

过往亮丽，未来确定，拿地积极，估值洼地

——荣盛发展（002146）2017 年报及 2018 一季报

2018 年 04 月 24 日

强烈推荐/维持

荣盛发展

财报点评

点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022	
	renhe07@163.com	010-66554089	

事件：

公司日前发布 2017 年报和 2018 一季报。2017 年公司实现营业收入 387.0 亿元，同比增长 26.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 57.6 亿元，同比增长 38.9%。2018 一季度实现销售金额 146.5 亿元，同比增长 30.1%，销售面积 147 万平方米，同比增长 26.7%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	7323	11910.71	5110.06	8305.8	8270.85	17017.3	6983.91
增长率（%）	26.80%	39.89%	26.25%	13.15%	12.94%	42.87%	36.67%
毛利率（%）	29.40%	31.74%	31.28%	28.63%	26.68%	30.77%	34.60%
期间费用率（%）	6.03%	4.36%	10.17%	6.66%	8.72%	5.87%	14.11%
营业利润率（%）	17.49%	21.43%	15.13%	18.47%	18.58%	23.06%	14.65%
净利润（百万元）	967.52	2063.08	523.17	1326.05	1159.46	3070.66	698.39
增长率（%）	35.36%	165.99%	48.56%	34.02%	19.84%	48.84%	33.49%
每股盈利（季度，元）	0.20	0.45	0.11	0.28	0.25	0.68	0.14
资产负债率（%）	81.90%	82.70%	83.56%	85.26%	85.09%	84.68%	84.78%
净资产收益率（%）	4.17%	8.18%	2.03%	5.24%	4.42%	10.45%	2.32%
总资产收益率（%）	0.76%	1.42%	0.33%	0.77%	0.66%	1.60%	0.35%

观点：

- **业绩稳步增长，毛利率小幅降低，净利率继续提高。**2017 年公司实现营业收入 387.0 亿元，同比增长 26.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 57.6 亿元，同比增长 38.9%。2018 一季度实现营业收入 69.8 亿元，同比增长 36.7%，实现归属于上市公司股东的净利润 6.0 亿元，同比增长 31.1%。毛利率 29.5%，小幅下降 0.6 个百分点，净利率 15.7%，继续提高 1.4 个百分点。随着 2016 和 2017 年较高单价项目逐步进入结算，公司毛利率和净利率有望提高。
- **销售增长 32.6%，销售回款良好，预收款项锁定高增长。**2017 年公司实现销售金额 679 亿元，同比增长

32.6%，销售面积636万平方米，同比增长5.6%。受调控政策影响，销售数据有所下滑，但销售回款612亿元，与销售额比例超过90%。2017年末公司预收款项为670亿元，同比大增54.7%。预收款项覆盖本年结算收入1.9倍，同时，公司2018年计划竣工692万平方米，同比大增88%，创近6年新高，业绩释放有保证。

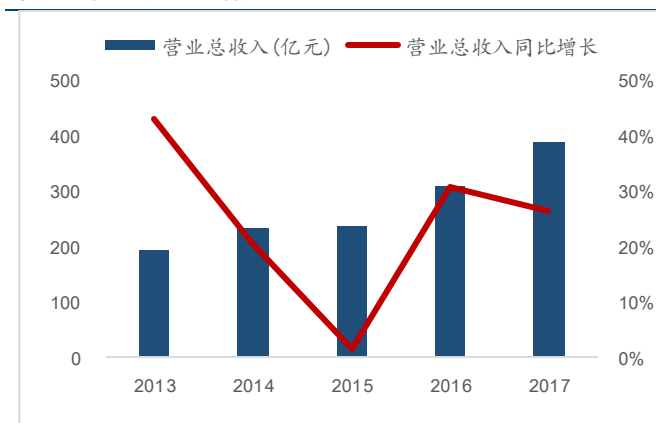
- **拿地积极进取，土地储备丰富，融资成本有优势。**2017年公司积极拓展项目，新增土地储备建筑面积1109万平方米，拿地面积覆盖销售面积1.7倍，反映公司在拿地方面的积极进取。公司目前土地储备3495万平方米，可支持公司3年左右发展。在保持前期银行开发贷、信托融资等渠道的基础上，公司积极拓展融资渠道，成功发行中期票据、PPN等，超额完成年度融资计划。年度资金成本为6.5%，在同类房企中优势明显。
- **净负债率相对高位，存货周转率下降，ROE继续提升。**2017年末公司净负债率为123.8%，下降1.6个百分点，继续维持相对高位。存货周转率为0.26，小幅低于2016年的0.27，显示出公司周转速度小幅降低。ROE为20.9%，连续两年大幅提升，主要原因在于净利润率的提升和财务杠杆的增大。我们认为随着高利润项目陆续结转，公司ROE有望继续提升。

