

荣盛发展 (002146.SZ) 房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

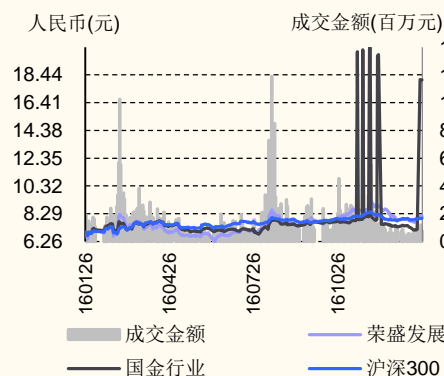
市场价格 (人民币): 8.12 元
目标价格 (人民币): 9.40-9.80 元

业绩大幅增长、三四线去库存受益标的

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,889.04
总市值(百万元)	35,307.09
年内股价最高最低(元)	9.29/6.26
沪深 300 指数	3375.90
深证成指	9977.96



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.696	0.558	0.941	1.197	1.440
每股净资产(元)	7.29	4.75	5.44	6.38	7.57
每股经营性现金流(元)	-0.87	-0.57	-0.35	1.56	0.66
市盈率(倍)	9.36	17.07	8.66	6.81	5.66
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	35.46	35.46	35.46
净利润增长率(%)	11.20%	-24.87%	68.55%	27.14%	20.36%
净资产收益率(%)	23.27%	11.77%	17.31%	18.75%	19.02%
总股本(百万股)	1,905.28	4,348.16	4,348.16	4,348.16	4,348.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- ❖ **销售大幅改善, 基本面稳中趋好:** 公司的发展战略是“3+X”, 即大地产、大健康、大金融齐头并进, 新兴产业共同发展。公司的传统地产开发项目主要位于廊坊、蚌埠、南京、邯郸等地。公司 2016 年全年实现签约销售额约 490 亿元, 相比 2015 年同期增长超过 37%。公司 2016 年前三季度营业收入 187 亿元, 同比增长 25%, 全年营收有望超过 340 亿元。
- ❖ **立足京津冀, 园区开发大步向前:** 公司立足京津冀地区, 已和五个县级市政府签订框架协议, 在北京东侧的香河、西北侧的张家口宣化、北侧的承德兴隆、南侧的永清台湾工业城和霸州东部新城开展区域开发工作, 委托开发面积共约 340 平方公里。未来围绕京津冀一体化战略, 公司将继续加大园区开发和招商力度, 园区战略大步向前迈进。
- ❖ **盛行天下计划出炉, 健康旅游逐步拓展:** 公司推出“盛行天下”计划, 整合公司各项资源, 为客户提供旅游地产置业、投资和旅居的一站式服务。公司已成功布局河北秦皇岛、湖北神农架、安徽黄山、河北野三坡、海南、四川广汉、西安临潼和河北内丘, 康旅王国逐步形成。公司持有通用航空公司美亚航空 100% 股权, 三亚-西沙航线已于 2016 年 12 月试飞成功, 成为公司未来又一重点发展方向。
- ❖ **金融板块动作不断, “大金融” 战略逐步前进:** 公司在金融板块动作不断, 先后投资荣盛泰发投资基金管理有限公司、中冀投资股份有限公司、南华财产保险股份有限公司, 增资河北银行股份有限公司并参与设立辽宁振兴银行。金融板块的布局有助于公司加强与金融机构的战略合作关系, 助力其他板块业务拓展。

投资建议

- ❖ 公司传统的房地产开发业务销售良好, 园区和旅游地产业务的拓展有助于提升土地获取能力, 看好未来主业发展的持续性。公司房地产开发板块每股 RNAV 11.06 元, 股价对应 RNAV 折让 26.6%, 折价较为明显。我们预计公司 2016 年实现 EPS 0.941 元, 对应当前股价 9 PE, 考虑到公司房地产开发业务稳定向好, 园区开发及转型业务有序推进, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- ❖ 新型产业开发周期较长; 地产销售不及预期

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人
(8621)60230251
jiaxiangfu@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介.....	3
销售大幅改善，基本面稳中趋好.....	3
立足京津冀，园区开发大步向前.....	5
盛行天下计划出炉，健康旅游逐步拓展.....	6
金融板块动作不断，“大金融”战略逐步前进.....	9
盈利预测.....	10
投资建议.....	10
风险提示.....	10

