



布局渐丰，振翅腾飞

——荣盛发展首次覆盖报告

核心观点

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 13.29 元。预测公司 2019-2020 年核心 EPS 分别为 2.19 元和 2.78 元人民币，同比增长 28% 和 27%。考虑到公司近年拿地依旧保持高利润率，业务联动效应逐渐彰显，业绩释放将加速，给予 NAV 折让 35%，目标价 13.29 元，对应 2019 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 53%。

项目布局优化，多元协同发展。市场认为公司区域布局战略不甚明确，且公司业绩或因河北区域占比过高而受到影响；同时认为业务过于多元，管控难度较大。站在目前时点，我们认为荣盛发展的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司已基本完成全国化布局，位于河北的土地储备仅占 34.5%，同时项目盈利能力强，长期以来公司整体利润表现突出；2) 产业园区、康旅业务有望助力公司继续在优质区域获取低价土地资源，同时产业园业务净利润不断提高，康旅业务销售及回款金额均稳步上升。随着布局持续优化，多元业务与大地产板块的联动效应逐步显现，偏低的估值水平有望迎来提升。

盈利能力优秀，拓展全国布局。2019 年上半年，公司房地产业务毛利率 30.56%，公司扣非后归母净利润 29.37 亿元，核心净利率 12.1%，在行业中表现优秀。公司在重点植根原有优势区域的同时，继续优化其他区域的布局，截至 2018 年末，公司位于河北、山东、辽宁、安徽、江苏、河南和重庆的土地储备分别占 34.5%、12.9%、10.3%、7.0%、6.9%、6.1% 和 5.9%，区域布局更为均衡，公司业绩稳定性更佳。

产业园、康旅助力大地产板块共同发展。公司产业园区及康旅业务发展态势良好，符合政府产业引入及文旅、康养项目建设等诉求，有望继续在优质区域获取低价土地资源。同时，公司产业园板块发展迅猛，2016 年、2017 年、2018 年公司产业园业务净利润分别为 3.46 亿元、7.55 亿元和 8.12 亿元，分别贡献当年公司净利润的 7.9%、12.4% 和 9.8%，已成为公司第二大利润来源；康旅板块布局全球，2018 年实现签约金额 50.98 亿元 (+7.1%)，回款 40.77 亿元 (+8.1%)，营业收入 36.01 亿元 (+15.0%)，销售和运营收入不断提高。

风险提示：行业景气度受政策影响较大；多元业务发展可能遇到阻力。

买入

(首次)

微信公众号:



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cws.com.hk

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cws.com.hk

诸葛莲昕

联系人

+852 3958 4600

zhugelianxin@cws.com.hk

财务摘要 (百万人民币)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,432	30,622	38,704	56,368	74,317	94,208	120,070
(+/-)%	1.4%	30.7%	26.4%	45.6%	31.8%	26.8%	27.5%
毛利润	6,682	9,508	11,420	17,736	24,062	31,436	40,108
净利润	2,428	4,148	5,819	7,461	9,542	12,095	15,130
(+/-)%	-24.9%	70.8%	40.3%	28.2%	27.9%	26.8%	25.1%
PE	15.8	9.2	6.6	5.1	4.0	3.2	2.5
PB	1.9	1.6	1.4	1.1	0.9	0.8	0.6



目录

1. 投资逻辑	4
2. 稳固住宅基本盘，区域布局均衡化	6
2.1 股权结构较为集中，保障公司稳定经营	6
2.2 深耕环京布局全国，拿地多元优势凸显	6
2.2.1 销售态势量价齐升，积极拓展优化布局	8
2.2.2 积极扩充土储，业务协同多元拿地	12
3. 产业新城速崛起，盛行天下正启航	16
3.1 产业整合，增厚利润	16
3.2 康旅启航，盛行天下	17
4. 财务状况优秀，支持稳步扩张	19
4.1 利润增长，分红稳定	19
4.2 财务稳健，资金充沛	20
5. 估值及建议	22
6. 风险提示	23
附录	24

图表目录

图 1：公司项目利润率高，多元业务联动效应彰显，助力公司稳健增长	4
图 2：股权结构稳定，支持公司经营	6
图 3：销售金额增速维持高位，助力公司规模扩张	9
图 4：销售均价稳中有升，支持公司业绩高增	9
图 5：积极拓展土地储备，奠定公司发展基础	9
图 6：积极优化区域布局，增强业绩稳定性	10
图 7：重点布局三大都市圈，实现“两横、两纵、三集群”项目布局	10
图 8：廊坊常住人口、户籍人口逐年增加	11
图 9：房价上涨前及时扩大廊坊土地储备，增厚公司利润	11
图 10：沈阳常住人口、户籍人口稳中有升	12
图 11：早年进入沈阳市场获取大量低价土储，近年房价逐渐上涨助力公司盈利	12
图 12：重庆常住人口持续流入，户籍人口微升	12
图 13：拿地时机把握准确，项目利润率高增	12
图 14：毛利率领先，支持公司发展	13
图 15：项目盈利能力强，公司核心净利率领先	13
图 16：拿地扩张积极，根据政策调整节奏	13
图 17：产业新城与政府深度合作，联动支持拿地	14
图 18：产业园业务收入及利润持续上升，发展迅猛	17
图 19：回款持续增长，推动公司增长	17

