



002146.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.15

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.9)	(11.4)	(8.6)	(17.4)
相对深证成指	1.8	(7.6)	(2.7)	(18.9)

发行股数(百万)	4,348
流通股(%)	90
流通股市值(人民币 百万)	39,508
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,004
净负债比率(%) (2018E)	137
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

荣盛发展

销售业绩稳健增长, “3+X”战略格局逐渐形成

荣盛发展2017年实现营业收入387.04亿元, 同比增长26.4%; 实现归属母公司净利润57.61亿元, 同比增长38.9%; 净资产收益率22.44%, 同比增长3.7个百分点; 每10股派发现金股利4.20元。2017年公司实现销售额679亿元, 同比增长32.6%; 销售回款612亿元, 回款率超90%, 预售账款充足锁定18年业绩高速增长。新增土地储备1108.82万方, 总土储3495.21万方, 可满足三年左右开发需求。考虑到公司结算资源充足, “3+X”战略稳步推进, 康旅、产业园板块业绩贡献可期, 我们预计公司2018-20年EPS分别为1.76/2.10/2.57元, 对应18年PE5.8倍, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **经营业绩稳健增长, ROE提升创今年新高。**2017年公司实现营业收入387.04亿元, 同比增长26.39%; 实现归母净利润57.61亿元, 同比增长38.88%; 17年公司加大结转力度, 结算收入同比增长27.6%至345.82亿元。17年公司毛利率和净利率分别为29.5%和14.9%, 分别较上年下降1.5个和上升1.3个百分点; 净资产收益率22.44%, 同比增长3.7个百分点。随着16年高毛利项目进入结算期, 预计18年结算收入量价齐升。
- **销售稳增土储丰厚, 业绩加速释放可期。**2017年公司实现销售面积635.57万平方米, 销售金额679.30亿元, 同比分别增长5.62%、32.61%, 销售均价同比增长26%至10688元/平米。17年公司销售回款612亿元, 回款率超90%, 期末预收账款同比增长54.7%至669.97亿元, 可覆盖17年结算收入1.94倍, 今明两年业绩锁定性更佳。2017年公司新增土地储备146宗, 权益建面1,108.82万方, 累计总建面3,495.21万方, 可满足三年左右开发需求。展望2018年, 公司计划签约金额约880亿元, 计划实现销售回款约800亿元, 计划新获取建筑面积约1,500万方新项目资源。
- **收入利润实现多元化, 多板块共同拓展。**2017年, 公司打造了涵盖与房地产开发相关的各个板块的完整产业链体系, 总收入中城市地产板块收入占比82.3% (318.54亿元), 产业园板块占比4.1% (15.73亿元), 康旅、物业等板块占比7.4% (36.12亿元)。逐渐完善“大地产”、“大健康”、“大金融”以及新兴产业全面发展的“3+X”战略格局。城市地产持续增长, 康旅产业羽翼渐成, 产业新城形成规模, 新兴产业亮点纷呈, 振兴银行挂牌开业, “五五”目标愈行愈近。
- **融资渠道多样成本较低, 现金流状况改善。**2017年公司新增融资470.58亿元, 完成年度计划的109.3%; 净增融资150.09亿元, 完成年度计划的100%; 年度平均融资成本6.5%, 在民营控股房企中处于较低水平, 并成功发行中票、PPN等多元化融资工具。良好的销售回款和融资, 使得公司的现金流状况极大改善, 经营性现金流22.74亿元, 多年后实现回正。

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 利率大幅上行。

估值

- 我们预计公司2018-20年EPS分别为1.76/2.10/2.57元, 对应18年PE5.8倍, 给予买入评级。

投资摘要

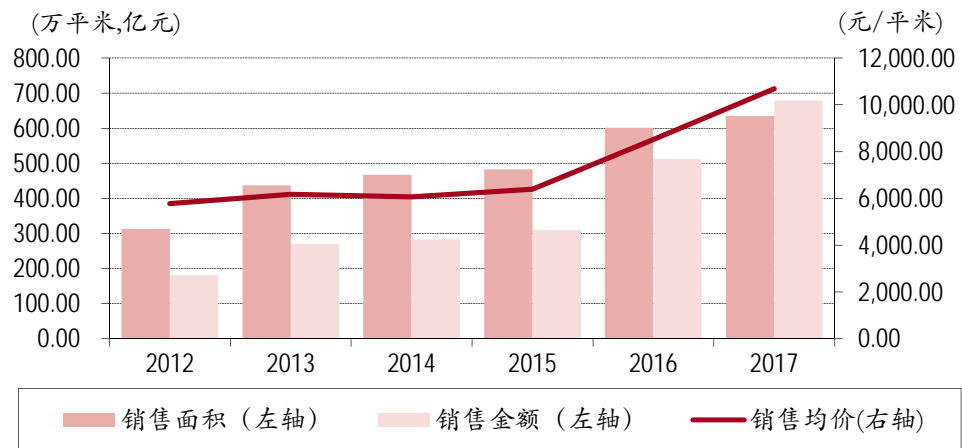
年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	30,622	38,704	50,675	63,210	78,879
变动(%)	31	26	31	25	25
净利润(人民币 百万)	4,148	5,761	7,632	9,146	11,193
全面摊薄每股收益(人民币)	0.954	1.325	1.755	2.103	2.574
变动(%)	70.8	31.2	40.3	19.8	22.4
全面摊薄市盈率(倍)	10.6	7.9	5.8	4.8	3.9
价格/每股现金流量(倍)	(11.9)	19.4	(5.2)	(9.4)	(7.3)
每股现金流量(人民币)	(0.85)	0.52	(1.96)	(1.08)	(1.39)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.7	10.6	7.1	6.7	6.0
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.556	0.666	0.815
股息率(%)	3.9	4.1	5.5	6.6	8.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

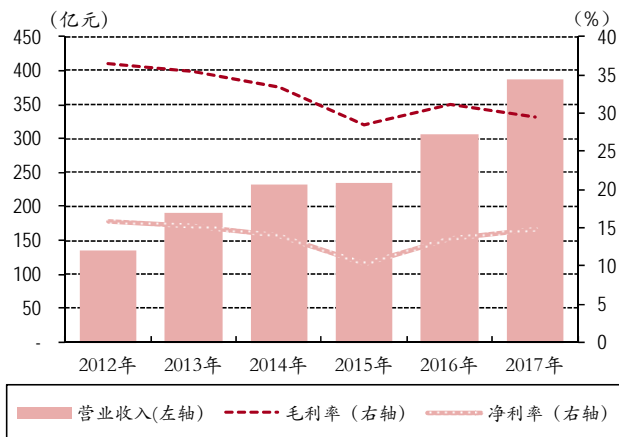
图表 1. 荣盛发展 2017 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比变动 (%)
营业收入	30,622	38,704	26.4
营业成本	(21,114)	(27,284)	29.2
营业税	(1,978)	(1,575)	(20.3)
毛利润	7,530	9,844	30.7
其他收入	(90)	(275)	204.5
销售费用	(757)	(1,165)	54.0
管理费用	(988)	(1,406)	42.3
营业利润	5,695	6,998	22.9
投资收益	6	671	11274.0
财务费用	(64)	(222)	244.1
营业外收支	84	256	203.7
税前利润	5,721	8,023	34.7
所得税	(1,348)	(1,943)	44.1
少数股东权益	(224)	(319)	42.2
归属上市公司股东净利润	4,148	5,761	31.2
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	24.6	25.4	0.8
经营利润率	18.6	18.1	(0.5)
净利率	13.5	14.1	0.5

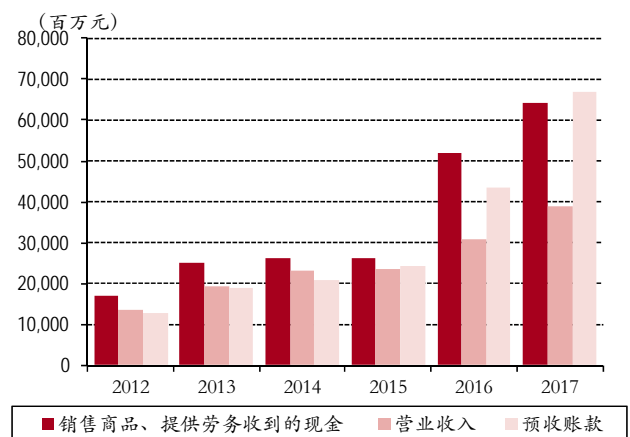
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 销售面积、金额及均价


资料来源: 公司年报及中银证券

图表 3. 营业收入及利润率


资料来源: 公司年报及中银证券

图表 4. 销售现金流、营业收入及预收账款


资料来源: 公司年报及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	30,622	38,704	50,675	63,210	78,879
销售成本	(23,092)	(28,860)	(34,656)	(43,307)	(54,128)
经营费用	(1,560)	(2,260)	(3,059)	(3,891)	(4,932)
息税折旧前利润	5,970	7,584	12,959	16,011	19,820
折旧及摊销	(185)	(311)	(308)	(309)	(309)
经营利润(息税前利润)	5,785	7,273	12,651	15,703	19,510
净利息收入/(费用)	149	(87)	(2,512)	(3,475)	(4,447)
其他收益/(损失)	(64)	655	668	732	803
税前利润	5,721	8,023	10,627	12,735	15,585
所得税	(1,348)	(1,943)	(2,573)	(3,083)	(3,773)
少数股东权益	(224)	(319)	(422)	(505)	(619)
净利润	4,148	5,761	7,632	9,146	11,193
核心净利润	4,148	5,761	7,632	9,146	11,193
每股收益(人民币)	0.954	1.325	1.755	2.103	2.574
核心每股收益(人民币)	0.954	1.325	1.755	2.103	2.574
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.556	0.666	0.815
收入增长(%)	31	26	31	25	25
息税前利润增长(%)	69	26	74	24	24
息税折旧前利润增长(%)	67	27	71	24	24
每股收益增长(%)	71	39	40	20	22
核心每股收益增长(%)	71	39	40	20	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	5,721	7,703	10,627	12,735	15,585
折旧与摊销	185	311	308	309	309
净利息费用	0	224	2,692	3,700	4,728
运营资本变动	(8,414)	(3,786)	(19,175)	(17,882)	(22,345)
税金	(1,348)	(1,943)	(2,573)	(3,083)	(3,773)
其他经营现金流	161	(236)	(418)	(485)	(559)
经营活动产生的现金流	(3,695)	2,274	(8,540)	(4,707)	(6,055)
购买固定资产净值	(85)	(428)	(592)	(889)	(1,332)
投资减少/增加	(769)	(2,650)	180	225	281
其他投资现金流	(1,883)	(1,765)	411	(3,714)	7
投资活动产生的现金流	(2,737)	(4,843)	(1)	(4,377)	(1,044)
净增权益	36	42	0	0	0
净增债务	16,675	12,870	18,847	23,314	20,161
支付股息	(4,518)	(6,163)	(2,418)	(2,898)	(3,546)
其他融资现金流	549	611	411	(3,714)	7
融资活动产生的现金流	12,742	7,360	16,839	16,703	16,623
现金变动	6,309	4,791	8,298	7,619	9,523
期初现金	13,672	19,354	23,533	30,811	38,433
公司自由现金流	(6,432)	(2,570)	(8,541)	(9,084)	(7,100)
权益自由现金流	10,243	10,300	10,306	14,230	13,062

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	19,354	23,533	30,811	38,433	47,960
应收帐款	18,875	24,297	31,812	39,681	49,518
库存	88,924	119,322	156,227	194,873	243,180
其他流动资产	11,955	13,126	9,182	11,436	14,255
流动资产总计	139,108	180,278	228,032	284,424	354,913
固定资产	1,757	2,223	2,500	2,780	3,060
无形资产	578	659	634	610	588
其他长期资产	4,302	8,573	12,728	18,097	15,656
长期资产总计	6,637	11,455	15,862	21,487	19,304
总资产	145,745	191,733	243,893	305,911	374,218
应付帐款	22,646	30,798	36,791	45,980	57,474
短期债务	16,339	21,794	40,638	63,949	84,107
其他流动负债	46,293	70,135	91,857	114,628	143,024
流动负债总计	85,277	122,727	169,286	224,558	284,605
长期借款	34,579	38,096	38,098	38,101	38,105
其他长期负债	680	1,531	1,632	1,787	1,980
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
储备	19,317	23,162	28,372	34,615	42,254
股东权益	23,665	27,510	32,720	38,963	46,602
少数股东权益	1,543	1,870	2,158	2,503	2,926
总负债及权益	145,745	191,733	243,893	305,911	374,218
每股帐面价值(人民币)	5.44	6.33	7.53	8.96	10.72
每股有形资产(人民币)	5.31	6.17	7.38	8.81	10.57
每股净负债/(现金)(人民币)	7.26	8.36	11.02	14.63	17.08

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.5	19.6	25.6	25.3	25.1
息税前利润率(%)	18.9	18.8	25.0	24.8	24.7
税前利润率(%)	18.7	19.9	21.0	20.1	19.8
净利率(%)	13.5	14.1	15.1	14.5	14.2
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	38.9	20.1	4.4	4.0	3.9
净权益负债率(%)	125.2	123.7	137.4	153.4	149.9
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	10.6	8.1	5.8	4.8	3.9
核心业务市盈率(倍)	10.6	8.1	5.8	4.8	3.9
市净率(倍)	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	(11.9)	19.4	(5.2)	(9.4)	(7.3)
企业价值/息税折旧前利	12.7	10.6	7.1	6.7	6.0
周转率					
存货周转天数	1,238.7	1,316.9	1,451.0	1,479.6	1,477.0
应收帐款周转天数	181.4	203.6	202.1	206.4	206.4
应付帐款周转天数	231.9	252.0	243.4	239.0	239.4
回报率					
股息支付率(%)	54.9	44.9	41.8	41.8	41.8
净资产收益率(%)	18.7	21.3	25.3	25.5	26.2
资产收益率(%)	3.6	3.2	4.4	4.3	4.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371