



源清流洁 本盛木荣

——荣盛发展（002146）2015 年年报点评

2016 年 04 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
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司 3 月 25 日公布 2015 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 81.36 亿元, 比上年增长 67.75%; 实现归属于母公司所有者的净利润 8.60 亿元, 比上年同期增长 11.98%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产 521.84 亿元, 比上年上升 38.37%; 公司净资产 84.45 亿元, 同比增长 8.39%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入 (百万元)	6964.94	4883.32	8064.75	3026.57	6125.65	5766.99	8512.74
增长率 (%)	32.61%	5.70%	16.43%	-5.60%	-12.05%	18.10%	5.55%
毛利率 (%)	32.12%	32.79%	34.27%	32.12%	29.04%	32.06%	24.46%
期间费用率 (%)	5.49%	5.27%	5.10%	10.59%	6.04%	6.77%	5.88%
营业利润率 (%)	18.99%	19.73%	20.79%	13.69%	15.08%	16.52%	10.77%
净利润 (百万元)	1028.05	765.98	1263.14	314.45	752.84	713.49	791.38
增长率 (%)	17.08%	00.01%	07.96%	-21.06%	-26.77%	-06.85%	-37.35%
每股盈利 (季度, 元)	0.53	0.36	0.62	0.16	0.19	0.17	0.17
资产负债率 (%)	80.17%	80.19%	79.58%	81.85%	81.70%	82.54%	78.60%
净资产收益率 (%)	7.64%	5.44%	8.16%	2.10%	4.90%	4.48%	5.21%
总资产收益率 (%)	1.52%	1.08%	1.67%	0.38%	0.90%	0.78%	0.87%

观点:

➤ **营业收入小幅增长, 净利润大幅下滑。**报告期, 公司实现营业收入 234.32 亿元, 同比增长 1.35%, 营业利润 32.07 亿元, 同比下降 28.58%, 归属于母公司所有者净利润 24.28 亿元, 同比下降 24.87%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产 1,028.71 亿元, 同比增长 35.73%; 归属于上市公司股东的所有者权益 206.36 亿元, 同比增长 48.59%, 公司净资产收益率 16.49%。

我们认为公司 2015 年营收并未大幅增长和净利润大幅下滑是受累于三四线城市布局的定位, 短期内三四线城市仍将处于去库存的过程中, 今年公司已经明确其城市调整 and 战略结构的变化, 园区地产和旅游地产有望成为新利润增长点, 沿产业链拓展的转型思路将助推公司盈利能力回归。

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 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	24.28	32.32	-24.87%	结算项目毛利率大幅下降
营业收入	234.32	231.19	1.35%	结算项目中三四线城市占比较大
资产负债率 (%)	78.6	79.58	0.98	变动幅度不大
费用比率 (%)	6.75	5.87	0.88	管理费用大幅增长
加权 ROE (%)	16.49%	26.08%	9.59	净利润大幅降低
总资产	1028.71	757.92	35.73%	积极做大做强
货币资金	136.72	58.87	132.24%	报告期内公司积极融资
预收账款	241.96	209.65	15.41%	公司增大销售力度
一年内到期非流动负债	78.94	76.32	3.43%	负债正常到期
经营活动净现金流	-24.73	-16.61	-48.93%	积极购地
稀释 EPS	0.64	0.85	-24.71%	净利润的上升

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **销售业绩大幅增长。**报告期内实现开工面积674.59万平方米、竣工面积409.90万平方米、签约金额309亿元、销售回款248亿元、融资额343.18亿元、新增土地储备权益建筑面积820.55万平方米, 截止2015年底, 公司土地储备权益建面2340.08万平方米。不论是新开工面积还是土地储备总体均表现出稳步上升的态势, 进而保障了公司业绩向上的稳定性。

值得关注的是公司2015年销售均价大幅攀升, 究其原因, 是公司布局城市和产品结构调整效果初现, 从部分三四线城市退出和加大改善型住宅比重对于销售均价的贡献仍将持续发酵, 公司毛利率或有再一步提升的空间。

