

荣盛发展 (002146)

公司研究/深度报告

承荣盛之发展，享价值与成长

—荣盛发展 (002146.SZ) 深度报告

深度研究报告/房地产

2019 年 04 月 22 日

报告摘要:

● 业绩优异叠加高分红率，长期投资价值凸显

2018 年荣盛发展实现营业收入 563.68 亿元，同比增长 45.64%，归母净利润 75.65 亿元，同比增长 31.31%，业绩稳步增长；盈利能力在行业中处于上游水平，财务杠杆率持续改善，短期偿债风险较低。公司自 2015 年起实行稳定的高分红政策，分红比例始终保持在行业中的较高水平，高股息低估值特征显著，长期投资价值凸显。

● 销售高增，土储优质

2018 年公司实现销售金额 1015.63 亿元，同比增长 49.51%，首次突破千亿门槛。公司坚持环都市圈扩张的策略，已实现对京津冀、长三角、珠三角及中西部重点城市的战略布局；截至 18 年底，公司土储建面为 3613.54 万平方米，货值充裕。此外，公司在京津冀区域深耕多年，土地资源丰富，且进驻城市均为区域网络中的重要节点，未来有望充分受益于京津冀一体化的政策红利。

● 3+X 全产业链同步发展，打造新的盈利增长点

截至 2018 年底，公司已布局 14 个产业园区，全年实现收入 33.59 亿元，同比增长 113.6%，产业新城业务发展迅猛；随着园区的发展成熟，未来产业新城将成为“大地产”板块的重要补充。荣盛康旅 2018 年实现收入 36.01 亿元，同比增长 15%；康旅产业羽翼渐满，已迅速进入行业第一梯队。公司大金融板块中的振兴银行、中冀投资和泰发基金的规模与效益再上新台阶，多元产业齐头并进。

● 盈利预测与投资建议

荣盛发展近年来销售与业绩快速增长，具备估值低、股息高等多重优势。公司全国布局土储充足，为未来发展夯实基础。公司财务状况良好，融资渠道多样，3+X 多元产业协同发展，打造了新的盈利增长点。我们预计公司 2019-2021 年营业收入将达到 733.3/934.4/1189.1 亿元，2019-2021 年 EPS 分别为 2.2/2.8/3.4 元，对应 PE 分别为 5.2/4.2/3.4，近三年最高、最低、中位数 PE 分别为 14.7/4.9/9.2 倍，给予公司“推荐”评级。

● 风险提示

房地产政策调控收紧，销售不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	56,368	73,327	93,441	118,907
增长率 (%)	45.6%	30.1%	27.4%	27.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,565	9,676	12,022	14,908
增长率 (%)	31.3%	27.9%	24.2%	24.0%
每股收益 (元)	1.74	2.23	2.76	3.43
PE (现价)	6.6	5.2	4.2	3.4
PB	1.5	1.2	1.0	0.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

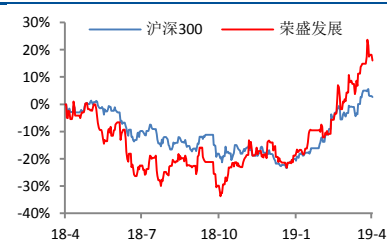
当前价格： 11.33 元

交易数据

2019-4-19

近 12 个月最高/最低 (元)	12.51/6.7
总股本 (百万股)	4,348
流通股本 (百万股)	3,892
流通股比例 (%)	89.50
总市值 (亿元)	493
流通市值 (亿元)	441

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：由子沛

执业证号： S0100118010012

电话： 021-60878329

邮箱： youzipei@mszq.com

研究助理：侯希得

执业证号： S0100118080033

电话： 021-60876707

邮箱： houxide@mszq.com

相关研究

1. 荣盛发展(002146.SZ): 业绩稳步增长，多元业务齐头并进
2. 荣盛发展 (002146) 2018 年三季报点评：销售持续增长，业务协同可期

目录

一、高质量发展的全国性房企.....	3
（一）立足环京，布局全国.....	3
（二）股权结构稳定，管理层增持彰显信心.....	3
二、业绩优异叠加高分红率，长期投资价值凸显.....	4
（一）业绩稳定增长，盈利能力持续攀升.....	4
（二）财务状况稳健，融资渠道多样.....	6
（三）稳定高分红，长期投资价值凸显.....	8
三、房地产主业：销售高速增长，土储资源优质.....	8
（一）销售量价齐升，环都市圈战略显成效.....	8
（二）稳步扩张，土储充沛.....	9
1、投资力度加强，利润率稳步提升.....	9
2、优化土储结构，布局核心城市群.....	11
（三）京津冀协同发展逐步落地，环京土储增值空间较大.....	12
四、其他业务：3+X 全产业同步发展，打造新的盈利增长点.....	13
（一）规模效益双丰收，产业新城业务步入快车道.....	13
（二）持续贯彻 6+N 战略，荣盛康旅羽翼渐满.....	15
（三）构建“银行+投资+基金”体系，大金融战略稳步推进.....	16
五、盈利预测与投资建议.....	17
六、风险提示.....	17
插图目录.....	19
表格目录.....	19

一、高质量发展的全国性房企

(一) 立足环京，布局全国

荣盛房地产发展股份有限公司（以下简称“荣盛发展”或公司）成立于 1996 年 12 月，主营业务为房地产开发与销售，总部位于河北省廊坊市。经过二十余年的发展，公司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、房地产金融等为一体的综合性全产业链业务。

廊坊起步，布局京沪走廊：1999 年，公司在南京六合开发了第一个住宅项目——方舟花园。2002 年开始，公司逐步在沧州、南京、蚌埠、廊坊设立分公司，沿京沪走廊进行由点到线的战略布局。2007 年，公司成功在深交所上市，成为河北省首家上市的房地产企业。

走向全国，打造 3+X 战略：2015 年以来，公司在做强做大传统住宅地产的同时，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，打造“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。截止 2018 年底，大地产板块基本完成京津冀、长三角、珠三角三大城市群及中西部重点城市的项目布局；大健康板块以“旅游、度假、养老、养生”等产业为切入点，迅速进入行业第一梯队；大金融板块的振兴银行、中冀投资和泰发基金持续发力，规模与效益再创新高。

2018 年，公司实现签约金额 1015.63 亿元，同比增长 45.91%，迈入千亿阵营，在克而瑞 2018 年中国房地产企业销售金额 Top200 排行榜中位列第 30。

图 1：荣盛发展发展历程



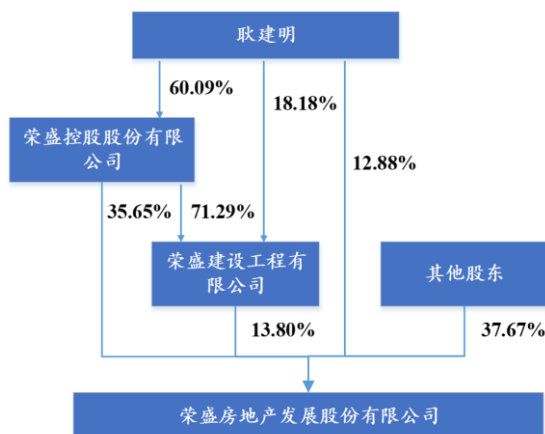
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

