



# 由面归点——困境突围之路

——荣盛发展（002146）2015年三季度报点评

2015年10月25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
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

公司10月24日公布2015年三季度报。报告期内,公司实现营业收入57.67亿元,同比增长18.10%,归属于上市公司股东净利润6.37亿元,同比下降5.99%,扣非后净利润6.37亿元,同比降低6.98个百分点。截至2015年9月30日,公司总资产9,13.08亿元,比年初增长20.47%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
营业收入(百万元)	3205.95	6964.94	4883.32	8064.75	3026.57	6125.65	5766.99
增长率(%)	35.17%	32.61%	5.70%	16.43%	-5.60%	-12.05%	18.10%
毛利率(%)	34.20%	32.12%	32.79%	34.27%	32.12%	29.04%	32.06%
期间费用率(%)	9.68%	5.49%	5.27%	5.10%	10.59%	6.04%	6.77%
营业利润率(%)	16.47%	18.99%	19.73%	20.79%	13.69%	15.08%	16.52%
净利润(百万元)	398.31	1028.05	765.98	1263.14	314.45	752.84	713.49
增长率(%)	30.18%	17.08%	00.01%	07.96%	-21.06%	-26.77%	-06.85%
每股盈利(季度,元)	0.20	0.53	0.36	0.62	0.16	0.19	0.17
资产负债率(%)	79.86%	80.17%	80.19%	79.58%	81.85%	81.70%	82.54%
净资产收益率(%)	3.09%	7.64%	5.44%	8.16%	2.10%	4.90%	4.48%
总资产收益率(%)	0.62%	1.52%	1.08%	1.67%	0.38%	0.90%	0.78%

## 观点:

- **营业收入大幅增长而净利润却降低。**公司实现营业收入57.67亿元,同比增长18.10%,主要原因为报告期内结算项目增加;归属于上市公司股东净利润6.37亿元,同比下降5.99%,主要受管理费用和财务费用大幅增加影响。

**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 三季度	2014 年底	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	32.06%	32.79%	-0.73	波动幅度不大
净利率 (%)	11.94%	14.56%	-2.62	净利润总额降幅较大
资产负债率 (%)	82.54%	80.19%	2.35	59 亿公司债发行提升负债率
费用比率 (%)	7.24%	6.31%	0.93	期间费用大幅增长
加权 ROE (%)	11.21%	17.34%	-6.13	转送股促使股本大幅增长从而摊薄收益
总资产	913.08	710.53	28.51%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	91.20	51.27	77.88%	59 亿公司债发行及借款增加
预收账款	214.41	210.16	2.02%	同比增长不大
一年内到期非流动负债	90.86	69.10	31.49%	负债集中到期
经营活动净现金流	15.56	17.83	-12.73%	经营现金流正常波动
稀释 EPS	0.44	1.09	-59.63%	转送股促使股本大幅增长从而摊薄收益

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所



- 下半年公司仍然积极拿地。**报告期内, 公司仍然延续上半年积极拿地的政策。从主地储备的区域来看, 包括聊城、长沙、徐州和廊坊, 其中徐州土地储备规划建面总额最大, 可以看出, 上半年专注于廊坊和知名景区土地储备的思路发生了转变。但不得不注意的是, 不论是长沙还是徐州, 目前商品房出清周期都超过了安全边际18个月, 公司继续增加这两个城市的土地储备时需要谨慎考虑项目风险, 更深层次的, 公司需要考虑当前三四线城市去库存压力普遍较高的情况下, 地产业务的“控规模、调区域、优项目”策略如何进一步有效落实。

**表 2: 2015 年 1-10 月土地购买情况**

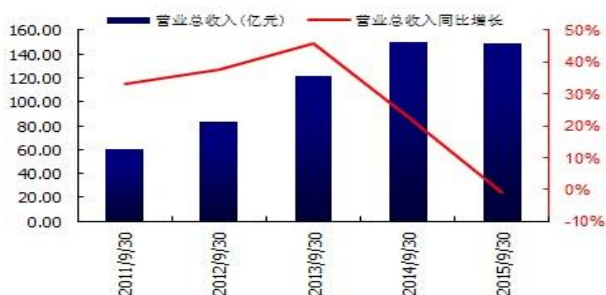
时间	土地宗数(宗)	占地面积(万 $m^2$ )	规划建筑面积(万 $m^2$ )	总成交金额(亿元)	平均楼面价(元/ $m^2$ )	平均溢价率(%)
全部	25	152.13	401.18	41.76	-	-
2015-10	2	0.63		0.27		
2015-09	2	20.32	71.32	6.31	884	0
2015-08	7	35.65	110.74	9.7	875	0.43
2015-03	5	12.89	12.56	0.49	393	0
2015-02	7	70.57	176.42	22.46	1273	1.05
2015-01	2	12.06	30.14	2.54	841	1.1