图 1: 近 5 年结算收入与销售均价情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 近 5 年开工面积与土地储备情况

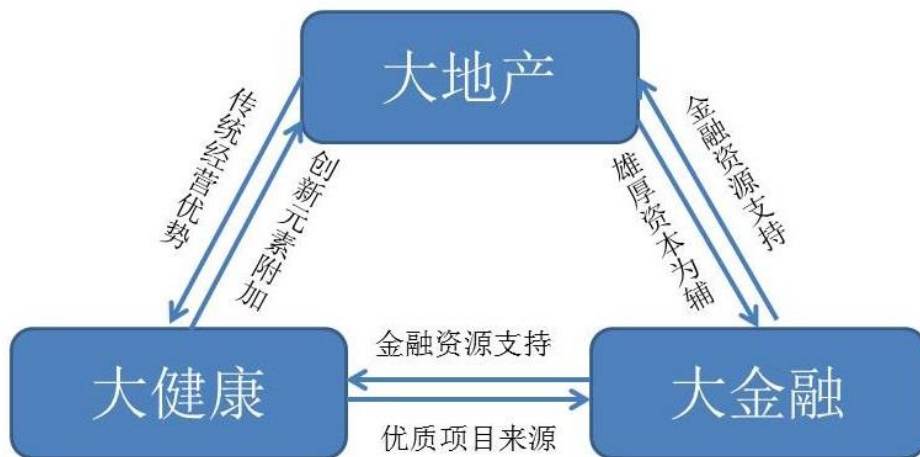

资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **协同模式释放巨大活力。**公司地产项目布局目前已经从“广泛布局”转变为“重点关注京津冀和长江经济带”, 同时传统的“以住宅作为主导产品”也在向“产业园区、旅游地产、养老地产、住宅多产品并重”的思路转变。目前公司在保障地产业务稳定发展的基础上, 开始在互联网技术和大健康领域投资的布局。我们认为公司当前经营思路的转变并不是激进的, 而是建立在平稳过渡的基础上, 是对原有地产业务产业链的延伸和升

级，是对当前客户和潜在客户价值的深挖和产品的再匹配过程。当前的市场和行业现状决定了，公司不再适宜通过规模扩张来提升盈利能力，当前从价值挖掘和需求匹配的角度进行业务模式升级是更符合公司长远发展战略的决策。

从子公司未来发展的逻辑来看，不论是互联网子公司，还是康旅投资公司，都是基于当前已有的业务或是未来业务发展的重点，易与当前业务产生协同性效应，有利于当前地产业务的规模和质量双提升，也可以真正借助新技术和新业务的活力，刺激企业产生领先于行业的经营模式或更高水平的产品和服务。

图 3：三大板块协调发展



资料来源：东兴证券研究所

- **土地储备丰富。**报告期，公司紧紧抓住市场的有利时机，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40余宗，规划权益建筑面积 820.55 万平方米。截至报告期末，公司土地储备建筑面积 2,340.08 万平方米，为未来营收稳定增长奠定了坚实基础。

表 2：公司 2015 至今土地储备情况

时间	土地宗数(宗)	占地面积(万㎡)	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(%)
全部	43	255.47	646.71	136.41	1560	40.82
2016-01	8	28.83	23.96	41.5	2504	90.45
2015-12	9	66.93	195.01	49.49	2538	66.47
2015-10	3	8.24	26.55	3.93	1482	0.46
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

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **土地板块业务类型更加丰富。**公司已经确定签约永清和香河2个产业园区项目，另外公司还在围绕北京布