(二) 股权结构稳定，管理层增持彰显信心

根据 2018 年年报，公司实际控制人为耿建明先生，其通过荣盛控股和荣盛建设直接或间接持有公司 42.72% 的股份；前三大股东分别为荣盛控股、荣盛建设和耿建明先生，构成一致行动人，合计持有 62.33% 的股份。公司的股权集中度高，股权结构清晰，为其长期稳定发展打下坚实的基础。

2018年3月,公司控股股东荣盛控股完成增持,共增持1800万股,均价8.74元/股,占总股本的0.4140%;2018年8月,公司董事长耿建明先生、监事会主席邹家立先生、董事兼副总裁鲍丽洁女士完成增持,分别增持4690.74、1056.72、440.48万元,均价为7.64-7.82元/股。控股股东和高管的增持展现了其对公司的长期发展充满信心。

图2: 荣盛发展股权架构 (截至2018年年报)



资料来源:公司公告,公司官网,民生证券研究院

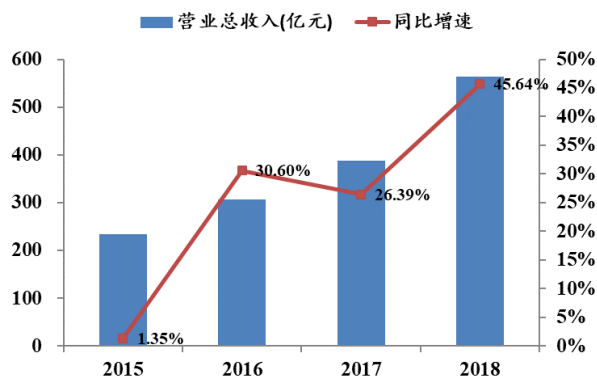
二、业绩优异叠加高分红率,长期投资价值凸显

(一) 业绩稳定增长,盈利能力持续攀升

2018年公司实现营业收入563.68亿元,同比增长45.64%;归母净利润75.65亿元,同比增长31.31%;2015年以来,荣盛的营收和净利润复合增速分别达33.99%和46.06%,展现出了较强的成长性。

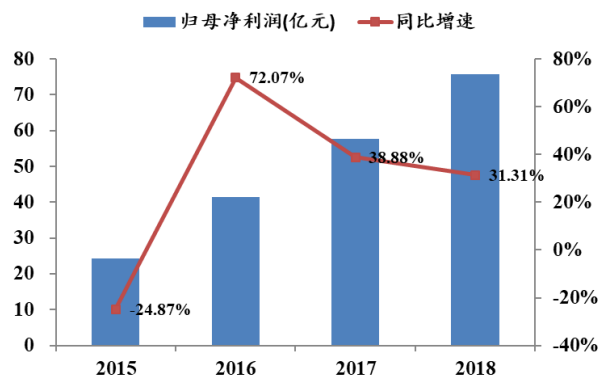
截至2018年底,公司总资产规模达2277.62亿元,同比增长18.79%;净资产规模达363.61亿元,同比增长23.76%,均创下历史新高。资产规模的日益增厚有效加强了公司的抗风险能力,为后续融资提供了坚实的基础。

图3: 公司历年营业收入及增速



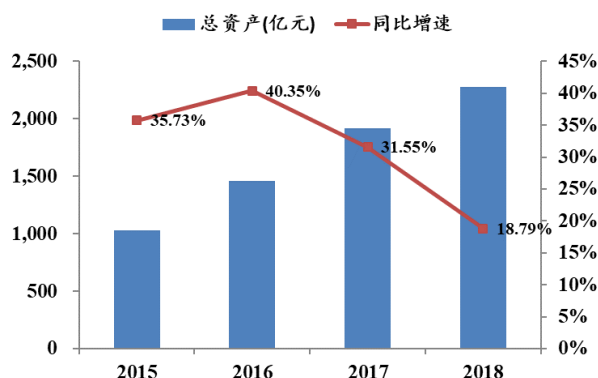
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 公司历年归母净利润及增速



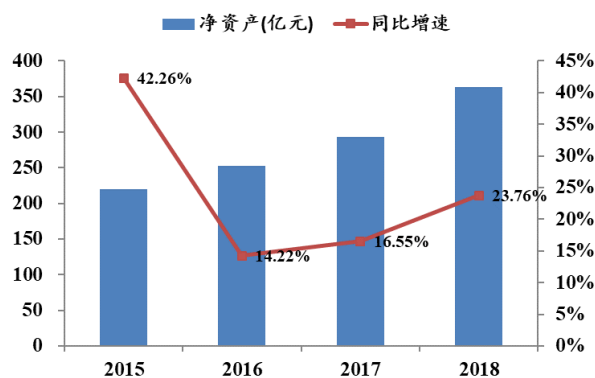
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 公司历年总资产及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

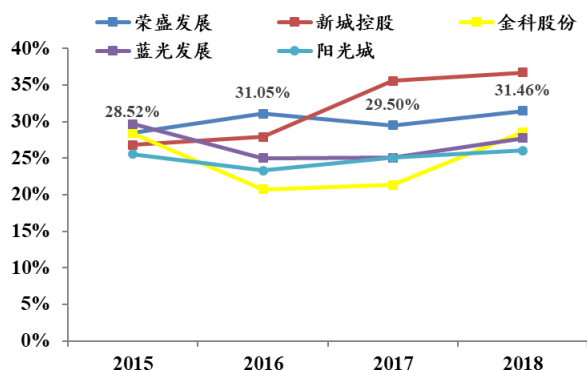
图 6: 公司历年净资产及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

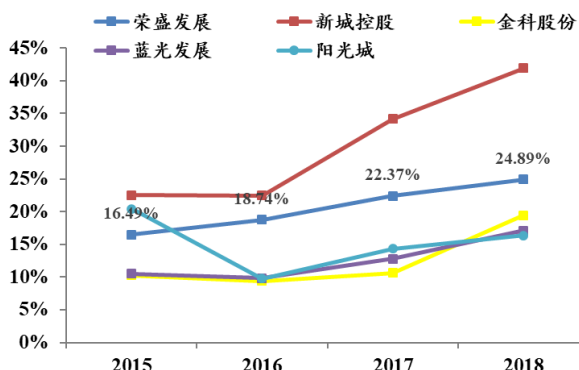
受益于相对低成本的土地布局及不断提升的经营效率, 2018 年公司的销售毛利率和净资产收益率分别达 31.46% 和 24.89%, 分别较 2017 年提高 1.96 和 2.52 个百分点, 盈利能力显著提升, 在可比公司中处于上游水平。

图 7: 可比公司的销售毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

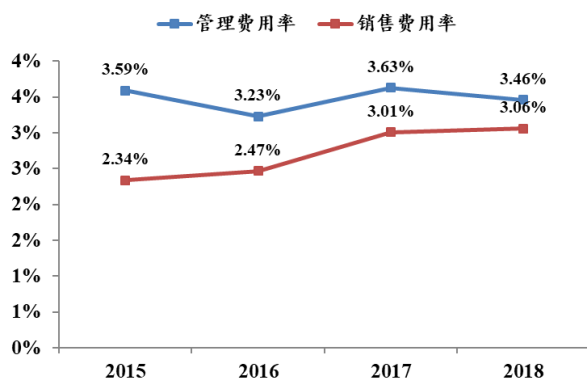
图 8: 可比公司的净资产收益率 ROE (加权)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