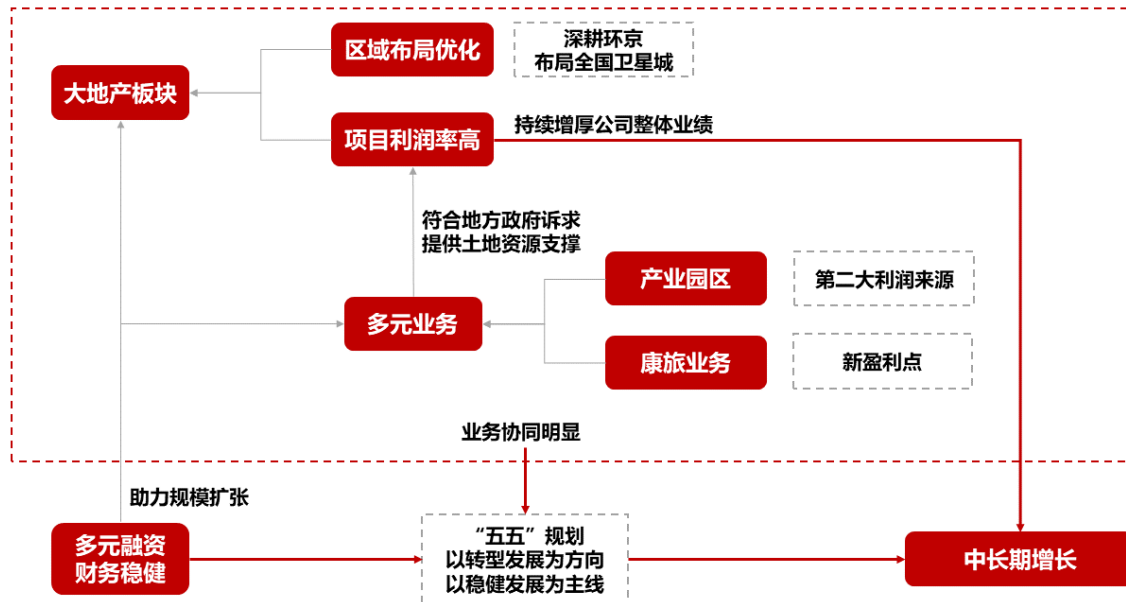


图 20: 产业园区贡献利润占总利润比重上升, 实现公司利润多元化.....	17
图 21: 产业园业务净利率较高, 增厚公司整体利润.....	17
图 22: “6+N”布局基本形成, 打造“盛行天下”旅居生活产品.....	18
图 23: 主营业务收入及归母净利润持续增长, 稳步扩大规模.....	19
图 24: 近年 ROE 持续增长, 盈利水平良好.....	19
图 25: 项目盈利能力强, 毛利率维持高位.....	19
图 26: 核心净利率较高, 体现优秀的盈利能力.....	19
图 27: 公司 2015 年后派息率明显上升, 巩固股东基础.....	20
图 28: 近年短期有息负债占比处于较低位置, 风险可控.....	20
图 29: 现金对短期有息负债比率较高, 短期偿债压力较小.....	20
图 30: 净负债率近年持续下降, 财务日趋稳健.....	21
图 31: 销售回款连年攀升, 保障稳定经营.....	21
表 1: 总营收持续增长, 产业园区业务占比增大.....	7
表 2: 深耕河北增长充足, 全国布局逐渐铺开.....	8
表 3: 优势区域起步, 稳步布局全国.....	10
表 4: 土地储备遍布全国, 主要为成长性优秀的强二三线城市.....	11
表 5: 多项政策支持康旅业务发展, 助力公司获取相关地块.....	15
表 6: 产业园区规模不断壮大, 影响力逐步提升.....	16
表 7: 积极拓展康旅项目, 助力公司多元发展.....	18
表 8: 财务稳健性上升, 公司境内外评级表现良好.....	21
表 9: 2019 年 4 月首次进军国际资本市场, 拓宽融资渠道.....	21
表 10: 荣盛发展 NAV 人民币 20.45 元/股.....	22



1. 投资逻辑

图 1：公司项目利润率高，多元业务联动效应彰显，助力公司稳健增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

布局优化业绩亮眼，业务联动共同腾飞。站在目前时点，我们认为荣盛发展的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司已基本完成全国化布局，位于河北的土地储备仅占 34.5%，同时项目盈利能力强，长期以来公司整体利润表现突出；2) 产业园区、康旅业务有望助力公司继续在优质区域获取低价土地资源，同时产业园业务净利润不断提高，康旅业务销售及回款金额均稳步上升。随着布局持续优化，多元业务与大地产板块的联动效应逐步显现，偏低的估值水平有望迎来提升。

盈利能力优秀，增长潜力充足。2019 年上半年，公司房地产业务毛利率 30.56%，扣非后归母净利润 29.37 亿元，核心净利率 12.1%；2018 年，公司房地产业务毛利率 31.23%，扣非后归母净利润 73.37 亿元，核心净利率 13.0%，在与其排名相当（克而瑞口径）的房企中处于领先地位。

保持原有环京优势，拓展全国多增长点。公司已逐步完成“两横、两纵、三集群”的项目布局，截至 2018 年末，公司位于河北的土地储备占 34.5%，在重点植根原有优势区域的同时，继续优化其他区域的布局，于山东、辽宁、安徽、



江苏、河南和重庆的土地储备分别占 12.9%、10.3%、7.0%、6.9%、6.1% 和 5.9%，土地布局更为均衡。

业务协同发展，拓宽拿地渠道。产业新城公司与区域政府深入合作，大力践行 PPP 模式，引入产业及人口，对地方政府有所裨益，公司亦可低价获得优质地块；国家及地方多次出台相关政策发展康养产业，有望为公司获取相关地块提供支持。

多元业务共同启航，丰富公司利润来源。产业新城板块整合荣盛旗下金融、建设、物业、工程等子公司，打造产业链上下游集聚平台，已成为公司第二大利润来源；康旅业务销售及运营收入持续增长，为公司提供新的销售收入和回款来源。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 13.29 元。预测公司 2019-2020 年核心 EPS 分别为 2.19 元和 2.78 元人民币，同比增长 28% 和 27%。考虑到公司拿地的持续高利润和逐渐彰显的业务联动效应，业绩释放将加速，给予 NAV 折让 35%，目标价 13.29 元，对应 2019 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 53%。

风险提示：行业景气度受政策影响较大；多元业务发展可能遇到阻力。



2. 穩固住宅基本盤，區域布局均衡化

2.1 股權結構較為集中，保障公司穩定經營

股權結構集中，公司經營穩定。截至2018年12月31日，公司前三大股東分別為榮盛控股、榮盛建設和耿建明先生，三者存在關聯關係，構成一致行動人，分別持有公司35.65%、13.80%和12.88%的股權，前三大股東合計持股比例達62.33%，前十大股東持股比例達69.36%，股權結構集中。

圖2：股權結構穩定，支持公司經營



數據來源：公司公告，中達證券研究；注：數據截至2018年12月31日

2.2 深耕環京布局全國，拿地多元優勢凸顯

榮盛發展成立於1996年，房地產開發業務已經伸展到遼寧、河北、河南、山東、山西、江蘇、江西、浙江、安徽、湖北、湖南、陝西、四川、廣東、天津、重慶、內蒙古等14個省、2個直轄市、1個自治區的50餘個城市，涉及房地產項目260餘個。截至2019年6月30日，總資產人民幣2416.57億元，較2018年末增長6.1%，2019年上半年實現銷售金額465.78億元，同比增長16.2%；2018年全年實現銷售金額1015.63億元，同比增長49.5%，兌現千億誓言，於2017-2019年連續三年穩居中國房地產百強企業第16位。

大地产為主干，多元業務協同發展。公司業務涵蓋地產開發、康旅投資、金融投資、互聯網創新等。主營業務收入主要來源於房地產業務，產業園區業務迅速崛起，貢獻穩中有升。截至2018年末，公司實現營業收入563.68億元，同比增長45.6%，房地產、產業園區、物業管理、酒店經營和其他業務分別占比



88.6%、6.0%、1.2%、1.1%和 3.1%，其中产业园区业务占比明显增大，由 2016 年末的 4.9%上升至 2018 年末的 6.0%。

表 1：总营收持续增长，产业园区业务占比增大

	2018		2017		2016	
	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比
房地产	499.61	88.6%	345.82	89.3%	271.01	88.5%
产业园区	33.59	6.0%	15.73	4.1%	15.08	4.9%
物业管理	6.74	1.2%	4.68	1.2%	4.00	1.3%
酒店经营	5.96	1.1%	4.04	1.1%	2.82	0.9%
其他业务	17.77	3.1%	16.77	4.3%	13.31	4.4%
合计	563.68	100.0%	387.04	100.0%	306.22	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究

深耕环京区域，全国布局日趋完善。公司扎根环京地区并逐步铺开，已基本形成全国化布局，2018 年新增了来自浙江、重庆、江西等地的营业收入，河北、江苏、山东、辽宁和安徽分别贡献营业收入的 38.8%、25.0%、10.2%、6.5%和 5.2%，公司在辽宁、河北和四川的营业收入分别同比增长 202.9%、84.7%和 45.9%。