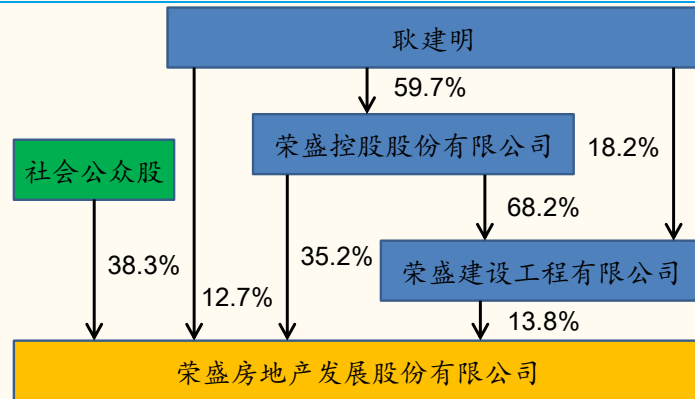
图表目录

图表 1：荣盛发展产权及控制关系图.....	3
图表 2：房地产去库存主要政策措施.....	3
图表 3：2016 年调控二线样本城市新房销售及增速.....	4
图表 4：2016 年非调控样本城市新房销售及增速.....	4
图表 5：近五年营收和归母净利润.....	4
图表 6：近五年合同签订金额.....	4
图表 7：公司地产业务 RNAV 估算.....	4
图表 8：公司园区开发协议签订情况.....	5
图表 9：东部华侨城项目总体规划.....	6
图表 10：野三坡地理位置.....	7
图表 11：野三坡景色.....	7
图表 12：黄山景区年接待游客数.....	7
图表 13：杭黄高铁线路图.....	7
图表 14：公司康旅板块业务拓展情况.....	8
图表 15：公司大金融板块布局时间点.....	9
图表 16：分产品盈利预测表.....	10

公司简介

- 荣盛房地产发展股份有限公司（以下简称“荣盛发展”或“公司”）成立于1996年，注册资金18.8亿元，是一家以房地产开发为主营业务的公司。成立20年以来，公司致力于二三线城市的房地产开发业务。2007年，荣盛发展在深圳证券交易所上市，是河北省首家通过IPO上市的房地产企业。截至2015年底，公司总资产1029亿元，净资产220亿元。公司的产品以面向刚需和首次改善性需求的普通商品住宅为主。荣盛发展产权及控制关系如图所示。

图表 1：荣盛发展产权及控制关系图



来源：公司公告、国金证券研究所

销售大幅改善，基本面稳中趋好

- 公司的主要项目布局城市为廊坊、蚌埠、南京、邯郸、徐州、聊城、湛江等地。公司市场定位明确，布局京津冀和长三角地区中具有经济发展潜力的重点城市，加大在发展潜力大的中心城市的投资力度。有选择的进入发展速度较快的小城市，业务延伸至河北、江苏、安徽、山东、内蒙古等10个省、1个自治区的24个城市，房地产项目共有130余个。
- 2016年，在一系列鼓励购房的去库存政策下，我国房地产市场整体销售情况良好，全年商品房销售额11.8万亿元，同比增长34.8%。

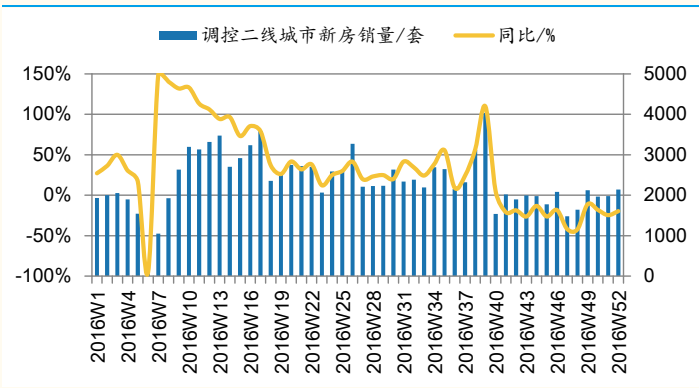
图表 2：房地产去库存主要政策措施

措施	具体政策法规条文
推动以新市民为主的住房制度改革	国务院关于进一步推进户籍制度改革的意见 国发[2014]25号
大力发展租赁市场	住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见 建房[2015]4号
大力推进棚改货币化安置	国务院关于加强棚户区改造工作的意见 国发[2013]25号
用好住房公积金	《建设部、财政部、中国人民银行关于住房公积金管理若干具体问题的指导意见》
鼓励农民进城买房	关于支持农民工等新市民购房需求认真做好房地产去库存工作的通知 桂建电[2016]7号
财税补贴与信贷宽松	关于做好当前工作推进经济持续健康发展的意见 新党办发[2016]7号

