东兴证券
DONGXING SECURITIES

百舸争流 奋楫者先

——荣盛发展（002146）2015 年半年报点评

2015 年 08 月 23 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	
杨骞	分析师	执业证书编号：S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	
梁小翠	分析师	执业证书编号：S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件：

公司 8 月 24 日公布 2015 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 915,221.62 万元，同比下降 10.02%，营业利润 133,798.77 万元，同比下降 27.70%，归属于母公司所有者净利润 103,799.09 万元，同比下降 24.84%。截至 2015 年 6 月 30 日，公司总资产 8,391,087.07 万元，比年初增长 10.71%；归属于上市公司股东的所有者权益 1,434,595.02 万元，比年初增长 3.30%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	6926.76	3205.95	6964.94	4883.32	8064.75	3026.57	6125.65
增长率（%）	37.96%	35.17%	32.61%	5.70%	16.43%	-5.60%	-12.05%
毛利率（%）	34.79%	34.20%	32.12%	32.79%	34.27%	32.12%	29.04%
期间费用率（%）	4.62%	9.68%	5.49%	5.27%	5.10%	10.59%	6.04%
营业利润率（%）	21.54%	16.47%	18.99%	19.73%	20.79%	13.69%	15.08%
净利润（百万元）	1170.01	398.31	1028.05	765.98	1263.14	314.45	752.84
增长率（%）	35%	30%	17%	0.01%	7.96%	-21.05%	-26.77%
每股盈利（季度，元）	0.610	0.198	0.531	0.357	0.616	0.156	0.194
资产负债率（%）	78.99%	79.86%	80.17%	80.19%	79.58%	81.85%	81.70%
净资产收益率（%）	9.37%	3.09%	7.64%	5.44%	8.16%	2.10%	4.90%
总资产收益率（%）	1.97%	0.62%	1.52%	1.08%	1.67%	0.38%	0.90%

观点：

- **营业收入和净利润均大幅降低。**公司上半年营业收入91.52亿元，同比大幅降低10.02%，主要原因为报告期完工结算项目减少，从而导致结转收入减少；受营业成本和销售期间费用降幅小于营业收入降幅影响，营业利润13.38亿元，同比下降27.70%，归属于上市公司股东的净利润10.38亿元，同比大幅降低24.84%。

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）

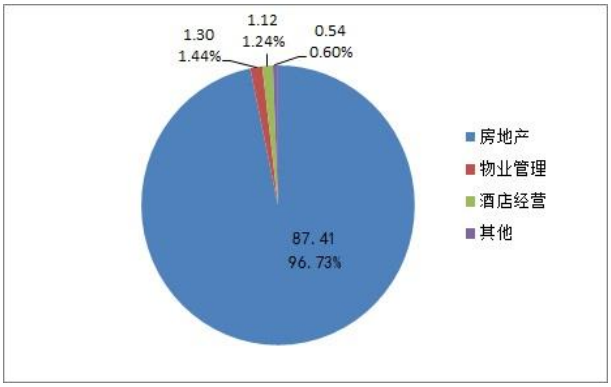
项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
毛利率（%）	30.06%	32.78%	-8.30%	营业成本和期间费用降幅较小
净利率（%）	11.66%	14.02%	-16.83	净利润总额降幅较大
资产负债率（%）	81.70%	80.17%	1.91%	59 亿公司债发行提升负债率
费用比率（%）	7.54%	6.81%	10.72%	管理费用和财务费用大幅增加
加权 ROE（%）	7.28%	11.85%	4.57%	下降 4.57 个百分点
总资产	839.11	757.92	10.71%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	72.00	53.80	33.83%	59 亿公司债发行
预收账款	205.14	205.66	-0.25%	同比变化较小
一年内到期非流动负债	88.61	70.02	26.55%	负债正常到期
经营活动净现金流	-15.64	-16.06	-2.64%	购地支出保持在稳定水平
稀释 EPS	0.27	0.37	-27.03%	净利润大幅降低