局,积极协商其它新的园区,未来公司将开启3-4年的快速产业地产发展进程,预期产业地产和旅游地产将与住宅地产共同作为公司的支柱性产业。

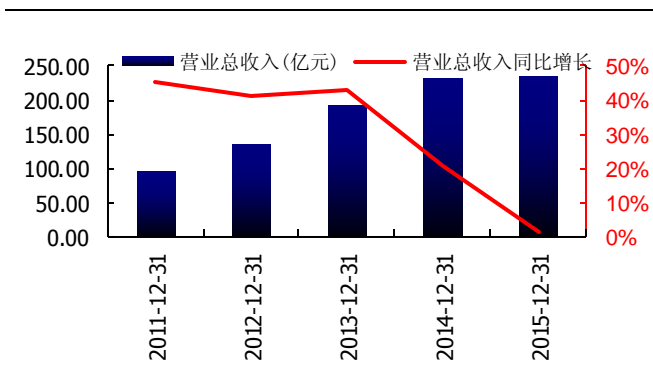
公司在战略方面做出多方调整,从业务方面来看,公司地产业务的品种增多,旅游地产、产业地产和住宅地产并重;从城市布局方面来看,将从部分三四线城市撤出,卖出项目回笼现金流,重点开拓和发展京津冀区域和南京等长三角重点城市市场,深耕布局区域和城市;从资金方面,未来有望通过发行公司债、与政策性金融机构合作等方面实现资金成本的进一步降低,享受当前流动性充裕环境的利好。

- **多元融资助力规模扩张。**公司融资渠道进一步拓宽,融资成本有所下降,积极发行公司债,成功完成定向增发,总计融资额343.18亿元,为项目开发以及新业务的开展提供了较充裕的资金。

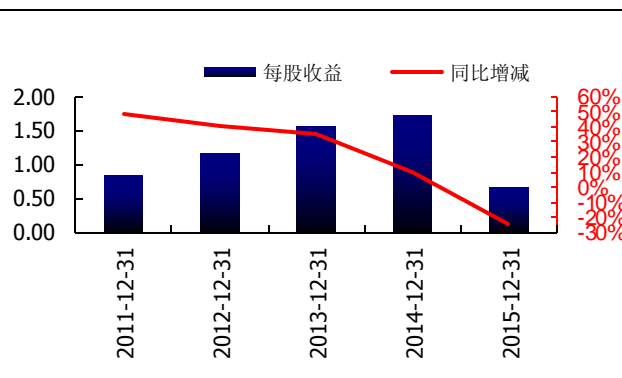
表 3: 公司 2015 年融资情况

融资类别	融资余额	融资成本	期限结构
银行贷款	84.16 亿元	5.7%-12%	1-10 年
公司债券	99 亿元	5.25%-6.59%	1-5 年
信托融资	116.83 亿元	9.2%-12%	1-4 年
定向增发	49.62 亿元		1 年限售期

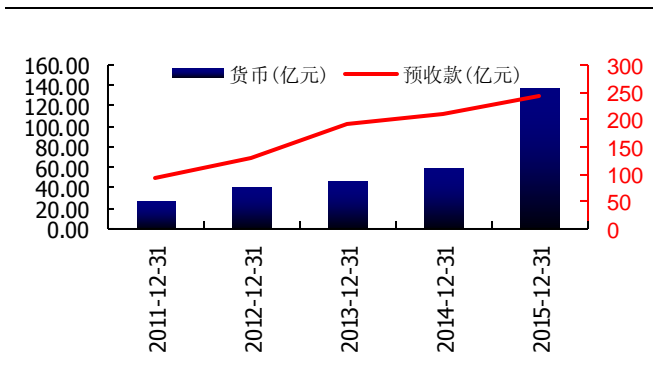
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 4: 营业收入情况