来源：政府官网、国金证券研究所

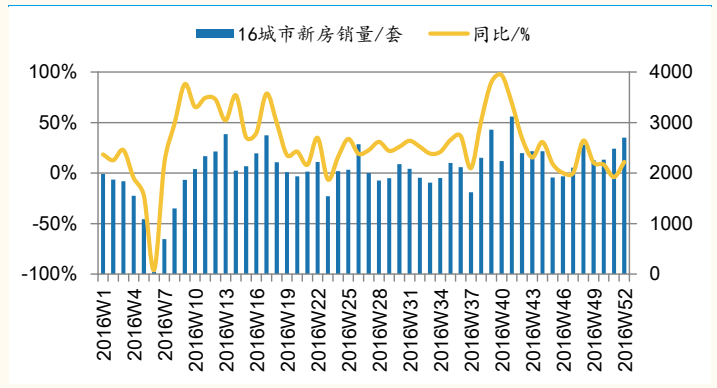
- 2016年10月的密集调控对一线城市和重点二线城市的新房销量产生较为显著的抑制效应，而非调控城市销量的抑制效应则不明显。在其他城市密集调控政策出台后，我们选取的16非调控样本城市新房销量同比增速仍大部分为正，公司布局项目主要分布在三四线城市，属三四线去库存政策的受益标的，地产主业销售额大幅提升。公司2016年全年实现签约销售额约490亿元，较2015年同期的358亿元同比增长37%。

图表 3: 2016 年调控二线样本城市新房销售及增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

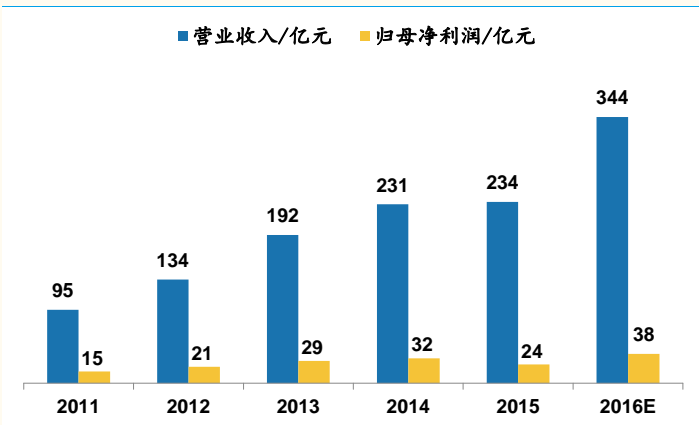
图表 4: 2016 年非调控样本城市新房销售及增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

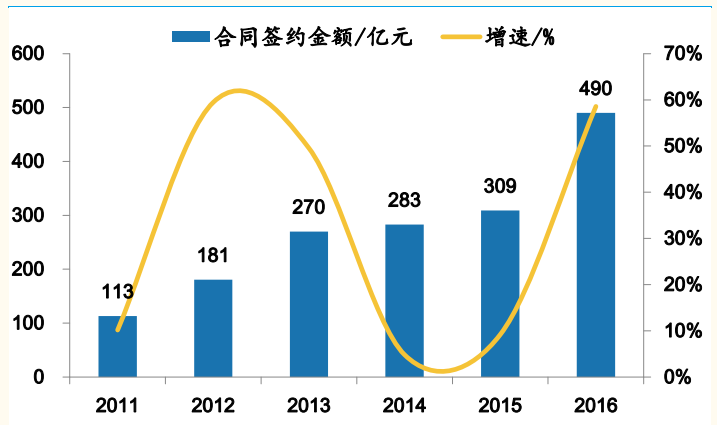
- 营收方面, 公司 2011-2015 年营业收入一直保持增长, 复合增长率达到 25.3%。2016 年前三季度公司营业收入 187.1 亿元, 同比增长 25.4%, 归母净利润 21.7 亿元, 同比增长 29.8%, 2016 年全年公司营收有望达到 340 亿元。

图表 5: 近五年营收和归母净利润



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 近五年合同签约金额



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司紧紧围绕“一带一路”、“京津冀协同发展”和“长江经济带”等国家重大发展规划, 拓宽拿地渠道, 充分利用招拍挂、城中村改造、股权收购、一级整理等方式拿地, 土地储备充足。公司 2016 年共获取土地规划建面约 720 万方, 总金额 216 亿元, 平均楼面地价 3000 元/平方米, 继续维持以较低价格拿地。
- 根据公司的土地储备及项目开发情况, 我们估算公司每股 RNAV 为 11.06 元, 股价对应 RNAV 折让 26.6%, 如下表所示:

图表 7: 公司房地产业务 RNAV 估算

WACC	7.5	%
开发类物业增值	274.4	亿元
总股本	43.5	亿股
每股增值	6.31	元
账面每股净资产	206.4	元
RNAV	11.06	元
股价	8.12	元
折价率	26.6	%

来源: 国金证券研究所

立足京津冀，园区开发大步向前

- 除了传统的住宅类地产开发，公司也开始拓展园区开发类业务。园区开发模式一般为政府将某一区域的整体开发委托给企业，企业负责区域规划并获得批准，后逐渐进行开发。企业建成的基础设施后续由政府回购，而达到建设条件的土地则进入土地储备中心，待后续招拍挂使用。
- 公司目前立足京津冀地区开展园区开发工作，目前已有香河、宣化、兴隆、永清和霸州等 5 个园区，总占地面积约 340 万平方公里。在已签署的框架协议中，公司主要负责园区的整体开发工作，包括土地一级开发、基础设施建设、招商引资和开发经营。公司的盈利模式为开发过程中获得的开发、设计和咨询等费用和园区企业入驻后从政府处获得的税收分成。

