



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 上市十年，高歌猛进

——荣盛发展（002146）2017 半年报点评

2017 年 08 月 10 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	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

### 事件：

公司日前发布 2017 年半年报，公司实现营业收入 134.16 亿元，同比增长 17.80%，实现归属于上市公司股东的净利润 16.85 亿元，同比增长 29.30%。截至 2017 年 6 月 30 日，归属于上市公司股东的所有者权益 236.11 亿元，同比下降 0.23%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	8514.16	4047.65	7340.65	7323	11910.71	5110.06	8305.8
增长率（%）	5.57%	33.63%	19.79%	26.80%	39.89%	26.25%	13.15%
毛利率（%）	24.46%	30.62%	31.81%	29.40%	31.74%	31.28%	28.63%
期间费用率（%）	5.93%	10.01%	6.04%	6.03%	4.36%	10.17%	6.66%
营业利润率（%）	10.58%	11.62%	18.22%	17.49%	21.39%	15.12%	18.47%
净利润（百万元）	775.61	352.16	989.41	967.52	2063.08	523.17	1326.05
增长率（%）	-38.60%	12.01%	31.68%	35.36%	165.99%	48.56%	34.02%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.08	0.22	0.20	0.45	0.11	0.28
资产负债率（%）	78.75%	79.94%	81.55%	81.90%	82.70%	83.56%	85.26%
净资产收益率（%）	3.51%	1.57%	4.44%	4.17%	8.18%	2.03%	5.24%
总资产收益率（%）	0.75%	0.32%	0.82%	0.76%	1.42%	0.33%	0.77%

### 观点：

➤ **营业收入和净利润均稳步上涨。**报告期内，公司实现营业收入134.16亿元，同比增长17.80%；营业利润23.07亿元，同比增长27.60%；归属于母公司所有者净利润16.85亿元，同比增长29.30%。公司总资产1,717.85亿元，同比增长17.87%；归属于上市公司股东的所有者权益236.11亿元，同比下降0.23%。

营业收入和净利润均实现稳步增长主要归因于公司近两年城市布局战略影响，布局重点表现为区域聚焦和城市能级提升，公司规模和盈利能力处于稳定上升的过程中。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

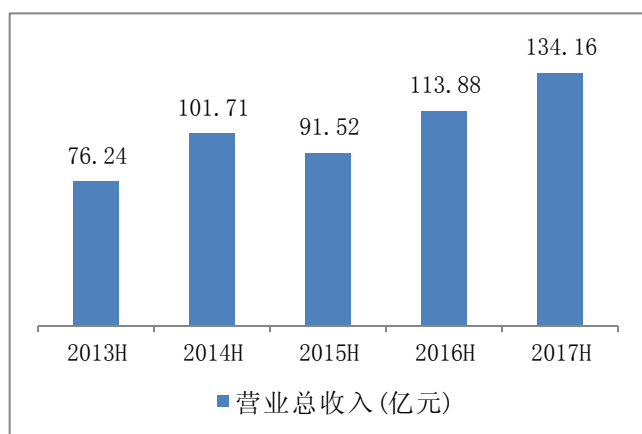
(单位: 亿元、百分比)

项目	2017H	2016H	变动比率	原因分析
净利润	18.49	13.42	37.78%	营收大幅增长毛利率小幅下降
营业收入	134.16	113.88	17.81%	项目结算周期影响
资产负债率 (%)	85.26	81.55	4.55%	上半年债务融资规模加大
费用比率 (%)	7.99	7.45	7.25%	销售和管理费用显著增加
加权 ROE (%)	6.87	6.12	12.25%	盈利能力提高
总资产	1717.85	1207.19	42.30%	公司积极做大做强
货币资金	158.68	167.14	-5.06%	报告期支付的投资款增加
预收账款	577.05	304.6	89.45%	签约销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	114.23	96.97	17.80%	负债正常到期
经营活动净现金流	-74.74	-52.16	43.29%	公司积极拿地支持快速规模扩张
稀释 EPS	0.39	0.3	30.00%	净利润大幅上升

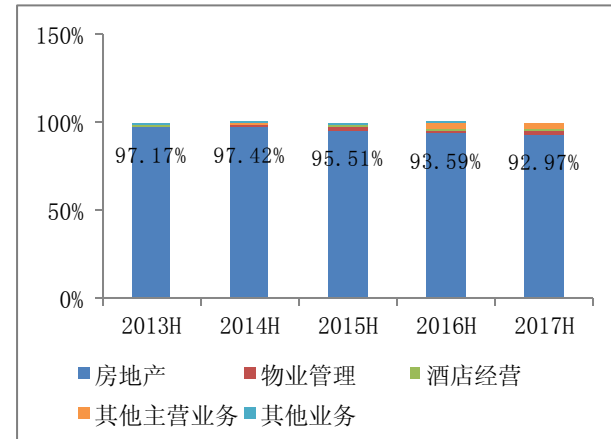
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **3+X战略迅速推进, 未来华丽转身生活方式运营商。**“3”即公司主要业务大地产、大健康和大金融, “X”为新兴互联网业务板块。该战略提出至今, 公司已成功打破了传统的单一地产业务, 在该战略的指导下, 公司一边夯实地产业务的“规模”根基, 另一边加大了在生态旅游、养老养生、产业新城以及互联网等领域的投资, 关注改善人们的生活方式, 积极实现公司的战略转型。

近五年来公司营业收入呈稳定上升趋势, 经营状况良好。今年上半年公司实现营业收入132.16亿元, 同比增长17.8%, 同时从营收构成来看, 公司目前正处在多元化地产业务的过程中, **近五年来非地产开发业务收入比重逐渐上升**, 2017上半年其他非房地产业务收入占比近8%, 对营收的贡献越来越大。

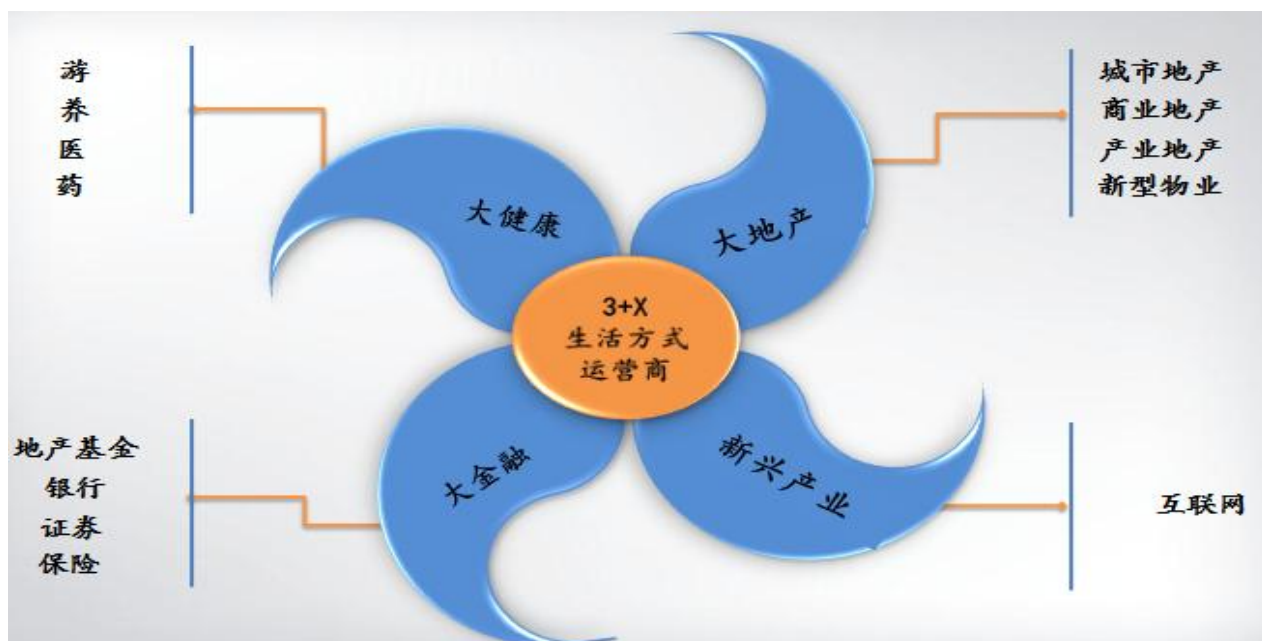
**图 1: 今年上半年营业收入同比增长**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 2: 房地产业务收入占比逐年下降**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

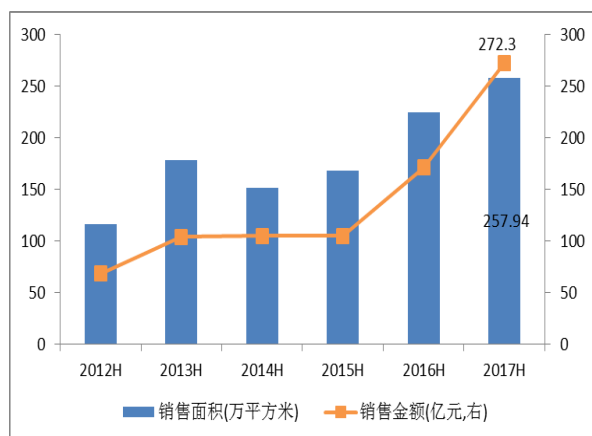
图 3:3+X 战略持续推进



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

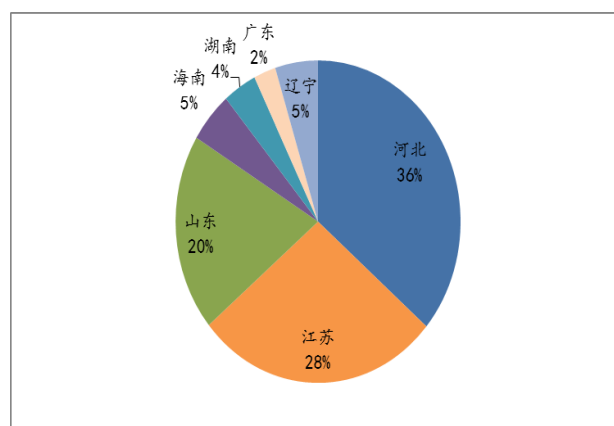
- **销售业绩大幅增长, 城市布局战略成效显著。**今年上半年, 受益于京津冀一体化协同发展的政策机遇和三四线房地产市场的回转, 公司上半年实现销售面积257.94万平方米, 销售金额272.30亿元, 比同比分别增长14.80%、59.33%。公司从过去主要布局三四线城市, 被称为“三线之王”到深耕“京津冀”有发展潜力的市级、县级区域, 稳步拓展“长江经济带”、“珠三角经济带”沿线区域的较大城市, 近两年城市升级战略成效显著。今年公司结算收入124.72亿元, 结算项目面积173.61万平方米, 其中84%结算项目面积位于在河北、江苏、山东三省, 直接反映出公司在京津冀和长江经济带区域的重点布局。

图 4: 今年上半年销售面积和销售额大涨



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究

图 5: 今年上半年结算项目面积区域分布, 河北江苏占比高



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **产业园区布局初具规模, 未来收入可观且有助于获得优质增量资源。**从2007年开始, 公司开始开拓产业园区, 先后落子河北省香河、永清、霸州、兴隆和宣化等地, 并于今年上半年成功布局安徽淮北、滁州、唐山、衡水、蔚县和湖北宜昌, 在初步完成“环京”布局后又开始了“黄淮海”区域布局, 至今**布局12个项目, 合作建设面积超800平方公里**。产业新城具有以产兴城、以城带产、产城结合的独特优势, 并且未来公司在参与产业园区的开发建设中有望继续获得更多的优质资源。其子公司**兴城投资的产业园板块 于2017年上半年累计实现营业利润占报告期内全部营业利润10.72%, 较去年同期增长62.89%**, 已经成为公司盈利的重要贡献力量。