投资建议：

业绩高度锁定，土地储备丰富，多元化打造新增长点，估值优势明显，维持“强烈推荐”。公司预收账款高度锁定未来业绩，土地拓展积极，土地储备丰富。公司秉持“3+X”战略，多元化布局逐步成型。同时，公司作为京津冀龙头之一，区域优势明显，有望进一步受益于京津冀一体化。我们预计公司2018-2020年每股收益为1.67元/2.08元/2.24元，对应PE为6.1倍/5.0倍/4.6倍，显著低于板块平均PE。我们给予公司10倍PE，对应目标价为20.8元，维持“强烈推荐”评级。

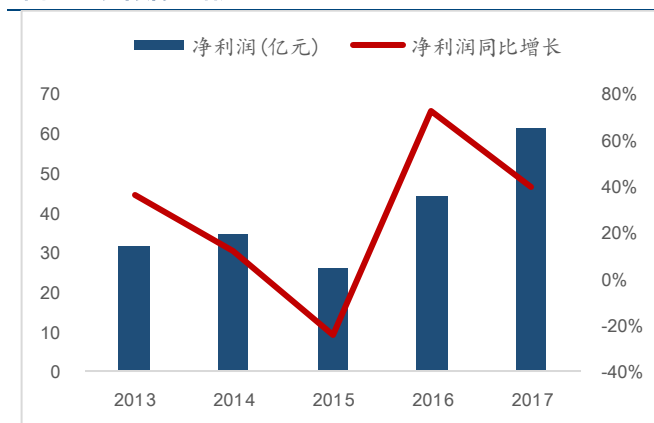
风险提示：公司销售和竣工不达预期，行业销售大幅下滑，公司融资环境大幅收紧

图 1: 营业收入及增速



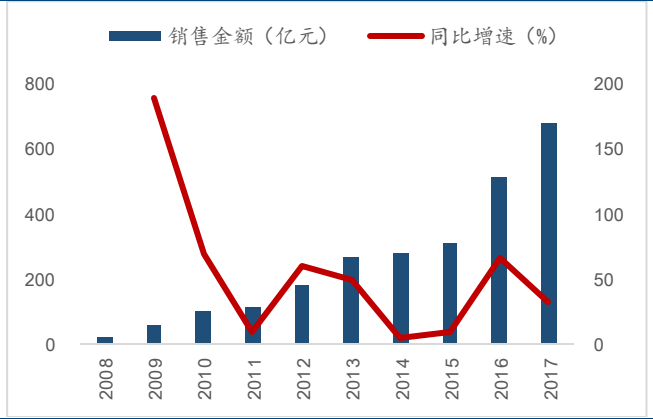
资料来源：公司公告，东兴证券研究

图 2: 净利润及增速



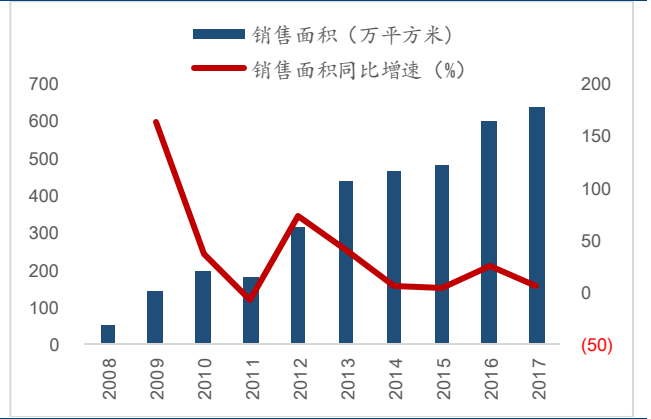
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3: 销售金额及增速