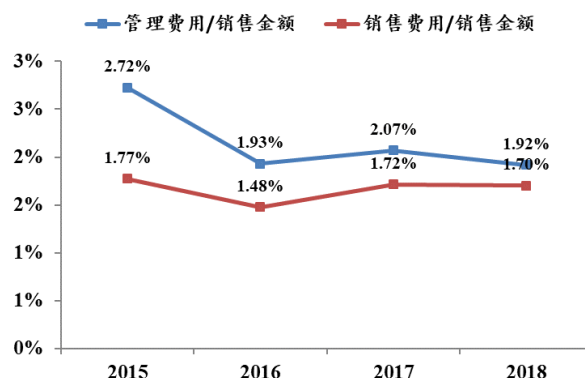
费用方面, 2018 年公司管理及销售费用率分别为 3.46% 和 3.06%, 与 2017 年基本持平。考虑房企收入结算的滞后性, 当年期间费用占销售金额的比值较能体现费用率增加的合理性。2016 年-2018 年, 在销售快速扩张的情况下, 公司费用率仍控制在合理的范围内。未来随着公司全国化布局的逐步完善, 经营战略由积极扩张转向区域深耕, 我们预计荣盛发展的管理及销售费用率有望持续下降, 盈利能力也将随之进一步提升。

图 9：公司管理费用率及销售费用率（营收口径）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：公司管理费用率及销售费用率（销售口径）

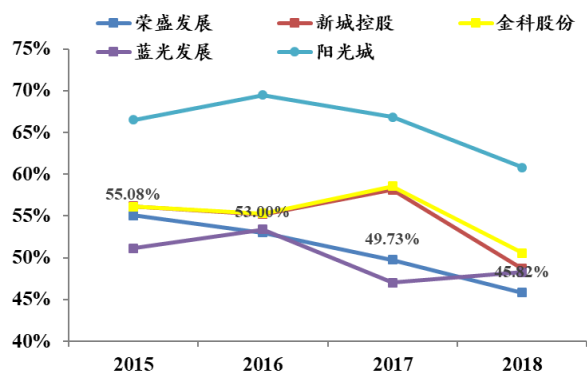


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）财务状况稳健，融资渠道多样

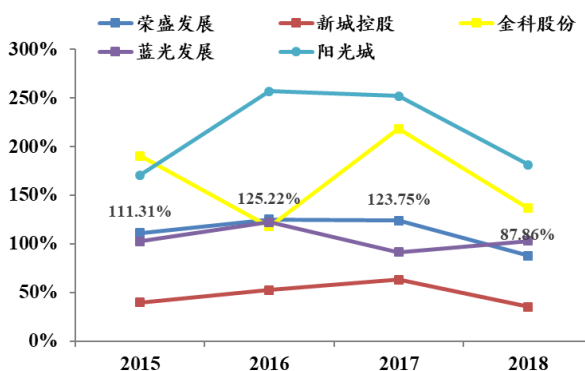
截止 2018 年底，公司资产负债率、剔除预收款项后的资产负债率和净负债率分别为 84.04%、45.82% 和 87.86%，分别较 2017 年末下降 0.64、3.91 和 35.89 个百分点，各项负债率指标均大幅改善，在可比公司中处于中游水平，风险可控。

图 11：可比公司的剔除预收款项后的资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：可比公司的净负债率

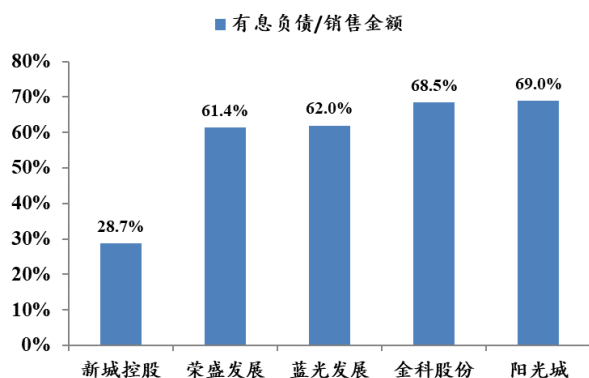


资料来源：Wind，民生证券研究院

从有息负债与当年销售金额对比的角度考虑，截止 2018 年末，公司的有息负债为 623.12 亿元，较 2017 年末小幅上升 4.04%，占 2018 年销售金额 1015.63 亿元的 61.35%，在行业中处较低水平。此外，得益于销售能力和经营效益的提升，公司在有息负债增速较低的情况下，销售规模仍保持较高增速。

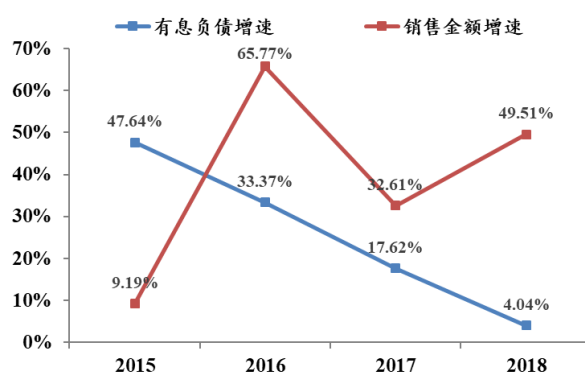
短期偿债能力方面，2018 年底公司持有货币资金 303.67 亿元，同比增长 29.04%，现金短期债务比升至 1.14，短期债务覆盖率较高；从销售回款的角度来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金与有息负债的比值为 1.15，优于行业平均。总体而言，公司的存量现金和经营性现金流均能充分保障有息负债的偿还，财务安全性较高。

图 13: 可比公司 2018 年有息负债/销售金额比值



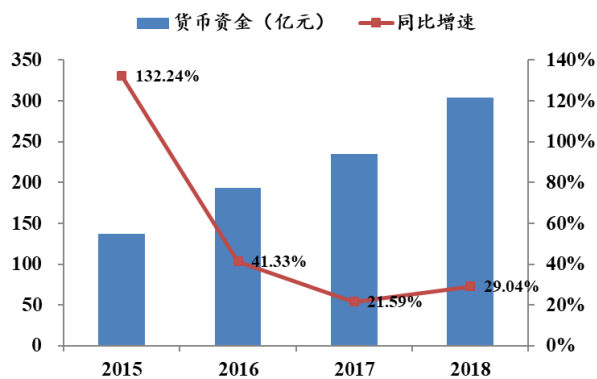
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 公司历年有息负债增速与销售金额增速对比



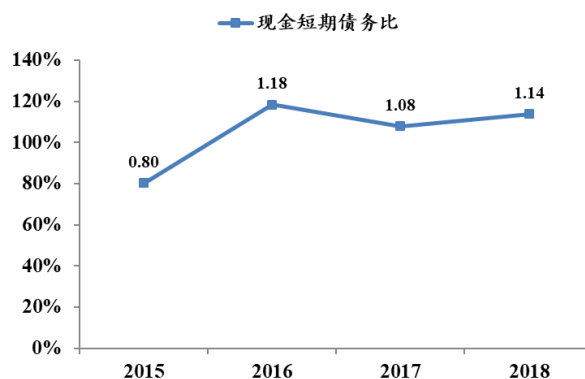
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 公司历年货币资金及增速