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

公司营业收入主要来源于房地产销售，占比仍然超过95%以上，但表现出逐年降低的趋势，考虑到公司业务多元化发展的战略，可期房地产业务收入占比将持续降低；物业服务营业收入呈现加速增长的态势，近3年平均增速为52.27%，但这项业务毛利率仅为3.73%，且近三年只有今年上半年盈利，前两年同期全部亏损，一定程度上反映了当前物业管理服务远未成为公司的利润增长点，公司试图提升物业管理服务水平和数量，采用这种方式增强盈利能力难度仍然较大；酒店服务营业收入也表现出加速增长的趋势，今年上半年的增速更是达到19.29%，这一业务毛利率较高，接近80%，毛利润总额近9000万元。

➢

图 1：2015 年上半年各业务营收总额及占比 （单位：亿元，百分比）



资料来源：公司 2015 年半年报，东兴证券研究所

图 2：历年毛利润总额及各业务贡献度（单位：亿元，百分比）

资料来源：公司 2015 半年报，东兴证券研究所

➢ **2015年销售金额有望达到300亿元。**报告期内公司销售回款83.45亿元，结算面积135.34万平方米，结算收入87.41亿元。从销售方面来看，上半年销售合同面积168.16万平方米，合同金额104.90亿元，略低于公司销售预期，但受益于京津冀特区群和通州限购令，公司位于廊坊、香河等地的项目销售火爆，预

计全年销售金额可达到300亿元，2016年公司营业收入大幅增长可期。

表 2：2015 年上半年项目结算情况

项目区域	结算面积	主要项目	结算收入
廊坊	12.13	廊坊四季花语、白鹭岛	-
南京	12.11	南京花语馨苑、龙湖半岛	-
沧州	15.29	沧州锦绣天地	-
徐州	23.68	徐州文承花、香榭兰庭	-
蚌埠	8.2	蚌埠锦绣香堤	-
邯郸	1.36	邯郸阿尔卡迪亚	-
聊城	1.11	水岸花语	-
湛江	10.12	湛江南亚郦都、海湾郦都	-
临沂	12.24	临沂锦绣外滩、花语馨苑	-
沈阳	20.01	沈阳香缇澜山、紫提东郡	-
唐山	7.35	唐山湖畔郦舍	-
盘锦	1.48	盘锦香堤荣府	-
常州	3.68	常州锦绣华府	-
成都	1.24	成都紫提东郡	-
长沙	5.34	长沙花语馨苑	-
总计	135.34	-	87.41

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **土地储备充足且经过区域优化。**报告期内，公司通过股权收购、招拍挂等多种方式，先后在多个城市获得土地25宗，权益建筑面积324.04万平方米，截止报告期末，公司土地储备建面1994万平方米。从购买土地方面来看，上半年公司共拿地14块，规划建面219.12万平方米，总成交金额25.49亿元，平均楼面价1163元/平方米，虽然公司拿地积极性较高，但仍然坚持谨慎拿地的原则，平均溢价仅为1.03。从项目布局来看，公司对未来项目布局区域进行了明显调整，更专注于京津冀区域，地产业务的“控规模、调区域、优项目”策略将有望在保持现有营收规模的基础上提升盈利水平，撤出部分库存压力较大的三四线城市，这种调整表明公司正在经历从规模扩张向精细化经营的转变时期。

表 3：2015 年 1-8 月土地购买情况

城市	编号	规划用途	规划建筑面积(万㎡)	总成交金额(亿元)	平均楼面价(元/㎡)	平均溢价率(%)	拿地时间
黄山	黄国土挂	商业/办公	1.7	0.09	525	0	2015-03
廊坊	2014-162	住宅用地	16.36	1.38	841	1.09	2015-01
	2014-161		13.78	1.16	841	1.12	
	廊开	综合用地(含住宅)	20.83	2.65	1273	1.03	2015-02
	廊开		31.99	4.07	1272	1.02	
	廊开		26.66	3.39	1272	1.04	
	廊开		21.97	2.8	1273	1.08	
	廊开		27.07	3.45	1273	1.03	

