市盈率	11		9	7	6

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，与加权ROE有所不同。

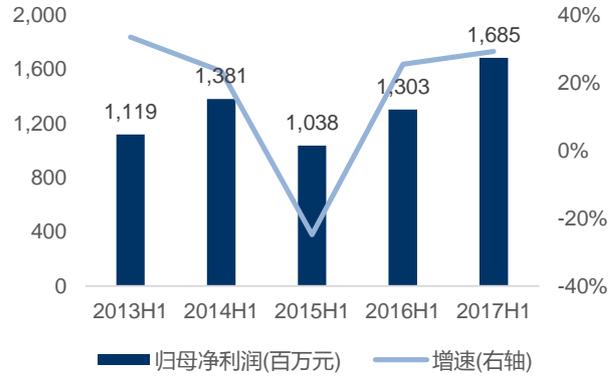
附表

图 1: 2017H1 公司营业收入 134 亿元, 同比增长 18%



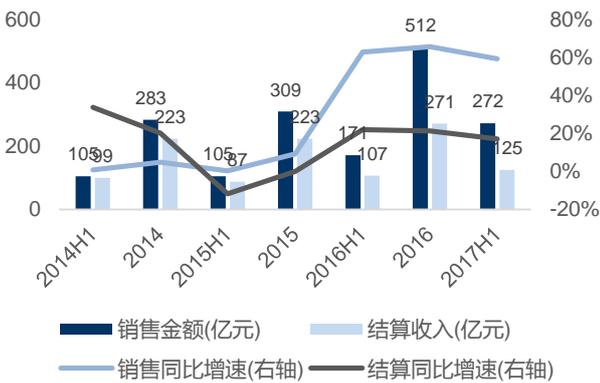
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2017H1 公司归母净利润 16.8 亿元, 同比增长 29%



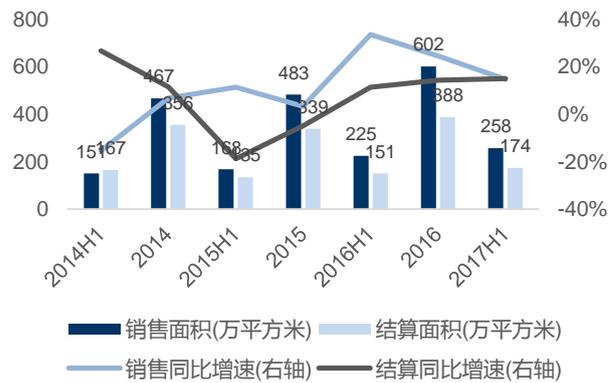
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2017H1 公司销售金额 272 亿元, 同比增长 59%



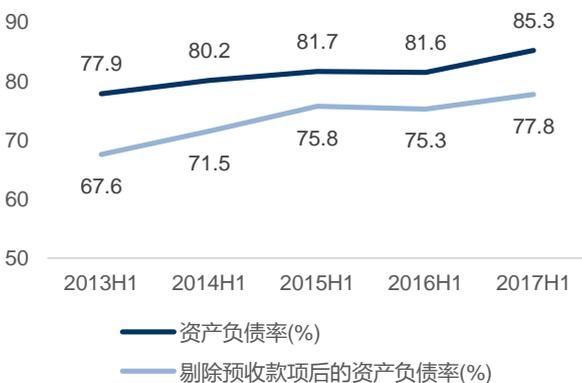
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2017H1 公司销售面积 258 万平方米, 同比增长 14.8%



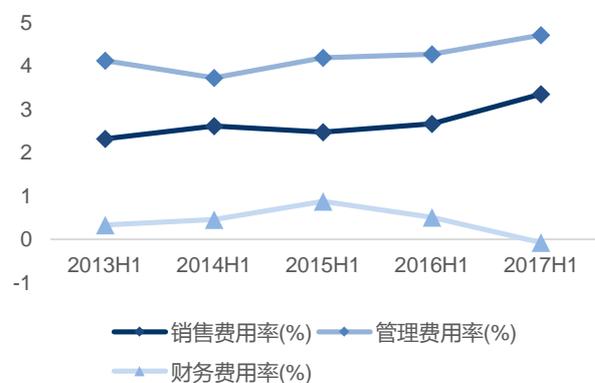
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 5: 2017H1 公司真实资产负债率为 77.8%, 较年初上升 2.5 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

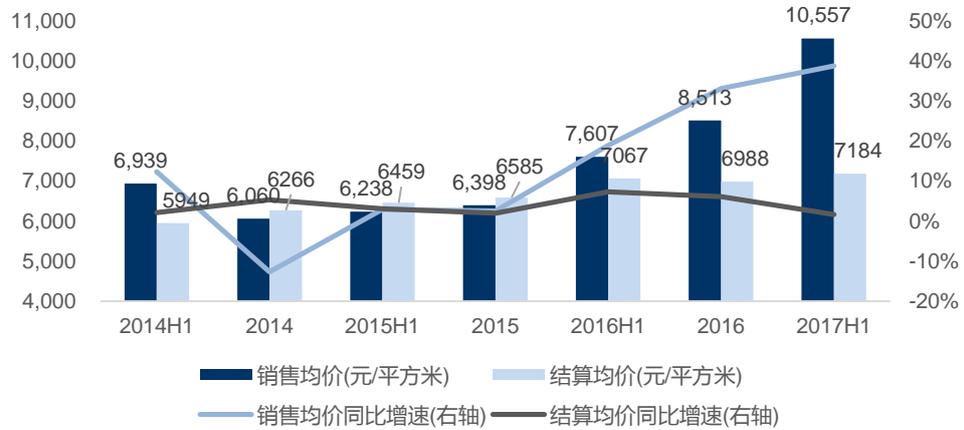
图 6: 2017H1 公司三费率为 8.0%, 较去年同期下上升 0.5 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