图表 8：公司园区开发协议签订情况

地区	签订日期	规划面积 (平方公里)	协议要点
河北省 廊坊市 香河县	2016.11.8	88	① 公司控股子公司兴城投资负责香河现代产业园的基础设施建设、整体招商引资及开发经营，同时取得土地一级开发项目权利义务； ② 合作规划建设范围从 64.1 平方公里提高 24.2 平方公里到 88.3 平方公里。
河北省 张家口市 宣化区	2016.10.22	3	① 公司控股子公司兴城投资宣化区土地整理与基础设施建设，可整理出住宅用地约 1500 亩，商用地约 300 亩； ② 按照投资建设进度，宣化区政府将项目用地向兴城投资优先供应，原则上每年供应项目用地不低于 400 亩； ③ 宣化区政府同意兴城投资承担的高铁新城开发建设事宜，享受总投资额的 13%-15% 作为其利润，由政府及所辖地方财政对投资及利润进行偿还。
河北省 承德市 兴隆县	2016.8.31	205	① 荣盛发展与承德市兴隆县合作开发兴隆县青松岭镇和兴隆经济开发区全部行政区域，约定合作期限为 50 年，期间荣盛发展受兴隆县政府委托全面负责合作区域开发建设，政府向公司支付全部委托事项的相关费用； ② 双方在青松岭开发建设山水旅游度假区，在开发区引进生物医药、新能源等产业，打造产业新城； ③ 兴隆县政府为荣盛发展落实或争取优惠扶持政策（包括国家或地方出台有关城中村改造、新农村或旧城改造等优惠政策）。
河北省 廊坊市 永清县	2015.9.24	38	① 公司拟收购河北光彩投资有限公司 98.5% 的股权，收购合同金额 2.6 亿元，公司取得永清台湾工业新城区域内土地一级开发项目等权益； ② 本次股权收购的目标区域涵盖了 2015 年 7 月 1 日发布的《关于签订廊坊市永清县 6600 亩土地整理合作协议的公告》中的 6600 亩土地。
河北省 廊坊市 霸州市	2016.7.5	14	① 公司控股子公司兴城投资与霸州市政府合作对霸州主城区东部新城（创意城）进行整体开发，合作期限为 50 年，期间兴城投资受霸州市政府委托全面负责合作区域开发建设，政府向公司支付全部委托事项的相关费用； ② 霸州市政府为荣盛发展落实或争取优惠扶持政策（包括国家或地方出台有关城中村改造、新农村或旧城改造等优惠政策）；

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016年12月13日，公司下属公司廊坊瑞盛投资与香河县人民政府和华电天津分公司签署华电香河燃气能源站项目框架协议，项目位于香河北部新城市政公用设施用地，总投资约30亿元，建设4*200MW级燃气-蒸汽联合循环机组，项目的建设使园区在供热、直饮水和分布式能源领域的基础设施配套水平大幅提升，也显示出公司加快产业园区建设的决心。
- 公司园区业务具有成片开发和持续开发的特点，随着园区的成熟，住宅需求会逐步增加。园区内土地整理业务的开展有利于公司提升获取片区内土地能力，此外在招商引资过程中发挥公司专业招商团队的优势，推动园区工业产值增加，且为提供后续增值服务打好基础。

盛行天下计划出炉，健康旅游逐步拓展

- 旅游地产有别于传统的地产开发模式，需要依托周边丰富的旅游资源，集旅游、休闲、度假和居住为一体。我国旅游地产发展仍处于初步阶段，各大地产开发企业争相进入旅游地产市场。传统的地产开发企业是华侨城以旅游主题地产为特色的成片综合开发和运营模式，培育了旅游地产及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营等业务，业态覆盖文化主题景区、连锁文化主题公园、旅游度假区、旅游综合体、当代艺术馆群等。此外，其他大型房企如万科、雅居乐、华润、绿城等也纷纷进入旅游地产领域。
- 在诸多旅游地产项目中，深圳东部华侨城是其中较为著名的代表，该项目由华侨城集团投资35亿元打造，坐落于深圳大梅沙景区，占地近9平方公里，总规划面积6.6平方公里。项目以旅游为特色，规划了大侠谷、茶溪谷和云海谷三大主题区域。项目规划方面，东部华侨城有旅游度假区、体育运动区、高档居住区、商业区和佛教文化区等主要区块。其中，东部华侨城拥有高端地产项目天麓，规划为9个区，主要为海景别墅，具有高珍藏价值。东部华侨城项目的主要收入来源为房地产销售收入、旅游景区门票收入、酒店租金和场地出租费用等。