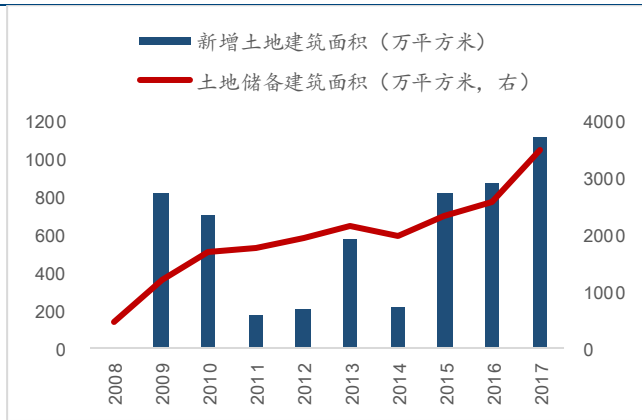
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究

图 4: 销售面积及增速



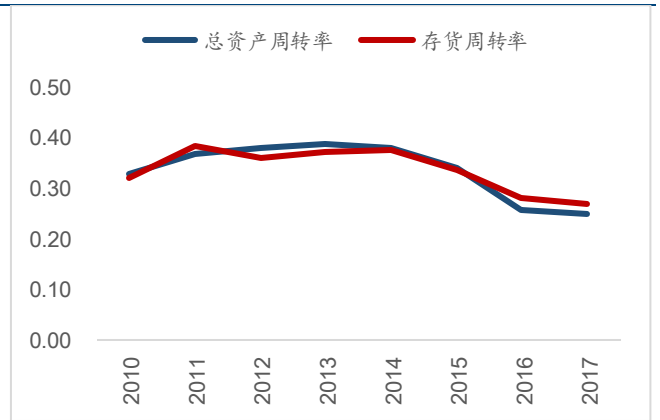
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 新增土地及储备土地建筑面积



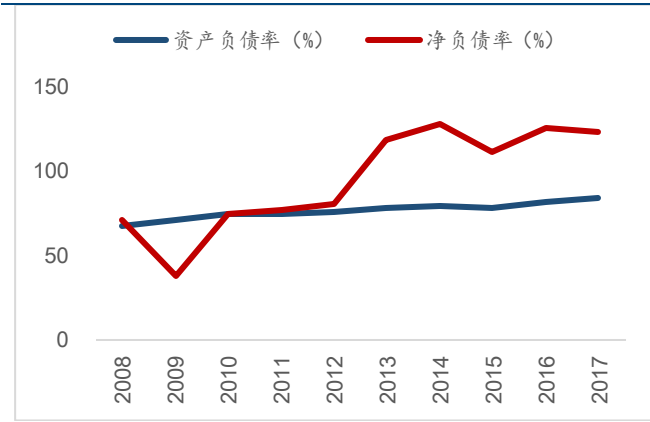
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究

图 6: 总资产周转率与存货周转率



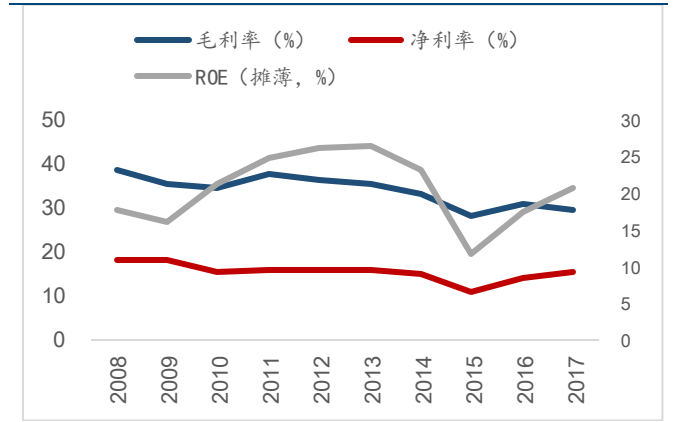
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 资产负债率与净负债率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究