表 2：深耕河北增长充足，全国布局逐渐铺开

	2018		2017		同比变动
	营业收入 (亿元)	占比	营业收入 (亿元)	占比	
河北省	218.61	38.8%	118.35	30.6%	84.7%
江苏省	140.66	25.0%	126.08	32.6%	11.6%
山东省	57.31	10.2%	42.55	11.0%	34.7%
辽宁省	36.72	6.5%	12.12	3.1%	202.9%
安徽省	29.17	5.2%	25.62	6.6%	13.9%
海南省	14.92	2.7%	17.92	4.6%	-16.8%
湖南省	14.84	2.6%	12.52	3.2%	18.5%
四川省	13.35	2.4%	9.15	2.4%	45.9%
广东省	11.44	2.0%	10.89	2.8%	5.1%
浙江省	10.85	1.9%	-	-	-
重庆市	6.49	1.2%	-	-	-
江西省	4.88	0.9%	-	-	-
湖北省	1.89	0.3%	2.52	0.7%	-24.8%
内蒙古自治区	1.18	0.2%	1.95	0.5%	-39.3%
北京市	1.12	0.2%	7.17	1.9%	-84.4%
天津市	0.14	0.0%	0.21	0.1%	-31.1%
河南省	0.11	0.0%	-	-	-
合计	563.68	100.0%	387.04	100.0%	45.6%

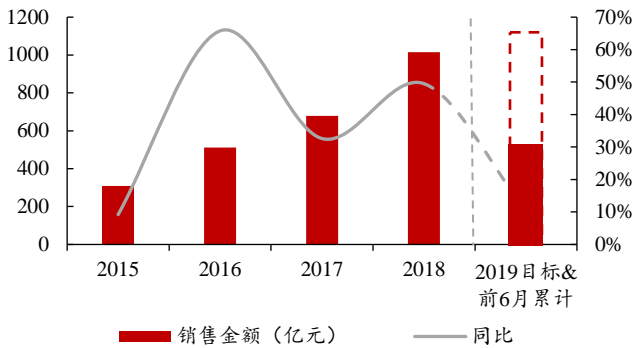
数据来源：公司公告，中达证券研究

2.2.1 销售态势量价齐升，积极拓展优化布局

销售量价齐升，扩大增长空间。公司不断加强内部控制，合理调节开发节奏，改进营销方式，促进销售持续向好。销售金额由 2015 年的 309 亿元增长至 2018 年的 1015.63 亿元，年复合增长率 48.7%，呈现快速扩张之势。2019 年上半年完成销售金额 465.78 亿元，同比增长 16.2%；销售均价 11019 元/平，较去年全年增长 6.7%。

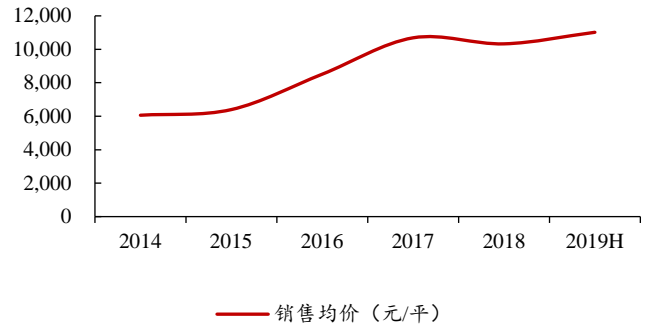


图 3：销售金额增速维持高位，助力公司规模扩张



数据来源：公司公告，中达证券研究

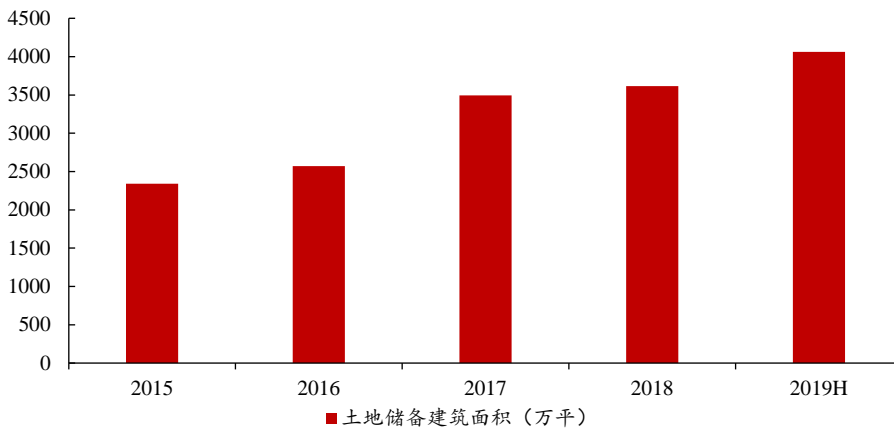
图 4：销售均价稳中有升，支持公司业绩高增



数据来源：公司公告，中达证券研究

土地储备充足，保障业绩潜力。公司综合考虑扩张进度、国家重大发展规划和市场情况等因素，及时拓展土地储备面积，以支持未来销售。截至2019年6月30日，公司土地储备建筑面积4059.77万平方米，可满足公司未来3年的开发需要。

图 5：积极拓展土地储备，奠定公司发展基础



数据来源：公司公告，中达证券研究

保持原有环京优势，拓展全国多增长点。公司深耕环京区域，并积极拓展，已逐步完成“两横、两纵、三集群”的项目布局，“两横”即长江及陇海铁路沿线，“两纵”即以京沪、京广铁路沿线，“三集群”即深耕“京津冀城市群”、稳步拓展“长三角城市群”和“珠三角城市群”周边城市。2018年，公司在江苏徐州、河北廊坊、河北沧州和安徽芜湖的市场占有率均居首位，其中徐州区域公司签约及回款金额均破百亿，业绩贡献第一。公司全国化布局成效显著。



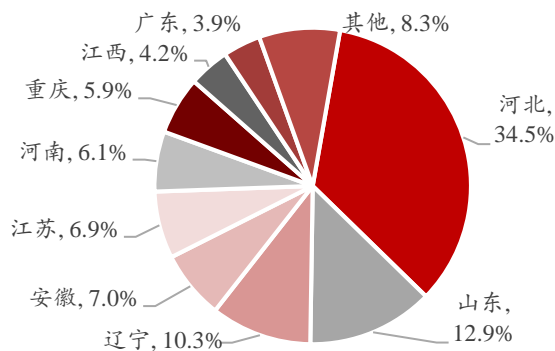
截至 2018 年末，公司位于河北的土地储备占 34.5%，在重点植根原有优势区域的同时，继续优化其他区域的布局，于山东、辽宁、安徽、江苏、河南和重庆的土地储备分别占 12.9%、10.3%、7.0%、6.9%、6.1%和 5.9%，土地布局更为均衡。

表 3：优势区域起步，稳步布局全国

时间	布局策略
2015	抓住京津冀协同发展的历史机遇，加大在环京津核心地带的投资力度
2016	深耕京津冀有发展潜力的市级、县级区域，稳步拓展长江经济带沿线区域的较大城市，同时有选择地布局特大城市的周边区域
2017	已基本完成“京津冀”、“长三角”、“珠三角”三大世界级城市群及中西部重点城市的项目布局
2018	形成“两横、两纵、三集群”项目布局
2019H	围绕“一带一路”、“长江经济带”和“粤港澳大湾区”等国家重大发展规划，不断拓宽拿地渠道

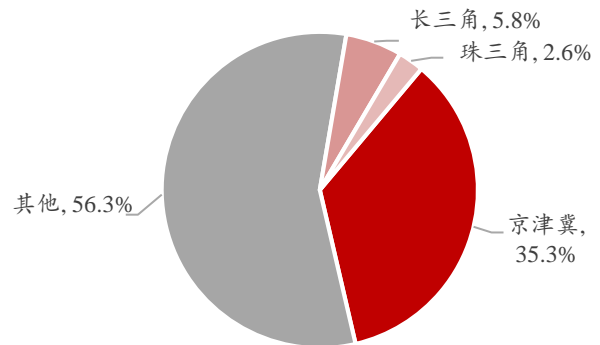
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：积极优化区域布局，增强业绩稳定性