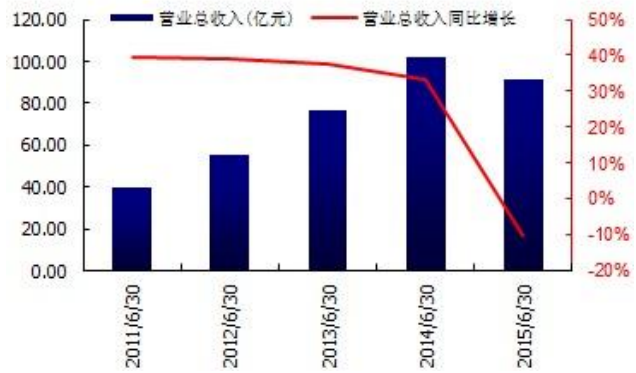
	廊开		20.49	2.61	1274	1.12	
	廊开		27.4	3.49	1272	1.04	
聊城	2015-07	综合用地	14.48	1.27	880	0	2015-08
	2015-29	(含住宅)	7.08	0.62	870	0	
神农架林区	2015-1	商业/办公	1.41	0.07	490	0	2015-03
	2015-4	用地	5.91	0.21	360	0	
	2015-3	住宅用地	2.98	0.1	345	0	
	2015-2 号		0.57	0.02	343	0	

数据来源：CREIS，东兴证券研究所

- **公司债+定增为公司规模扩张提供支撑。**上半年公司发行59亿元公司债，利用低利率的负债替换了原来成本较高的银行贷款；51亿元定增也已经取得证监会核准批复，预计将于近期实施。总体来看，100亿的再融资为公司的项目提供了足够的资金支持，也保障了公司资产规模的快速增长。

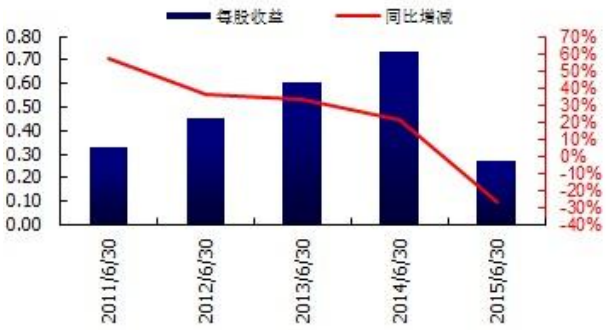
- **三大业务板块同步推进落实多元化发展战略。**公司打造“大地产、大健康、大金融”三大业务板块的总体战略正在推进，相应的项目也开始一一落实。大地产板块作为基础性的资源平台，不仅是大健康板块的前端，也可以是大金融业务板块的下游；社区医院和物业增值服务是基于原有物业的基础上的价值再挖掘，公司在这一领域具备先天性优势；民营银行和地产基金等金融机构的收购或成立不仅能够为原有地产业务提供金融资源，也可以在信息高效率传递的基础上，促进地产业务板块为集团内金融机构提供优质投资标的。总体来看，公司多元化发展战略不是各自为政，而是协同发展，转型之路有望越走越宽。

图 4：营业收入情况



资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：每股收益情况

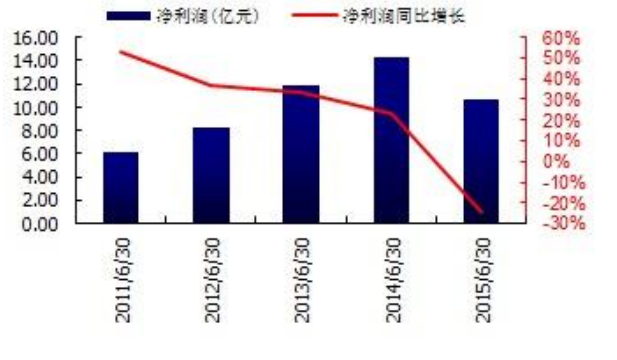


资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：货币和预收款情况

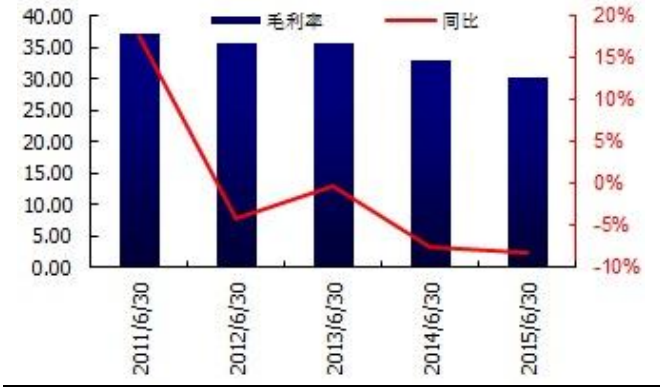
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：净利润情况



