证券研究报告—深度报告

房地产

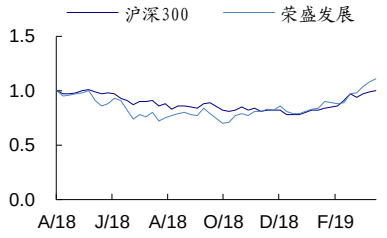
房地产开发Ⅱ

荣盛发展(002146) 买入

合理估值: 14-17 元 昨收盘: 11.96 元 （维持评级）

2019 年 04 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,348/3,892
总市值/流通(百万元)	51,656/46,233
上证综指/深圳成指	3,190/10,158
12 个月最高/最低(元)	12.60/6.65

相关研究报告:

《荣盛发展-002146-系列报告之十五——2018 年报点评：双增长+低估值，维持“买入”评级》——2019-04-04

《荣盛发展-002146-2017 年年报点评：领域扩张，持续增长》 ——2018-04-11

《荣盛发展-002146-2018 年系列研报之二：销售增长显著、估值低廉，维持“买入”评级》 ——2018-03-07

《荣盛发展-002146-2018 年系列研报之一：业绩超预期、增长显著，维持“买入”评级》 ——2018-02-01

《荣盛发展-002146-2017 年半年报点评：销售高增长，扩张积极，“3+X”战略稳步推进》 ——2017-08-14

证券分析师：区瑞明
电话： 0755-82130678
E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

深度报告

估值低，潜力大

- **估值低，成长性好**

公司每股重估净资产为 13.74 元-17.04 元/股，2019 年动态 PE 较可比公司具有显著优势，若按可比公司平均动态 PE 给公司估值，对应股价为 15.18 元；基于审慎原则，我们认为每股合理估值为 14 至 17 元，对应当前股价有 17%-42%的空间。

- **行业虽已步入成熟期，但市场容量仍巨大**

房地产业对 GDP 累计同比贡献率及拉动排名靠前，支柱地位突出；商品住宅开发虽已进入成熟期但市场容量仍巨大，经测算仍有 279 亿平方米（244 万亿元）的潜在需求待释放，包括城市化需求、改善性需求及人口增长需求等。

- **追赶能力强，资源禀赋好**

公司 2007 年 8 月登陆深交所，2008 -2018 年合同销售额从 21 亿元飙升至 1016 亿元，年复合增速超 47%，成长性远超同行；截至 2018 年末公司总土储 3614 万平方米，其中河北占 35%，具备深厚的京津冀城市群底蕴，其余土储广泛地分布在两横（陇海铁路沿线及长江沿岸）、两纵（京沪、京广高铁沿线）、三集群（京津冀、长三角、大湾区）的二、三线城市，且实实在在受益于户籍放开政策；地价低廉，2018 年平均地价成本仅 2293 元/平方米，平均售价可达 10328 元/平方米。

- **各项指标均好，核心竞争力突出**

盈利能力强：2018 年公司毛利率为 31%、ROE 为 23%、ROIC 为 9%，在优势地产股中均位居前列；财务稳健：2018 年扣除预收款后的资产负债率 46%，短期偿债能力保障倍数达 1.1 倍；行业地位领先：其销售规模已追赶至全国 30 强，预计 5 年内有望步入 15 强；治理结构优，多层次激励机制完善：公司的“创享计划”全方位推动骨干跟投项目，激发了活力。

- **风险提示**

估值的风险、盈利预测的风险、政策风险、经营风险、财务风险、市场风险。

- **业绩锁定性佳，维持“买入”评级**

公司 2018 年末预收款为 870 亿元，可锁定 2019 年 wind 一致预期营收的 127%，业绩锁定性佳，预计 19-21 年 EPS 为 2.2/2.7/3.4 元，年复合增长率 25%，对应 PE 5.4/4.4/3.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38,704	56,368	70,460	88,779	109,198
(+/-%)	26.4%	*45.6%*	*25.0%*	*26.0%*	*23.0%*
净利润(百万元)	5761	7565	9568	11738	14782
(+/-%)	38.9%	*31.3%*	*26.5%*	*22.7%*	*25.9%*
摊薄每股收益(元)	1.32	1.74	2.20	2.70	3.40
EBIT Margin	18.8%	20.4%	20.6%	20.2%	20.4%
净资产收益率(ROE)	20.9%	22.5%	23.8%	23.6%	24.0%
市盈率(PE)	9.1	6.9	5.4	4.4	3.5
EV/EBITDA	27.4	20.6	18.9	18.3	17.2
市净率(PB)	1.60	1.55	1.29	1.05	0.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

一、**绝对估值：**基于审慎原则，假设未来房价与 2018 年相比不涨，测算得出每股重估净资产（RNAVPS）为 13.68 元-17.04 元/股;

二、**相对估值：**我们选取销售规模与荣盛发展相当的公司与荣盛发展作比较，可比公司 2019 年平均动态 PE 为 6.9 倍，而荣盛发展 2019 年动态 PE 仅 5.4 倍，相对估值优势显著。若按可比公司 2019 年平均动态 PE 给荣盛发展估值，对应股价为 15.22 元，较当前股价有 27.2%的空间。另，公司股息率、未分配利润占股价比例、PB 等指标均位于可比公司前列;

三、盈利预测及投资评级：公司 2018 年末预收款为 870 亿元，可锁定 2019 年 wind 一致预期营收的 127%，业绩锁定性佳。基于审慎原则，我们认为每股合理估值为 14 至 17 元，对应当前股价有 17%-42%的空间。预计 19-21 年 EPS 为 2.2/2.7/3.4 元，年复合增长率 25%，对应 PE 5.4/4.4/3.5x，维持“买入”评级

核心假设与逻辑

一、行业虽已步入成熟期，但市场容量仍巨大;

二、公司追赶能力强，资源禀赋好;