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：重点布局三大都市圈，实现“两横、两纵、三集群”项目布局



数据来源：公司公告，中达证券研究



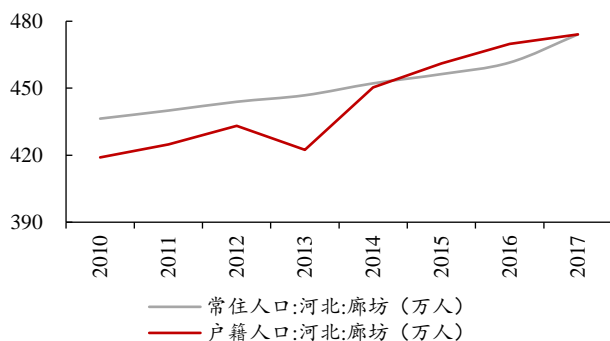
表 4：土地储备遍布全国，主要为成长性优秀的强二三线城市

城市	土储面积 (万平)	占比
廊坊	412.34	11.4%
沈阳	326.39	9.0%
重庆	213.93	5.9%
张家口	177.72	4.9%
青岛	165.56	4.6%
徐州	158.22	4.4%
邯郸	157.17	4.3%
宜春	136.41	3.8%
石家庄	125.76	3.5%
唐山	122.23	3.4%
其他	1617.81	44.8%
合计	3613.54	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究

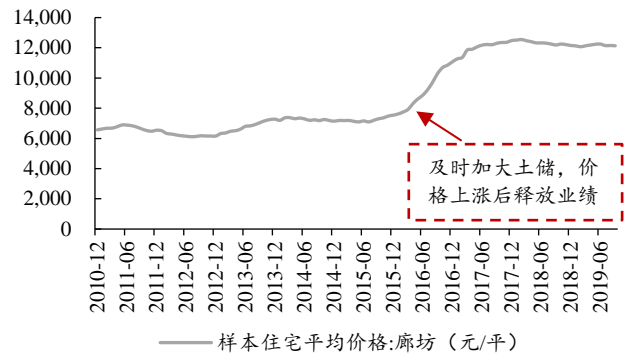
公司重点布局的城市人口流入，均价稳中有升。公司土地储备前三的廊坊、沈阳和重庆，户籍人口和常住人口均逐年流入，支持未来销售需求；样本住宅平均价格均处于上升阶段，其中，公司于 2016 年大幅在廊坊购入土地，2016、2017 年进入重庆市场，均处于房价上涨前夕，拿地时机把握准确，2009 年进入沈阳市场获取大量低价土地，利于公司利润释放。

图 8：廊坊常住人口、户籍人口逐年增加



数据来源：国家统计局，地方统计局，中达证券研究

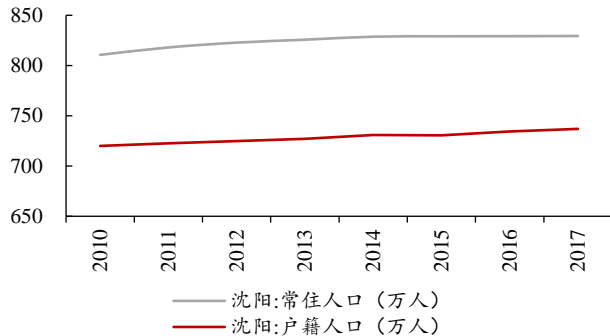
图 9：房价上涨前及时扩大廊坊土地储备，增厚公司利润



数据来源：Wind，中达证券研究

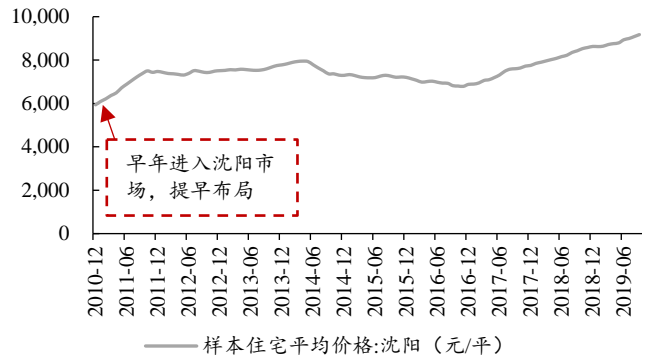


图 10: 沈阳常住人口、户籍人口稳中有升



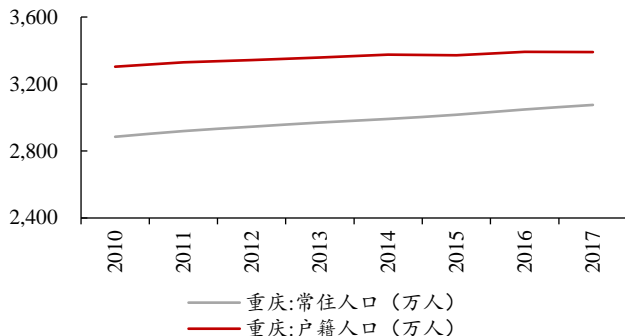
数据来源: 国家统计局, 地方统计局, 中达证券研究

图 11: 早年进入沈阳市场获取大量低价土储, 近年房价逐渐上涨助力公司盈利



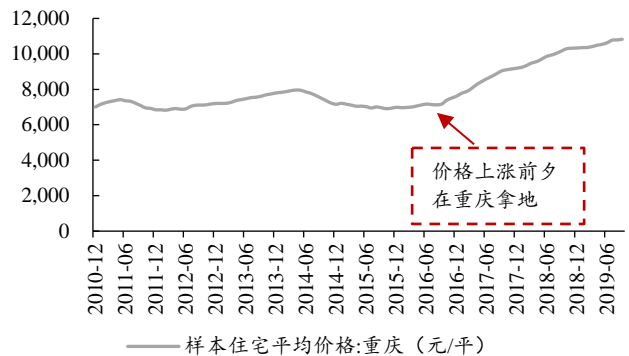
数据来源: Wind, 中达证券研究

图 12: 重庆常住人口持续流入, 户籍人口微升



数据来源: 国家统计局, 地方统计局, 中达证券研究

图 13: 拿地时机把握准确, 项目利润率高增



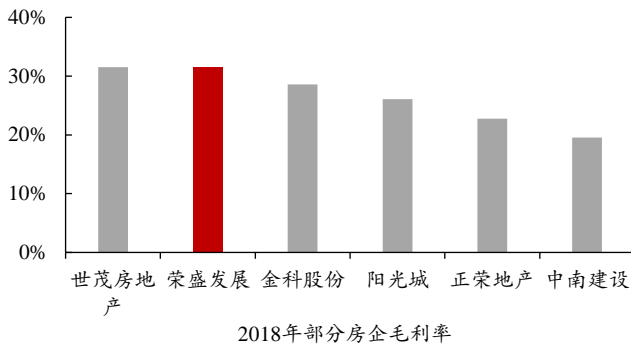
数据来源: Wind, 中达证券研究

2.2.2 积极扩充土储, 业务协同多元拿地

项目利润率高, 增长潜力充足。公司各项目盈利能力优秀, 为公司带来了整体的高额利润。2019年上半年, 公司房地产业务毛利率 30.56%, 公司扣非后归母净利润 29.37 亿元, 核心净利率 12.1%; 2018年, 公司房地产业务毛利率 31.23%, 公司扣非后归母净利润 73.37 亿元, 核心净利率 13.0%, 在与其排名相当 (克而瑞口径) 的房企中处于领先地位。