**表 1:今年产业园区布局节奏加快**

时间	区域	项目面积
2007.5	河北省廊坊市香河县	88.3 平方公里
2015.9	河北廊坊市永清县	37.8 平方公里
2016.7	河北省霸州市东部新城	13.56 平方公里
2016.9	河北省兴隆县经济开发区	205 平方公里
2016.10	河北省张家口宣化区	2.88 平方公里
2017.2	河北邢台市邢东新区	35 平方公里
2017.3	安徽淮北市碳谷产业新城	89 平方公里
2017.4	河北唐山路南区城南经济开发区	18 平方公里
2017.5	河北衡水滨湖新区	18.8 平方公里
2017.5	河北张家口蔚县太行产业新城	30 平方公里
2017.5	湖北宜昌产业园区	42 平方公里
2017.8	安徽滁州市服务型经济示范区	251.3 平方公里

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **康旅板块多点开花, 通航业务潜力巨大。**公司自2014年开始进军旅游地产, 3年时间实现了快速高投入的发展, 由北至南布局了秦皇岛、张家口、承德、野三坡、临潼、神农架和海外捷克等20多个点, 目前已初步形成了大北京、大黄山、大海南、大上海、大华中和大西南6大区域布局。为了扩大康旅板块的业务范围, 公司去年收购美亚航空, 切入通用航空领域, 公司已经成为国内第一家实现“康旅板块+通航产业”业务有效串联的标的。

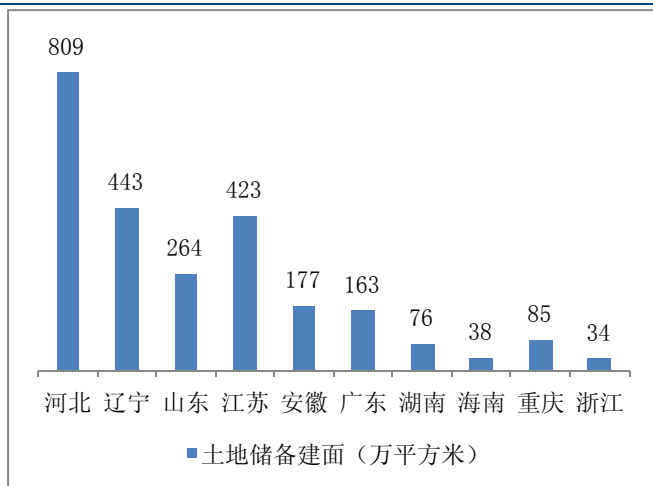
图 6:康旅 “6+N” 战略布局



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

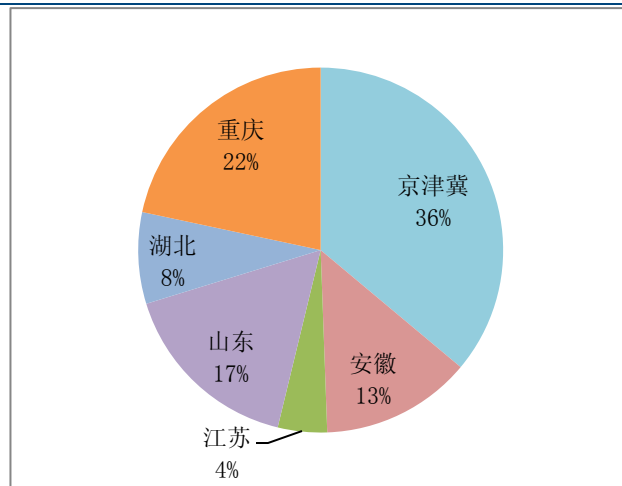
➤ **疯狂揽地, 土储充足。**去年12月, 公司一月内斩获47宗地, 被称为“扫货王”的激进姿态还未令人忘却, 今年上半年, 公司借着新身份“雄安概念股”在土地市场上仍然高调, **通过招拍挂和股权收购的方式拿地48宗, 新增土地面积 313万平方米, 新增土地储备权益建筑面积538.05万平方米。**截至报告期末, 公司土地储备建筑面积2,849.05万平方米。其中新增土地面积中京津冀区域约为113万平方米, 占比36%。截止2016年底公司的土地储备就有约31%聚焦在环京区域, 总计超800万方, 京津冀区域土地储备十分充足。**值得一提的是,**公司除关注传统优势环京区域外, 也加大西南区域布局力度, 继去年年底将重庆市巴南区2宗地收入囊中正式进入重庆市场后, 今年6月又连续摘得重庆主城区四宗宅地。

图 7: 2016 年底土地储备地区分布情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

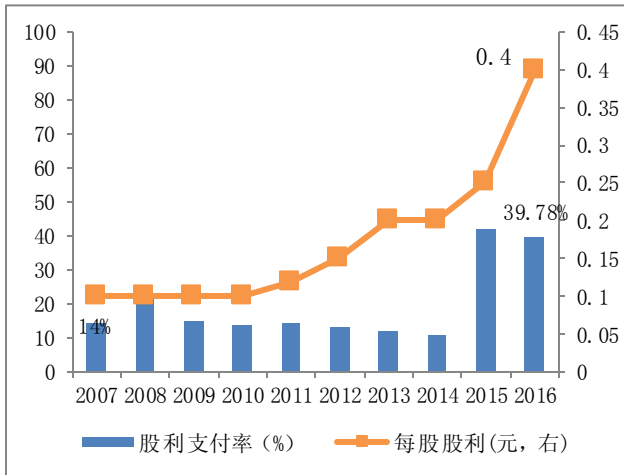
图 8: 上半年新增土储分布, 京津冀仍是大本营



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

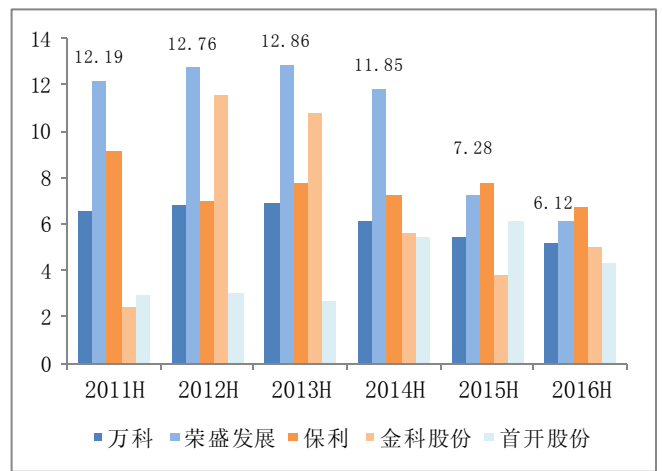
➤ **盈利能力不输于行业龙头。**我们认为公司虽然从规模上难以与行业的龙头企业匹敌, 但其盈利能力却一直保持在行业较高位的水平。从上市以来现金分红比率这一具体数据来看, 公司自 2007 年开始现金分红以来, 分红比率逐年递增, 从 14% 递增到去年的近 40%, 保持了比较高的分红比率。从历年半年报披露的公司加权 ROE 来看, 公司也完全不输于行业龙头万科、保利, 且大大高于可比公司。

图 9: 分红比例和每股股利总体呈递增趋势



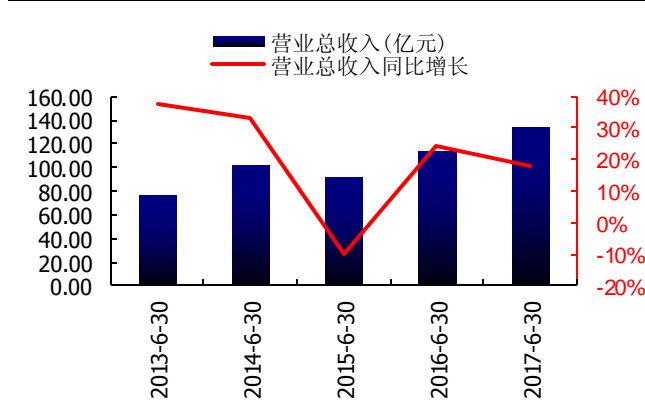
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 公司加权 ROE 不输行业龙头, 且大大高于可比公司



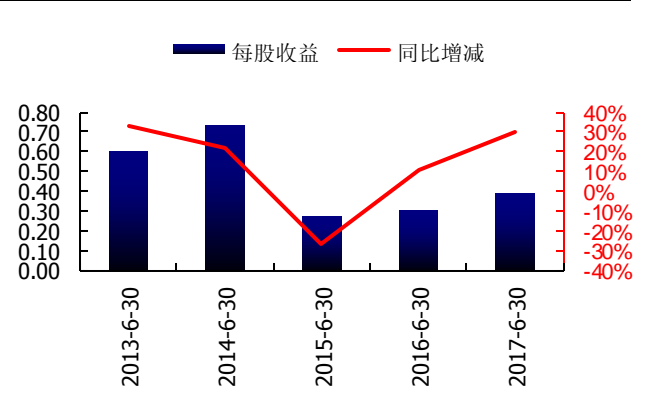
资料来源: WIND 数据库, 东兴证券研究所

图 11: 营业收入情况



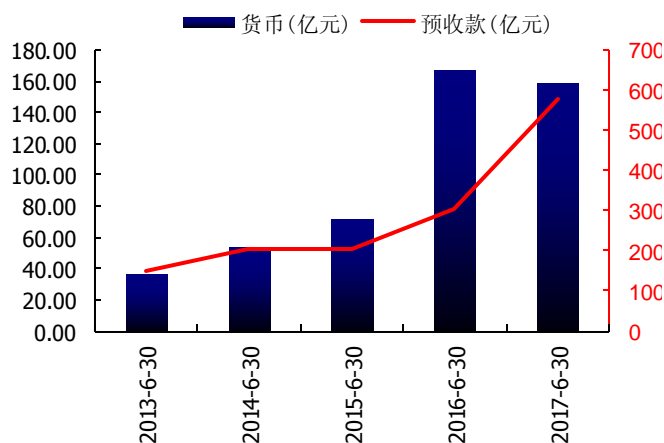
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12: 每股收益情况



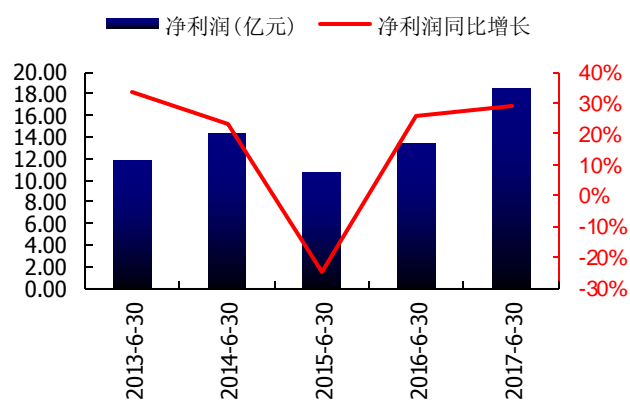
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 13: 货币和预收款情况



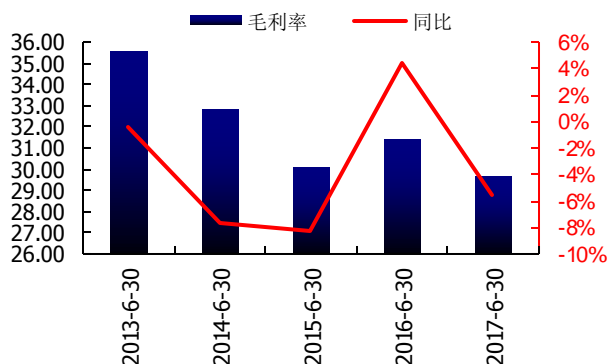
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 14: 净利润情况



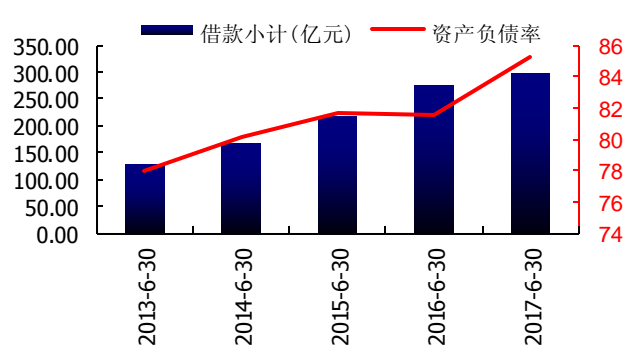
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 15: 销售毛利率情况



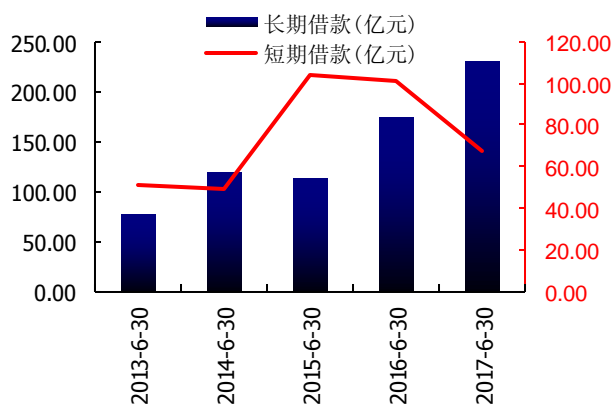
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 16: 资产负债率情况



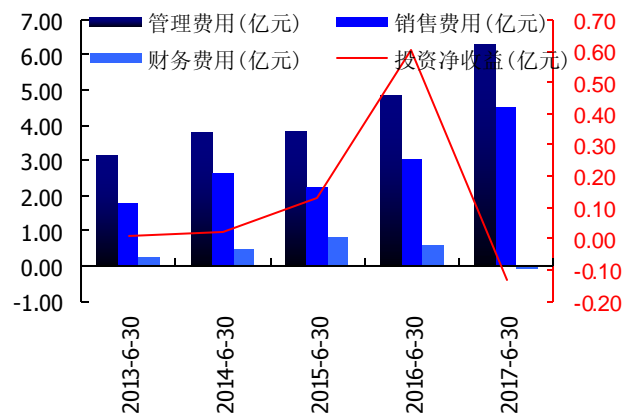
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 17: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 18: 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：

作为河北地区的区域龙头房企，公司精于住宅的开发，上市十年来公司规模不断扩张，总资产跨越1700亿门槛，是上市前的60多倍，其他各项指标值也呈几十倍增长，实现了质的飞越。我们看好公司的逻辑为：

1、雄安新区概念股。公司在环京区域仍然持有大量土地，并在核心二线和热点三四线城市土地市场全面铺开，奠定了公司销售额高速增长的基础；

2、城市布局战略效应发酵。在公司将城市布局重点关注京津冀和核心二线和热点三四线后，城市布局战略效应显现，公司整体销售加速提升得以更好保障；

3、多元化地产业务打造多利润增长点。除了传统地产开发业务外，公司先后涉足文旅、养老、通航、园区开发等地产业务，通过多元化手段提升地产业务盈利能力。

我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为418亿元、525亿元和641亿元；每股收益分别为1.15元、1.55元和1.93元，对应PE分别为8.96、6.65和5.33，维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：房地产业务波动风险、多元化业务发展可能受阻**

**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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	98557	139108	162521	196505	237123	<b>营业收入</b>	23432	30622	41817	52452	64075
货币资金	13672	19354	25927	32520	39726	<b>营业成本</b>	16750	21114	29628	35588	43212
应收账款	629	405	573	719	878	营业税金及附加	1872	1978	2760	3462	4229
其他应收款	10927	18469	25221	31635	38646	营业费用	548	757	962	1206	1474
预付款项	2955	7717	6532	5109	3380	管理费用	842	988	1380	1731	2114
存货	67814	88924	97406	117003	142067	财务费用	191	64	209	450	600
其他流动资产	2454	4063	6861	9520	12426	资产减值损失	36.08	90.14	50.00	50.00	50.00
<b>非流动资产合计</b>	4315	6637	5246	4966	4686	公允价值变动收益	4.35	-6.43	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	17	911	911	911	911	投资净收益	11.04	12.33	12.00	13.20	14.52
固定资产	1264.90	1754.13	1802.21	1558.94	1315.68	<b>营业利润</b>	3207	5636	6845	9982	12414
无形资产	197	368	331	294	258	营业外收入	107.58	105.04	110.00	132.00	158.40
其他非流动资产	581	951	0	0	0	营业外支出	38.94	20.83	40.00	44.00	48.40
<b>资产总计</b>	102871	145745	167767	201472	241809	<b>利润总额</b>	3276	5721	6915	10070	12524
<b>流动负债合计</b>	59403	85277	116692	140939	166793	所得税	704	1348	1660	3021	3757
短期借款	9155	7954	49596	65518	79945	<b>净利润</b>	2572	4372	5256	7049	8767
应付账款	7824	9870	13799	16575	20126	少数股东损益	144	224	269	323	388
预收款项	24196	43354	48372	54666	62355	归属母公司净利润	2428	4148	4986	6725	8379
一年内到期的非流	7894	8385	0	0	0	EBITDA	3721	6212	7334	10711	13294
<b>非流动负债合计</b>	21452	35259	24411	31864	43864	<b>BPS (元)</b>	0.64	0.95	1.15	1.55	1.93
长期借款	11274	18727	23727	31727	43727	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	9855	15853	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	80856	120536	141102	172802	210657	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1380	1543	1812	2136	2523	营业收入增长	1.35%	30.68%	36.56%	25.43%	22.16%
实收资本(或股本)	4348	4348	4348	4348	4348	营业利润增长	-28.58%	75.73%	21.45%	45.81%	24.37%
资本公积	4664	4633	4633	4633	4633	归属于母公司净利润	20.21%	34.88%	20.21%	34.88%	24.59%
未分配利润	9649	11448	8955	8484	7897	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	20636	23665	24912	26593	28688	毛利率(%)	28.52%	31.05%	29.15%	32.15%	32.56%
<b>负债和所有者权</b>	102871	145745	167827	201531	241869	净利率(%)	10.98%	14.28%	12.57%	13.44%	13.68%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	2.36%	2.85%	2.97%	3.34%	3.47%
						ROE(%)	11.77%	17.53%	20.02%	25.29%	29.21%
<b>经营活动现金流</b>	-2473	-3695	-12498	-11803	-12305	<b>偿债能力</b>					
净利润	2572	4372	5256	7049	8767	资产负债率(%)	79%	83%	84%	86%	87%
折旧摊销	322.70	511.46	0.00	280.05	280.05	流动比率	1.66	1.63	1.39	1.39	1.42
财务费用	191	64	209	450	600	速动比率	0.52	0.59	0.56	0.56	0.57
应收账款减少	0	0	-168	-146	-159	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5018	6294	7689	总资产周转率	0.26	0.25	0.27	0.28	0.29
<b>投资活动现金流</b>	-2803	-2737	1101	-33	-31	应收账款周转率	52	59	86	81	80
公允价值变动收益	4	-6	4	4	4	应付账款周转率	2.96	3.46	3.53	3.45	3.49
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	11	12	12	13	15	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.95	1.15	1.55	1.93
<b>筹资活动现金流</b>	12480	12742	17970	18429	19543	每股净现金流(最新)	1.66	1.45	1.51	1.52	1.66
应付债券增加	0	0	-15853	0	0	每股净资产(最新摊)	4.75	5.44	5.73	6.12	6.60
长期借款增加	0	0	5000	8000	12000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	2443	0	0	0	0	P/E	16.06	10.82	8.96	6.65	5.33
资本公积增加	3116	-31	0	0	0	P/B	2.17	1.89	1.79	1.68	1.56
<b>现金净增加额</b>	7203	6309	6573	6593	7206	EV/EBITDA	18.60	12.28	12.56	10.22	9.68

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。央视财经频道嘉宾。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”。

## 联系人简介

### 梁小翠

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。