数据来源: CREIS, 东兴证券研究所

- 产业园区+旅游地产推动地产业务模式升级。**公司9月24日公告收购河北京省廊坊市永清台湾工业新城项目股权, 10月24日公告与河北涞水县人民政府签订野三坡景区合作开发协议, 一方面体现公司项目向京津冀这一重点区域回归的意图, 预期公司将受益于这一区域经济的快速发展; 另一方面, 参与永清台湾工业新城开发可以看作公司试水“产业园区”式的重要举措, 而开发野三坡景区又体现了对前期旅游地产项目的模式升级, 通过参与产业园区和景区的一级开发, 公司在获得土地的时候具有非常大的排他性竞争优势, 也是公司对于延伸产业链的重要举措。

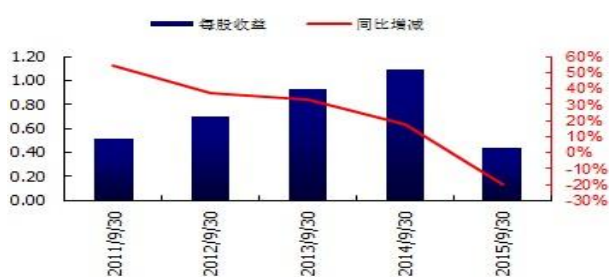
► **多元化发展战略的逐步落实。**公司在提出打造“大地产、大健康、大金融”三大业务板块的总体战略后，目前成果丰硕。“盛行天下”计划推出、收购河北省永清台湾工业新城整体合作开发项目、认购河北银行增发的股份13.34亿股、收购河北万特房地产开发有限公司、与涑水县人民政府签订野三坡景区开发框架协议，无一不体现出公司多元化发展的决心。从当前公司业务布局的领域和区域来看，正在摒弃过去的全面铺开、单一的以传统住宅市场为主的发展思路，而是从地产加金融、旅游、医疗、互联网等几个重点方向编织未来业务发展蓝图。

图 4：营业收入情况



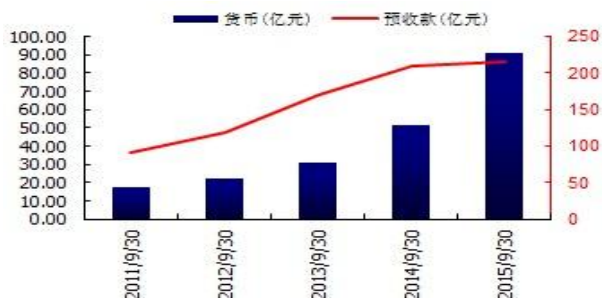
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：每股收益情况



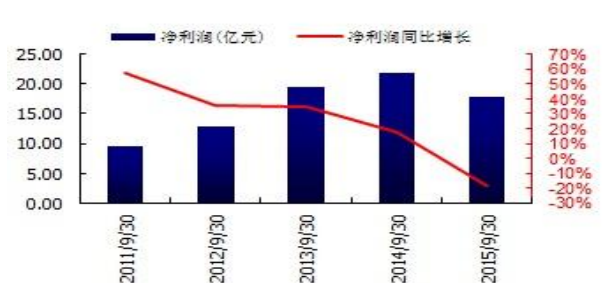
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：货币和预收款情况



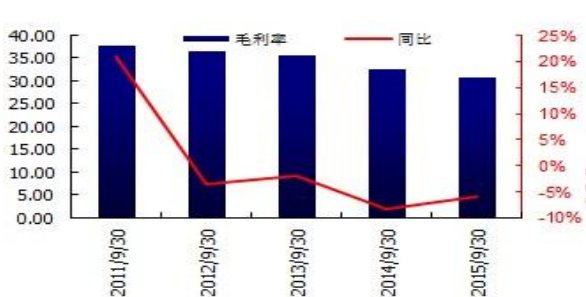
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：净利润情况



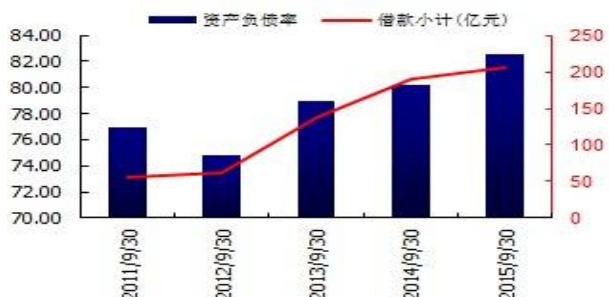
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8：销售毛利率情况

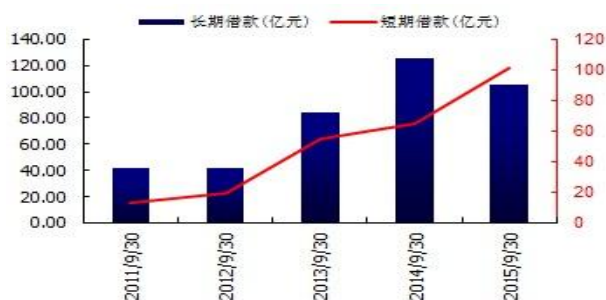


资料来源：公司公告、东兴证券

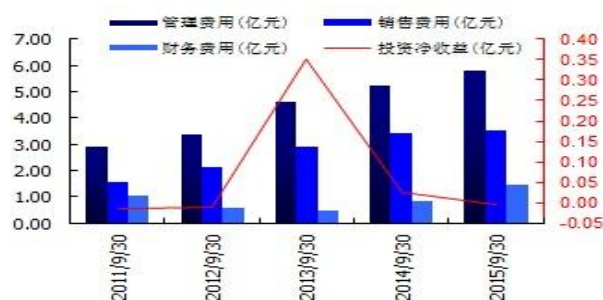
图 9：资产负债率情况



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:

报告期内公司发力旅游地产和产业地产,是实现其延伸产业链的重要举措,也是对于传统地产业务的模式升级,有望通过这种更深层次的开发带动新地产业务的快速增长。在业务领域多元化布局的同时,公司重点发展区域收缩至京津冀、长江经济带和知名景区,将以往“全面撒网”的发展思路转变为“重点培养”的战略布局,以适应当前房地产市场分化的现状,有利于提升整体地产业务的盈利能力。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 8.70、7.04 和 5.27,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					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	57368	72507	86760	113703	149337	<b>营业收入</b>	19171	23119	27616	35484	46316
货币资金	4623	5887	7180	9226	12042	<b>营业成本</b>	12380	15420	18503	24129	31495
应收账款	115	266	227	292	381	营业税金及附加	1559	1781	2126	2661	3335
其他应收款	5018	8717	10413	13380	17464	营业费用	422	491	580	745	973
预付款项	6340	3561	5781	8676	12456	管理费用	631	715	851	1093	1427
存货	39424	52016	60831	79329	103544	财务费用	66	156	154	240	337
其他流动资产	1847	2058	2328	2800	3450	资产减值损失	49.94	81.45	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2037	3285	2951	2933	2857	公允价值变动收益	0.00	-0.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	95	18	18	18	18	投资净收益	16.41	16.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	975.52	1052.11	1302.74	1302.59	1243.44	<b>营业利润</b>	4079	4491	5402	6615	8750
无形资产	167	169	152	135	118	营业外收入	47.22	51.17	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	350	436	0	0	0	营业外支出	22.48	36.42	33.00	33.00	33.00
<b>资产总计</b>	59405	75792	89711	116636	152194	<b>利润总额</b>	4104	4505	5424	6637	8772
<b>流动负债合计</b>	37600	49583	56599	77717	106088	所得税	984	1050	1356	1659	2193
短期借款	4557	7677	18168	28752	43361	<b>净利润</b>	3120	3455	4068	4978	6579
应付账款	5036	8021	7908	10313	13461	少数股东损益	214	224	210	210	210
预收款项	19019	20965	27041	34847	45037	归属母公司净利润	2906	3232	3858	4768	6369
一年内到期的非流	5707	7632	0	0	0	EBITDA	4391	4916	5749	7073	9313
<b>非流动负债合计</b>	9321	10733	12189	13686	15186	<b>BPS (元)</b>	1.55	1.71	1.01	1.25	1.67
长期借款	9062	10549	12049	13549	15049	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	46921	60317	68788	91403	121274	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1525	1588	1798	2008	2218	营业收入增长	42.90%	20.59%	19.45%	28.49%	30.52%
实收资本(或股本)	1892	1905	3824	3824	3824	营业利润增长	47.44%	10.10%	20.31%	22.45%	32.28%
资本公积	1460	1547	1547	1547	1547	归属于母公司净利润	19.38%	23.57%	19.38%	23.57%	33.59%
未分配利润	6233	8838	10921	13496	16935	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	10959	13888	19125	23225	28703	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权益</b>	59405	75792	89711	116636	152194	净利率(%)	16.27%	14.95%	14.73%	14.03%	14.21%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	4.89%	4.26%	4.30%	4.09%	4.19%
						ROE(%)	26.52%	23.27%	20.17%	20.53%	22.19%
<b>经营活动现金流</b>	-4736	-1661	-4332	-8930	-11914	<b>偿债能力</b>					
净利润	3120	3455	4068	4978	6579	资产负债率(%)	79%	80%	77%	78%	80%
折旧摊销	246.14	269.52	0.00	217.05	226.05	流动比率	1.53	1.46	1.53	1.46	1.41
财务费用	66	156	154	240	337	速动比率	0.48	0.41	0.46	0.44	0.43
应收账款减少	0	0	39	-65	-89	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	6076	7807	10189	总资产周转率	0.38	0.34	0.33	0.34	0.34
<b>投资活动现金流</b>	-611	-1299	128	-200	-150	应收账款周转率	168	121	112	137	138
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.58	3.54	3.47	3.89	3.90
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	16	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.55	1.71	1.01	1.25	1.67
<b>筹资活动现金流</b>	5965	2659	5498	11176	14881	每股净现金流(最新)	0.33	-0.16	0.34	0.53	0.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.79	7.29	5.00	6.07	7.51
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	20	14	1919	0	0	P/E	5.66	5.13	8.70	7.04	5.27
资本公积增加	143	87	0	0	0	P/B	1.52	1.20	1.76	1.45	1.17
<b>现金净增加额</b>	618	-301	1293	2046	2816	EV/EBITDA	7.13	7.47	9.85	9.42	8.58

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”。

### 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。