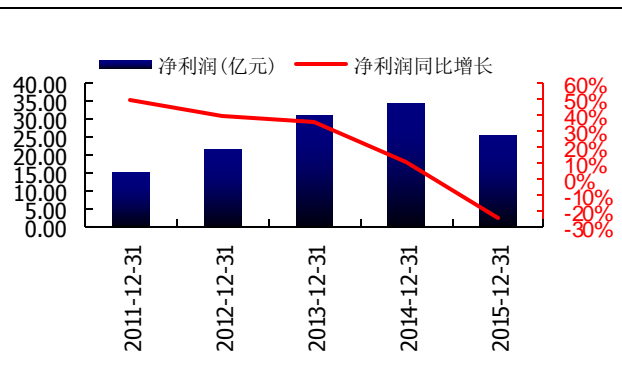
资料来源:公司公告,东兴证券

图 5: 每股收益情况


资料来源:公司公告,东兴证券

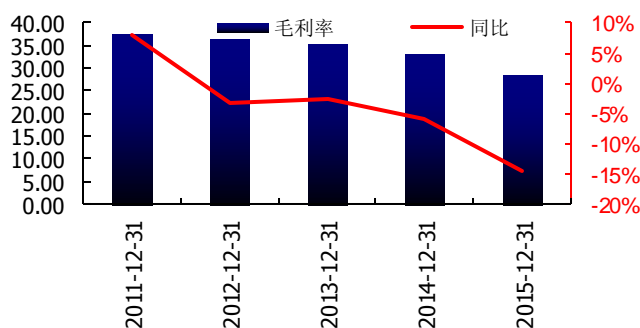
图 6: 货币和预收款情况


资料来源:公司公告,东兴证券

图 7: 净利润情况


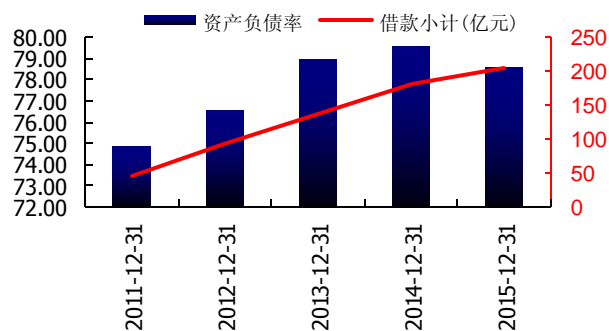
资料来源:公司公告,东兴证券

图 8: 销售毛利率情况



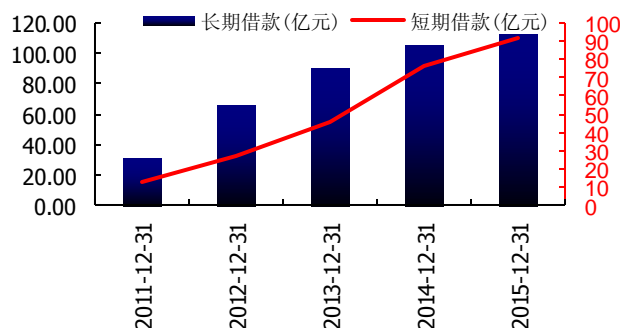
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 资产负债率情况



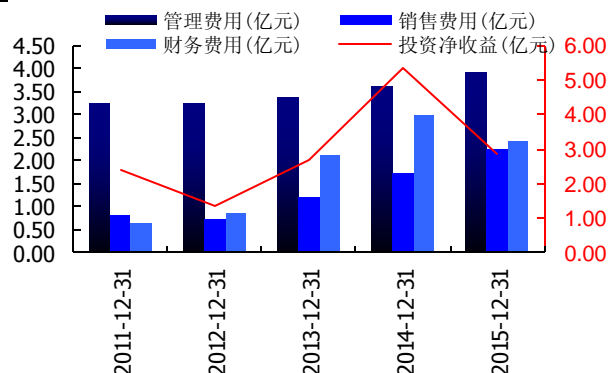
资料来源: 公司公告, 东兴证券

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:

公司是河北省房地产开发企业的龙头, 精于住宅地产的开发, 周转率和成本控制均显著高于行业平均水平。公司地产项目布局已经体现出向京津冀回归的“园区地产”和知名景点公司布局的“旅游地产”思路, 未来有望通过互联网技术和大健康领域投资实现地产业务产业链的延伸和升级, 通过价值深挖和需求匹配实现盈利能力的再提升。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 276.16 亿元、354.84 亿元和 463.16 亿元, 每股收益分别为 0.9 元、1.1 元和 1.47 元, 对应 PE 分别为 7.9、6.42 和 4.82, 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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	72507	98557	88997	116642	153243	营业收入	23119	23432	27616	35484	46316
货币资金	5887	13672	7180	9226	12042	营业成本	15420	16750	18503	24129	31495
应收账款	266	629	227	292	381	营业税金及附加	1781	1872	2126	2661	3335
其他应收款	8717	10927	12879	16548	21599	营业费用	491	548	580	745	973
预付款项	3561	2955	5175	8071	11850	管理费用	715	842	851	1093	1427
存货	52016	67814	60831	79329	103544	财务费用	156	191	104	203	306
其他流动资产	2058	2454	2705	3177	3827	资产减值损失	81.45	36.08	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3285	4315	3755	3698	3582	公允价值变动收益	-0.36	4.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18	17	17	17	17	投资净收益	16.19	11.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	1052.11	1264.90	1578.31	1540.88	1444.45	营业利润	4491	3207	5452	6653	8781
无形资产	169	197	178	158	138	营业外收入	51.17	107.58	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	436	581	0	0	0	营业外支出	36.42	38.94	33.00	33.00	33.00
资产总计	75792	102871	92753	120341	156825	利润总额	4505	3276	5474	6675	8803
流动负债合计	49583	59403	54073	76019	105297	所得税	1050	704	1369	1669	2201
短期借款	7677	9155	12414	23825	39342	净利润	3455	2572	4106	5006	6602
应付账款	8021	7824	7908	10313	13461	少数股东损益	224	144	210	210	210
预收款项	20965	24196	30272	38078	48268	归属母公司净利润	3232	2428	3896	4796	6392
一年内到期的非流	7632	7894	0	0	0	EBITDA	4916	3721	5790	7113	9353
非流动负债合计	10733	21452	13104	14411	15911	BPS (元)	1.71	0.64	0.90	1.10	1.47
长期借款	10549	11274	12774	14274	15774	主要财务比率					
应付债券	0	9855	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	60317	80856	67177	90430	121207	成长能力					
少数股东权益	1588	1380	1590	1800	2010	营业收入增长	20.59%	1.35%	17.86%	28.49%	30.52%
实收资本(或股本)	1905	4348	4348	4348	4348	营业利润增长	10.10%	-28.58	69.99%	22.02%	31.99%
资本公积	1547	4664	4664	4664	4664	归属于母公司净利润	60.43%	23.12%	60.43%	23.12%	33.28%
未分配利润	8838	9649	11753	14343	17795	获利能力					
归属母公司股东权	13888	20636	23986	28111	33608	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	75792	102871	92753	120341	156825	净利率(%)	14.95%	10.98%	14.87%	14.11%	14.25%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.26%	2.36%	4.20%	3.99%	4.08%
						ROE(%)	23.27%	11.77%	16.24%	17.06%	19.02%
经营活动现金流	-1661	-2473	7021	-9792	-12849	偿债能力					
净利润	3455	2572	4106	5006	6602	资产负债率(%)	80%	79%	72%	75%	77%
折旧摊销	269.52	322.70	0.00	257.15	266.15	流动比率	1.46	1.66	1.65	1.53	1.46
财务费用	156	191	104	203	306	速动比率	0.41	0.52	0.52	0.49	0.47
应收账款减少	0	0	402	-65	-89	营运能力					
预收帐款增加	0	0	6076	7807	10189	总资产周转率	0.34	0.26	0.28	0.33	0.33
投资活动现金流	-1299	-2803	377	-200	-150	应收账款周转率	121	52	65	137	138
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	应付账款周转率	3.54	2.96	3.51	3.89	3.90
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.71	0.64	0.90	1.10	1.47
筹资活动现金流	2659	12480	-13889	12037	15815	每股净现金流(最新)	-0.16	1.66	-1.49	0.47	0.65
应付债券增加	0	0	-9855	0	0	每股净资产(最新摊)	7.29	4.75	5.52	6.46	7.73
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	14	2443	0	0	0	P/E	4.14	11.06	7.90	6.42	4.82
资本公积增加	87	3116	0	0	0	P/B	0.97	1.49	1.28	1.10	0.92
现金净增加额	-301	7203	-6491	2046	2816	EV/EBITDA	6.81	14.86	8.43	8.39	7.90

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, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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。