三、各项指标均好，核心竞争力突出。

与市场的差异之处

市场无论对房地产还是荣盛发展，缺乏理性预期，或过于悲观、或过于乐观，过于悲观者认为房地产大周期已见顶，属于夕阳产业，没有什么配置价值，而过于乐观者则认为像荣盛发展这样的二线地产股的估值中枢在政策宽松等利好因素作用下，2019 年动态 PE 估值有望提升至 12-15 倍。

我们则认为，悲观不可取，过分乐观亦不可取，根据我们的研究框架，荣盛发展合理估值区间大概率落在 2019 年动态 PE6.5-8 倍之间。

股价变化的催化因素

一、公司销售高增长;

二、房地产政策宽松力度超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

估值的风险、盈利预测的风险、政策风险、经营风险、财务风险、市场风险。

内容目录

估值低，成长性好 **6**
调整现值法估算地产业务 6
绝对估值的敏感性分析 6
相对估值法估算房地产业务 7
估值具有显著比较优势 7
行业虽已步入成熟期，但市场容量仍巨大 **7**
商品住宅开发仍支柱产业 7
行业虽已步入成熟期，但市场容量仍巨大 8
龙头房企受益于行业集中度提升 11
追赶能力强，资源禀赋好 **11**
始于廊坊，迈向全国 11
销售破千亿，追赶能力强 12
资源禀赋好，京津冀城市群底蕴深厚 15
地价低廉，扩张目标积极 18
“两横、两纵、三集群”布局，受益户籍放开政策 18
股权集中，高管增持彰显信心 19
各项指标均好，核心竞争力突出 **20**
SWOT 分析及波特五力分析 21
业绩持续增长，盈利能力不断提升 21
财务稳健 23
行业地位领先，“3+X”多元化业务全面布局 24
治理结构优，多层次激励机制完善 25
盈利预测 **25**
假设前提 25
未来三年盈利预测 26
盈利预测的敏感性分析 26
业绩锁定性佳，维持“买入”评级 27
风险提示 **27**
估值的风险 27
盈利预测的风险 27
政策风险 28
经营风险 28
财务风险 28
市场风险 28
附表：财务预测与估值 **29**
附表：公司项目总表 **30**
国信证券投资评级 **33**
分析师承诺 **33**
风险提示 **33**
证券投资咨询业务的说明 **33**

图表目录

图 1: 行业对 GDP 累计同比贡献率（%） 8
图 2: 行业对 GDP 累计同比的拉动（百分点） 8
图 3: 我国房地产行业迈入成熟期 9
图 4: 诺瑟姆曲线 9
图 5: 城镇化率 9
图 6: 中国人口红利（25 岁~59 岁人口占比） 9
图 7: 新增住房需求仍然较多 10
图 8: 2018 年中国优势房企市场份额 11
图 9: 2018 年美国优势房企市场份额 11
图 10: 中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况 11
图 11: 2019 年 1-2 月中国优势房企市场份额 11
图 12: 公司销售额实现持续增长 13
图 13: 公司销售面积实现持续增长 13
图 14: 公司销售增速大幅跑赢行业整体水平 13
图 15: 公司销售额十年复合增速领先老牌龙头房企 13
图 16: 2016 年三四线销售同比增速位于近年高点 15
图 17: 公司 2016 年起销售均价显著提升 15
图 18: 公司历年总土地储备面积 16
图 19: 截至 2018 年末公司总土储分布 16
图 20: 北京、廊坊人口变化情况（万人） 17
图 21: 公司拿地销售比变化情况 18
图 22: 公司股权结构集中 20
图 23: SWOT 分析 21
图 24: 波特五力分析 21
图 25: 公司营业收入持续增长 21
图 26: 公司归母净利润持续增长 21
图 27: 公司 ROIC 稳步提升 22
图 28: 公司 ROE 稳步提升 22
图 29: 公司毛利率保持稳定 22
图 30: 公司净利率保持稳定 22
图 31: ROIC 行业对比 22
图 32: ROE 行业对比 22
图 33: 毛利率行业对比 23
图 34: 净利率行业对比 23
图 35: 公司净负债率不断优化 23
图 36: 公司剔除预收账款后的资产负债率不断优化 23
图 37: 公司经营性现金流持续为正 24
图 38: 2018 年公司“3+X”业务营收结构 24
图 39: 2018 年公司“3+X”业务占比 24

表 1: 资本成本假设 6

表 2: 公司房地产 RNAVPS 估算 6
表 3: RNAVPS 基于房价的敏感性分析 7
表 4: 荣盛发展 2019 年动态 PE 具有显著优势 7
表 5: 公司估值具有显著比较优势 7
表 6: 2018 年之后中国商品住宅潜在总需求测算 10
表 7: 荣盛发展 2006-2025 年发展规划 12
表 8: 2018 年 1-12 月 TOP30 房企销售数据 14
表 9: 公司产品系列 15
表 10: 截至 2018 年末公司总土储分布 16
表 11: 大型城市一览表 19
表 12: 公司十大流通股东明细（2018 年报） 20
表 13: 近期公司高管增持情况 20
表 14: 2018 年公司主要融资情况 24
表 15: 未来三年盈利预测表 26
表 16: 2019 年 EPS 随公司销售额增速和销售均价变化影响的敏感性分析 26
表 17: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观） 26
表 18: 截至 2018 年末公司项目总表（摘自公司 2018 年报） 30

估值低，成长性好

荣盛发展以“3+X”战略为指导，以房地产开发为主业，“大金融”、“大健康”及其他业务为辅协同发展。2018 年，公司房地产销售额 1016 亿元，同比增长 50%；房地产开发业务营收 500 亿元，约占总营收的 90%。

我们对公司房地产开发业务采用调整现值法进行估算，并选取可比公司结合相对估值法进行估值。**基于审慎原则，我们暂时只对公司房地产开发业务进行估值。**

调整现值法估算地产业务

我们采用假设开发法评估其项目价值。**基于审慎原则，暂不考虑 2019 年新增项目的价值。**在保守假设下（2019-2021 年，未来三年房地产销售的签约均价接近但不高于 2018 年的签约均价，WACC 取 10.3%），估算出公司地产业务 RNAVPS 为 13.68 元，较当前股价有 14.4%的空间。

表 1：资本成本假设

无杠杆 Beta	**1.05**
无风险利率	3.24%
股票风险溢价	6.80%
公司股价	11.96
发行在外股数	4348
股票市值(E)	52004
债务总额(D)	62313
Kd	6.50%
T	25.00%
Ka	10.38%
有杠杆 Beta	1.99
Ke	16.80%
E/(D+E)	45.49%
D/(D+E)	54.51%
WACC	10.30%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：公司房地产 RNAVPS 估算

房地产权益增值（百万元）	25889
账面净资产（百万元）	33584
重估净资产（百万元）	59473
RNAVPS(元）	**13.68**
溢价率	**14.4%**

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

绝对估值的敏感性分析

一、假设加权平均资本率 WACC 取 10.3%，暂时只考虑房地产开发业务，并假设未来三年销售均价接近但不高于 2018 年均价，得出 RNAVPS（每股重估净资产）为 13.68 元-17.04 元；

二、悲观测算下，我们假设销售均价下跌 10%，得出 RNAVPS 为 12.31，较当前股价仍有 3%的空间。

表 3: RNAVPS 基于房价的敏感性分析

		谨慎测算	乐观测算
房价波动	0%	13.68	16.84
	-5%	12.99	16.00
	-10%	12.31	15.16

资料来源：国信证券经济研究所整理

相对估值法估算房地产业务

我们选取销售规模与荣盛发展相当的公司与荣盛发展作比较，可比公司 2019 年平均动态 PE 为 6.9 倍，而荣盛发展 2019 年动态 PE 仅 5.4 倍，相对估值优势显著。若按可比公司 2019 年平均动态 PE 给荣盛发展估值，对应股价为 15.22 元，较当前股价有 27.2%的空间。

表 4: 荣盛发展 2019 年动态 PE 具有显著优势

	4 月 12 日收盘价总市值（亿元）	预测 2019 年净利润（亿元）	2019 年动态 PE
华夏幸福	976	155	6.3
阳光城	318	40	8.0
金地集团	622	97	6.4
金科股份	434	48	9.0
蓝光发展	235	33	7.1
优势房企平均			**6.9**
荣盛发展	**520**	**96**	**5.4**

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

估值具有显著比较优势

荣盛发展估值具有显著比较优势，公司股息率达 3.6%、未分配利润占公司股价比例达 37%，均排名可比公司第二；此外公司 PB 为 1.5，也位居可比公司前列。

表 5: 公司估值具有显著比较优势

	股息率（%）	每股未分配利润（元）	4 月 12 日收盘价（元）	每股未分配利润占股价比例	PB
金地集团	3.7				1.3
荣盛发展	3.6	4.44	11.96	37%	1.5
华侨城 A	3.4	5.20	8.77	59%	1.1
金科股份	3.3	1.84	8.13	23%	1.6
万科 A	2.8	8.31	31.09	27%	2.2
华夏幸福	2.8				2.0
保利地产	2.7				1.2
招商蛇口	2.6	5.66	22.63	25%	2.3
新城控股	1.9	10.61	42.96	25%	2.5
蓝光发展	0.9	2.34	7.87	30%	1.3
阳光城	0.6	2.26	7.85	29%	1.4
中南建设	0.2				2.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业虽已步入成熟期，但市场容量仍巨大

商品住宅开发仍支柱产业

房地产投资对 GDP 拉动作用显著，根据国信宏观研究团队 2015 年 4 月 29 日的深度报告《“新”经济与服务业系列观察之三：预测第三产业分行业（非金融业）产值增速》的研究结论：商品房销售面积增速同比（同比）每增加 9.5%，

GDP 提高 0.1%。

从各行业对 GDP 增长的贡献率和拉动来看，房地产业在三大产业细分行业中排行前列，对经济发展的贡献程度较高，支柱地位突出。

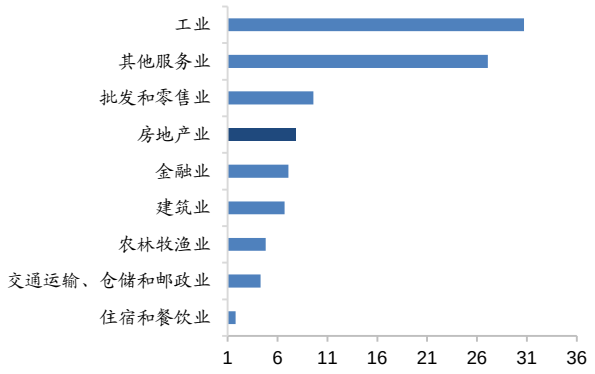
注——

贡献率是指不变价增加值增量与不变价 GDP 增量之比，拉动是指国内生产总值实际增速与增加值贡献率的乘积，表示不同产业或行业对经济发展的贡献度，计算公式为：

对 GDP 增长的贡献率=（不变价增加值增量/不变价 GDP 增量）×100%

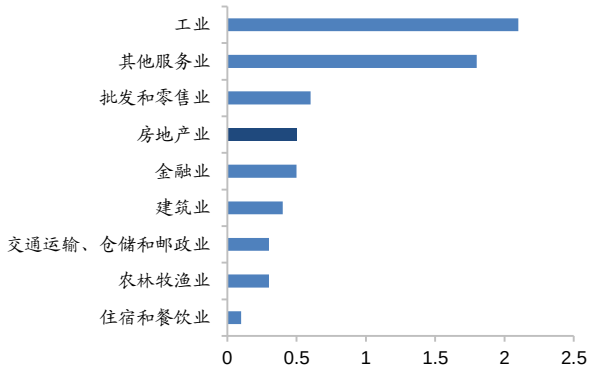
对 GDP 增长的拉动= GDP 实际增速×增加值贡献率

图 1：行业对 GDP 累计同比贡献率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：行业对 GDP 累计同比的拉动（百分点）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

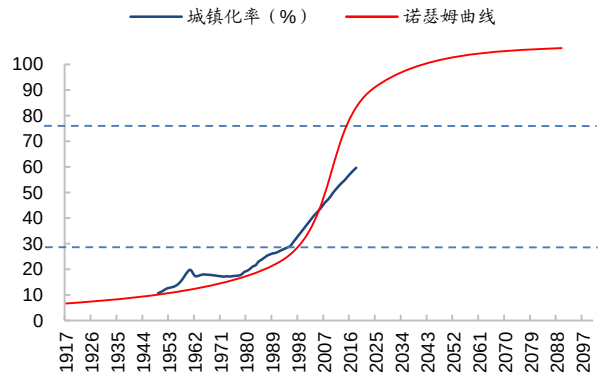
行业虽已步入成熟期，但市场容量仍巨大

自 1998 年推行住房商品化制度的头十年，在房改红利、人口红利和土地资本化红利叠加作用下，城镇化率进入快速发展阶段，房地产行业从幼稚期进入成长期；进入 2008 年之后，随着房改红利消失、人口红利下降、土地资本化红利的衰减、城镇化率提升，房地产行业迈入成熟期。截至 2018 年末，我国城镇化率达 59.58%，已超过全球及中等收入国家水平；15 岁至 59 岁人口占比为 65.26%，人口红利持续下降。

图 3：我国房地产行业迈入成熟期

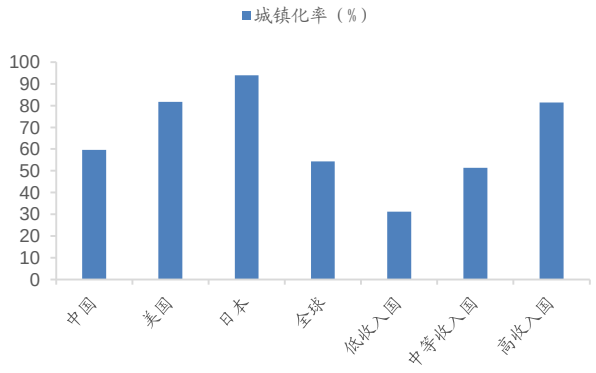
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 4：诺瑟姆曲线



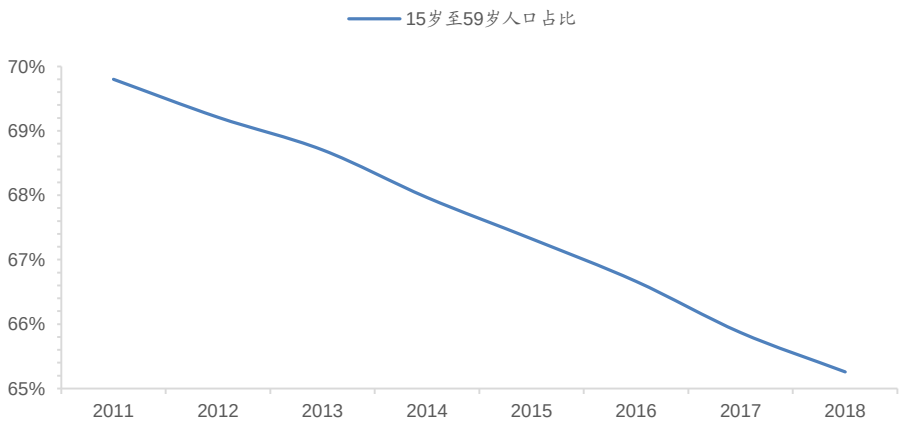
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：城镇化率



资料来源：Wind、Worldbank、国信证券经济研究所整理

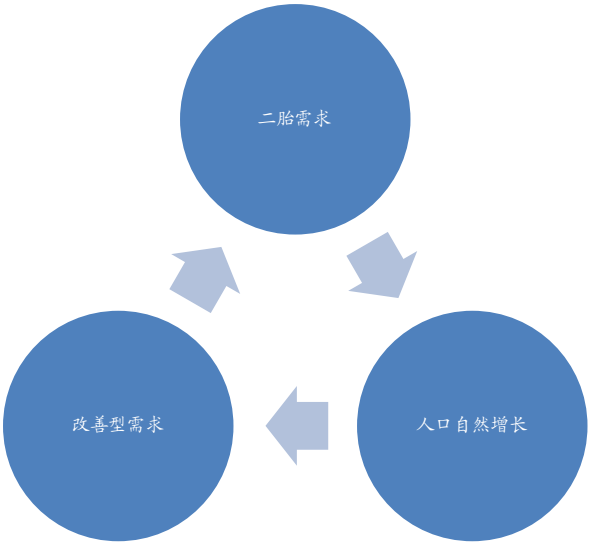
图 6：中国人口红利（25 岁~59 岁人口占比）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

随着二胎放开、居民收入水平提高，将催生新的刚性需求及人均居住面积提升的改善型住房需求，人口自然增长也将形成一部分新增需求。

图 7：新增住房需求仍然较多



资料来源：国信证券经济研究所整理

如下表所示，根据我们的测算，在没有考虑保障房分流的情况下，我国商品住宅开发市场容量巨大，行业仍具备 243.76 万亿元的市场空间。不过，考虑到 2018 年新建商品住宅销售额达 15 万亿元的庞大基数后，商品住宅开发的增长潜力稍显不足。市场容量来源主要为——

①人均居住面积提升：2018 年我国人均居住面积为 36.6 平方米，相比房改初期已大幅提升，但与发达国家仍存在一定的差距；

②城镇化率提升：2018 年中国城镇化率为 59.58%，已经高于全球和中等收入国水平；

③人口自然增长：我国人口近 10 年保持在 5%左右的人口自然增长率，在二胎政策影响下，人口增长率小幅上升；

④供应缺口：源于每年新增需求以及改善需求；

表 6：2018 年之后中国商品住宅潜在总需求测算

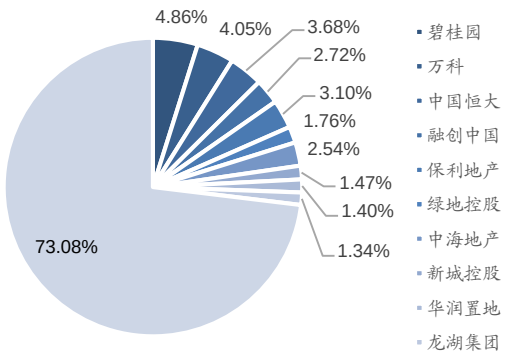
序号	指标	数值	
①	2018 年末总人口	13.95 亿人	
②	城镇总人口	8.31 亿人	
③	乡村人口	5.64 亿人	
④	当前城镇人口居住建筑面积	36.6 平方米	
⑤	参考发达国家人均居住面积（保守与乐观两种情况）	英国 44 平方米	美国 65 平方米
⑥	现有城镇人口人均居住面积改善空间	7.4 平方米	28.4 平方米
⑦	改善需求总建筑面积（居住面积换算成建筑面积）	61.49 亿平方米	236 亿平方米
⑧	2018 年末城镇化率	59.58%	
⑨	城镇化率提升需求总建筑面积（若城镇化率达到 72%，即发达国家的 80%，且人均住房标准按上述参考）	76.23 亿平方米	112.62 亿平方米
⑩	2000 年至 2018 年形成的供应总缺口	70 亿平方米	
⑪	未考虑人口增长的 2018 年之后的总潜在需求（=⑦+⑨+⑩）	207.72 亿平方米	418.62 亿平方米
⑫	未来总人口潜在增加	2.25 亿人	
⑬	未来潜在增加总人口城镇化的数量	1.62 亿人	
⑭	总人口增长城镇化所增加的住房需求	71.28 亿平方米	105.3 亿平方米
⑮	开发商增量总需求（考虑总人口增加的 2018 年之后的总潜在需求，=⑦+⑨+⑩+⑭	279 亿平方米	523.92 亿平方米
⑯	2018 年全国新建商品住宅均价（销售额/销售面积；统计局口径）	8736.9 元/平方米	
⑰	参考 2018 年房价，2018 年之后的住宅潜在需求金额	243.76 万亿元	457.74 万亿元

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

龙头房企受益于行业集中度提升

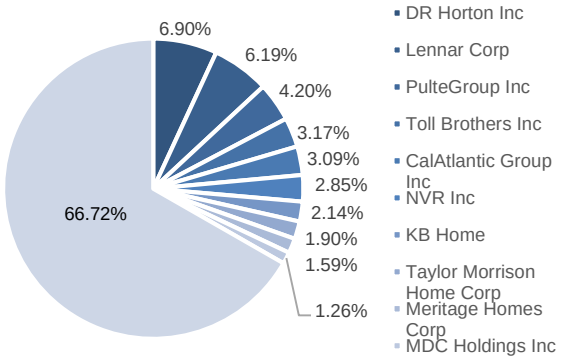
2018 年，中国房地产销售 TOP5 和 TOP10 市场集中度分别为 18.4%、26.9%，较 2017 年末分别提升了 1.5 和 2.5 个百分点，龙头房企集中度持续提升。对比美国，2018 年中国 TOP5 和 TOP10 的市场集中度尚有 5.2 和 6.6 个百分点的差距。

图 8：2018 年中国优势房企市场份额



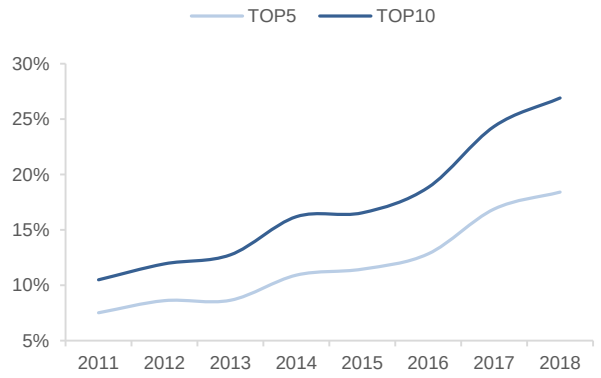
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：2018 年美国优势房企市场份额



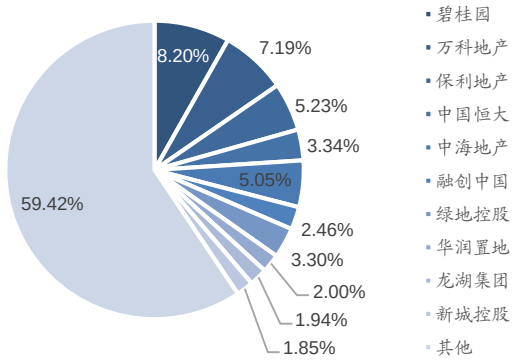
资料来源：Wind、Bloomberg、美国统计局、国信证券经济研究所整理

图 10：中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：2019 年 1-2 月中国优势房企市场份额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

追赶能力强，资源禀赋好

始于廊坊，迈向全国

荣盛房地产发展股份有限公司（简称“荣盛发展”）成立于 1996 年，注册资金 43. 4 亿元，致力于品牌化房地产开发，通过专业经营于精品项目阐释现代人居理念。

1999 年初，公司第一个住宅项目——方舟花园在茉莉之乡六合正式启动。公司凭借着工程起家所积累的资金和设计、施工、造价等优势，在吸取沿海先进的房地产开发经验基础上，通过别具特色的户型和精良的施工，首战告捷。21 世纪初，公司北上移师京津之心——廊坊，借鉴六合成功的经验，开发出锦绣家园、阿尔卡迪亚楼盘，迅速成长为一个以品质地产为特征的本土知名地产企业。