图表9：东部华侨城项目总体规划



来源：互联网、国金证券研究所

- 荣盛发展的康旅板块从旅游和酒店起步，做大健康、旅游度假、养老养生、医疗康复和生物工程与生命工程，逐步卡位旅游地产。2015年11月，公司成立康旅投资公司，经营范围包括养老养生、康复医疗、文化体育、生物工程的投资和研发等，全方位优化产业链条，提供丰富的文化旅游、养老养生和健康医疗产品。截至目前，公司已成功布局秦皇岛、神农架、黄山、野三坡、海南、四川广汉、西安临潼和河北内丘，康旅板块越发壮大。
- 2015年10月19日，公司与河北省涞水县人民政府签订了《野三坡景区合作开发框架协议书》，三年内总投资20亿元，在野三坡景区约520平方公里的区域内合作投资并开发经营景区旅游、娱乐、消费项目及其设施和资产，拟将野三坡打造成集休闲旅游、度假娱乐、养老养生等功能为一体的国内外独具特色的著名综合型景区。双方的合作模式为由公司在涞水县投

资设立“涑水荣盛康旅投资有限公司”，其中公司占 90% 股权，剩余 10% 国有股权由野三坡管委会（旅游局）持有。公司与涑水县人民政府合作，共同构建京涑一体化旅游格局，目标是将野三坡打造成首都国家公园。

图表 10：野三坡地理位置



来源：高德地图、国金证券研究所

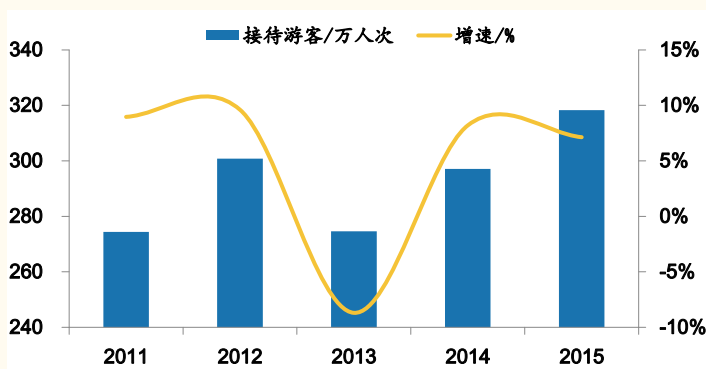
图表 11：野三坡景色



来源：互联网、国金证券研究所

- 2015 年 11 月 11 日，公司与黄山市黄山区人民政府签订《黄山北大门整体开发项目合作框架协议书》，主要围绕 1.6 平方公里（约 2500 亩）的目标项目用地，建设游客集散中心、星级酒店、风情商业街等配套旅游设施，建设目标为 5 年内建成国内外知名的文化旅游新区和功能齐全的游客集散中心。黄山，古称徽州，是中外著名的旅游景点。2015 年，黄山景区接待游客 318.3 万人次，同比增长 7.1%。杭黄高铁运营长度为 286.8 公里，东起杭州市萧山区、向西途径富阳区、桐庐县、建德县、淳安县并跨国皖浙交界的天目山脉进入安徽省，从杭州到黄山最快仅需 1.5 小时，大大降低了前往黄山旅游的时间成本和交通成本。杭黄高铁通车后，可以将黄山、千岛湖、富春江和西湖等名胜串联，形成黄金旅游线路。杭黄高铁 2014 年 6 月 30 日开工，计划 2018 年建成开通。随着杭黄高铁的建成，黄山的游客数量有望进一步增加。

图表 12：黄山景区年接待游客数



来源：黄山旅游公司公告、国金证券研究所

图表 13：杭黄高铁线路图



来源：百度百科、国金证券研究所

- 2016 年 6 月 12 日，荣盛康旅投资有限公司与捷克共和国南摩拉维亚州休闲水疗区开发公司签订合作框架协议，合作开发水疗和娱乐中心综合体，旨在通过传统的捷克水疗法和中国中药法提供康复服务，开发项目包括疗养院、五星级水上酒店、中医诊所和体育文化公园等。该项目占地约 30 公顷（约 450 亩），位于捷克第二大城市南摩拉维亚州的布尔诺机场附近，该项目所在地 1 小时车程辐射 300 万人口，具有养生和体验式旅游的开发潜力和盈利前景。