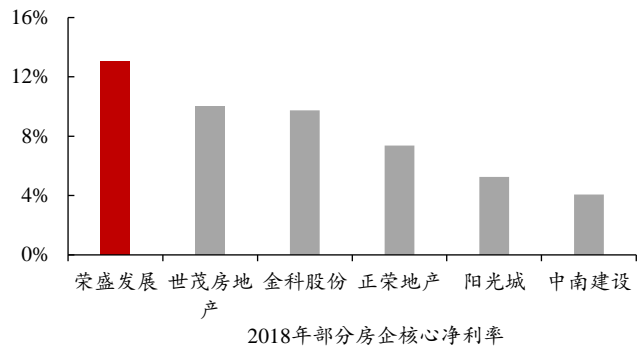


图 14: 毛利率领先, 支持公司发展



数据来源: Wind, 中达证券研究

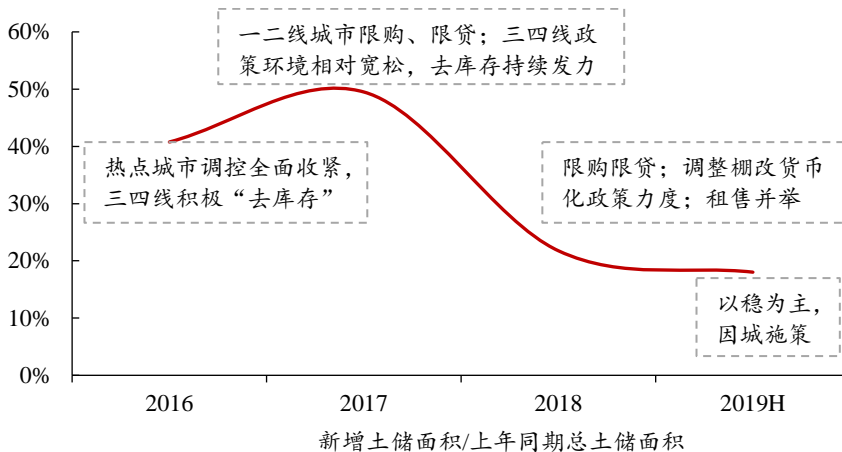
图 15: 项目盈利能力强, 公司核心净利率领先



数据来源: Wind, 中达证券研究

顺应市场变化, 积极多元拿地。公司充分利用招拍挂、城中村改造、股权收购等方式多管齐下加强土地储备, 在积极扩张的同时, 根据市场情况调节拿地步伐。2016、2017 年发力拿地, 实现快速扩张; 2018、2019 年根据市场变化调整节奏, 保证拿地质量。2016 全年、2017 全年、2018 全年和 2019 年上半年分别新增土地储备总建筑面积 953.95 万平、1272.31 万平、760.53 万平和 654.20 万平, 分别占上年同期总土地储备的 40.8%、49.5%、21.8%和 18.0%。

图 16: 拿地扩张积极, 根据政策调整节奏



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

业务协同发展, 拓宽拿地渠道。公司产业园区及康旅业务发展态势良好, 符合政府产业引入及文旅、康养项目建设等诉求, 有望继续在优质区域获取低价土地资源。产业新城公司与区域政府深度合作, 大力践行 PPP 模式, 共同提升区



域开发水平；国家及地方多次出台相关政策发展康养产业，有望为公司获取相关地块提供支持。

图 17：产业新城与政府深度合作，联动支持拿地



数据来源：公司网站，中达证券研究



表 5: 多项政策支持康旅业务发展, 助力公司获取相关地块

时间	对象	政策	主要内容
2016-10-25	中共中央、国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	积极促进健康与养老、旅游、互联网、健身休闲、食品融合, 催生健康新产业、新业态、新模式; 把健康城市和健康村镇建设作为推进健康中国建设的重要抓手
2016-12-31	中共中央、国务院	2017 年中央一号文件	大力发展乡村休闲旅游产业。充分发挥乡村各类物质与非物质资源富集的独特优势, 利用“旅游+”、“生态+”等模式, 推进农业、林业与旅游、教育、文化、康养等产业深度融合
2017-05-12	全国	《关于促进健康旅游发展的指导意见》	到 2020 年, 建设一批各具特色的健康旅游基地, 形成一批健康旅游特色品牌, 推广一批适应不同区域特点的健康旅游发展模式和典型经验, 打造一批国际健康旅游目的地 到 2030 年, 基本建立比较完善的健康旅游服务体系, 健康旅游服务能力大幅提升, 发展环境逐步优化, 吸引更多的境内外游客将我国作为健康旅游目的地, 提升产业发展层级
2018-01-02	中共中央、国务院	2018 年中央一号文件	实施休闲农业和乡村旅游精品工程, 建设一批设施完备、功能多样的休闲观光园区、森林人家、康养基地、乡村民宿、特色小镇
2018-10-09	河北	《关于大力推进康养产业发展的意见》	建设产业园区; 打造环京津康养产业平台; 建立智慧康养平台; 打造医养结合平台
2019-03-08	全国	《关于促进森林康养产业意见》	到 2022 年建设国家森林公园康养基地 300 处, 到 2035 年建设 1200 处
2019-03-29	山西	《支持康养产业发展行动计划(2019-2021)》	打造“康养山西、夏养山西”品牌战略部署, 加快建设一批康养小镇、康养社区

数据来源: 政府网站, 中达证券研究



3. 产业新城速崛起，盛行天下正启航

公司的产业园区和康旅业务既为公司拓宽了拿地渠道，又作为公司打造地产业产业链体系的重要组成部分，为公司实现收入、利润的多元化做出了重要贡献。

3.1 产业整合，增厚利润

产业园板块发展迅猛，规模不断壮大。2016 年以来，产业新城板块迅速崛起，目前已在京津冀的香河、永清、霸州、兴隆、固安、宣化、唐山、蔚县、玉田、衡水和长江经济带的淮北、襄阳开发建设了数亿平方米的产业新城。

表 6：产业园区规模不断壮大，影响力逐步提升

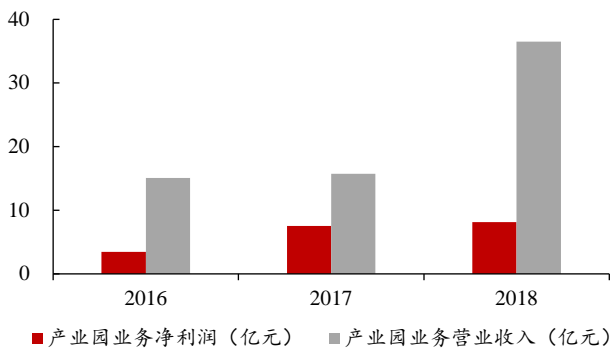
协议签订时间	地区	项目情况	约定区域面积 (平方公里)
2007-05-26	河北省廊坊市香河县	产业园区建设	64.1
2016-06-30	河北省霸州市	产业园区建设	13.56
2016-08-31	河北省承德市兴隆县	产业园区建设	13
2016-10-21	河北省张家口市宣化区	高铁新城	2.88
2016-11-08	河北省廊坊市香河县（扩展）	产业园区建设	24.2
2017-03-03	安徽省淮北市	产业园区建设	89.65
2017-04-06	河北省唐山市	产业园区建设	18
2017-05-08	河北省张家口市蔚县	产业园区建设	30
2017-05-17	湖北省宜昌市	产业园区建设	42
2017-10-16	河北省唐山市玉田县	高铁新城	10
2018-06-08	河南省新乡市	商务中心区	3.88
2018-11-01	河北省衡水市	高铁新城	24
2018-12-25	湖北省襄阳市	产城融合项目	18

