

园区地产再落一子 地产业绩值得期待

——荣盛发展（002146）事件点评

2016年07月05日

强烈推荐/维持

荣盛发展

事件点评

事件：

公司7月4日公告，公司控股子公司河北荣盛兴城（简称荣盛兴城）投资有限责任公司与霸州市人民政府签订了《关于整体合作开发建设经营霸州东部新城（创意城）的合作协议》，代表公司继续永清、香河园区后的园区地产实现再落一子。

主要观点：

1. 与政府合作“背靠大树好乘凉”

霸州创新城规划面积13.56平方公里，在项目合作前，委托区域中已经存在大量霸州市人民政府委托其他第三方开发的已建、在建、拟建项目共71个，约4.89平方公里，实际委托荣盛兴城开发区域面积约为8.67平方公里。鉴于合作框架协议约定，双方合作是排他的、非经双方同意不可撤销或变更，已经锁定了未来项目可能产生的长期收益。

2. 其他产业园区合作模式的成功复制

合作过程中，霸州市人民政府负责开发区域的开发建设管理工作，负责按照约定的开发建设时序调整用地规模和土地利用规划，争取省重点项目用地指标和市统筹用地指标，组织规划建设用地的土地征转并按照约定开发进度提供建设用地并依法进行供地。除土地相关内容外，霸州市人民政府还将积极帮助企业争取或落实税收、技术创新、棚改、城中村改造等优惠政策。公司也将对创新城的发展战略进行论证，在科学确定区域发展战略和产业定位的基础上，妥善处于好土地整理事宜、项目开发、招商引资等事项。

从合作的主要内容来看，霸州市人民政府将通过政策方式实现对公司开发创意城的有力支持，而公司将提供大量资金且利用自身的园区开发经验有力推进创意城的开发建设。从合作模式来看，公司确立了合作过程中的主体资金方和运营方地位，将充分享受未来创城经济效益的增值。

我们认为，公司当前与多个地方政府的合作是对前期永清、香河产业园区模式的成功复制，公司园区地产模式已经获得了多个地

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

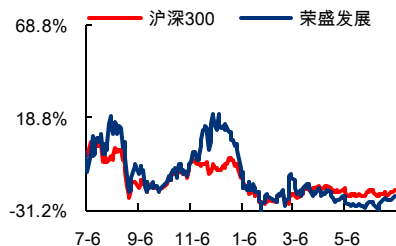
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间（元） | 6.91-9.36 |
| 总市值（亿元） | 300.46 |
| 流通市值（亿元） | 232.32 |
| 总股本/流通A股（万股） | 434816/336213 |
| 流通B股/H股（万股） | / |
| 52周日均换手率 | 0.97 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《荣盛发展（002146）：京津冀发展看荣盛发展》2016-05-10
- 2、《荣盛发展（002146）：源清流洁 本盛木荣》2016-04-25
- 3、《信达地产（600657）2015年年报点评：承荫股东 厚积薄发》2016-03-28
- 4、《荣盛发展（002146）系列报告之一永清篇：每一天的我，都是更好的我》2016-02-03

方政府的肯定，公司将继续获益于未来京津冀区域园区地产的快速发展，并通过这种方式大幅提升估值的弹性

3. 业绩获得确定性保障

合作方案中已经明确约定了未来公司可能获得的收益，总体包括三类：（1）基础设施和公共设施建设利润（建设项目总投资额的 15%）；（2）土地整理收益（土地整理成本的 15%）；（3）产业发展服务（合作区域当年入区项目新增落地投资额的 45%）。从收益的形式来看，公司在这一项目中将获得的利润包括两个部分：确定性保障部分（前两项）以及创意城未来产业发展服务的变动收益。

4. 地产开发业务为主干，多元化地产业务开枝散叶

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”的发展路径落实。目前公司的地产开发业务已经进入相对稳定的时期，模式升级将打破地产业务发展瓶颈，从而保证了公司的盈利能力再上一个台阶。

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，涉足园区地产和旅游地产领域，周转率和成本控制处于行业领先水平。通过签署上述协议，公司的产业园板块在永清、香河两个园区的基础上再添新丁。公司深耕京津冀的战略将更趋深入，同时在京津冀区域的市场地位也进一步加强，为公司在京津冀协同发展过程中取得更快、更好的发展提供新的动力。预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 276.16 亿元、354.84 亿元和 463.16 亿元，EPS 为 0.9/1.1/1.47 元，对应 PE 分别为 7.71、6.26 和 4.70，维持“强烈推荐”评级。

表 1: 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润 (%) | 4.26% | 2.36% | 4.20% | 3.99% | 4.08% |
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 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 | 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 | 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 | 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 | 4.04 | 10.80 | 7.71 | 6.26 | 4.70 |
| 资本公积增加 | 87 | 3116 | 0 | 0 | 0 | P/B | 0.95 | 1.46 | 1.25 | 1.07 | 0.89 |
| 现金净增加额 | -301 | 7203 | -6491 | 2046 | 2816 | EV/EBITDA | 6.74 | 14.66 | 8.30 | 8.28 | 7.82 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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

中国社会科学院研究生院博士。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。