图表 14：公司康旅板块业务拓展情况

地区	签订日期	合作方	协议要点
湖北省神农架林区龙降坪旅游项目	2014.1.21	湖北省神农架林区人民政府	① 对神农架林区龙降坪进行旅游综合性开发，一期合作开发金额约 1.9 亿元，启动项目拟建设 1 个核心度假区、1 个探险旅游景区、1 个滑雪场； ② 核心度假区可出让面积 800 亩，含酒店建设用地 200 亩，探险旅游景区可出让面积 200 亩； ③ 神农架林区政府专门出台优惠政策支持项目开发，包括但不限于酒店项目行政规费减免，酒店运营后前五年营业税奖励等。
捷克共和国南摩拉维亚州中医中药温泉度假疗养中心	2016.6.21	Thermal Pásohlávký a.s.	① 合作目的为开发区域地块上的水疗和娱乐中心； ② 项目的主要目标是通过使用传统的捷克水疗法与中国中药法来提供康复服务； ③ 项目开发包括疗养院、运动诊断和康复中心、医疗健康、酒店健康、传统捷克水疗和水上酒店等。
河北省野三坡景区	2015.10.20	河北省保定市涞水县人民政府	① 野三坡景区合作开发项目三年内总投资约 20 亿元，合作项目涉及地域为野三坡景区整体约 520 平方公里的区域，涞水县政府将发展公司 90% 股权转让给荣盛发展平台公司，剩余 10% 股权由野三坡管委会持有； ② 项目合作内容包括景区核心业务（门票收入）和开发经营项目（景区旅游、娱乐、消费类项目），合作期限为四十年。
安徽省黄山名胜风景区	2015.11.12	安徽省黄山市黄山区人民政府	① 围绕黄山北大门整体开发项目目标区域范围开展保护与利用、相关配套建设用地开发，项目用地面积约 1.6 平方公里； ② 目标项目所属区域部分旅游配套设施涉及基础设计代建的，合作双方可以通过 PPP 模式进行合作。
四川省广汉市三星堆文化旅游项目	2016.12.1	四川省广汉市人民政府	① 项目位于四川省广汉市三星堆片区内，总用地约 15000 亩，其中三星堆文化产业园 6000 亩，三星堆国家考古遗址保护区 9000 亩； ② 以产业园区模式为主，发展文化创意、文化孵化、文化教育、演艺策展、娱乐科技、影视产业等产业文化集群。
陕西省西安市临潼区秦文化国际旅游度假区	2016.12.6	陕西省西安市临潼区秦文化旅游区管理委员会	① 项目占地约 1000 亩，主要建设兵马俑第二停车场、养生休闲、特色风情街、演艺剧场、星级酒店等项目，提供旅游服务； ② 公司制定第三方建设项目和招商引资项目享受招商引资优惠政策，同时争取项目列入政府重点项目范畴，享受扶持政策。
江苏省南京市六合区平山森林公园	2016.12.13	江苏省南京市六合区人民政府	① 公司和政府共同对合作区域进行保护和开发，打造国际康旅度假区，包括规划设计、景区打造、特色旅游小镇、度假区基础设施和公共设施建设、产业发展服务等； ② 公司组建专业管理运营团队，负责合作区域范围内策划、规划设计与开发建设工作。
河北省内丘县国际康养旅游度假区	2016.12.17	河北省内丘县人民政府	① 针对内丘县全域的旅游资源和产业资源进行整体合作开发，总体范围约 787 平方公里； ② 打造国际康养旅游度假区，包括但不限于规划设计、景区打造、旅游集镇开发、土地一级整理、旅游观光公路、产业发展服务等。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年 8 月，公司控股子公司荣盛康旅与晋铎美业签订合作协议，取得美亚航空 100% 股权并间接控股美亚旅游航空有限公司 74% 的股权。12 月 20 日，美亚航空的水陆两栖飞机在三亚-西沙航线试飞成功，航行时间 1.5

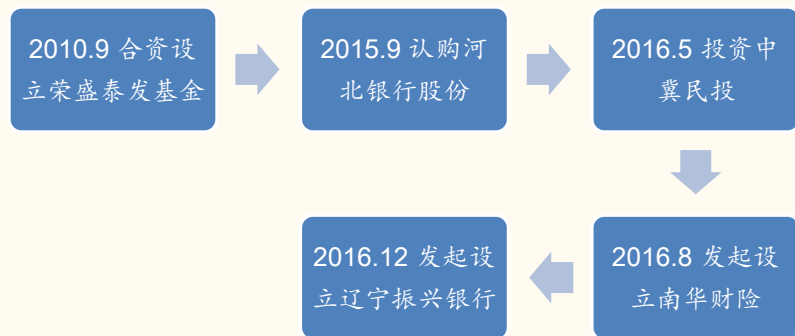
小时。作为公司康旅板块的又一重要方向，通航的试飞成功为公司海南板块发展助力。

- 签署一系列康旅业务框架协议，对公司进军旅游地产市场打下坚实基础，在旅游地产的规划、设计和开发时，公司可以参与到区域产业发展服务过程中，有助于获取片区内的资源和国家政策扶持，为长远发展注入动力。