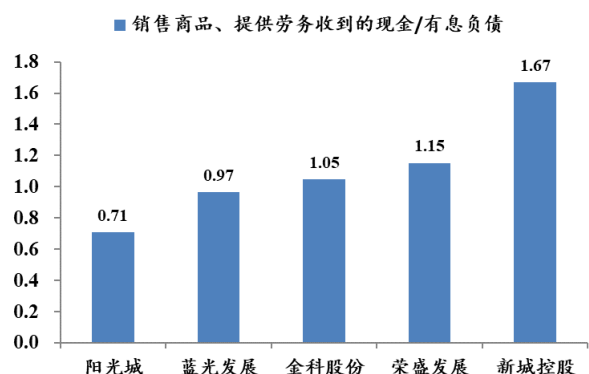
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16: 公司历年现金短期债务比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 17: 可比公司 2018 年现金流入与有息负债对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

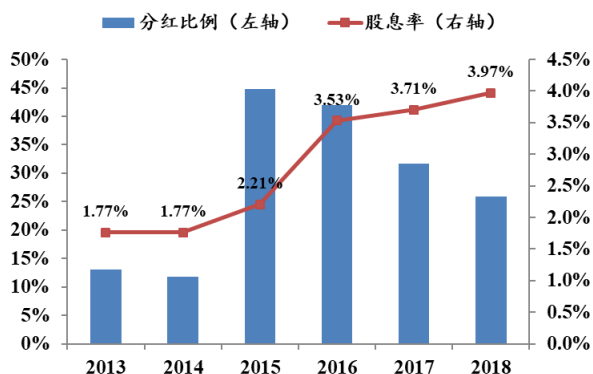
此外, 公司在保持银行开发贷、信托融资、股权融资、资产证券化等渠道的基础上, 积极拓展新的融资渠道。2018 年公司先后发行购房尾款资产支持证券募资 20 亿元, 三期定向债务融资工具 (PPN) 募资共 15 亿元; 2019 年发行两期超短期融资券, 分别募资 9.1 亿元和 5 亿元。另外, 2018 年 11 月公司获批 25 亿元供应链 ABS 额度, 2019 年 1 月先后获批 10 亿

元私募债、30 亿元住房租赁专项债和 11.67 亿元公司债券。丰富的融资渠道为公司提高融资效率、降低融资成本提供助力。

(三) 稳定高分红，长期投资价值凸显

公司自 2015 年实行高分红战略，2015-2018 年分红比例均保持在 25% 以上。2019 年 4 月 3 日，公司公告每股股利为 0.45 元（税前）。以 2019 年 4 月 19 日的收盘价 11.33 元计算，当前公司的股息率为 3.97%，在可比房企中排名靠前，投资价值凸显。

图 18: 公司历年分红比例及股息率(以 4 月 19 日收盘价计)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 1: 可比房企的 2018 年股息率排名 (以 4 月 19 日收盘价计)

公司	每股股利 (元)	收盘价 (元)	股息率
金科股份	0.36	7.91	4.55%
首开股份	0.40	9.99	4.00%
荣盛发展	0.45	11.33	3.97%
新城控股	1.50	41.57	3.61%
蓝光发展	0.26	7.37	3.53%
保利地产	0.50	14.20	3.52%
招商蛇口	0.78	22.75	3.43%
万科 A	1.05	31.48	3.32%
阳光城	0.06	7.53	0.74%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、房地产主业：销售高速增长，土储资源优质

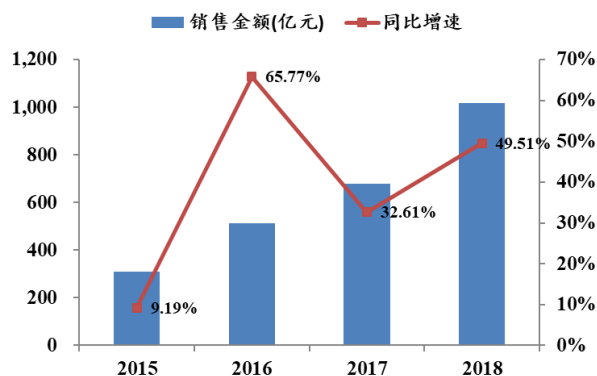
(一) 销售量价齐升，环都市圈战略显成效

2018 年公司实现销售金额 1015.63 亿元，同比增长 49.51%，突破千亿门槛；销售面积 983.40 万平方米，同比增长 54.73%；近 4 年公司的销售金额复合增长率达 48.68%，实现了跨越式发展。

公司在京津冀、长三角、珠三角三大城市群及中西部重点城市的战略布局较为得当，销售均价从 2015 年的 6398 元/平方米，上涨至 2018 年的 10328 元/平方米，上升幅度较为显著。

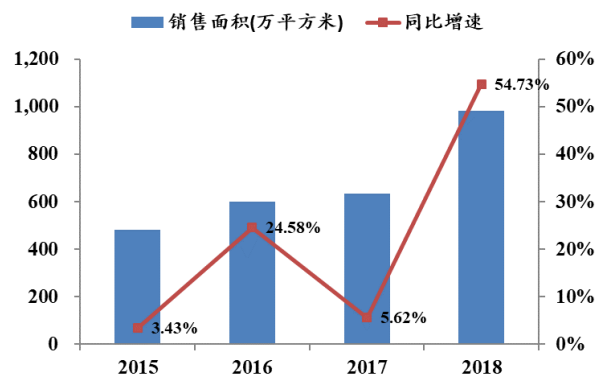
随着 2017、2018 年的销售逐步结转, 2019 年公司的销售毛利率有望进一步提高。

图 19: 公司历年销售金额及增速



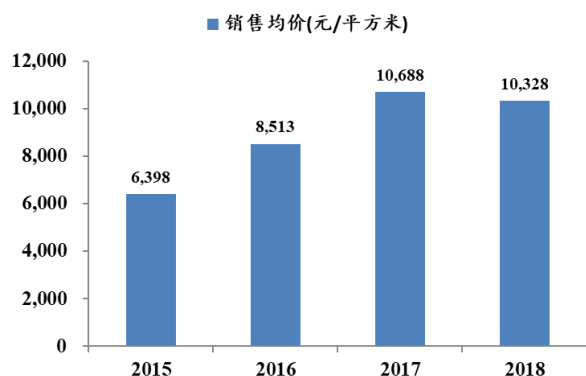
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 公司历年销售面积及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 公司历年销售均价