数据来源：公司公告，中达证券研究

整合产业，多元化公司利润来源。产业新城板块整合荣盛旗下金融、建设、物业、工程等子公司，打造产业链上下游集聚平台，回款主要来自于一二级土地整理、基建及规划咨询服务、产业发展服务和园区综合服务。2016 年、2017 年、2018 年公司产业园业务净利润分别为 3.46 亿元、7.55 亿元和 8.12 亿元，分别贡献当年公司净利润的 7.9%、12.4%和 9.8%，已成为公司第二大利润来源。

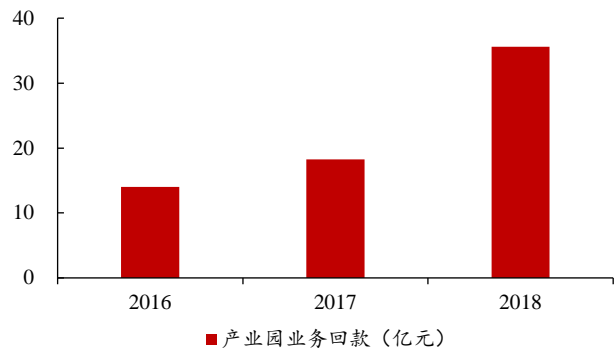


图 18：产业园业务收入及利润持续上升，发展迅猛



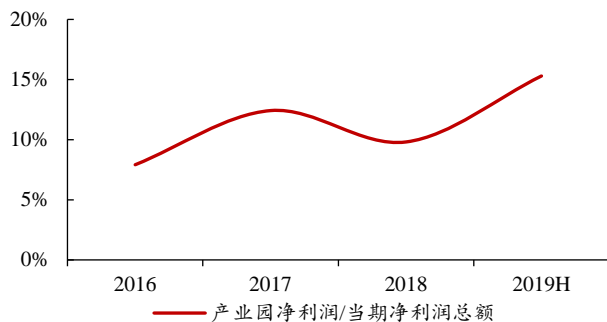
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 19：回款持续增长，推动公司增长



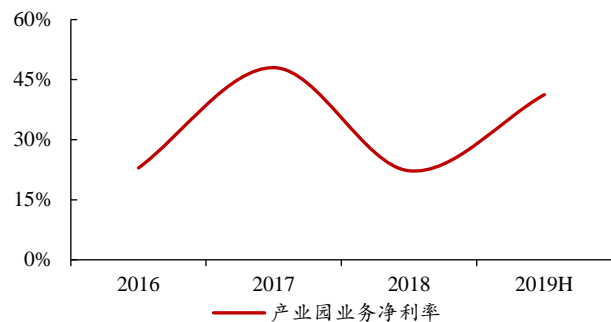
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 20：产业园区贡献利润占总利润比重上升，实现公司利润多元化



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 21：产业园业务净利率较高，增厚公司整体利润



数据来源：公司公告，中达证券研究

3.2 康旅启航，盛行天下

战略布局全球，实现旅居生活。荣盛康旅大力推动大北京、大黄山、大华中、大上海、大西南、大海南和海外市场的“6+N”战略，已于国内的河北、河南、安徽、江苏、湖北、陕西、四川、云南、海南和国外的捷克、奥地利实现布局，在全球自有度假区配套“游、养、医、药”全生命周期旅居生活服务。其发起的“盛行天下”计划以“一处置业、四季度假、旅居天下”为宗旨，购房者在购买荣盛康旅任一度假物业并加入计划后，即可实现购买一套度假房享受多处风景名胜套换住。

荣盛康旅业务销售及运营收入持续增长，2018 年实现签约金额 50.98 亿元，同比增长 7.1%；回款 40.77 亿元，同比增长 8.1%；营业收入 36.01 亿元，同比增长 15.0%。



图 22: “6+N” 布局基本形成, 打造“盛行天下”旅居生活产品



数据来源: 公司网站, 中达证券研究

表 7: 积极拓展康旅项目, 助力公司多元发展

发布日期	地区	项目情况
2018-01-03	浙江省金华市	全域旅游项目
2018-01-03	云南省昆明市	滇池西岸财富小镇、抚仙湖财富医养文旅小镇等
2018-02-03	四川省自贡市	自贡井盐文化度假区
2018-02-13	河北省张家口市	以休闲农业、乡村旅游为业态的田园综合体
2018-03-21	安徽省宣城市郎溪县	特色产业聚集区和生态康旅度假区
2018-04-10	浙江省余姚市	王阳明心学小镇和马渚古运河风情街
2018-04-10	湖北省武汉市	生态湿地及滨湖田园综合体
2018-04-10	奥地利共和国	在奥地利及欧洲“16+1”成员国范围内开展全面合作, 包括但不限于“非物质文化”的保护和交流
2018-05-03	贵州省贵阳市息烽县	温泉康养度假区
2018-06-16	云南省丽江市	国际旅游度假区
2018-09-22	四川省阆中市	国际旅游度假区 (特色小镇)
2018-10-11	捷克共和国	水疗康复中心

数据来源: 公司公告, 中达证券研究

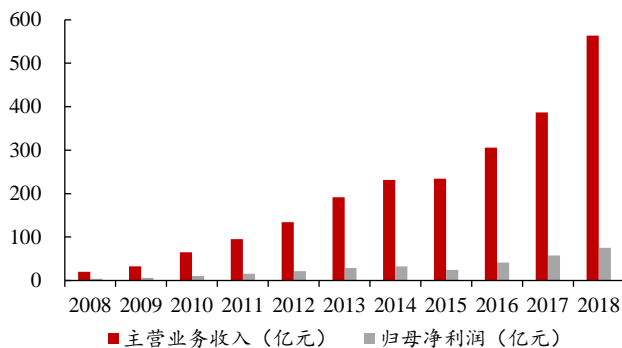


4. 财务状况优秀，支持稳步扩张

4.1 利润增长，分红稳定

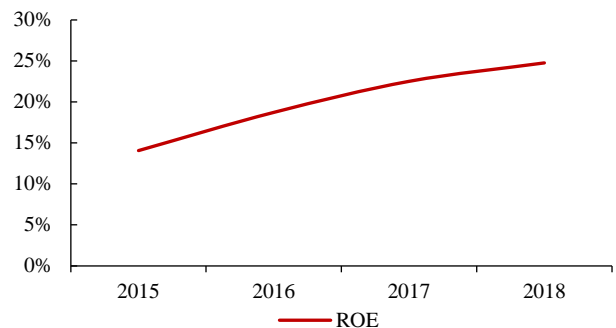
主营业务收入和归母净利润持续快速增长，盈利能力优秀。公司上市以来，主营业务收入由 2008 年的 20.29 亿元增长至 2018 年的 563.68 亿元，归母净利润由 2008 年的 3.71 亿元增长至 2018 年的 75.65 亿元。近年公司 ROE 持续上升，毛利率维持在 30% 左右的较高水平，核心净利率亦维持在 13% 左右的较高水平，盈利能力优秀。