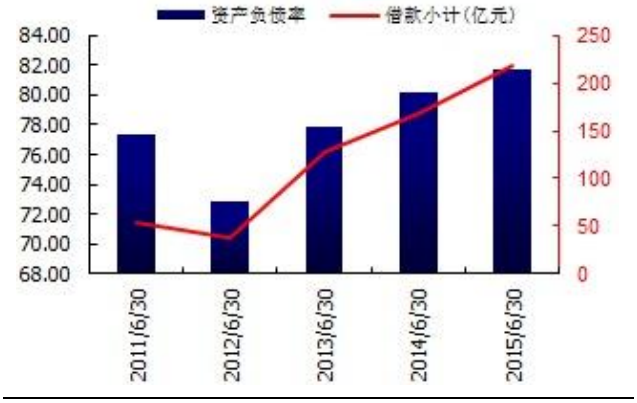
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8：销售毛利率情况



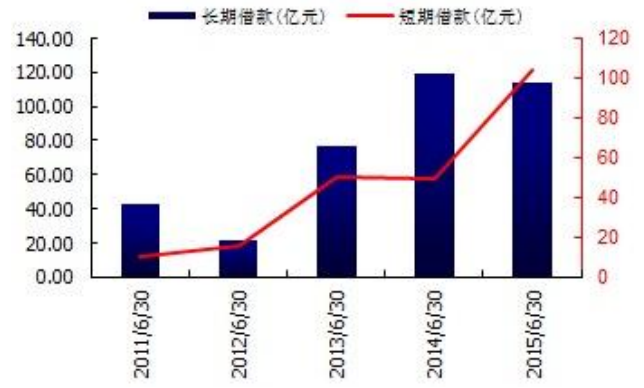
资料来源：公司公告、东兴证券

图 9：资产负债率情况



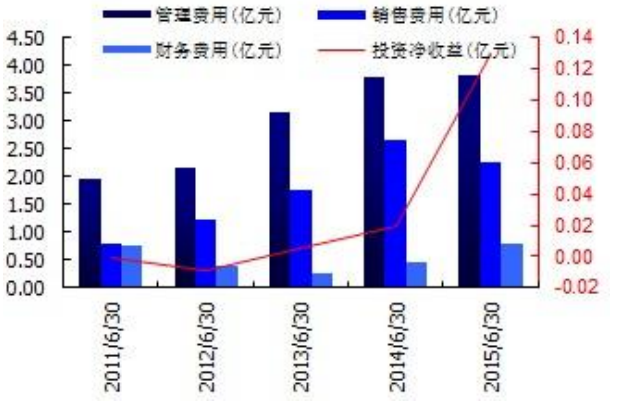
资料来源：公司公告、东兴证券

图 10：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

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

结论：

上半年公司成功发行 59 亿公司债，短期内也将实施 51 亿定增计划，总计 100 亿元的再融资为公司的发展提供了资金面的支持；三大业务板块战略进一步明晰，地产业务遵循“控总量、调区域、优项目”的