资料来源: Wind, 民生证券研究院

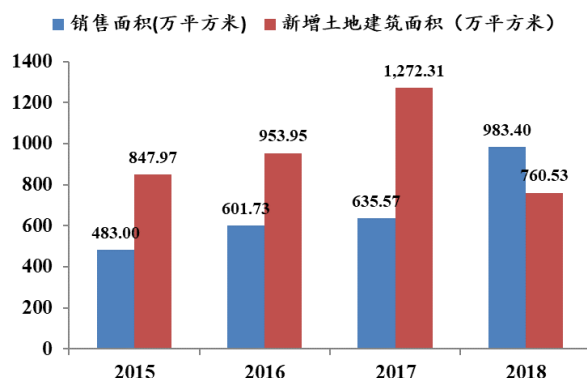
(二) 稳步扩张, 土储充沛

1、投资力度加强, 利润率稳步提升

2015-2017 年公司积极拿地, 新增土地建筑面积均大幅超过当年销售面积, 土地储备日益增厚。2018 年公司投资力度有所下降, 新增土地建筑面积仅 760.53 万平方米, 同比下降 40.22%, 拿地金额仅占销售金额的 17.17%。根据 2018 年年报, 2019 年公司计划新增信贷融资 611.34 亿元, 同比增长 35.89%, 在资金较为充沛的情况下, 公司有望加大土地获取力度, 为后续销售和开发提供充足的资源。

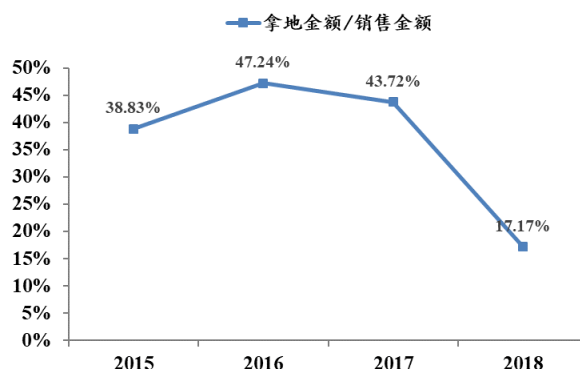
拿地成本方面, 2018 年公司新增土地楼面均价为 2292.61 元/平方米, 仅为当年销售均价的 22.20%, 拿地成本控制得当, 未来的可售项目预计将具备较强的盈利能力。

图 22: 公司历年销售面积与新增土地建筑面积对比



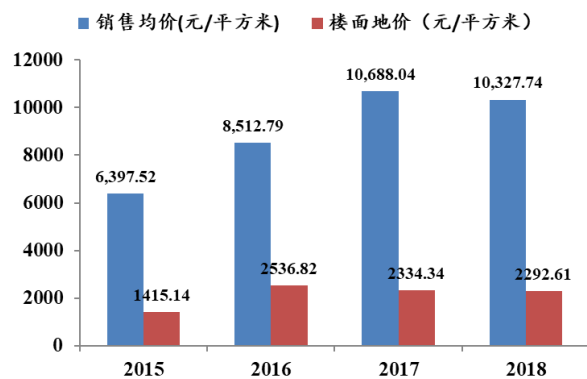
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 23: 公司历年拿地销售比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

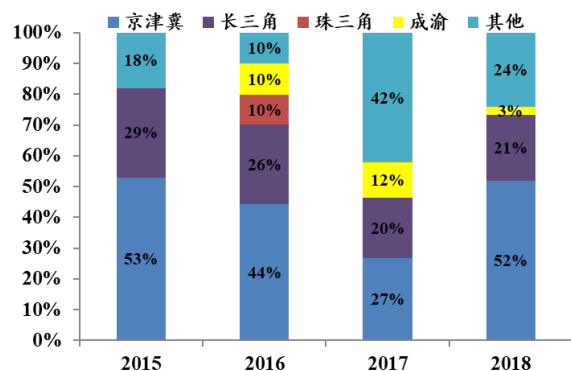
图 24: 公司历年销售均价与楼面地价对比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从新增土地区域布局来看, 公司新增土地主要分布在京津冀和长三角地区, 2018 年新增土地建面分别为 395.37、161.85 万平方米, 分别占总新增建面的 51.99% 和 21.28%。此外, 公司正积极拓展珠三角、成渝等核心城市群, 全国化布局日益完善。

图 25: 公司新增土地建筑面积区域分布



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

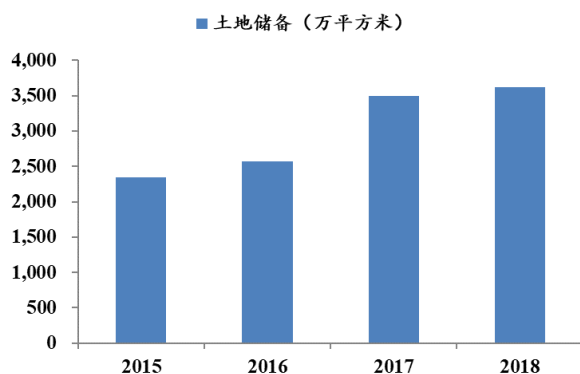
2、优化土储结构，布局核心城市群

从土地储备区域分布来看，公司在京津冀区域的土储占比保持稳定，2018 年土储建面为 1273.89 万平方米，占总土储的 35.25%；随着近年来公司积极拓展核心城市群，成渝地区土储占比从 2015 年的 0.41% 上升至 2018 年的 6.54%，土储面积达 236.17 万平方米；中西部、环渤海地区核心城市的土储占比上升至 39%。

荣盛发展土地储备中三四线城市占比较多，市场关心公司项目布局是否合理，对此，我们认为：（1）公司贯彻深耕京津冀，稳步拓展长三角、珠三角城市群的发展战略，项目均布局在核心都市圈及周边城市，将充分得益于一二线房地产的需求外溢，未来的发展空间仍较大。（2）公司土地储备较多的城市均为经济状况较好、人口流入、具备发展潜力的城市，土地布局较为合理。如廊坊、张家口、邯郸、唐山等地，受益于北京购房需求外溢，近年来住宅均价增长迅猛；而沈阳、重庆、青岛、石家庄等地作为二线城市，经济与产业的快速发展将带动房地产市场长期向好。

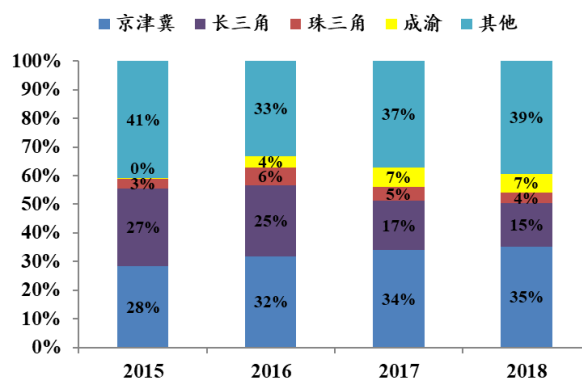
截止 2018 年底，公司共有土地储备 3613.54 万平方米，约为 2018 年销售面积的 3.67 倍，土地储备充足，可充分保证未来 3 年左右的推盘，预计公司销售将继续保持在较高的增速。

图 26：公司历年土地储备



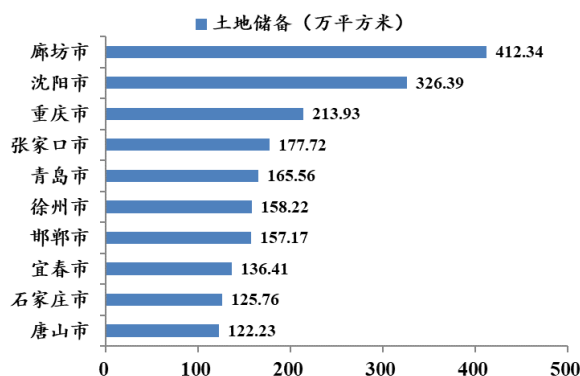
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 27：公司土地储备区域分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：2018 年土地储备排名前十的城市