图 23：主营业务收入及归母净利润持续增长，稳步扩大规模



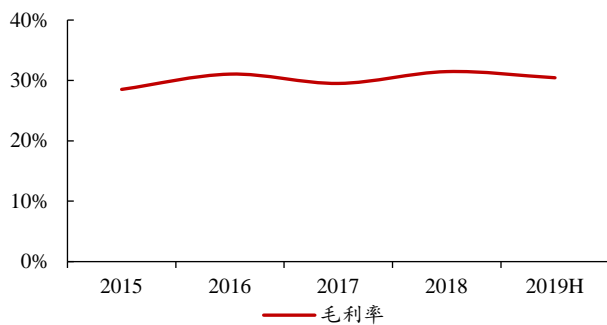
数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：近年 ROE 持续增长，盈利水平良好



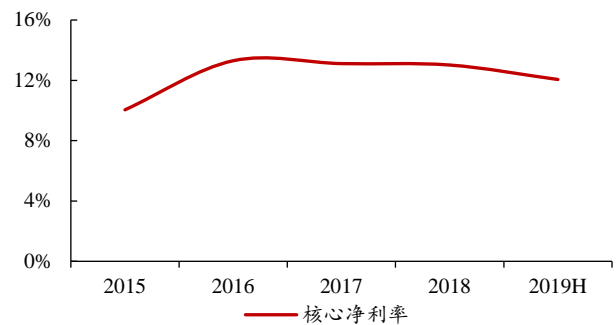
数据来源：Wind，中达证券研究

图 25：项目盈利能力强，毛利率维持高位



数据来源：Wind，中达证券研究

图 26：核心净利率较高，体现优秀的盈利能力

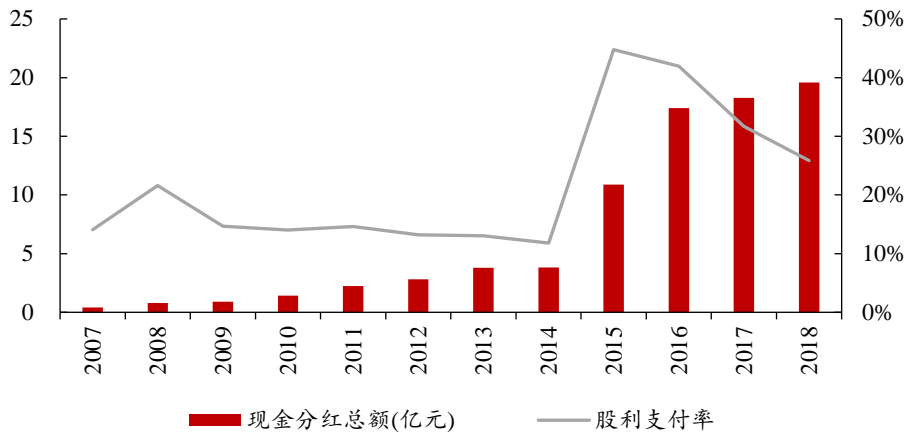


数据来源：Wind，中达证券研究

分红稳定，重视股东回报。公司自 2007 年上市以来累计实施现金分红 12 次，2015 年来派息率显著上升，截至 2018 年末，公司累计派发现金分红 82.28 亿元，平均派息率 22.31%，重视股东回报，利于巩固股东基础。



图 27： 公司 2015 年后派息率明显上升，巩固股东基础

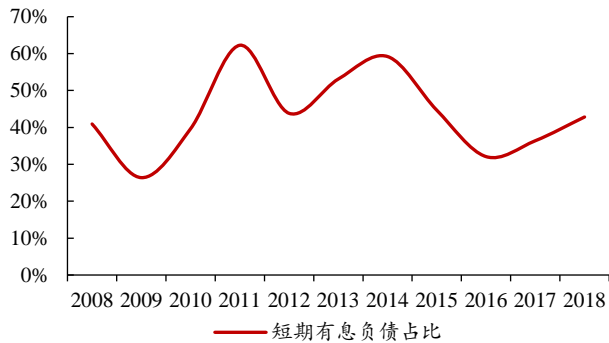


数据来源：Wind，中达证券研究

4.2 财务稳健，资金充沛

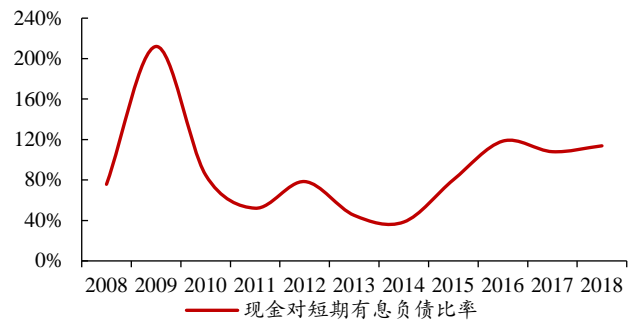
净负债率下降，资金回流稳定。2018 年公司短期有息负债占比 42.8%，处于上市以来较低位置，2018 年现金对短期有息负债比率为 113.8%，处于上市以来较高位置，短期偿债压力较小。净负债率近年持续下降，销售回款连年攀升，财务状况稳健。

图 28： 近年短期有息负债占比处于较低位置，风险可控



数据来源：Wind，中达证券研究

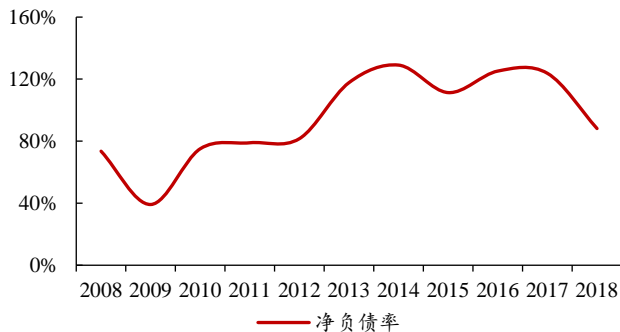
图 29： 现金对短期有息负债比率较高，短期偿债压力较小



数据来源：Wind，中达证券研究

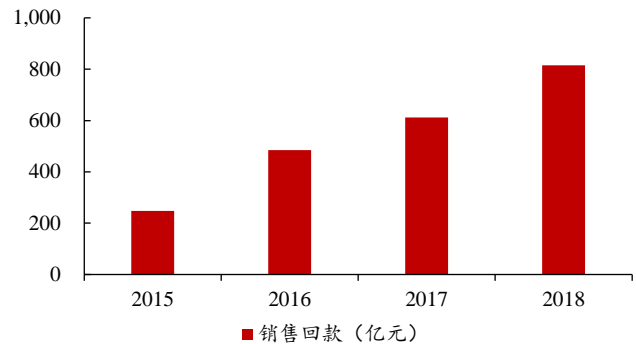


图 30：净负债率近年持续下降，财务日趋稳健



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 31：销售回款连年攀升，保障稳定经营



数据来源：公司公告，中达证券研究

财务稳健，评级表现良好。2019年4月8日，标普全球评级发布报告称，荣盛发展经营规模持续增长，上市历史长，其项目执行和现金回款的过往记录良好。国际评级机构穆迪和标普分别对公司给出了 Ba3 和 BB-评级，展望均为稳定；境内评级机构大公国际和中债资信分别给予公司 AA+和 AA-评级，展望均维持稳定。

表 8：财务稳健性上升，公司境内外评级表现良好

	机构	评级	展望
境外评级	穆迪	Ba3	稳定
	标普	BB-	稳定
境内评级	大公国际	AA+	稳定
	中债资信	AA-	稳定

数据来源：Bloomberg，Wind，中达证券研究

首发美元债，融资渠道畅通。公司于2019年4月成功完成了3.25亿美元、3年期高级美元债券的发行，并以8.0%的票面利率，成为评级在BB区间定价首发成本最低的中国房地产公司。

表 9：2019年4月首次进军国际资本市场，拓宽融资渠道

日期	种类	规模 (亿元)	货币	期限	利率
2019-01-23	超短期融资券	5.00	人民币	270天	7.30%
2019-03-12	超短期融资券	9.10	人民币	270天	7.30%
2019-04-24	高级无抵押定息债券	3.25	美元	3年	8.00%
2019-06-03	高级无抵押定息债券 (增发)	1.75	美元	3年	8.00%

数据来源：公司公告，中达证券研究



5. 估值及建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 13.29 元。预测公司 2019-2020 年核心 EPS 分别为 2.19 元和 2.78 元人民币，同比增长 28% 和 27%。考虑到公司近年拿地依旧保持高利润率，业务联动效应逐渐彰显，业绩释放将加速，给予 NAV 折让 35%，目标价 13.29 元，对应 2019 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 53%。（最新股价为 2019 年 12 月 4 日收盘价）

表 10：荣盛发展 NAV 人民币 20.45 元/股

总资产估值（人民币百万元）	2019
住宅	111,866
零售	0
办公楼	0
开发物业总计	111,866
酒店	0
出租零售	0
出租办公楼	1,208
投资物业总计	1,208
总资产估值	113,074
净负债	24,168
净资产	88,906
每股净资产（人民币元/股）	20.45
股价（人民币元，12 月 4 日）	8.68
NAV 折让	-58%

数据来源：中达证券研究



6. 风险提示

- 1) 行业景气度受政策影响较大；
- 2) 多元业务发展可能遇到阻力。



附录

公司重点项目

1. 廊坊花语城

土地面积：70.57 万平方米

计容建筑面积：186.47 万平方米

拿地总价：22.46 亿元

楼面均价：1204 元/平方米

权益占比：100%

当前销售均价：12000 元/平方米

计划总投资：74.60 亿元





2. 石家庄荣盛华府

土地面积：22.67 万平方米

计容建筑面积：93.77 万平方米

拿地总价：64.41 亿元

楼面均价：6869 元/平方米

权益占比：100%

当前销售均价：29000 元/平方米

计划总投资：119.88 亿元



3. 徐州荣盛城

土地面积：42.75 万平方米

计容建筑面积：149.50 万平方米

拿地总价：13.07 亿元

楼面均价：874 元/平方米

权益占比：100%

当前销售均价：10000 元/平方米

计划总投资：62.89 亿元





损益表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,704	56,368	74,317	94,208	120,070
营业成本	-27,284	-38,632	-50,255	-62,772	-79,962
毛利润	11,420	17,736	24,062	31,436	40,108
销售及行政开支	-2,572	-3,678	-6,986	-9,232	-13,808
EBIT	8,012	11,785	17,077	22,203	26,300
利息成本	-362	-883	-940	-985	-1,049
利息收入	138	146	251	275	237
联营公司利润	-24	86	244	347	310
其他收入	259	-192	0	0	0
税前利润	8,023	10,943	16,632	21,840	25,799
所得税	-1,943	-2,666	-6,610	-8,688	-9,994
少数股东权益	-319	-712	-480	-1,057	-675
净利润	5,761	7,565	9,542	12,095	15,130
核心净利润	5,819	7,461	9,542	12,095	15,130
股权数	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
核心EPS	1.34	1.72	2.19	2.78	3.48
每股分红	0.42	0.45	0.57	0.72	0.90

资产负债表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	548	590	1,798	1,897	1,972
长期股权投资	2,555	2,914	3,604	4,039	4,498
其他非流动资产	8,352	12,295	11,171	11,166	11,161
非流动资产合计	11,455	15,799	16,573	17,103	17,631
发展中物业	103,759	119,020	127,732	128,617	129,115
竣工待售物业	13,776	15,685	21,647	24,381	28,459
应收账款	8,337	10,422	25,500	38,256	26,779
现金	23,533	30,367	36,558	38,961	45,578
其他流动资产	30,873	36,469	36,469	36,469	36,469
总资产	191,733	227,762	264,478	283,787	284,030
流动负债合计	122,727	154,254	178,696	185,697	167,938
长期借款	38,096	35,626	38,787	39,158	43,845
其他非流动负债	4	4	4	4	4
递延所得税	1,527	1,518	1,509	1,500	1,492
非流动负债合计	39,627	37,148	40,300	40,662	45,341
少数股东权益	1,870	2,776	4,313	6,632	7,954
归属于母公司股东权益	27,510	33,584	41,169	50,796	62,797
总负债和权益合计	191,733	227,762	264,478	283,787	284,030

现金流量表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	5,761	7,565	9,542	12,095	15,130
营运资本变动	-4,042	8,317	-7,678	-9,652	-14,367
其他	555	1,630	714	1,291	909
经营性现金流合计	2,274	17,512	2,578	3,733	1,671
投资物业	0	0	-1,208	-99	-74
其他	-4,843	-2,968	191	-673	-697
投资性现金流合计	-4,843	-2,968	-1,016	-772	-771
自由现金流	-2,570	14,544	1,561	2,961	900
每股自由现金流	-0.59	3.34	0.36	0.68	0.21
权益融资	-6,133	-6,590	0	0	0
债权融资	12,870	-2,064	5,530	648	8,199
其他	624	-1,016	-900	-1,206	-2,481
融资性现金流合计	7,361	-9,671	4,630	-558	5,717
现金变动合计	4,791	4,873	6,191	2,403	6,617
期初现金	17,719	22,511	27,384	33,575	35,978
期末现金	22,511	27,384	33,575	35,978	42,595

财务分析 (%)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	30%	31%	32%	33%	33%
经营利润率	21%	21%	23%	24%	22%
核心净利率	15%	13%	13%	13%	13%
营收增长率	26%	46%	32%	27%	27%
EBIT增长率	40%	47%	45%	30%	18%
核心净利增长率	40%	28%	28%	27%	25%
EPS增长率	40%	28%	28%	27%	25%
每股净资产	6.33	7.72	9.47	11.68	14.44
利息覆盖倍数	22.12	13.35	18.16	22.54	25.08
净负债资本率	53%	43%	36%	30%	27%
净负债率(扣除限制现金)	124%	88%	69%	51%	44%
总资产周转率	23%	27%	30%	34%	42%
资产权益比	697%	678%	642%	559%	452%
ROA	3%	4%	4%	5%	6%
ROE	23%	24%	26%	26%	27%
ROCE	9%	10%	12%	13%	14%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本報告所涵蓋的公司或有業務往來。因此，投資者應該意識到公司可能存在利益衝突，這可能會影響報告的客觀性。投資者在做出投資決策時，應僅將本報告視為參考因素之一。

本報告所提供的任何資料僅供參考，並不考慮任何特定接受者的投資目標、財務狀況或風險承受能力，也不構成任何招標或買賣任何證券或任何其他金融工具的要約。本報告並未經香港證監會審核。投資有風險，在簽訂任何投資合同之前，個人應在必要時做出判斷或尋求專業意見。

本報告所載資料來自中達證券投資有限公司認為可靠的來源，但在本報告所載材料的準確性、完整性或可靠性方面，中達證券投資有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保證。所有與價格相關的信息均為指導性信息，本報告中提到的投資價值和來自這些信息的收入可能會波動。本報告所載資料隨時可能有所改變，中達證券投資有限公司不承諾就該等更改發出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。