公司早期发展避开了一线大城市的直面竞争，立足三四线中小城市，从分吸收

优秀企业的成功经验和模式，长袖起舞在三线城市，成为了这些城市住宅开发理念的领跑者和新生活方式的倡导者。2003 年，公司开始了从点到线的战略布局，选择与廊坊生活水平相当的城市，例如沧州、蚌埠、徐州等，在京沪走廊开疆扩土，打造引领三线城市生活方式的住宅产品，树立起公司的地产江湖地位。如果将南京六合作为原点，廊坊作为战略支点，连接京津冀和长三角的京沪走廊则是公司巨大的市场腹地、战略重地。

2007 年 8 月 8 日，公司成功登陆深圳证券交易所，成为河北省首家通过 IPO 上市的房地产企业。2010 年公司实现销售规模超过 100 亿，跨入百亿俱乐部，成为中国名副其实三线城市的地产领跑者。2018 年公司实现销售 1016 亿元，迈入千亿俱乐部。经过 20 余年发展，公司在经营规模、业务领域取得长足发展，已从最初的普通住宅开发快速成长为集地产开发、康旅打造、金融投资、互联网创新等业务于一体的全国性知名大型多产业综合集团公司，业务范围扩大至天津、重庆、河北、海南、辽宁、四川、浙江、广东等省市在内的 47 个城市。

表 7：荣盛发展 2006-2025 年发展规划

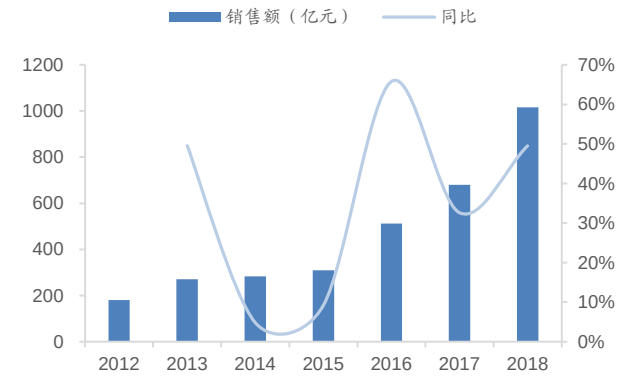
时间	发展规划
2006-2010 年	集中优势资源做好商业住宅开发经营主业，兼顾培育 j 建筑设计、物业经营与酒店餐饮等行业。 区域定位于长三角地区和环渤海区域内的京津冀地区。 建立多种融资渠道，计划 2007 年顺利在国内上市。 实施管理创新，不断优化标准化、制度化、流程化建设。 加强品质管理，努力提高高产品质量与服务质量，打造区域品牌。
2011-2015 年	做精商业住宅，有选择地进入其他物业形态，实行行业并购重组，整合产业链，成为国内第一梯队的房地产专业供应商。 区域市场在做实华北、华东区的基础上，进入华中和西南地区。 实施在总部资本、人力、技术支持下的子公司发展策略，做强做大区域性子公司。 全面实施品牌战略，成为国内知名的地产品牌。
2016-2020 年	坚持“以市场为导向，以客户为中心，以品质为基础”，坚秉“缔造新型生活”品牌理念，为消费者缔造快乐、健康、富有的新型生活方式。 完成转型所需的整体产业布局，推进公司从房地产开发商向生活方式运营商的转变，形成以大地产为主干，大健康、大金融为两翼，互联网等新兴产业为辅助的多产业综合集团公司。
2021-2025 年	将公司建设成为充满活力和创新、极具市场能力和竞争力、知名度和美誉度高、模式领先、机制完善、管理规范、运营健康、实力雄厚、多产业支撑的大型综合性集团公司。 形成以大地产、大金融、大健康三大产业集团鼎立，新兴产业全面开花的产业格局。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

销售破千亿，追赶能力强

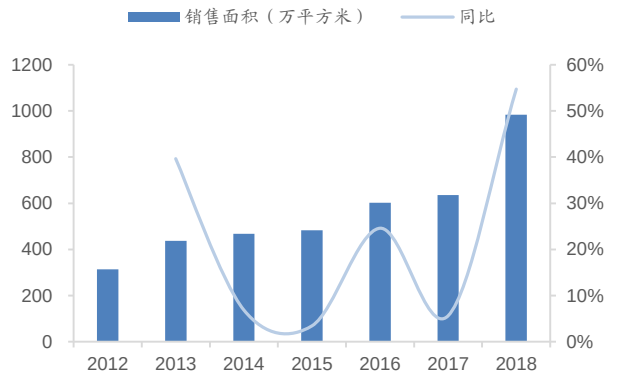
2018 年全年，公司实现累计销售面积 983.4 万平方米，同比增长 54.73%；累计销售额 1015.63 亿元，同比增长 49.51%，销售额突破千亿大关，年度计划完成率达到 115%。自 2008 年以来年复合增长率达 47.36%，跑赢行业 27.8 个百分点，在 2018 年市场降温的这一年份更是跑赢行业 37.3 个百分点。