金融板块动作不断，“大金融”战略逐步前进

- 公司先后投资荣盛泰发投资基金管理股份有限公司、中冀投资股份有限公司、南华财产保险股份有限公司，增资河北银行股份有限公司并参与设立辽宁振兴银行股份有限公司。

图表 15：公司大金融板块布局时间点



来源：公司公告、国金证券研究所

- 2010年9月，公司以现金方式出资3000万元参与合资设立荣盛泰发基金管理公司。公司经过6年的发展，注册资本增加值3亿元，账面净资产超过3.3亿元。荣盛泰发基金专注于房地产及相关领域的投资和开发，投资范围包括住宅项目开发投资基金、持有型物业基金、夹层融资、一二级联动开发和城市综合体开发。泰发基金于2015年11月向全国中小企业股份转让系统报送挂牌申请材料。
- 2015年9月，公司与河北银行股份有限公司签订股份认购协议，认购1.3亿股，总金额3.9亿元，占其增资后总股本的2.7%。河北银行是全国首批五家城市合作银行试点之一，认购河北银行股份是公司转型金融业的尝试。
- 2016年5月9日，公司董事会审议通过议案，同意以现金出资46亿元投资中冀民营投资股份有限公司，占其注册资本的46%，成为其最大的股东。中冀民投是在河北省工商联牵头推动下设立的冀商投资平台，将通过平台参与到区域基础设施建设、国企改革、支持河北“一带一路”战略。
- 2016年8月，公司与海南省发展控股有限公司等九家股东共同发起设立南华财产保险股份有限公司，公司注册资本15亿元，荣盛发展拟以现金方式出资2.03亿元，占注册资本的13.5%。南华财险总部位于海南省，有助于加快海南省的保险业发展。同时，作为荣盛发展在大金融板块的重要布局之一。
- 2016年12月24日，公司全资子公司沈阳荣盛中天实业有限公司发起设立辽宁振兴银行股份有限公司，并获得银监会批复。辽宁振兴银行拟注册资本20亿元，其中荣盛中天实业现金出资6亿元，认购30%股份，成为振兴银行的第一大股东，也是公司首次以第一大股东身份参与商业银行设立。辽宁振兴银行为振兴东北经济提供针对性强并便利的服务，符合国家政策引导方向。

- 金融板块的发展可加强公司与金融机构的战略合作关系，为公司优化投资结构、逐步转型发展金融业务提供帮助。

盈利预测

- 公司 2016 年销售额大幅增长，为后续年度业绩提供支撑，作为共同发展方向的园区和旅游地产业务拓展有助于提升土地获取能力，看好后续主业发展的持续性，未来两年园区、康旅和金融业务仍属于建设期。总体而言，预计公司 2016-2018 年分别可实现营业收入 328/420 和 517 亿元，归母净利润 40.9/52.0 和 62.6 亿元。

图表 16：分产品盈利预测表

产品	营业收入/亿元			毛利率/%		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
房地产	340	430	500	30%	30%	30%
物业管理	5.8	6.5	7.3	18%	18%	18%
酒店经营	2.5	3.7	4.9	78%	78%	78%
金融板块	-	-	5	-	-	30%
总计	348	440	517	30%	30%	30%