资料来源：公司公告，民生证券研究院

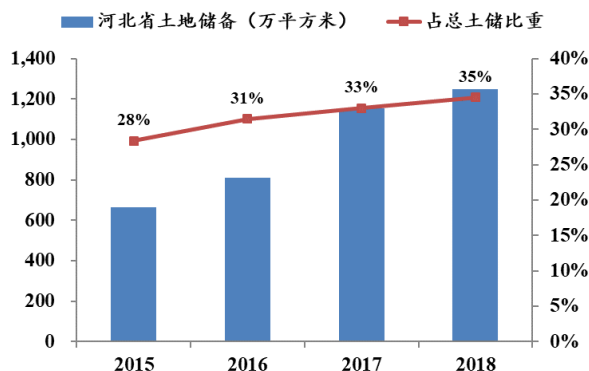
(三) 京津冀协同发展逐步落地，环京土储增值空间较大

荣盛发展在京津冀区域深耕多年，区域内土地储备充足。根据 2015 年中央政治局会议审议通过的《京津冀协同发展规划纲要》（以下简称“《纲要》”），环京地区将承接北京的非首都功能，并与北京、天津实现交通一体化，产业升级转移等。

公司进驻的石家庄、唐山、保定、邯郸等区域性中心城市和张家口、承德、廊坊、秦皇岛、沧州、邢台等节点城市均为《纲要》确定的京津冀空间布局网络中的重要支点，通达的交通使其成为未来产业和人口聚集的重要城市。随着《纲要》的逐步落地，环京各城市房地产市场发展潜力较大。

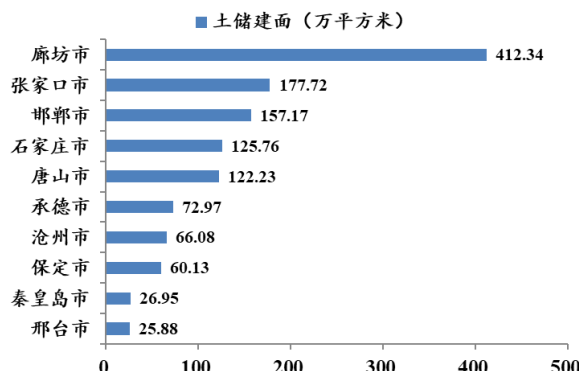
截止 2018 年底，公司在廊坊市的土储建面达 412.34 万平方米，占总土储的 11.41%。公司大本营廊坊市的区位优势显著，处于京津两市之间，距北京市区 40 公里，天津市区 60 公里，是京津冀一体化发展的中心城市；北临北京副中心通州区，南近距雄安新区，且廊坊与北京接壤处的新机场即将投入运营，三大重点规划将促进廊坊地区房地产需求进一步增加。

图 29：公司在河北省的土地储备及其占总土储比重



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30：公司在河北省各地级市土储分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31：京津冀城市群综合交通网规划形态示意图



资料来源：房天下，民生证券研究院

表 2：京津冀协同发展规划的政策与规划

时间	进程
2014 年 2 月	习近平总书记主持召开京津冀协同发展座谈会并发表重要讲话。
2015 年 4 月	中央政治局会议审议通过《京津冀协同发展规划纲要》。
2017 年 4 月	中共中央、国务院决定设立河北雄安新区的消息正式公布。
2019 年 2 月	北京市规划和自然资源委员会表示，2018 年已完成《通州区与廊坊北三县整合规划》，将统一规划、统一政策和统一管控。
2019 年 3 月	民航局表示，2019 年 6 月 30 日大兴国际机场将竣工验收，9 月 30 日之前，大兴国际机场将投入运行。

资料来源：中央政府门户网站，民生证券研究院

四、其他业务：3+X 全产业同步发展，打造新的盈利增长点

（一）规模效益双丰收，产业新城业务步入快车道

公司于 2015 年设立河北荣盛兴城投资有限责任公司（以下简称“荣盛兴城”）开展产业园区的开发和建设业务，培育新的竞争优势，进一步强化盈利能力。产业新城布局以京津冀区域为轴心，已与廊坊、承德、张家口、淮北、唐山等地政府签署合作协议。

表 3：2016-2018 年公司签订产业新城协议情况

协议签订日期	协议名称	约定区域面积 (平方公里)
2016/06/30	《关于整体合作开发建设经营霸州东部新城(创意城)的合作协议》	13.56
2016/08/31	《关于整体合作开发建设经营兴隆县约定区域的合作协议》	13
2016/10/21	《宣化区高铁新城项目合作开发框架协议》	2.88
2016/11/08	《香河县现代产业园<补充协议>》	24.2
2017/03/03	《中国(淮北)碳谷产业新城项目框架协议》	89.65
2017/04/06	《整体开发建设经营唐山市路南区城南经济开发区的框架协议》	18
2017/05/08	《关于整体开发建设经营蔚县太行产业新城的合作协议》	30
2017/05/17	《关于整体开发建设经营宜昌国家高新区主体产业园区的框架协议》	42
2017/10/16	《关于整体开发建设经营玉田高铁新城项目的框架协议》	10
2018/06/08	《关于开发建设新乡商务中心区项目的合作框架协议》	3.88
2018/11/01	《关于整体开发建设经营衡水高铁新城项目的框架协议》	24
2018/12/25	《襄阳荣盛产城融合项目投资合作协议书》	18

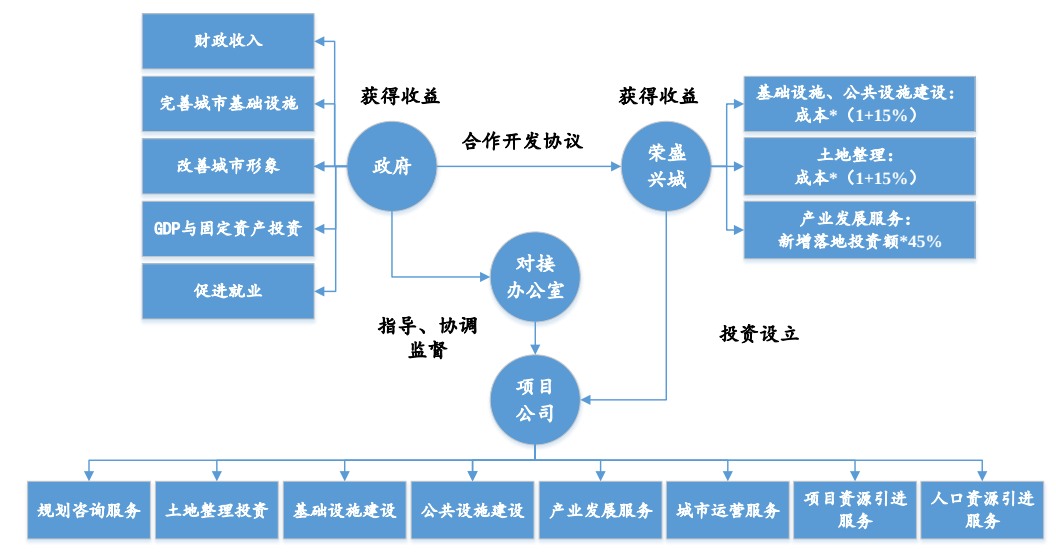
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司通过产业园区的开发建设及管理获取收益，提供包括规划咨询、土地整理、基础设施建设、公共设施建设、产业发展服务、城市运营、项目资源引进、人口资源引进等服务。以 2016 年 6 月 30 日签订的霸州东部新城合作协议为例，荣盛兴城取得收入包括：(1) 基础设施、公共设施建设费用，包括建设成本和建设利润（按建设项目总投资额的 15%）；(2) 土地整理费用，包括土地整理成本和土地整理收益（按土地整理成本的 15%）；(3) 产业发展服务费用（按合作区域内当年入区项目新增落地投资额的 45%）。