图 12：公司销售额实现持续增长



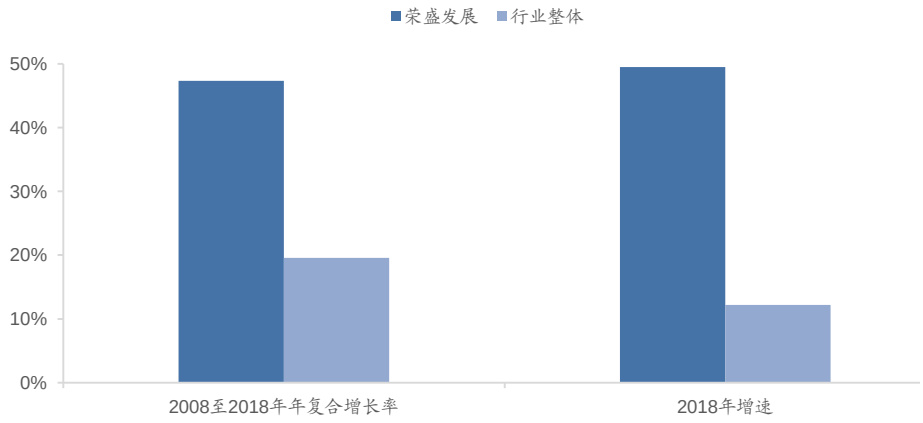
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：公司销售面积实现持续增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

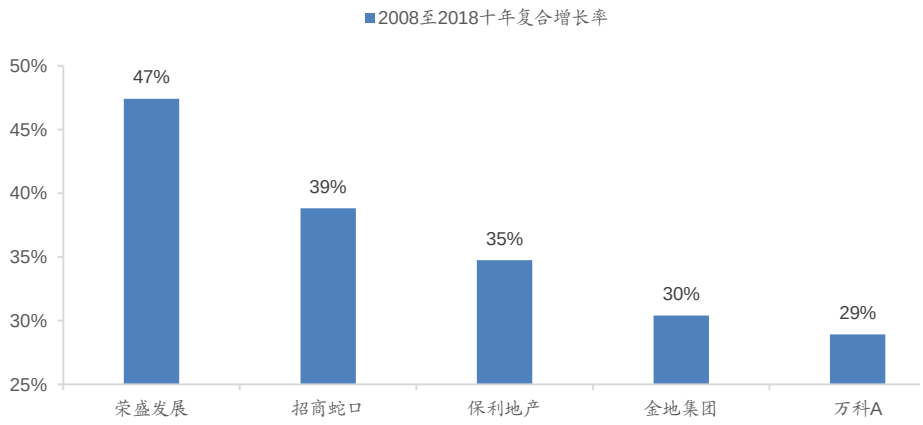
图 14：公司销售增速大幅跑赢行业整体水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司作为追赶者，上市十年来销售额复合增速不但大幅跑赢行业平均水平，而且较老牌龙头房企也有显著增长优势，根据同期比较，招商蛇口（前身为招商地产）、保利地产、金地集团、万科 A 销售额十年复合增速分别为 39%、35%、30%、29%，均不及荣盛发展。

图 15：公司销售额十年复合增速领先老牌龙头房企



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

纵观 2018 年全年，大部分优势房企的销售增速仍实现了不错的增长，但显著不如去年同期。销售金额TOP30房企中，仅9家房企销售增速较去年有所提升，荣盛发展便是其中一家，逆势中增速仍有提高，且在 2018 年环京地区行业政策不友好的背景下保持高增速，表明了公司发展之迅速、韧性之强。公司 2019 年销售额目标 1120 亿元，对应同比增长 10%，前 3 月销售额同比增长 14%，开局良好！

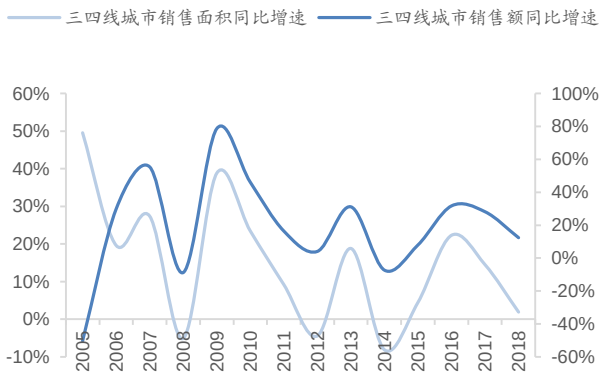
表 8: 2018 年 1-12 月 TOP30 房企销售数据

序号	房企	2018 年 1-12 月销售金额（亿元）	2018 年 1-12 月同比增速	2017 年 1-12 月同比增速	增长变化（百分点）
1	碧桂园	7287	32%	78%	-46
2	万科地产	6070	15%	45%	-31
3	中国恒大	5513	10%	34%	-24
4	融创中国	4650	27%	135%	-108
5	保利发展	4048	31%	47%	-16
6	绿地控股	3875	26%	20%	6
7	中海地产	2636	30%	10%	20
8	新城控股	2211	75%	94%	-20
9	龙湖集团	2006	29%	77%	-49
10	华润置地	2106	38%	41%	-2
11	世茂房地产	1762	75%	48%	27
12	招商蛇口	1706	51%	53%	-1
13	华夏幸福	1635	7%	57%	-50
14	阳光城	1629	78%	88%	-10
15	金地集团	1623	15%	40%	-25
16	旭辉集团	1520	46%	96%	-50
17	绿城中国	1564	7%	28%	-22
18	中南置地	1466	52%	92%	-40
19	富力地产	1423	74%	35%	39
20	泰禾集团	1303	29%	152%	-122
21	金科集团	1291	96%	93%	3
22	中梁控股	1289	70%	125%	-55
23	中国金茂	1280	85%	85%	0
24	融信集团	1219	143%	9%	134
25	远洋集团	1095	55%	40%	15
26	正荣集团	1080	19%	86%	-67
27	蓝光发展	1042	51%	103%	-52
28	祥生地产	1029	81%	75%	7
29	雅居乐	1027	14%	70%	-55
30	荣盛发展	1016	50%	49%	1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