图 8: 毛利率、净利率与 ROE



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	139108	180278	225545	278869	338407	营业收入	30622	38704	50315	62894	75473
货币资金	19354	23533	30189	37736	45284	营业成本	21114	27284	34214	42768	52831
应收账款	405	783	1378	1723	2068	营业税金及附加	1978	1575	3019	3774	4528
其他应收款	18469	23492	30539	38174	45809	营业费用	757	1165	1509	1887	2264
预付款项	7717	7554	6186	4475	2362	管理费用	988	1406	1761	2201	2642
存货	88924	119322	149981	187476	231588	财务费用	64	222	240	414	427
其他流动资产	4063	5414	7272	9284	11297	资产减值损失	90.14	274.51	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	6637	11455	9239	8784	8329	公允价值变动收益	-6.43	-9.15	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	911	2555	2555	2555	2555	投资净收益	12.33	680.18	12.00	13.20	14.52
固定资产	1754.13	2219.25	2994.79	2589.56	2184.34	营业利润	5636	7767	9538	11818	12749
无形资产	368	495	446	396	347	营业外收入	105.04	358.05	110.00	132.00	158.40
其他非流动资产	951	1371	0	0	0	营业外支出	20.83	102.32	40.00	44.00	48.40
资产总计	145745	191733	234784	287653	346737	利润总额	5721	8023	9608	11906	12859
流动负债合计	85277	122727	174603	225285	281097	所得税	1348	1943	2152	2667	2880
短期借款	7954	10651	52255	65787	71380	净利润	4372	6079	7455	9239	9979
应付账款	9870	11327	15935	19919	24606	少数股东损益	224	319	212	212	235
预收款项	43294	67057	97246	134982	180266	归属母公司净利润	4148	5761	7243	9027	9744
一年内到期的非流	8385	11143	0	0	0	EBITDA	6212	8733	10232	12686	13631
非流动负债合计	35259	39627	28322	28041	28641	EPS (元)	0.95	1.32	1.67	2.08	2.24
长期借款	18727	26704	27304	27904	28504	主要财务比率					
应付债券	15853	11392	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	120536	162353	202925	253326	309738	成长能力					
少数股东权益	1543	1870	2082	2294	2529	营业收入增长	30.68%	26.39%	30.00%	25.00%	20.00%
实收资本(或股本)	4348	4348	4348	4348	4348	营业利润增长	75.73%	37.80%	22.80%	23.91%	7.88%
资本公积	4633	4398	4398	4398	4398	归属于母公司净利润	25.74%	24.62%	25.74%	24.62%	7.94%
未分配利润	11448	14763	11286	6953	2276	获利能力					
归属母公司股东权	23665	27510	29263	31520	33956	毛利率(%)	31.05%	29.50%	32.00%	32.00%	30.00%
负债和所有者权	145745	191733	234270	287139	346222	净利率(%)	14.28%	15.71%	14.82%	14.69%	13.22%
现金流量表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	2.85%	3.00%	3.09%	3.14%	
经营活动现金流	-3695	2274	-8469	633	9120	ROE(%)	17.53%	20.94%	24.75%	28.64%	28.70%
净利润	4372	6079	7455	9239	9979	偿债能力					
折旧摊销	511.46	744.91	0.00	454.74	454.74	资产负债率(%)	83%	85%	87%	88%	89%
财务费用	64	222	240	414	427	流动比率	1.63	1.47	1.29	1.24	1.20
应付账款的变化	0	0	-595	-345	-345	速动比率	0.59	0.50	0.43	0.41	0.38
预收账款的变化	0	0	30189	37736	45284	营运能力					
投资活动现金流	-2737	-4843	1518	-33	-31	总资产周转率	0.25	0.23	0.24	0.24	0.24
公允价值变动收益	-6	-9	4	4	4	应收账款周转率	59	65	47	41	40
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	应付账款周转率	3.46	3.65	3.69	3.51	3.39
投资收益	12	680	12	13	15	每股指标(元)					
筹资活动现金流	12742	7360	13608	6947	-1541	每股收益(最新摊薄)	0.95	1.32	1.67	2.08	2.24
应付债券增加	0	0	-11392	0	0	每股净现金流(最新)	1.45	1.10	1.53	1.74	1.74
长期借款增加	0	0	600	600	600	每股净资产(最新摊)	5.44	6.33	6.73	7.25	7.81
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-31	-235	0	0	0	P/E	10.82	7.79	6.17	4.95	4.59
现金净增加额	6309	4791	6656	7547	7547	P/B	1.89	1.62	1.53	1.42	1.32
						EV/EBITDA	12.28	9.28	9.19	7.93	7.28

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。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。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学工科本硕，法学双学士，3年房地产行业工作经历，1年新三板研究经历，一级注册建造师。2018年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。