2018 年，荣盛兴城实现一级土地整理、基建及规划咨询回款 33.65 亿元，产业发展服务回款 1.43 亿元，园区综合服务回款 0.53 亿元，实现收入 33.59 亿元，净利润 8.12 亿元。目前，园区收入主要依赖基建与土地整理，随着公司招商引资能力的逐步成熟，未来园区的产业发展服务收入占比有望扩大，预计园区总体利润率将持续提升。

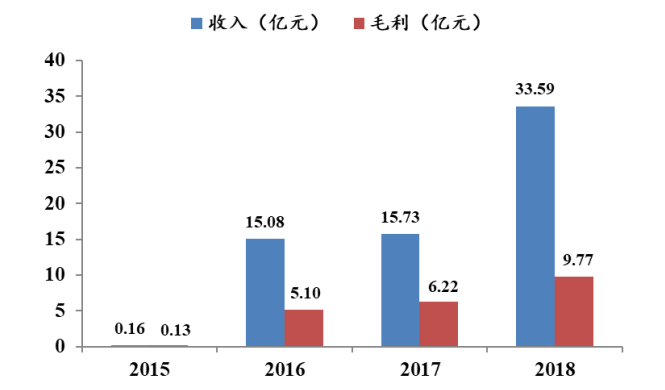
截止 2018 年年报，公司共有园区 14 个，近半数园区开始产生收入，且园区整体已实现现金流回正。随着已有园区的逐步成熟和园区数量的不断增加，未来产业新城将成为“大地产”板块的重要补充，未来发展值得期待。

图 32：产业园区合作模式示意图（以霸州东部新城合作协议为例）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 33：产业园区历年产生收入及毛利



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）持续贯彻 6+N 战略，荣盛康旅羽翼渐满

为打造“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，公司于 2015 年投资设立了荣盛康旅投资有限公司（以下简称“荣盛康旅”），进行康旅产业布局。

荣盛康旅以“旅游、度假、养老、养生”等产业为切入点，经过三年多发展，实现了高起点、大规模快速进入和布局，迅速进入行业第一梯队。目前，公司已在国内布局“大北京、大黄山、大华中、大海南、大上海、大西南”六大康旅区域，在全国多个著名旅游景点布局荣盛康旅国际度假区；在国外旅游市场，荣盛康旅已签约捷克项目，并加速拓展太平洋、印度洋、澳洲、欧洲、美洲等优质度假胜地，持续进行“6+N”战略布局，业务涵盖“旅游度假、养老养生、康复医疗、生物健康、家庭亲子”等康旅全产业链。

2018 年荣盛康旅共签订合作开发协议 12 个，实现签约 50.98 亿元，回款 40.77 亿元，营

业收入 36.01 亿元，占全年总营收的 6.39%。

图 34：荣盛康旅的区域布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：2018 年荣盛康旅签订的合作开发协议

公告日期	协议名称	布局地区
2018/01/03	《金华开发区全域旅游开发战略合作框架协议》	浙江金华
2018/01/03	与亚洲财富论坛签订《战略合作协议》，双方将在中国西南地区四省一市进行文旅产业方面的深度合作	云南昆明、玉溪
2018/02/03	《自贡市盐文化度假区项目投资意向协议》	四川自贡
2018/02/13	《张家口市万全区洋河·岸尚新城合作开发协议》	河北张家口
2018/03/21	《郎溪·荣盛南湖国际度假区合作框架协议书》	安徽宣城
2018/04/10	《余姚市乐安湖王阳明心学小镇和马渚古运河风情街项目合作协议》	浙江余姚
2018/04/10	《武汉市新洲区涨渡湖生态湿地及滨湖田园综合体项目投资合作建设协议书》	湖北武汉
2018/04/10	《荣盛康旅投资有限公司与奥地利 KYATT 公司基于“一带一路”倡议下的战略合作备忘录》	奥地利
2018/05/03	《息烽新罗温泉康养度假区项目投资合作框架协议书》	贵州贵阳
2018/06/16	《丽江市西片片区荣盛国际旅游度假区合作协议书》	云南丽江
2018/09/22	《阆中金沙湾国际旅游度假区（特色小镇）项目合作协议书》	四川阆中
2018/10/11	捷克共和国帕索夫斯基水疗康复中心项目中标	捷克

资料来源：公司公告，民生证券研究院

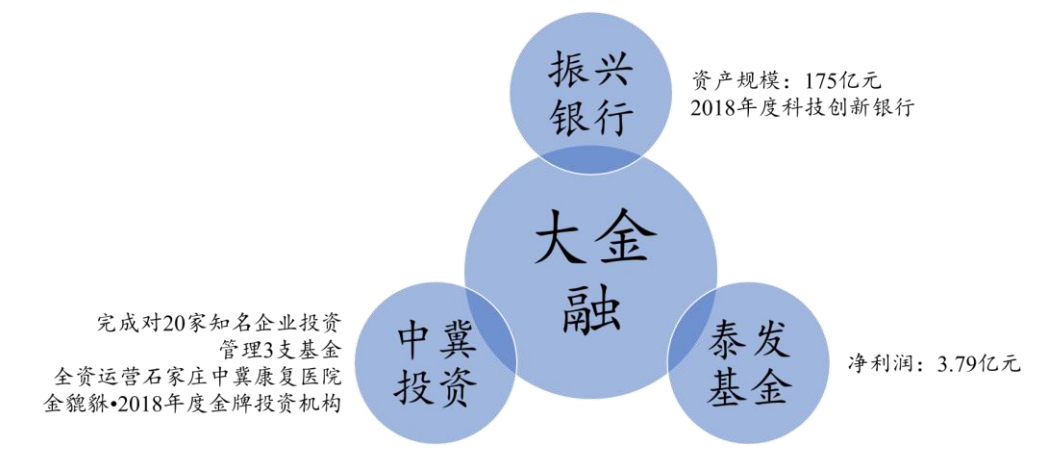
（三）构建“银行+投资+基金”体系，大金融战略稳步推进

2018 年公司大金融板块中的振兴银行、中冀投资、泰发基金持续发力，业务发展势头良好。截至 2018 年底，振兴银行资产规模达 175 亿元，荣获“2018 年度科技创新银行”奖项；中冀投资已完成对北汽新能源等 20 家知名企业投资，管理 3 支基金，全资运营石家庄中冀康复医院，荣获“金貔貅·2018 年度金牌投资机构”奖；泰发基金面对经济环境严峻、金融业监管严厉的不利形势，努力打开各项工作局面，实现净利润 3.97 亿元。

大金融产业的布局将有助于公司丰富融资渠道，降低融资成本，同时也能为公司培育新
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

的利润增长点。

图 35：金融板块业务布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

经过我们测算，荣盛发展每股 NAV 为 19.6 元/股。该测算基于以下假设：

- (1) 项目基于公司 2018 年报，房价基于 2019 年 4 月水平；
- (2) 物业服务、酒店经营基于 2018 年年报；

由于公司的主要业务包括住宅销售、物业服务和酒店经营，我们将公司的 NAV 分为三部分测算。各业务净权益增加值与 2018 年末净资产相加，得出公司的 NAV 为 851 亿元。根据总股本 43.48 亿股计算，公司每股 RNAV 为 19.6 元/股。

荣盛发展销售与业绩快速增长，土储充足，估值低、股息高，京津冀土储增值空间大，财务状况良好，融资渠道多样，3+X 多元产业协同发展。我们预计公司 2019-2021 年营业收入将达到 733.3/934.4/1189.1 亿元，2019-2021 年 EPS 分别为 2.2/2.8/3.4 元，对应 PE 分别为 5.2/4.2/3.4，近三年最高、最低、中位数 PE 分别为 14.7/4.9/9.2 倍，给与公司“推荐”评级。

六、风险提示

房地产政策调控收紧，销售不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	56,368	73,327	93,441	118,907
营业成本	38,632	50,963	65,362	83,532
营业税金及附加	2,532	3,191	4,110	5,211
销售费用	1,727	2,214	2,813	3,603
管理费用	1,950	2,566	3,270	4,162
EBIT	11,526	14,393	17,886	22,399
财务费用	802	445	451	740
资产减值损失	297	167	61	56
投资收益	591	621	645	683
营业利润	11,069	14,401	18,019	22,287
营业外收支	(126)	0	0	0
利润总额	10,943	14,403	17,978	22,260
所得税	2,666	3,502	4,374	5,415
净利润	8,277	10,900	13,604	16,845
归属于母公司净利润	7,565	9,676	12,022	14,908
EBITDA	11,848	14,900	18,515	23,200

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	30367	34484	39120	44671
应收账款及票据	2971	2192	2999	3729
预付款项	7452	11257	13827	17931
存货	136701	179255	223306	281623
其他流动资产	9783	9783	9783	9783
流动资产合计	211963	270982	331148	411822
长期股权投资	2914	2914	2914	2914
固定资产	4282	5812	7520	9168
无形资产	990	1325	1692	2036
非流动资产合计	15799	17637	19577	21271
资产合计	227762	288619	350725	433093
短期借款	9186	9186	9186	9186
应付账款及票据	18952	22218	28826	36699
其他流动负债	570	570	570	570
流动负债合计	154254	201713	246324	307703
长期借款	31561	36561	43561	51561
其他长期负债	5586	5586	5586	5586
非流动负债合计	37148	42148	49148	57148
负债合计	191402	243860	295472	364850
股本	4348	4348	4348	4348
少数股东权益	2776	4000	5582	7519
股东权益合计	36361	44759	55253	68242
负债和股东权益合计	227762	288619	350725	433093

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	45.6%	30.1%	27.4%	27.3%
EBIT 增长率	58.5%	24.9%	24.3%	25.2%
净利润增长率	31.3%	27.9%	24.2%	24.0%
盈利能力				
毛利率	31.5%	30.5%	30.1%	29.8%
净利润率	13.4%	13.2%	12.9%	12.5%
总资产收益率 ROA	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
净资产收益率 ROE	22.5%	23.7%	24.2%	24.6%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.1
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	12.0	9.9	10.6	10.3
存货周转天数	1,209.5	1,270.0	1,235.0	1,220.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.7	2.2	2.8	3.4
每股净资产	7.7	9.4	11.4	14.0
每股经营现金流	4.0	0.5	0.8	0.9
每股股利	0.5	0.6	0.7	0.9
估值分析				
PE	6.6	5.2	4.2	3.4
PB	1.5	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.9	5.6	4.6	3.8
股息收益率	3.9%	5.0%	6.2%	7.7%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,277	10,900	13,604	16,845
折旧和摊销	619	674	690	857
营运资金变动	8,826	(10,092)	(11,586)	(14,548)
经营活动现金流	17,512	2,149	3,537	4,110
资本开支	1,501	2,343	2,610	2,521
投资	(1,324)	0	0	0
投资活动现金流	(2,968)	(1,723)	(1,965)	(1,838)
股权募资	945	0	0	0
债务募资	(2,064)	5,000	7,000	8,000
筹资活动现金流	(9,654)	3,690	3,065	3,278
现金净流量	4,890	4,117	4,636	5,551

插图目录

图 1: 荣盛发展发展历程	3
图 2: 荣盛发展股权架构 (截至 2018 年年报)	4
图 3: 公司历年营业收入及增速	4
图 4: 公司历年归母净利润及增速	4
图 5: 公司历年总资产及增速	5
图 6: 公司历年净资产及增速	5
图 7: 可比公司的销售毛利率	5
图 8: 可比公司的净资产收益率 ROE (加权)	5
图 9: 公司管理费用率及销售费用率 (营收口径)	6
图 10: 公司管理费用率及销售费用率 (销售口径)	6
图 11: 可比公司的剔除预收款后的资产负债率	6
图 12: 可比公司的净负债率	6
图 13: 可比公司 2018 年有息负债/销售金额比值	7
图 14: 公司历年有息负债增速与销售金额增速对比	7
图 15: 公司历年货币资金及增速	7
图 16: 公司历年现金短期债务比	7
图 17: 可比公司 2018 年现金流入与有息负债对比	7
图 18: 公司历年分红比例及股息率 (以 4 月 19 日收盘价计)	8
图 19: 公司历年销售金额及增速	9
图 20: 公司历年销售面积及增速	9
图 21: 公司历年销售均价	9
图 22: 公司历年销售面积与新增土地建筑面积对比	10
图 23: 公司历年拿地销售比	10
图 24: 公司历年销售均价与楼面地价对比	10
图 25: 公司新增土地建筑面积区域分布	10
图 26: 公司历年土地储备	11
图 27: 公司土地储备区域分布	11
图 28: 2018 年土地储备排名前十的城市	11
图 29: 公司在河北省的土地储备及其占总土储比重	12
图 30: 公司在河北省各地级市土储分布	12
图 31: 京津冀城市群综合交通网规划形态示意图	13
图 32: 产业园区合作模式示意图 (以霸州东部新城合作协议为例)	15
图 33: 产业园区历年产生收入及毛利	15
图 34: 荣盛康旅的区域布局	16
图 35: 金融板块业务布局	17

表格目录

表 1: 可比房企的 2018 年股息率排名 (以 4 月 19 日收盘价计)	8
表 2: 京津冀协同发展规划的政策与规划	13
表 3: 2016-2018 年公司签订产业新城协议情况	14
表 4: 2018 年荣盛康旅签订的合作开发协议	16

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。

由子沛，房地产行业研究员，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，房地产行业研究员，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。