原则，金融业务和健康板块将与传统优势的地产业务协同发展，形成良性循环。虽然短期内转型的盈利能力并不能显著呈现，但中长期来看，公司仍然是具有较强的可持续盈利能力。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 276.16 亿元、354.84 亿元和 463.15 亿元，每股收益分别为 1.01 元、1.25 元和 1.67 元，对应 PE 分别为 10.00、8.09 和 6.06，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	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	57368	72507	86760	113703	149337
货币资金	4623	5887	7180	9226	12042
应收账款	115	266	227	292	381
其他应收款	5018	8717	10413	13380	17464
预付款项	6340	3561	5781	8676	12456
存货	39424	52016	60831	79329	103544
其他流动资产	1847	2058	2328	2800	3450
非流动资产合计	2037	3285	2951	2933	2857
长期股权投资	95	18	18	18	18
固定资产	975.52	1052.11	1302.74	1302.59	1243.44
无形资产	167	169	152	135	118
其他非流动资产	350	436	0	0	0
资产总计	59405	75792	89711	116636	152194
流动负债合计	37600	49583	56609	77728	106098
短期借款	4557	7677	18179	28762	43372
应付账款	5036	8021	7908	10313	13461
预收款项	19019	20965	27041	34847	45037
一年内到期的非流	5707	7632	0	0	0
非流动负债合计	9321	10733	12189	13686	15186
长期借款	9062	10549	12049	13549	15049
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	46921	60317	68798	91414	121284
少数股东权益	1525	1588	1798	2008	2218
实收资本(或股本)	1892	1905	3814	3814	3814
资本公积	1460	1547	1547	1547	1547
未分配利润	6233	8838	10921	13496	16935
归属母公司股东权	10959	13888	19114	23214	28692
负债和所有者权	59405	75792	89711	116636	152194

现金流量表				单位:百万元	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-4736	-1661	-4332	-8930	-11914
净利润	3120	3455	4068	4978	6579
折旧摊销	246.14	269.52	0.00	217.05	226.05
财务费用	66	156	154	241	337
应收账款减少	0	0	39	-65	-89
预收帐款增加	0	0	6076	7807	10189
投资活动现金流	-611	-1299	128	-200	-150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	16	16	0	0	0
筹资活动现金流	5965	2659	5498	11175	14881
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500
普通股增加	20	14	1908	0	0
资本公积增加	143	87	0	0	0
现金净增加额	618	-301	1293	2046	2816

利润表				单位:百万元	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	19171	23119	27616	35484	46316
营业成本	12380	15420	18503	24129	31495
营业税金及附加	1559	1781	2126	2661	3335
营业费用	422	491	580	745	973
管理费用	631	715	851	1093	1427
财务费用	66	156	154	241	337
资产减值损失	49.94	81.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	-0.36	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.41	16.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	4079	4491	5402	6615	8750
营业外收入	47.22	51.17	55.00	55.00	55.00
营业外支出	22.48	36.42	33.00	33.00	33.00
利润总额	4104	4505	5424	6637	8772
所得税	984	1050	1356	1659	2193
净利润	3120	3455	4068	4978	6579
少数股东损益	214	224	210	210	210
归属母公司净利润	2906	3232	3858	4768	6369
EBITDA	4391	4916	5749	7073	9313
EPS（元）	1.55	1.71	1.01	1.25	1.67

主要财务比率					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入增长	42.90%	20.59%	19.45%	28.49%	30.52%
营业利润增长	47.44%	10.10%	20.30%	22.45%	32.28%
归属于母公司净利润	19.38%	23.57%	19.38%	23.57%	33.59%
获利能力					
毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利率(%)	16.27%	14.95%	14.73%	14.03%	14.21%
总资产净利润（%）	4.89%	4.26%	4.30%	4.09%	4.18%
ROE(%)	26.52%	23.27%	20.19%	20.54%	22.20%
偿债能力					
资产负债率(%)	79%	80%	77%	78%	80%
流动比率	1.53	1.46	1.53	1.46	1.41
速动比率	0.48	0.41	0.46	0.44	0.43
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.34	0.33	0.34	0.34
应收账款周转率	168	121	112	137	138
应付账款周转率	4.58	3.54	3.47	3.89	3.90
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.71	1.01	1.25	1.67
每股净现金流(最新	0.33	-0.16	0.34	0.54	0.74
每股净资产(最新摊	5.79	7.29	5.01	6.09	7.52
估值比率					
P/E	6.53	5.92	10.00	8.09	6.06
P/B	1.75	1.39	2.02	1.66	1.35
EV/EBITDA	7.71	7.98	10.72	10.13	9.12

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。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”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年 6 月加入东兴证券，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。