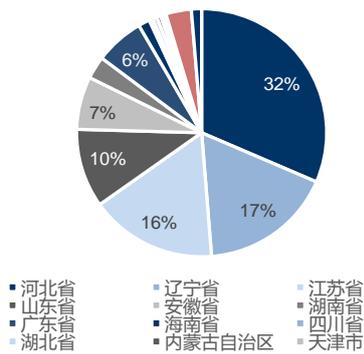
备注: 剔除预收账款后的资产负债率= (总负债-预收账款) / (总资产-预收账款)

图 7: 2017H1 销售均价为 10557 元/平米, 同比涨幅 38.8%; 结算均价为 7184 元/平米, 同比涨幅 1.7%, 预计未来结算均价上涨空间较大



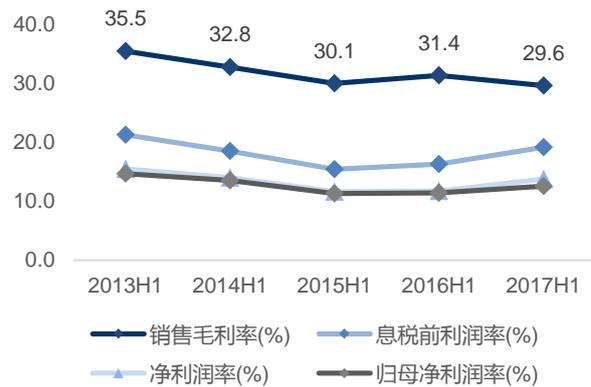
资料来源: Wind, 申万宏源研究

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: 2017H1 平均结算毛利率为 29.6%, 同比下降 0.8pct



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 16.01 元/股

RNAV	
开发项目净现值 (亿元)	454.9
归属于母公司净资产 (亿元)	241.2
重估净资产合计 (亿元)	696
总股本 (亿股)	43.5
每股净资产值(元/股)	16.01
2017/8/14	10.31
折价率	35.6%
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	38,703	45,105	54,453
营业收入同比增长率 (yoy)	21%	1%	31%	26%	17%	21%
减：营业成本	15,420	16,752	21,114	27,047	31,293	38,699
毛利率(%)	33%	29%	31%	30%	31%	29%
减：营业税金及附加	1,781	1,873	1,978	2,341	2,647	3,056
主营业务利润	5,917	4,821	7,530	9,316	11,165	12,698
主营业务利润率(%)	26%	21%	25%	24%	25%	23%
减：销售费用	491	551	757	836	946	1,092
减：管理费用	715	853	988	1,158	1,310	1,512
减：财务费用	156	191	64	396	340	438
经营性利润	4,556	3,227	5,721	6,925	8,569	9,656
经营性利润率(%)	20%	14%	19%	18%	19%	18%
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	6,954	8,568	9,668
加：营业外净收入	15	69	84	0	0	0
利润总额	4,505	3,275	5,721	6,954	8,568	9,668
减：所得税	1,050	719	1,348	1,610	1,968	2,202
净利润	3,455	2,556	4,372	5,343	6,601	7,466
少数股东损益	224	145	224	293	375	410
归属于母公司所有者的净利润	3,232	2,411	4,148	5,050	6,225	7,056
每股收益 (元)	0.74	0.55	0.95	1.16	1.43	1.62
归属于母公司所有者的净利润率(%)	14%	10%	14%	13%	14%	13%

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	156,500	181,247	218,116
现金及等价物	13,800	19,529	18,922	18,331	22,451
应收款项	14,914	26,592	29,440	32,509	35,767
存货净额	68,173	88,924	104,076	126,345	155,835
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	165,090	192,332	232,068
流动负债	60,318	85,277	92,822	107,402	131,445
短期借款	17,049	16,339	18,165	22,982	29,999
应付款项	37,190	56,514	62,233	71,996	89,022
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	136,285	157,936	191,452
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	4,128	5,450	7,080
未分配利润	9,649	11,448	13,860	17,753	21,933
少数股东权益	1,390	1,543	1,836	2,211	2,622
股东权益	22,070	25,208	28,805	34,396	40,616
负债和股东权益合计	103,840	145,745	165,090	192,332	232,068

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	5,343	6,601	7,466
加：折旧摊销减值	199	275	289	336	357
财务费用	277	192	396	340	438
非经营损失	136	(115)	(13)	(12)	(13)
营运资本变动	(5,629)	(8,414)	(9,412)	(12,242)	(11,470)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(2,461)	(3,695)	(3,396)	(4,977)	(3,222)
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	4,696	5,936
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	7,192	10,554
净现金流	7,174	6,310	(607)	(591)	4,120

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
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。