来源：公司公告、国金证券研究所

投资建议

- 公司房地产开发板块每股 RNAV 11.06 元，股价对应 RNAV 折让 26.6%，折价较为明显。我们预计公司 2016 年实现 EPS 0.941 元，对应当前股价 9 PE，考虑到公司房地产开发业务稳定向好，园区开发及转型业务有序推进，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 新兴产业开发周期较长；地产销售不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	19,171	23,119	23,432	34,830	44,020	51,720	货币资金	4,623	5,887	13,672	14,655	16,577	17,456
增长率		20.6%	1.4%	48.6%	26.4%	17.5%	应收款项	5,135	8,984	11,556	14,654	18,376	22,157
主营业务成本	-12,380	-15,420	-16,750	-24,195	-30,542	-36,056	存货	39,424	52,016	67,814	84,847	92,046	106,687
%销售收入	64.6%	66.7%	71.5%	69.5%	69.4%	69.7%	其他流动资产	8,186	5,620	5,515	7,364	10,874	15,046
毛利	6,790	7,699	6,682	10,635	13,478	15,664	流动资产	57,368	72,507	98,557	121,520	137,872	161,346
%销售收入	35.4%	33.3%	28.5%	30.5%	30.6%	30.3%	%总资产	96.6%	95.7%	95.8%	96.8%	97.2%	97.3%
营业税金及附加	-1,559	-1,781	-1,872	-2,612	-3,346	-3,827	长期投资	95	1,221	1,580	1,581	1,580	1,580
%销售收入	8.1%	7.7%	8.0%	7.5%	7.6%	7.4%	固定资产	1,078	1,169	1,482	2,266	2,225	2,770
营业费用	-422	-491	-548	-836	-968	-1,086	%总资产	1.8%	1.5%	1.4%	1.8%	1.6%	1.7%
%销售收入	2.2%	2.1%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%	无形资产	359	323	497	175	156	140
管理费用	-631	-715	-842	-1,219	-1,585	-1,758	非流动资产	2,037	3,285	4,315	4,024	3,963	4,492
%销售收入	3.3%	3.1%	3.6%	3.5%	3.6%	3.4%	%总资产	3.4%	4.3%	4.2%	3.2%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	4,179	4,712	3,419	5,968	7,579	8,992	资产总计	59,405	75,792	102,871	125,544	141,835	165,839
%销售收入	21.8%	20.4%	14.6%	17.1%	17.2%	17.4%	短期借款	10,264	15,309	17,049	22,563	22,016	24,960
财务费用	-66	-156	-191	-332	-467	-469	应付款项	25,781	32,565	40,435	52,740	64,652	79,566
%销售收入	0.3%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%	其他流动负债	1,555	1,710	1,920	3,946	4,612	5,436
资产减值损失	-50	-81	-36	-3	-1	-1	流动负债	37,600	49,583	59,403	79,249	91,280	109,962
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0	长期贷款	9,062	10,549	11,274	11,274	11,274	11,275
投资收益	16	16	11	13	16	18	其他长期负债	260	184	10,178	9,855	9,855	9,855
%税前利润	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	46,921	60,317	80,856	100,379	112,409	131,093
营业利润	4,079	4,491	3,207	5,646	7,127	8,540	普通股股东权益	10,959	13,888	20,636	23,641	27,758	32,934
营业利润率	21.3%	19.4%	13.7%	16.2%	16.2%	16.5%	少数股东权益	1,525	1,588	1,380	1,524	1,668	1,812
营业外收支	25	15	69	3	3	3	负债股东权益合计	59,405	75,792	102,871	125,544	141,835	165,839
税前利润	4,104	4,505	3,276	5,649	7,130	8,543	比率分析						
利润率	21.4%	19.5%	14.0%	16.2%	16.2%	16.5%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-984	-1,050	-704	-1,412	-1,783	-2,136	每股指标						
所得税率	24.0%	23.3%	21.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.536	1.696	0.558	0.941	1.197	1.440
净利润	3,120	3,455	2,572	4,237	5,348	6,407	每股净资产	5.793	7.289	4.746	5.437	6.384	7.574
少数股东损益	214	224	144	144	144	144	每股经营现金净流	-2.504	-0.872	-0.569	-0.355	1.559	0.663
归属于母公司的净利润	2,906	3,232	2,428	4,093	5,204	6,263	每股股利	0.200	0.200	0.250	0.250	0.250	0.250
净利率	15.2%	14.0%	10.4%	11.8%	11.8%	12.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.52%	23.27%	11.77%	17.31%	18.75%	19.02%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	4.89%	4.26%	2.36%	3.26%	3.67%	3.78%
净利润	3,120	3,455	2,572	4,237	5,348	6,407	投入资本收益率	9.95%	8.72%	4.44%	6.50%	7.83%	8.34%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	169	221	199	152	170	182	主营业务收入增长率	42.90%	20.59%	1.35%	48.64%	26.39%	17.49%
非经营收益	31	142	412	460	771	800	EBIT 增长率	44.41%	12.76%	-27.44%	74.55%	26.99%	18.64%
营运资金变动	-8,056	-5,480	-5,657	-6,392	490	-4,504	净利润增长率	35.80%	11.20%	-24.87%	68.55%	27.14%	20.36%
经营活动现金净流	-4,736	-1,661	-2,473	-1,543	6,780	2,885	总资产增长率	46.74%	27.58%	35.73%	22.04%	12.98%	16.92%
资本开支	-151	-119	-76	-30	-106	-707	资产管理能力						
投资	-116	-741	-2,027	-2,346	-2,343	-2,354	应收账款周转天数	2.2	3.0	7.0	3.3	3.1	3.2
其他	-344	-439	-700	13	16	18	存货周转天数	970.7	1,082.2	1,305.6	1,280.0	1,100.0	1,080.0
投资活动现金净流	-611	-1,299	-2,803	-2,363	-2,433	-3,043	应付账款周转天数	123.3	154.5	172.6	169.4	164.3	173.2
股权募资	312	210	5,100	0	0	0	固定资产周转天数	18.6	16.6	19.7	20.4	14.2	14.5
债权募资	7,516	6,690	11,146	5,514	-547	2,946	偿债能力						
其他	-1,868	-4,239	-3,767	-625	-1,877	-1,908	净负债/股东权益	117.78%	129.03%	110.83%	105.65%	74.00%	61.84%
筹资活动现金净流	5,960	2,661	12,480	4,889	-2,425	1,037	EBIT 利息保障倍数	62.9	30.2	17.9	18.0	16.2	19.2
现金净流量	613	-299	7,203	983	1,922	879	资产负债率	78.99%	79.58%	78.60%	79.96%	79.25%	79.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD