

荣盛发展（002146）

公司研究/简评报告

货值充足，高竣工目标保障业绩高增速

—荣盛发展（002146）年报点评

简评报告/房地产

2018年04月12日

一、事件概述

荣盛发展发布 2017 年年报，2017 年公司全年实现营业收入 387.04 亿元，同比增长 26.39%；实现归属于母公司所有者的净利润 57.61 亿元，同比增长 39.88%。

二、分析与判断

➤ 销售、业绩双高增，未来毛利率有望提高

2017 年公司全年实现营业收入 387.04 亿元，同比增长 26.39%；实现归属于母公司所有者的净利润 57.61 亿元，同比增长 39.88%。全年完成签约金额 679 亿元，同比增加 32.61%，签约面积达 635.57 万方，同比增加 5.62%。实现库存产品年去化面积 155.6 万㎡，去化率达 71%，同比提升 10 个百分点。销售均价同比提高 25.55%，有利于未来结算毛利率的进一步提高。

➤ 土地布局下沉，可售货值可满足未来 3 年开发需要

公司通过股权收购、招拍挂、旧村改造、产业园区等多种方式，全年先后在京津冀、长三角、中西部等 30 多个城市获得土地 146 余宗，规划权益建筑面积 1108.82 万平方米，可售货值充足，足以推动 2018 年销售额的持续高增。

➤ 竣工计划高增速，有力保障 2018 结算业绩

2018 年，公司销售金额目标 880 亿，目标增速 30%，体现了公司进取又不失稳健的作风。公司计划竣工目标 692 万方，同比 2017 实际竣工面积大幅增长 88%，有力的保障了 2018 年公司的结算收入。

➤ 发展模式多元，“3+X 格局初具规模

公司目前已初步形成了以房地产开发为主业，贯穿康旅、产业园、设计、实业、酒店、物业、商管、互联网、房地产金融等业务为一体的全方位、综合性的全产业链条，通过主、辅业的协同发展，实现公司收入、利润的快速增长。

三、盈利预测与投资建议

荣盛发展近年来积极扩张，新增土地储备成本优势明显，可售货值充裕。公司产业园区快速发展，进一步增强了公司的资源获取能力，未来业绩可期。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.67、2.12 和 2.63 元，对应 PE 为 6.1、4.8 和 3.9 倍，最近三年市盈率的最大值、中位值、最小值分别为 16.3、11.7 和 7.0x，给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：房地产调控政策收紧，销售进度不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	38,704	48,941	62,009	78,751
增长率（%）	26.4%	26.5%	26.7%	27.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,761	7,269	9,238	11,436
增长率（%）	38.9%	26.2%	27.1%	23.8%
每股收益（元）	1.32	1.67	2.12	2.63
PE（现价）	7.7	6.1	4.8	3.9
PB	1.6	1.3	1.0	0.8

资料来源：公司年报，民生证券研究院

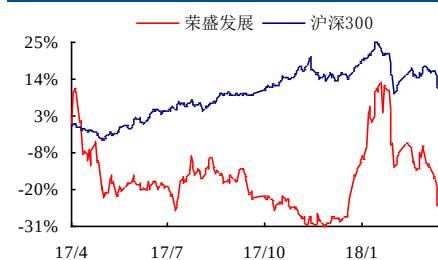
强烈推荐 维持评级

当前价格： 10.42 元

交易数据 2018-4-11

近 12 个月最高/最低	14.2/8.48
总股本（百万股）	4,348
流通股本（百万股）	3,890
流通股比例（%）	89.47
总市值（亿元）	453
流通市值（亿元）	406

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号： S0100517050002

电话： 010-85127730

邮箱： yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：王嵩

执业证号： S0100117080065

电话： 021-60876717

邮箱： wangsong@mszq.com

研究助理：由子沛

执业证号： S0100118010012

电话： 021-60878329

邮箱： youzipei@mszq.com

相关研究

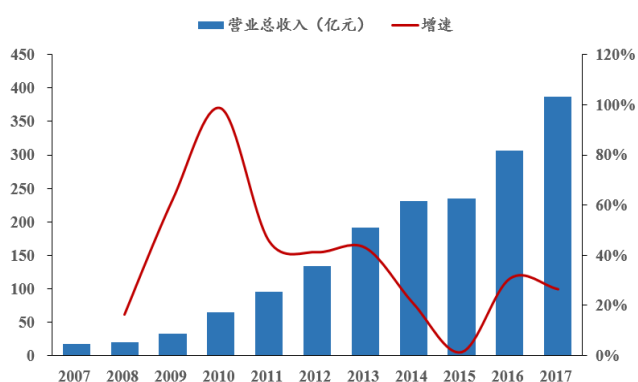
1. 区域专题研究之一：四大问题解读京津冀一体化

2. 荣盛发展（002146）业绩快报点评

一、销售、业绩双高增，未来毛利率有望提高

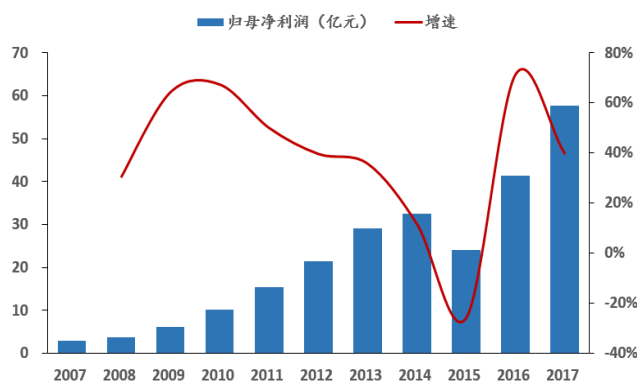
2017 年公司全年实现营业收入 387.04 亿元，同比增长 26.39%，其中城市地产板块实现收入 318.54 亿元，产业园板块实现收入 15.73 亿元，康旅、物业等板块实现收入 36.12 亿元。营业利润达 77.67 亿元，同比增长 37.69%；实现归属于母公司所有者的净利润 57.61 亿元，同比增长 39.88%。净利润率达 15.71%，处于行业内中上水平。分区域来看，江苏、河北、山东地区的营收占比较高，而海南、湖北、四川地区营业收入同比增长均超过 230%。公司业绩同比增长的主要原因为：公司地产业务经营规模的扩大、可结算项目增加，导致各地区实现收入同比增长较多，以及公司产业园等非房地产业务利润实现较大幅度增长。

图 1：荣盛发展历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

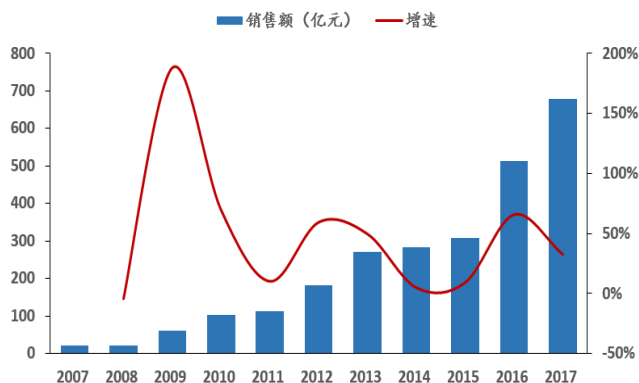
图 2：荣盛发展历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

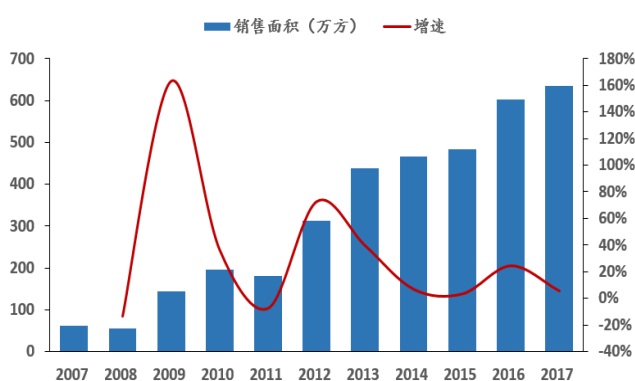
房地产业务板块是公司主要的营业收入和利润来源，占到 2017 年总收入的 89.35%。面对严峻的调控政策，公司房地产开发发挥了转型期支柱作用，在 2017 年“中国房地产百强企业”榜单中排名第 16 位、“稳健性 TOP10”榜单中第 6 位。公司全年完成签约金额 679 亿元，相比上年同期增加 32.61%，回款额 612 亿，占签约额比例超过 90%。签约面积达 635.57 万方，同比增加 5.62%。结转项目面积 456.53 万平方米，同比增长 17.71%；结算收入 345.82 亿元，同比增长 27.56%。公司积极推动去库存化，实现库存产品年去化面积 155.6 万 m²，去化率达 71%，同比提升 10 个百分点。公司销售规模创出历史新高的同时，销售均价也首次突破 1 万元/平米，同比提高 25.55%，销售均价的大幅提升将有利于公司未来结算毛利率的进一步提高。

图 3：荣盛发展历年销售金额及增速



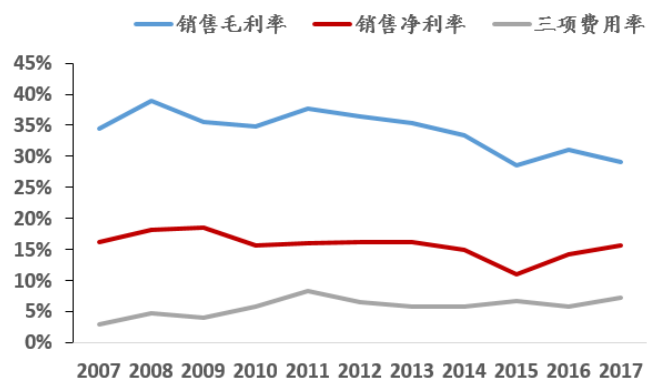
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：荣盛发展历年销售面积及增速



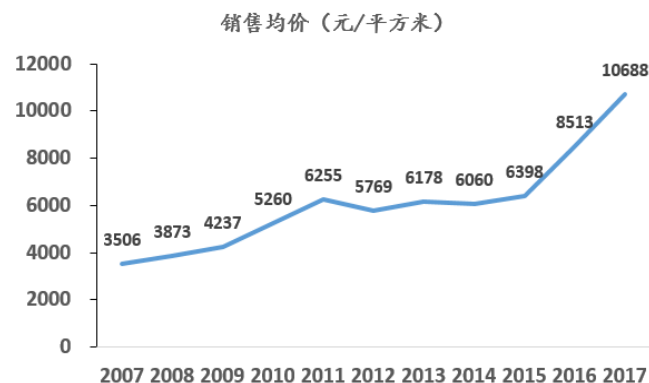
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：荣盛发展历年销售毛利率及三费率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：荣盛发展历年销售均价



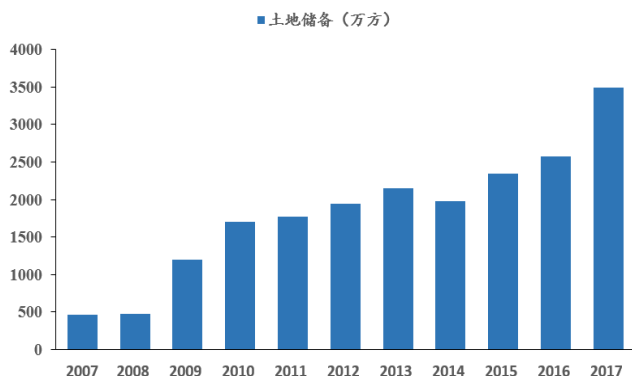
资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、土地布局下沉，可售货值可满足未来 3 年开发需要

近年来，公司紧紧围绕“京津冀协同发展”、“一带一路”和“长江经济带”等国家重大发展规划，加大在京津冀区域的廊坊、保定、张家口、石家庄、邯郸、天津等核心地带的投资力度，并取得积极成果。上述项目的获取为公司未来发展打下了坚实基础，也为公司实施战略转型提供了有力保障。

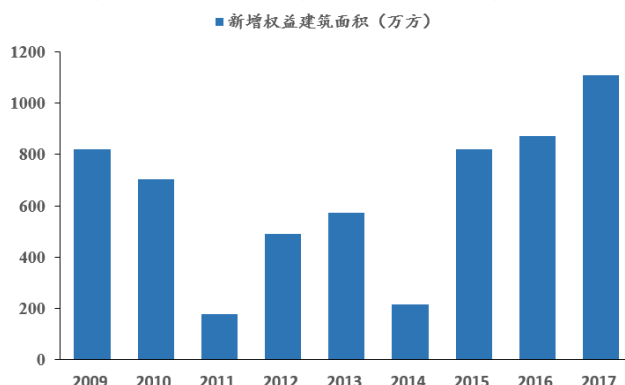
截止 2017 年底，公司地产板块业务范围已扩大至天津、重庆、河北、辽宁、浙江、广东等省市在内的 47 个城市，主要房地产开发项目达 121 个。公司抓住市场的有利时机，通过股权收购、招拍挂、旧村改造、产业园区等多种方式，全年先后在京津冀、长三角、中西部等 30 多个城市获得土地 146 余宗，规划权益建筑面积 1108.82 万平方米。拿地均价约为 1871/平方米，占销售均价的 17.5%，远低于销售均价，从而提升了项目利润水平。公司可售货值充足，截止 2017 年底土地储备建筑面积达 3495.21 万平方米，能满足公司 3 年左右的开发需要，同时将推动 2018 年销售额的持续高增。

图 7：荣盛发展历年土地储备



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：荣盛发展历年新增权益面积



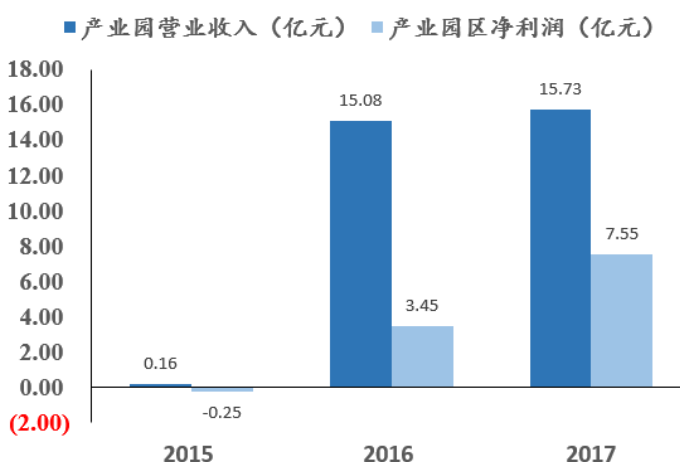
资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、发展模式多元，“3+X”格局初具规模

2017 年，公司坚持“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，目前已初步形成了以房地产开发为主业，贯穿康旅、产业园、设计、实业、酒店、物业、商管、互联网、房地产金融等业务为一体的全方位、综合性的全产业链条，通过主、辅业的协同发展，实现公司收入、利润的快速增长。

产业新城规模、效益双丰收，大地产板块联动彰显。作为大地产板块的重要承载者，产业园区规模不断壮大，2017 年，公司新增河北邢台、唐山、张家口、安徽淮北以及湖北宜昌等 6 个产业园区，在环京区域产业园布局初步形成的背景下首次踏出河北，进入安徽和湖北建立产业新城，为公司提供了优质的土地储备并为公司今后的长远及布局发展奠定基础。2017 年产业园区继续实现盈利，营业收入达 15.73 亿元，净利润 3.45 亿元，成为公司收入和利润增长的新来源。

图 9：荣盛发展产业园历年营收和利润



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：荣盛发展康旅板块“6+N”布局示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

康旅板块羽翼渐满，大健康产业业态初呈。“大健康”板块以“旅游、度假、养老、

养生”等产业为切入点，推动“6+N”战略布局，经过 2 年多发展，迅速进入行业第一梯队。荣盛康旅全年签约 47.61 亿元，回款 37.71 亿元，承接了河北省内 4 次旅游发展大会、中美友谊农场项目启动等活动，影响力不断扩大。荣盛康旅国际会议中心、温泉中心、西沙岛屿飞行等业态落位并实现运营，呈现出餐饮、健康、航空及生活服务共计 20 种运营业态。

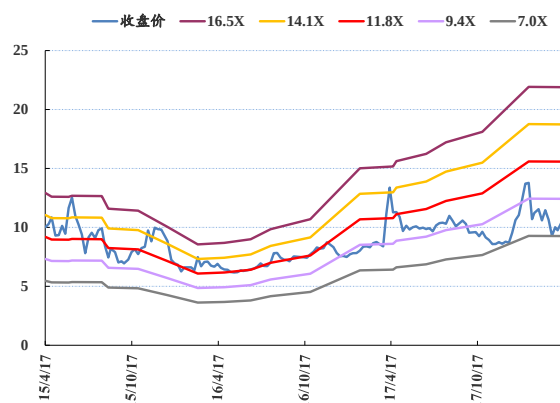
振兴银行开业运营，大金融战略稳步推进。荣盛发展目前已初步构筑起了涵盖银行、房地产基金、创投、保险的大金融产业体系。公司先后牵头或参与发起设立泰发基金、中冀投资、辽宁振兴银行、南华财险等金融企业逐步开始营运。振兴银行于 2017 年 9 月 28 日取得辽宁银监局颁发的金融许可证，并于 2017 年 11 月 24 日开业运营。泰发基金新增资产管理规模 71.96 亿元，累计资产管理规模达到 286.06 亿元，稳步助推“大金融”战略升级。

其他诸如互联网板块、幼教板块均已起步发展。四众互联不断升级“米饭公社”服务平台，持续推广社区理财产品，开启社区普惠金融通道。2017 年 7 月公司完成了廊坊阳光馨苑、香河清芦屿、蚌埠南山郦都 3 所幼儿园的筹开工作，在试运营期和正式开园后，均得到了家长和政府部门的认可。幼教板块的快速发展将为公司的发展创造新动能、开辟新途径。

四、盈利预测与投资建议

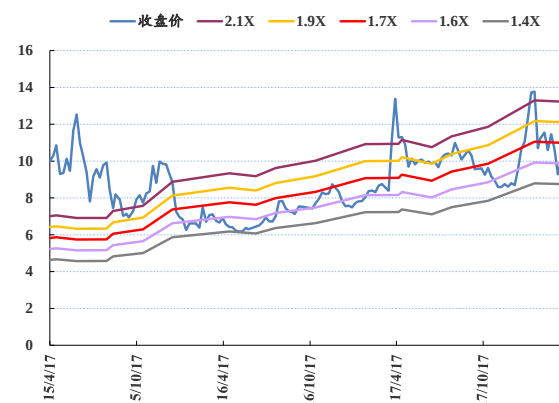
荣盛发展近年来积极扩张，新增土地储备成本优势明显，可售货值充裕。公司产业园区快速发展，进一步增强了公司的资源获取能力，未来业绩可期。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.67、2.12 和 2.63 元，对应 PE 为 6.1、4.8 和 3.9 倍，公司最近三年市盈率的最大值、中位值、最小值分别为 16.3、11.7 和 7.0x，给予公司“强烈推荐”评级。

图 9：荣盛发展历史 PE Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：荣盛发展历史 PB Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

房地产调控政策收紧，销售进度不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	38,704	48,941	62,009	78,751
营业成本	27,284	34,455	43,592	55,283
营业税金及附加	1,575	1,992	2,524	3,205
销售费用	1,165	1,331	1,721	2,202
管理费用	1,406	1,706	2,138	2,774
EBIT	7,273	9,458	12,033	15,287
财务费用	222	275	62	275
资产减值损失	275	0	0	0
投资收益	680	730	780	850
营业利润	7,767	9,943	12,782	15,892
营业外收支	256	268	231	219
利润总额	8,023	10,211	13,013	16,111
所得税	1,943	2,405	3,094	3,831
净利润	6,079	7,806	9,919	12,280
归属于母公司净利润	5,761	7,269	9,238	11,436
EBITDA	7,583	9,750	12,379	15,686

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	23533	46616	62291	70980
应收账款及票据	783	807	1003	1271
预付款项	7554	8614	10898	13821
存货	119322	115140	134625	167825
其他流动资产	5436	5436	5436	5436
流动资产合计	180278	202288	247169	300912
长期股权投资	2555	2555	2555	2555
固定资产	2219	2623	3012	3422
无形资产	495	617	730	841
非流动资产合计	11455	12376	13289	14149
资产合计	191733	214664	260458	315061
短期借款	10651	10651	10651	10651
应付账款及票据	11798	14537	18157	23126
其他流动负债	371	371	371	371
流动负债合计	122727	136251	170126	210449
长期借款	26704	26704	26704	26704
其他长期负债	12923	14523	16523	18523
非流动负债合计	39627	41227	43227	45227
负债合计	162353	177478	213353	255676
股本	4348	4348	4348	4348
少数股东权益	1870	2407	3088	3932
股东权益合计	29380	37186	47105	59385
负债和股东权益合计	191733	214664	260458	315061

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	26.4%	26.5%	26.7%	27.0%
EBIT 增长率	25.7%	30.1%	27.2%	27.0%
净利润增长率	38.9%	26.2%	27.1%	23.8%
盈利能力				
毛利率	29.5%	29.6%	29.7%	29.8%
净利润率	14.9%	14.9%	14.9%	14.5%
总资产收益率 ROA	3.0%	3.4%	3.5%	3.6%
净资产收益率 ROE	20.9%	20.9%	21.0%	20.6%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.6
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.3
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	5.6	6.0	5.9	5.9
存货周转天数	1,392.9	1,204.0	1,115.0	1,098.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.7	2.1	2.6
每股净资产	6.3	8.0	10.1	12.8
每股经营现金流	0.5	5.3	3.5	1.9
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	7.7	6.1	4.8	3.9
PB	1.6	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.6	6.1	3.7	2.5
股息收益率	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,079	7,806	9,919	12,280
折旧和摊销	585	292	345	399
营运资金变动	(3,786)	14,620	4,669	(4,732)
经营活动现金流	2,274	22,907	15,352	8,369
资本开支	428	915	997	1,010
投资	(3,842)	(30)	(30)	(30)
投资活动现金流	(4,843)	(185)	(217)	(160)
股权募资	42	0	0	0
债务募资	12,870	1,600	2,000	2,000
筹资活动现金流	7,360	362	540	479
现金净流量	4,791	23,084	15,675	8,689

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

王嵩，浙江大学会计学硕士，曾经从事三年房地产信托业务。

由子沛，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，曾就职于中信证券，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。