

销售剑指千亿，二线龙头后劲十足

——荣盛发展 (002146)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 荣盛发展：地方性房企迈向全国化

荣盛发展股份有限公司成立于1996年，2007年8月公司在深圳交易所成功上市。2009年公司商品房销售额首次突破100亿元，确定了二、三线城市市场定位。经过了逾20年的发展，2017年公司房地产销售额已突破700亿，位列百强房企第24位，并逐步由传统的房地产开发企业转型为“大地产、大健康、大金融”等业务为一体的产业综合集团公司。

❖ 规模扩张 剑指千亿

克而瑞数据显示，2017年公司销售额突破700亿元，达到730亿元，近3年销售额复合增速为37.14%。2018年公司提出千亿销售目标，2018年1-2月公司实现签约金额85.23亿元，同比增长51.55%，前2个月公司销售额完成了计划目标的8.5%，完成度较好。从全年的推盘节奏来看，公司大体还是会保持一个“3241”态势，三季度最多，一季度最少，随着后三个季度推盘逐步发力，全年销售目标有望顺利达成。

❖ 高土储+优布局+跟投 三叉戟助力规模扩张

公司上市后一直保持较强的拿地力度和较高的拿地质量。根据测算，公司截至2017年末土储面积超过3400万方，货值超过3500亿元，可满足未来3-4年左右的销售量，也保证了后续销售规模的扩张。从获取成本来看，近年来公司楼面均价占销售均价的比例始终保持低位，近6年仅2013年和2016年在30%之上，其余4年均保持在22%-23%之间，2017年公司楼面均价占销售均价比例降至22.09%，低成本的拿地有力保障未来的利润率水平。此外，公司2017年实行跟投机制，进一步保证了公司的规模扩张。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。2017年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润27.91亿元，同比增长28.34%，对应基本每股收益0.64元。我们预计2017-2019年公司主营业务收入分别为382.76、470.34和577.37亿元，净利润有望达到57.91、76.16和95.11亿元，EPS分别为1.33、1.75和2.19元/股，对应PE分别为6.96、5.29和4.24倍，公司未来几年业绩有望保持高速增长，有持续看点。

风险提示：房地产销售不及预期；多元化发展不及预期等

盈利预测与估值

	2017Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	21686	38276	47034	57737
+/-%	16	25.0	22.9	22.8
净利润(百万)	2791	5791	7616	9511
+/-%	28	39.6	31.5	24.9
EPS(元)	0.64	1.33	1.75	2.19
PE	15.66	6.96	5.29	4.24

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2018/3/30
前收盘价	10.02元
公司评级	增持评级

👤 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

👤 联系人

徐伟平

证书编号：S1100117100001
010-66495956
xuweiping@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、荣盛发展：地方性房企迈向全国化	4
二、大地产：规模扩张 剑指千亿	6
2.1 销售量价齐升 规模冲击千亿	7
2.2 土地储备充足 成本优势显著	10
2.3 实施跟投机制 助力规模扩张	12
2.4 产业新城：挖掘新的利润增长点	14
三、大健康：6+N 战略打造康旅综合体	15
四、大金融：构建“银行+基金+保险”金融体系	16
五、三高优势彰显：高 ROE 高成长 高分红	17
给予“增持”评级	19
风险提示	19
盈利预测	20

图表目录

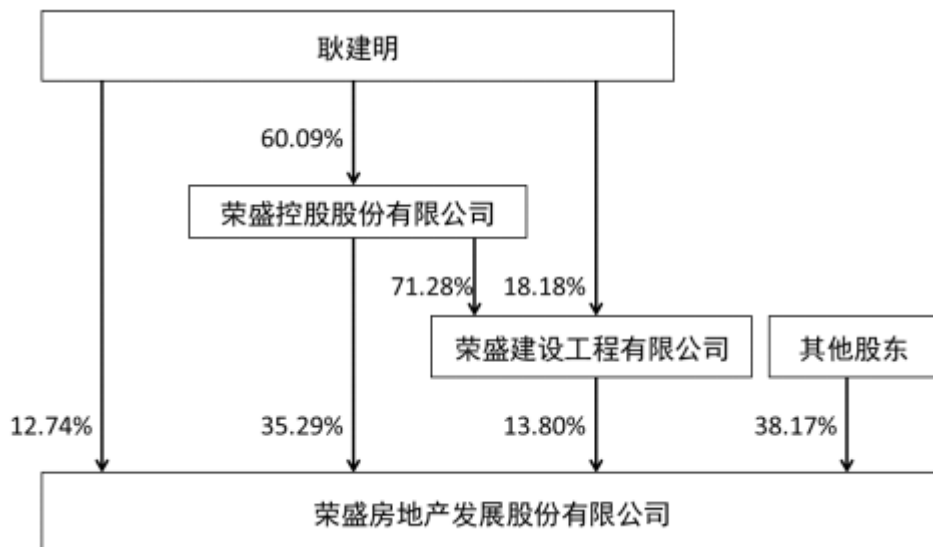
图 1.	荣盛发展股权结构图（截至 2017 年三季度）	4
图 2.	荣盛发展成长历程	5
图 3.	荣盛发展总资产规模变动情况（亿元）	5
图 4.	荣盛发展净资产规模变动情况（亿元）	5
图 5.	2008 年以来公司营收变化情况（亿元）	6
图 6.	2008 年以来公司净利润变化情况（亿元）	6
图 7.	荣盛发展全国布局图	6
图 8.	2017 年公司销售金额突破 700 亿元（亿元）	7
图 9.	2017 年公司销售面积逼近 700 万方（万方）	7
图 10.	荣盛发展 2007 年以来销售均价情况（元/平方米）	7
图 11.	荣盛发展 2017 年销售金额超 20 亿元城市	8
图 12.	荣盛发展 2017 年成交均价万元以上城市	8
图 13.	荣盛发展 2017 年拿地分布图（万平方米）	10
图 14.	荣盛发展 2017 年拿地分布图	11
图 15.	2017 年荣盛发展楼面均价占销售均价比例仅为 22%	11
图 16.	荣盛发展跟投计划	12
图 17.	荣盛发展项目公司股权比例	13
图 18.	荣盛发展跟投计划跟投人范围	13
图 19.	荣盛发展大健康板块布局	16
图 20.	荣盛发展大金融板块布局	17
图 21.	公司净利率显著高于行业平均水平（%）	17
图 22.	公司 ROE 显著高于行业平均水平（%）	17
图 23.	荣盛发展上市以来分红派息情况（亿元）	18
表 1.	荣盛发展分公司各地区销售排名	9
表 2.	荣盛发展跟投计划与行业房企比对	13
表 3.	荣盛发展跟投机制 K1、K2 系数设置	14
表 4.	荣盛发展产业园区分布	14
表 5.	荣盛发展与主流房企比较仍具有优势	18

一、荣盛发展：地方性房企迈向全国化

荣盛发展股份有限公司成立于1996年，初期主营业务为普通商品住宅开发。2007年8月公司在深圳交易所成功上市，成为河北省首家通过IPO上市的房地产企业。2009年公司商品房销售额首次突破100亿元，确定了二、三线城市市场定位。经过了逾20年的发展，2017年公司房地产销售额已突破700亿，位列百强房企第24位，并逐步由传统的房地产开发企业转型为“大地产、大健康、大金融”等业务为一体的产业综合集团公司。

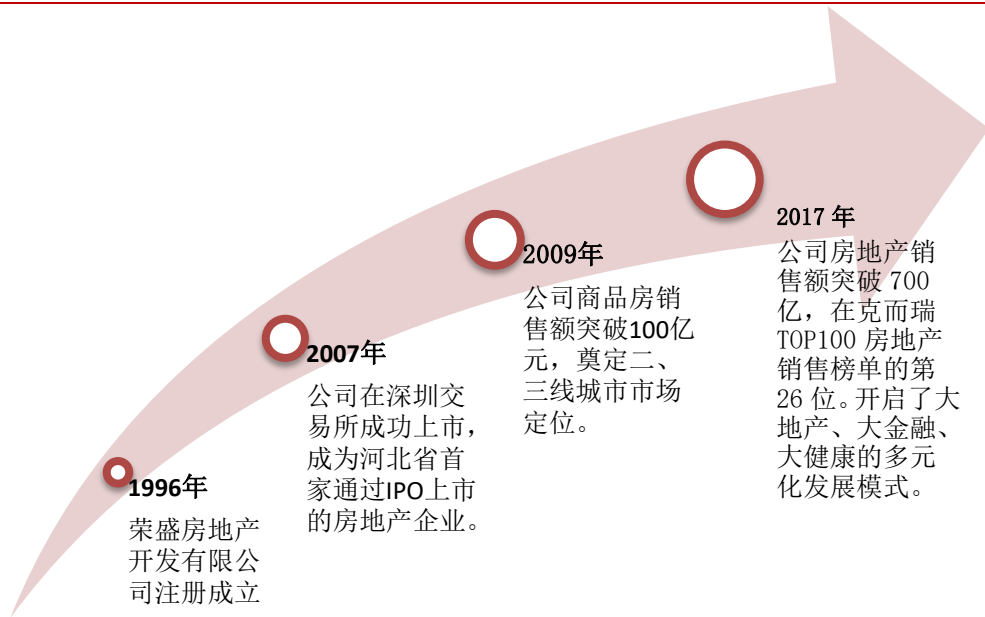
公司实际控制人为耿建明先生，通过荣盛控股和荣盛建设直接或间接持股比例约为42.07%。公司前三大股东分别为荣盛控股股份有限公司、荣盛建设工程股份有限公司和耿建明先生，前三大股东存在关联关系，构成一致行动人，前三大股东持股比例达到61.77%。公司股权结构较为集中。

图1. 荣盛发展股权结构图（截至2017年三季度报）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

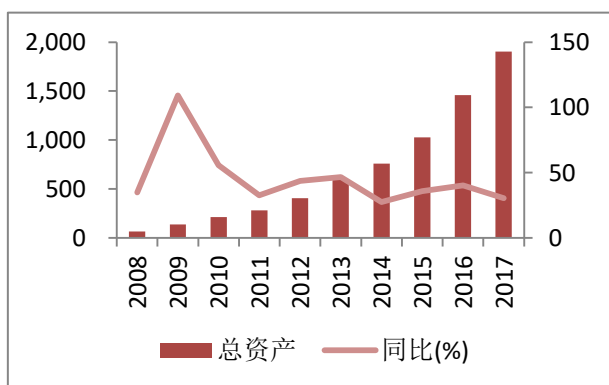
图2. 荣盛发展成长历程



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

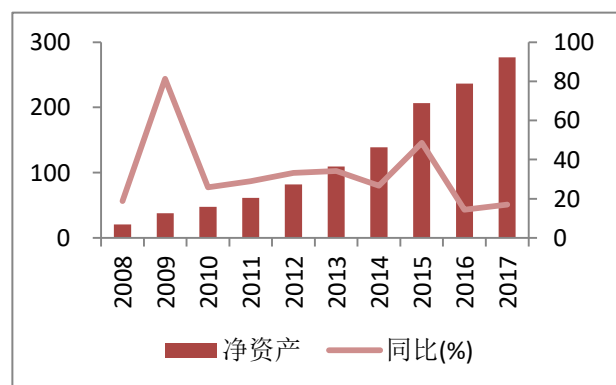
2007年公司刚刚上市,总资产不足50亿元,净资产为17.57亿元,仅仅是一家地方性房企,立足于三、四线中小城市。上市后公司融资能力显著提升,扩张速度明显加快,在深耕京津冀的同时,积极开拓长三角、珠三角,截至目前公司业务布局已经达到35个城市,基本上覆盖了环渤海、长三角、西部、珠三角四大城市群重点城市。2017年公司总资产已达到1902.31亿元,较上市初增长逾38倍。净资产高达276.84亿元,较上市初增长逾14倍。从公司经营情况来看,2007年公司营业收入仅有17.44亿元,归属母公司股东净利润仅为2.84亿元。经过10载的发展,公司营收规模已接近400亿元,2017年公司营业收入已经达到382.76亿元,归属于母公司股东净利润达到57.68亿元。

图3. 荣盛发展总资产规模变动情况(亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图4. 荣盛发展净资产规模变动情况(亿元)

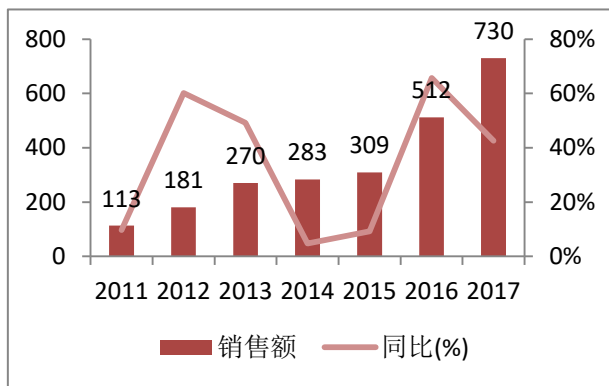


资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.1 销售量价齐升 规模冲击千亿

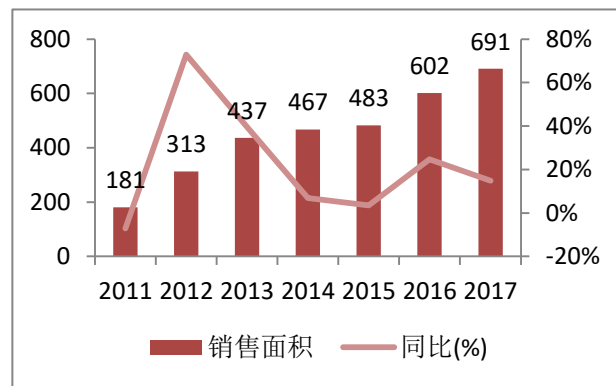
2017年销售量价齐升。2009年荣盛发展商品房销售额首次突破100亿元，随后公司销售额步入增长快车道，2013年突破200亿元，2015年突破300亿元，2016年直接站上500亿元平台。克而瑞数据显示，2017年公司销售额突破700亿元，达到730亿元，近3年销售额复合增速为37.14%。

图8. 2017年公司销售金额突破700亿元（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

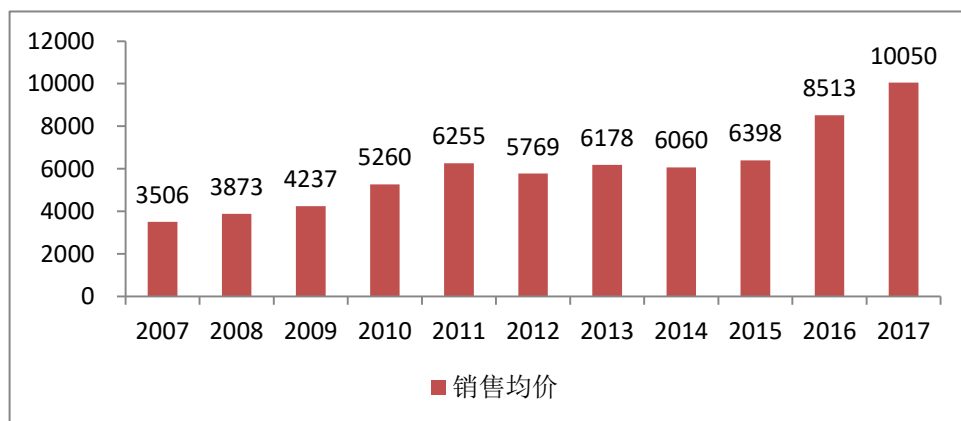
图9. 2017年公司销售面积逼近700万方（万方）



资料来源：Wind，川财证券研究所

从2017年销售分布来看，13个城市的销售额突破20亿元，其中廊坊市区、南京、徐州和石家庄4个城市销售额突破70亿元。蚌埠、石家庄、廊坊市区、唐山、聊城四个城市2017年销售额排在所在城市首位。徐州、沧州、邯郸、霸州、永清五个城市2017年销售额排在所有城市第2位。从销售均价来看，2007年以来公司销售均价不断走高，2017年公司商品房销售均价超过1万元，处于历史最高水平。公司在11个城市销售均价超过万元水平，郑州和石家庄的销售均价超过2万元，分别为2.16万元和2.06万元。2018年前两个月销售均价略有回落，降至9800元左右，但仍旧维持在历史高位。

图10. 荣盛发展2007年以来销售均价情况（元/平方米）



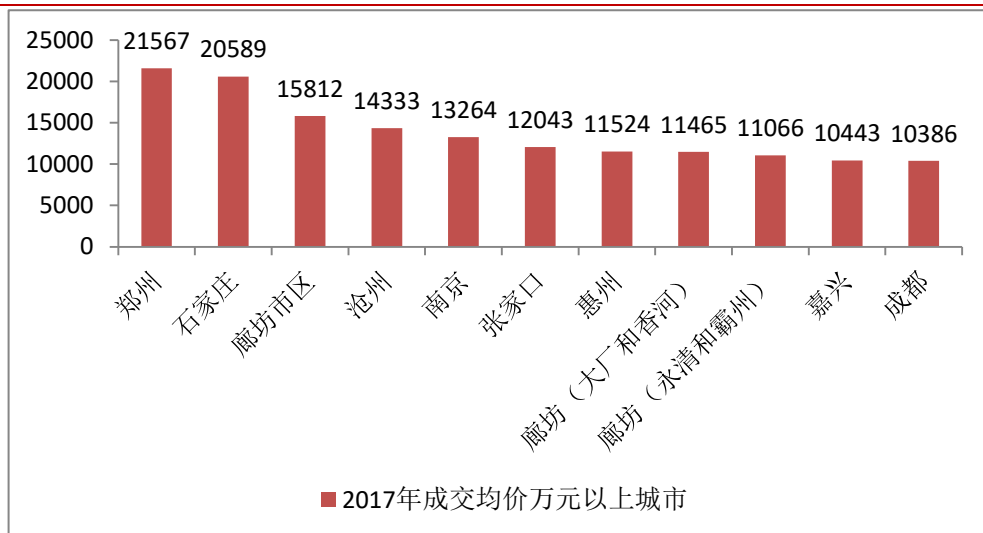
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图11. 荣盛发展 2017 年销售金额超 20 亿元城市



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图12. 荣盛发展 2017 年成交均价万元以上城市



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2018 年公司提出千亿销售目标，2018 年 1-2 月的公司实现签约金额 85.23 亿元，同比增长 51.55%。受春节假期因素影响，公司 2 月销售增速有所下滑，但依旧处于较高水平。从全年的推盘节奏来看，公司大体还是会保持一个“3241”态势，三季度最多，一季度最少，三季度占比接近 40%，二季度占比在 25%左右，四季度占比在 22%左右，一季度占比仅为 13%左右，公司前 2 个月完成了计划目标的 8.5%，完成度较好。公司土储充足，随着后三个季度推盘逐步发力，全年销售目标有望顺利达成。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

值得注意的是，河北 2017 年 5 月出台《关于进一步促进全省房地产市场平稳健康发展的实施意见》，意见规定，对于河北省房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要制定和执行住房限购措施。特别提出环首都和环雄安新区重点地区更要提高门槛、从严调整限购措施。廊坊 6 月调控政策升级，非本地户籍居民购房需提供 3 年当地社保且限购 1 套。政策出台后，廊坊商品房销售面积出现明显下降。2017 年荣盛发展廊坊市的销售额在 100 亿左右，远低于之前 200-240 亿的目标，不过公司 2017 年全年销售额依然保持高增长，达到 730 亿元，超过市场预期。我们认为 2017 年公司在河北省内由廊坊成交下降带来的销售压力通过限购不严格的唐山、石家庄等省内城市分担。而河北省内的销售压力通过省外的徐州、南京等热点城市分担。此外，在 2017 年下半年楼市调控加码时，公司积极加大商业楼盘、车位车库等库存的销售，实现了较高的库存去化率，化解了多年的难题，2018 年环京津区域房地产市场政策存在调整的可能，公司销售目标仍有望超额完成。

表1. 荣盛发展分公司各地区销售排名

分公司所在城市	2017 年销售金额 (亿元)	所在城市排名	第一名	2017 年销售金额 (亿元)	第二名	2017 年销售金额 (亿元)	第三名	2017 年销售金额 (亿元)
蚌埠	36.9	1	荣盛	36.9	恒大	9.7	禹州	9.4
石家庄	72.6	1	荣盛	72.6	融创	70.2	恒大	62.7
廊坊市区	72.3	1	荣盛	72.3	华夏	65.3	新世界	15.5
唐山	25.8	1	荣盛	25.8	万科	25	恒荣	12
聊城	31.1	1	荣盛	31.1	星光	20.1	民生	14.9
徐州	45.7	2	万科	88.2	荣盛	45.7	绿地	32.2
沧州	15.1	2	保利	20	荣盛	15.1	天成	4
邯郸	32.5	2	美的	54.3	荣盛	32.5	恒大	28.5
霸州	7.5	2	华夏	36.1	荣盛	7.5	碧桂园	1.4
永清	5.3	2	华夏	17.3	荣盛	5.3	国瑞	2.1
临沂	25.9	3	儒辰	35.8	泰盛恒	27.2	荣盛	25.9
香河	8.7	3	华夏	43.8	富力	27.6	荣盛	8.7
南京	71.5	4	保利	132.4	万科	127.3	恒大	8.5
张家口	5.8	5	华夏	25	恒大	13	碧桂园	8.8
宜兴	7.2	6	龙湖	15.2	恒基兆业	9	合创	73.1
沈阳	28.6	11	万科	121.4	碧桂园	66.9	恒大	48.6
湛江	10.3	14	碧桂园	60.7	华信	25.8	洪量	25.4
济南	17.4	16	融创	123.9	恒大	109.5	中海	107.5
长沙	21.5	17	万科	62.1	北辰	53.3	中建信和	44.6
重庆	28	23	融创	203	龙湖	170	恒大	165

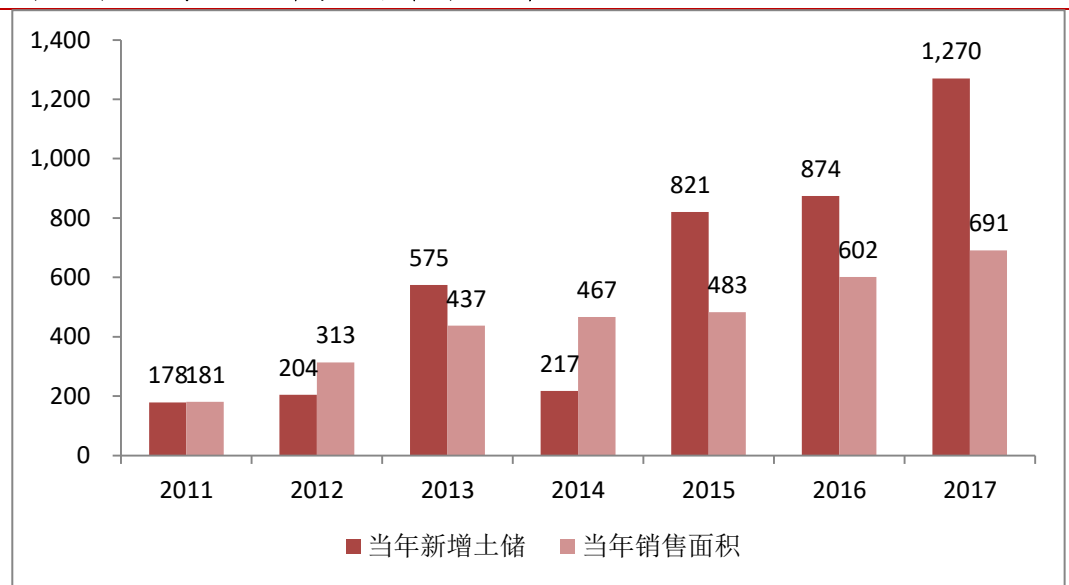
郑州	20.8	26	万科	100.4	正商	97.2	鑫苑	62.7
常州	3.6	35	新城	95.1	路径	53.4	碧桂园	45.3
成都	12.3	41	保利	164.4	龙湖	145.2	万科	143.4

资料来源：公司公告，克而瑞数据，川财证券研究所

2.2 土地储备充足 成本优势显著

公司上市后一直保持较强的拿地力度和较高的拿地质量，公司近年来商品房销售连续高增长，近3年复合增速超过30%。与此同时，公司拿地力度也在不断增强，2015年-2017年公司新增土地储备建筑面积分别为821万平方米、874万平方米和1270万平方米，显著高于2015年-2017年483万平方米、602万平方米和691万平方米的销售面积。根据测算，公司截至2017年末土储面积超过3400万方，货值超过3500亿元，可满足未来3-4年左右的销售量，也保证了后续销售规模的扩张。

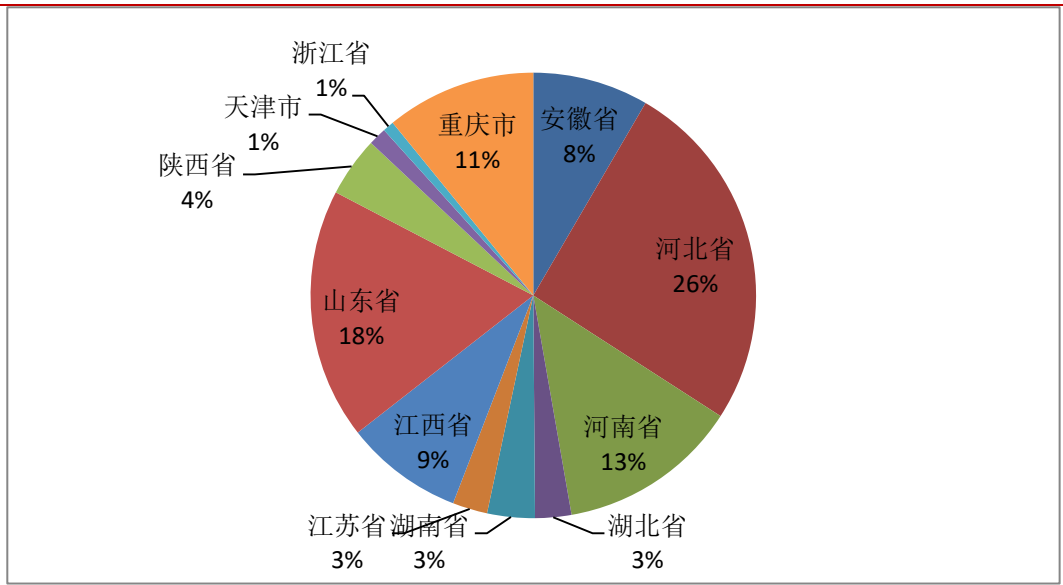
图13. 荣盛发展2017年拿地分布图（万平方米）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

2017年公司拿地建筑面积为1270万平方米，为历年来最高。从拿地分布来看，河北区域拿地占比降至30%以下。在山东、河南、重庆区域积极拿地，这三大区域拿地占比超过10%，分别为18%、13%和11%。新增土地建筑面积分别为245.34万方、177.01万方和146.61万方。

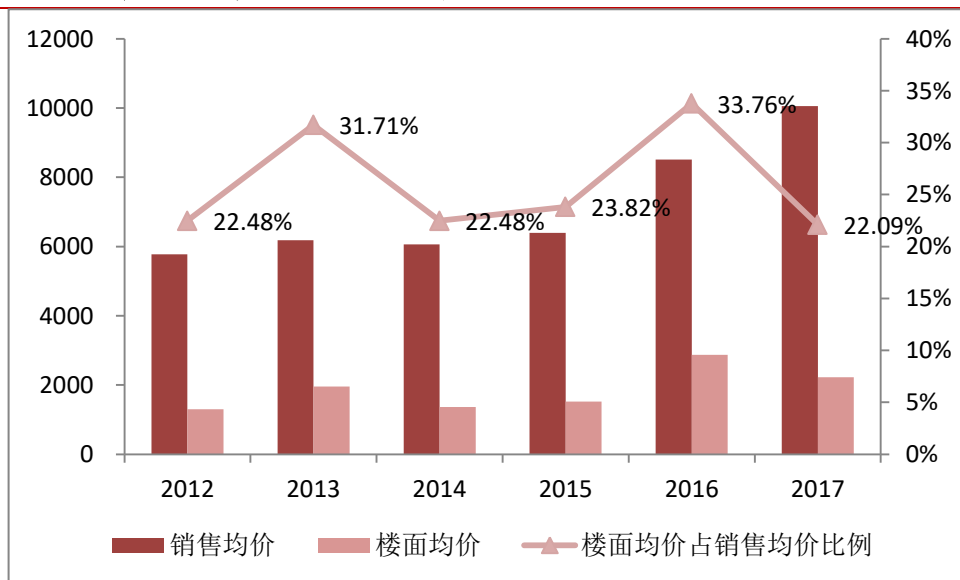
图14. 荣盛发展 2017 年拿地分布图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

从获取成本来看，近年来公司楼面均价占销售均价的比例始终保持低位，近6年仅有2013年和2016年在30%之上，其余4年均均在22%-23%之间，2017年公司楼面均价占销售均价比例降至22.09%，低成本拿地有力保障未来的利润率水平。

图15. 2017 年荣盛发展楼面均价占销售均价比例仅为 22%



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

2017 年公司共计融资规模 440 亿元，完成融资计划。其中六成为银行开发贷款，另外四成包含发行公司债券、购房尾款资产证券化、物业收入资产证券化、中期票据、股东借款资、信托产品等。2017 年公司总体融资成本 6.5%，相比 2016 年有小幅上涨。2018 年在融资上积极进取，全年融资目标为 500 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1月30日公告拟注册发行总额不超过人民币50亿元的超短期融资券和70亿元中期票据，目前均通过了股东大会审议；公司2月12日公告2018年度第一期PPN发行完成，金额5亿元，期限2+1年，票面利率7.5%。公司融资积极进取为其规模扩张提供了充足弹药。

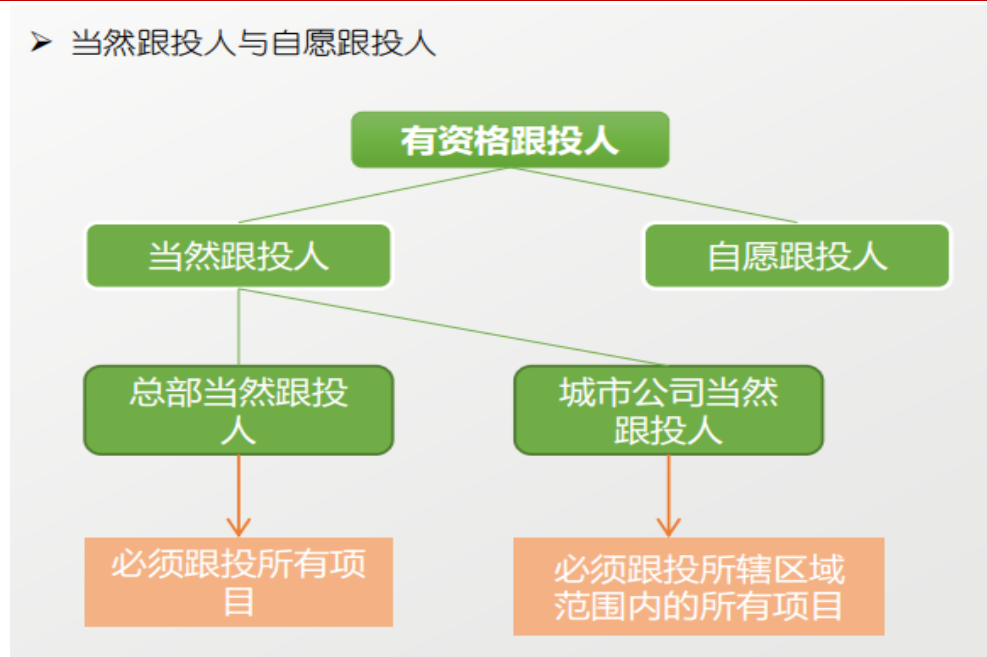
2.3 实施跟投机制 助力规模扩张

为了进一步提升获取项目的质量和项目运营效率，更大程度上将员工个人利益与项目经营效益、项目品质直接挂钩，实现收益共赢、风险共担，公司参考市场通行做法，2017年12月4日公司股东大会审议通过了《荣盛房地产发展股份有限公司“创享计划”实施办法（试行）》的议案。

凡执行“创享计划”的项目，由投资企业与集团（及其下属控股子公司）共同出资组建项目公司进行开发管理，按各自持股比例承担投资义务及享有损益。集团总部跟投人通过总部投资企业参与全部项目的投资，总部投资企业在每一个项目公司的持股比例不超过4.5%。城市公司跟投人通过城市投资企业参与其所辖范围内的每一个项目的投资，城市投资企业在每一个项目公司的持股比例不超过5.5%。

对于新进驻的城市且由总部主导获取的新项目，新城市公司当然跟投人须在试用期满任命后跟投，跟投下限调整为规定跟投下限的50%。每个投资项目中的单个跟投人持有的项目公司权益不超过2%。

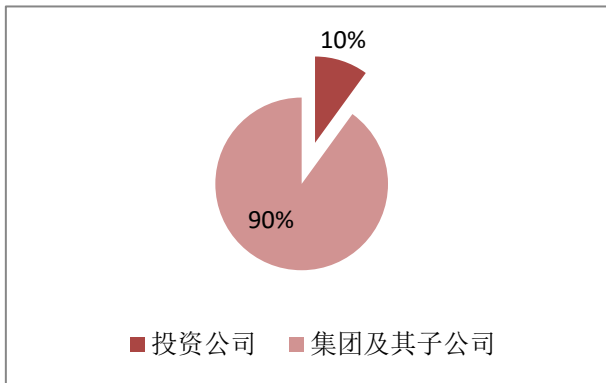
图16. 荣盛发展跟投计划



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图17. 荣盛发展项目公司股权比例



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图18. 荣盛发展跟投计划跟投人范围



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表2. 荣盛发展跟投计划与行业房企比对

房地产公司	跟投计划	推出时间	跟投比例
万科	跟投机制 2.0	2014 年 3 月	9%
金地集团	核心员工跟投计划	2015 年 2 月	10%
招商蛇口	项目跟投制度	2017 年 6 月	5%
阳光城	阳光共赢+合作共赢	2017 年 6 月	15%
蓝光发展	蓝色共享	2017 年 7 月	15%
荣盛发展	创享计划	2017 年 11 月	10%

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

荣盛发展本次跟投计划比例为 10%，基本上维持在行业平均水平。我们认为，跟投计划将进一步调动员工的积极性，员工和管理层都能真正融入到公司的经营中。股权激励的方式受二级市场调控的影响较大，与之相比，实施跟投计划的可操作性更大、效果也更好。以碧桂园为例，公司是行业中最早推出跟投机制的房企，2012 年公司推出成就共享计划，当年销售额不足 500 亿元，在推出跟投计划的一年后，次年公司销售额便突破 1000 亿元，实现翻倍增长。跟投机制对于房企经营效率提升、销售规模扩张确实具备较强的推动作用。

房地产开发业务有三个重点，即拿地质量、工程进度和产品品质。本次荣盛发展的跟投计划中涉及两大系数指标，即项目利润率弹性系数 K1 和品质系数 K2，通过两项指标衡量项目质量和收益，约束项目负责人，公司是第一个在跟投计划中提出品质系数的公司。通过内部完善的品质认定，从根本上提升项目质量，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

提高产品周转率，将会给上市公司和跟投对象带来更多的回报，实现多赢。具体分配条件是：跟投收益=项目净利润×跟投股权占比×k1×k2。其中，k1是项目利润率弹性系数，利润率越高，该系数越大，最低为0.8，最高为1.2；k2是项目品质系数，品质越高，该系数越大，最低为0.8，最高为1.2。

表3. 荣盛发展跟投机制 K1、K2 系数设置

K1: 项目利润率弹性系数	K2: 品质系数
项目利润率≥40%，则 k1=1.2	项目质量最终评定等级为五星，则 k2=1.2
项目利润率=30%，则 k1=1.1	项目质量最终评定等级为四星，则 k2=1.1
项目利润率=25%，则 k1=1.0	项目质量最终评定等级为三星，则 k2=0.9
项目利润率≤20%，则 k1=0.8	项目质量最终评定等级为二星及以下，即城市公司总经理、项目总经理和生产系统跟投人的 k2=0，其他城市公司跟投人的 k2=0.8
项目利润率≥40%，则 k1=1.2	集团总部跟投人不进行品质弹性系数调整，故 k2=1

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.4 产业新城：挖掘新的利润增长点

2015年9月，公司通过股权收购的形式取得了廊坊市永清县工业新城项目，首次进军产业新城领域。此后，公司在2016年分别与河北省香河县、河北省霸州市、河北省兴隆县、河北省张家口市签署合作协议，2017年分别与河北省邢台市、安徽省淮北市、河北省唐山市、河北省蔚县、湖北省宜昌市、河北省玉田县签署合作协议，园区数量达到11个。

表4. 荣盛发展产业园区分布

园区位置	委托开发面积（平方公里）	委托期限
廊坊市永清县	37.80	50
香河县	88.30	50
霸州市	13.56	30
承德市兴隆县	205.00	50

张家口市宣化区	2.88	25
邢台市	35.00	
淮北市	89.65	50
唐山市路南区	18.00	30
张家口市蔚县	30.00	50
宜昌	42.00	50
唐山市玉田县	10.00	20

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司 11 个产业园区主要分布在环京津区域，地理位置优越，产业发展空间广大。公司表示，目前主要是将现有的园区尽快完成基础设施建设和土地整理等前期工作，在不断整合团队的基础上打造出荣盛自己的标杆园区，然后再进行复制。公司现有的园区中，香河新兴产业示范区和永清台湾工业新城相对比较成熟，部分区域已经完成了基础设施建设和土地整理，已有企业通过招商入园开展经营活动，也有一部分土地完成整理并上市。兴隆、唐山、邢台、蔚县等新的园区目前也正在按照相关协议和公司发展规划快速建设中。近期公司已经公告了兴隆等园区招商项目的进展。2016 年公司控股子公司兴城投资共完成回款 14 亿元，完成计划的 102%；实现土地供应 1409 亩，完成计划的 176%。同时，兴城投资通过一级土地整理及投资基础设施建设取得回款 14.02 亿元，产业园整理开发实现营业收入 15.08 亿元、净利润 3.45 亿元。2017 年上半年兴城投资共完成回款 24 亿元，完成计划的 79%；成功实现土地供应 572 亩，完成计划的 49%。公司的产业新城项目正在逐步贡献利润。

三、大健康：6+N 战略打造康旅综合体

2015 年以来，在对行业格局和发展趋势进行深入分析的基础上，公司制定了由传统的房地产开发企业逐渐转型为“大地产、大健康、大金融”以及新型产业全面发展的“3+X”战略格局。在大健康领域，公司推出“盛行天下”计划，将公司的旅游资源、产业资源、地产资源进行有机整合，致力于打造“6+N”康旅综合体，国内项目主要位于大北京、大黄山、大华中、大海南、大上海、大西南六大区域，国外项目主要是位于捷克共和国的南摩拉维亚州项目。

图19. 荣盛发展大健康板块布局



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2016 年公司设立子公司荣盛康旅投资专门开展与康旅项目相关投资活动。在京津冀区域内布局了河北秦皇岛、保定野三坡、邢台内丘县和承德兴隆县。同时，大力推动“6+N”战略布局，在安徽黄山及九华山、湖北神农架、西安临潼、四川广汉、南京六合、海南陵水、捷克共和国等地进行了成功布局。2017 年公司新签合作区域 19 处，分别位于邢台、张家口塞北、神农架林区、衡水滨湖新区、南摩拉维亚州、焦作修武、承德滦平、张家口蔚县、龙岩、兴隆雾灵山、安徽滁州、宜春、西安秦岭、江苏溧阳、河南济源、青阳县、河北迁西、河北涞源、巩义。在公司的“大健康”板块以“旅游、度假、养老、养生”四大产业为主，通过与政府签订合作协议的方式有助于公司获取景区周边优质的土地资源。公司康旅项目可分为住宅部分和文旅综合体部分，前者用于对外销售，加快资金周转，后者则用于持有运营，可以带来康旅项目的长期价值提升。此外，康旅板块与房地产开发相辅相成，具备协同发展效应。

四、大金融：构建“银行+基金+保险”金融体系

金融板块方面，荣盛发展目前已经布局银行、保险、基金等领域，完成了从产业资本到金融资本的初步转型。银行板块方面，2016 年公司着手筹建辽宁振兴银行，2016 年 9 月辽宁振兴银行已经获得中国银监会辽宁银监局批准开业；保险板块方面，公司 2016 年发起设立南华财险，目前南华财险尚处于保监会审核状态。基金板块方面，公司 2010 年发起设立泰发基金，是一家房地产私募股权基金管理公司，2016 年新增管理规模 81 亿，累计管理规模达到 217 亿。此外，公司 2016 年 8 月 10 日牵头设立中冀投资，有望打造成河北省民

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

营产业投资平台和金融控股平台。

图20. 荣盛发展大金融板块布局

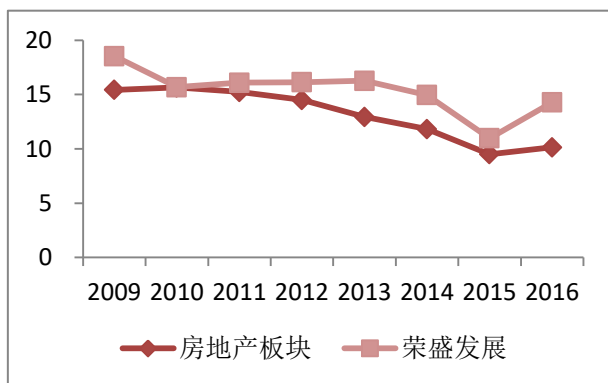
辽宁振兴银行	•2017年9月28日，中国银监会辽宁监管局批准辽宁振兴银行开业。
南华财险	•公司发起设立海南省售价商业保险公司南华财险，目前尚处于审核状态。
中冀投资	•公司以现金方式出资46亿元牵头设立中冀投资。
泰发基金	•泰发基金新增资产管理规模81亿元，完成计划的130%。
四众互联	•成功搭建米饭公社基础服务平台，紧抓物业大客服构建契机，快速上线“米到家”
其他	•成功试水社区理财产品“荣易盈”，初步打通社区普惠金融通道。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、三高优势彰显：高 ROE 高成长 高分红

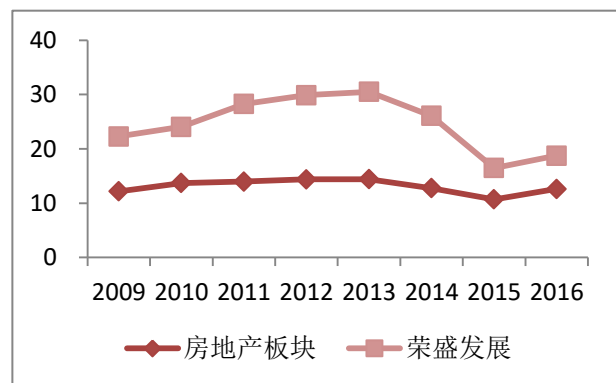
高 ROE，高成长。荣盛发展自上市以来，ROE 一直维持在较高水平，公司近 5 年来的平均 ROE 水平为 24.34%，显著高于行业 12.98% 的平均水平。此外，公司拿地成本较低，保证了公司的利润释放，近 5 年公司净利率水平为 14.52%，也显著高于行业 11.78% 的平均水平。值得注意的是，2016 年公司的毛利率、净利率和 ROE 分别为 31.1%、14.3% 和 18.7%，即便与主流龙头房企相比，公司这三项盈利能力指标仍具优势。

图21. 公司净利率显著高于行业平均水平 (%)



资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

图22. 公司 ROE 显著高于行业平均水平 (%)



资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

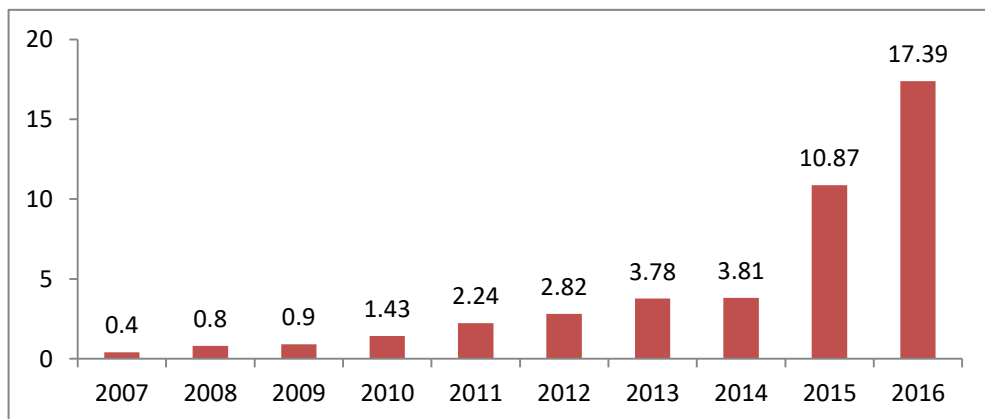
表5. 荣盛发展与主流房企比较仍具有优势

企业名称	2017年销售额(亿元)	2016年毛利率(%)	2016年净利率(%)	2016年ROE(%)
万科A	5239.0	29.4	11.8	19.7
保利地产	3150.1	29.0	11.0	15.5
绿地控股	3042.1	15.1	3.8	13.2
华夏幸福	1560.3	33.3	11.5	33.4
金地集团	1403.2	29.3	15.5	17.7
新城控股	1260.1	27.9	11.3	22.4
招商蛇口	1126.3	34.5	19.2	18.6
荣盛发展	730.2	31.1	14.3	18.7

资料来源:公司公告,川财证券研究所

10年持续高分红。公司于2007年8月8日在深交所上市,2008年即实施2007年分红派息方案,发放现金4000万元。2017年是公司上市十周年,荣盛发展连续十年实施现金分红,2016年分红派息方案现金分红17.39亿元。随着公司净利润持续增长,较十年前上涨了13.6倍的同时,分红金额较十年前上涨了42.5倍。荣盛发展坚持以持续增长的经营业绩,积极利用资本市场的融资渠道,给投资者提供丰厚的回报,公司是A股少有的连续十年持续分红。

图23. 荣盛发展上市以来分红派息情况(亿元)



资料来源:公司公告,川财证券研究所

给予“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。首次覆盖给予“增持”评级。2017年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润27.91亿元，同比增长28.34%，对应基本每股收益0.64元。我们预计2017-2019年公司主营业务收入分别为382.76、470.34和577.37亿元，净利润有望达到57.91、76.16和95.11亿元，EPS分别为1.33、1.75和2.19元/股，对应PE分别为6.96、5.29和4.24倍，公司未来几年业绩有望保持高速增长，股价具有较大的抬升空间。

风险提示

房地产销售不及预期

地产调控政策具有较大的不确定性，如果政策收紧，公司销售进度可能会受到影响，业绩释放不达预期。

多元化发展不及预期

公司的产业新城、大金融、大康旅板块属于新兴产业，尽管行业拥有巨大的发展空间，然而市场仍然处于探索之中。未来发展可能低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	139108	148812	178299	214236	营业收入	30622	38276	47034	57737
现金	19354	15223	16345	16473	营业成本	21114	25439	30108	36811
应收账款	405	666	825	968	营业税金及附加	1978	2747	3326	4044
其他应收款	18469	20062	25540	31567	营业费用	757	908	1129	1387
预付账款	7717	7166	8819	11090	管理费用	988	1279	1577	1922
存货	88924	102379	123272	150578	财务费用	64	308	433	494
其他流动资产	4238	3316	3497	3560	资产减值损失	90	71	71	74
非流动资产	6637	5628	5718	5674	公允价值变动损益	-6	-2	-2	-3
长期投资	911	464	539	576	投资净收益	12	369	0	0
固定资产	1754	1741	1645	1508	营业利润	5636	7892	10387	13002
无形资产	368	452	549	650	营业外收入	105	97	101	101
其他非流动资产	3604	2971	2985	2940	营业外支出	21	29	28	27
资产总计	145745	154440	184016	219911	利润总额	5721	7960	10460	13075
流动负债	85277	90210	107858	131653	所得税	1348	1830	2407	3020
短期借款	7954	10639	12354	18225	净利润	4372	6130	8053	10055
应付账款	9870	12247	14362	17555	少数股东损益	224	339	437	544
其他流动负债	67454	67325	81143	95873	归属母公司净利润	4148	5791	7616	9511
非流动负债	35259	34632	40708	45838	EBITDA	5886	8399	11028	13709
长期借款	18727	22943	27656	32659	EPS (元)	0.95	1.33	1.75	2.19
其他非流动负债	16533	11690	13052	13178					
负债合计	120536	124843	148566	177490	主要财务比率				
少数股东权益	1543	1883	2320	2864	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	4348	4348	4348	4348	成长能力				
资本公积	4633	4633	4633	4633	营业收入	30.6%	25.0%	22.9%	22.8%
留存收益	14684	18735	24153	30582	营业利润	75.8%	40.0%	31.6%	25.2%
归属母公司股东权益	23665	27715	33131	39556	归属于母公司净利润	72.1%	39.6%	31.5%	24.9%
负债和股东权益	145745	154440	184016	219911	获利能力				
					毛利率(%)	31.0%	33.5%	36.0%	36.2%
					净利率(%)	4.6%	13.5%	15.1%	16.2%
					ROE(%)	17.5%	20.9%	23.0%	24.0%
					ROIC(%)	8.1%	9.7%	10.8%	10.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	82.7%	80.8%	80.7%	80.7%
					净负债比率(%)	29.09%	33.38%	32.42%	33.28%
					流动比率	1.63	1.65	1.65	1.63
					速动比率	0.59	0.51	0.51	0.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.26	0.28	0.29
					应收账款周转率	55	65	58	59
					应付账款周转率	2.35	2.30	2.26	2.31
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.95	1.33	1.75	2.19
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.85	-1.12	-0.88	-1.64
					每股净资产(最新摊薄)	5.44	6.37	7.62	9.10
					估值比率				
					P/E	9.72	6.96	5.29	4.24
					P/B	1.70	1.45	1.22	1.02
					EV/EBITDA	12	8	6	5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-3695	-4848	-3810	-7124
净利润	4372	6130	8053	10055
折旧摊销	185	199	208	213
财务费用	64	308	433	494
投资损失	-12	-369	0	0
营运资金变动	-8414	-11250	-12613	-18011
其他经营现金流	109	135	108	124
投资活动现金流	-2737	937	-286	-182
资本支出	85	0	0	0
长期投资	840	-609	121	41
其他投资现金流	-1812	327	-164	-141
筹资活动现金流	12742	-219	5218	7434
短期借款	-1202	2685	1715	5872
长期借款	7453	4216	4713	5004
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-76	0	0	0
其他筹资现金流	6566	-7120	-1210	-3441
现金净增加额	6310	-4131	1122	127

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明