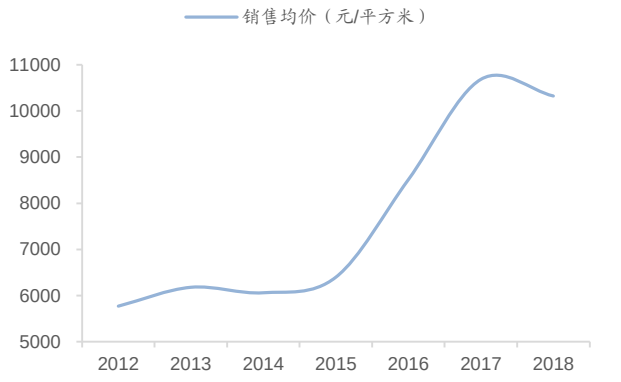
2014 年后，三四线房地产市场开始逐渐升温，销售同比增速于 2016 年达到高点，销售额与销售面积分别同比增长 32%、22%。随着三四线房地产市场的升温，公司的销售于 2016 年产生突破，不仅累计销售额同比增速达到 65.77%，销售均价更是显著提升到 8513 元/平方米。

图 16：2016 年三四线销售同比增速位于近年高点



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 17：公司 2016 年起销售均价显著提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司房地产开发项目拥有府邸、盛景者、锦绣、花语系列，通过不同的系列定位客户不同层次的需求。

表 9：公司产品系列

产品系列	产品理念	代表项目
府邸系列	府邸，彰显国人对尊崇人家素有之情结，也凝固了一段时期以来居者的审美精髓。他既是居住者尊贵身份的象征，又是一种生活方式的体现。吉祥、美雅、显达等意象伴随着他。 荣盛的府邸——将更多的目光关注在客户和家人居住在一起和谐共荣的情感需求上。在旁观者眼中，这里是高贵神秘的，充满了上层社会的奢华与珠光宝气；而在居住者看来，这里是一个处处体现对家庭每个成员关爱的真正的家。在每处细节处都融入了“家族”的概念，体现对家庭所有成员的关爱和尊重。让三代人同居一个屋檐下，互相陪伴却又互不打扰，分享彼此的喜怒哀乐，这对每个幸福的家庭来说，都是件非常重要的事！	廊坊荣盛华府；廊坊塞纳荣府；蚌埠香堤荣府
盛景系列	盛景者，盛大的景象，美丽的景色。层林尽染是大自然最美的盛景之一。著名田园诗人陶潜更把鸟儿归林比喻为人生重归自由生活的象征：“羁鸟恋旧林，池鱼思故渊。”故将盛景融入生活，象征林木葱茏、鸟语花香、自在风雅的美好生活。尤其当今天人们徘徊在钢筋水泥砌就的都市丛林之中，盛景系列产品让绿色无声地进入人们的生命，抚平人们久离自然的枯干心灵，森林的方向，是现代人回家的方向。 盛景系列采用简欧或新古典、现代系列风情建筑风格，融入生态环保理念，倾力打造的一系列将人们从钢筋水泥都市丛林引向自然、回归绿色家园的中高端型住宅产品。	蚌埠西湖观邸；长沙岳麓峰景；邯郸江南锦苑
花语系列	荣盛者，花繁叶茂也。花语本身与荣盛的寓意一致，公司的花语系列小户型住宅产品也是依托多姿多彩的鲜花景观，营造出青春浪漫、明媚靓丽、充满诗意的小资情调的生活氛围。 现代时尚的建筑风格体现在外立面的青春动感、空间的变化丰富、户型的新颖别致以及公共空间的豪华观感。以波浪、架廊式挑板或装饰线、带、块等异型屋顶为特征，立面立体层次感较强，外飘窗台外挑阳台或内置阳台，合理运用色块色带处理，给人简洁、质朴，返朴归真的感受，在细节处融入现代文化标志性符号等。在园林特色方面，则以主题花卉为个性化标志。	常州水岸花语 ；长沙花语馨苑；成都花语城
锦绣系列	锦绣者，精美鲜艳，多姿多彩，灿若群花盛放也。古往今来，不论文人墨客抑或粗布百姓都会常用“锦绣”来赞美生活、寄以期望。正如郭沫若《水调歌头归途》中言，“锦绣山河好，今朝气象殊”，将山河大地铺展成多姿多彩的画卷；而杨万里的“春生锦绣山河早，秋到江淮草木迟”，则显现出山河大地之华美。 锦绣，是精致鲜美的迤逦风景，是多姿多彩的社区园地，是丰富多元的生活理念，也是为享受锦绣般美好生活的人群所量身定做。锦绣外滩，成就都市之繁华，亲水、现代、科技、便利……；锦绣天地，寓意自然之生态，田园、健康、淡泊、静美！一动一静、一都市一自然，通过园林艺术与现代设计的巧妙结合，打造出既有城市形态的生活配套又有乡村形态的生态氛围，象征锦绣生活的住宅产品应运而生。	蚌埠锦绣香堤；沈阳锦绣天地

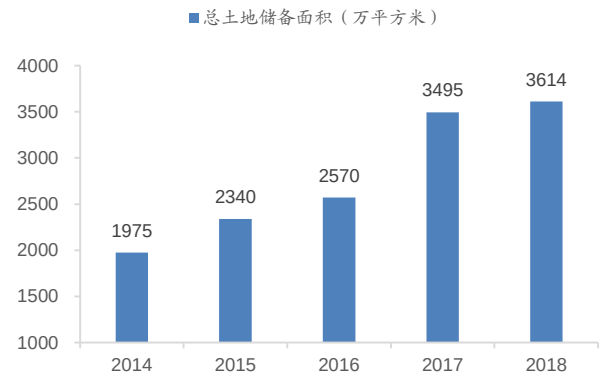
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资源禀赋好，京津冀城市群底蕴深厚

截至 2018 年末，公司总土地储备达 3613.5 万平方米，其中河北、山东、辽宁、安徽、江苏、重庆、河南、江西、广东、湖南省分别占 35%、13%、10%、7%、7%、6%、6%、4%、4%、3%，除此之外还有少量土地储备位于陕西、浙江、

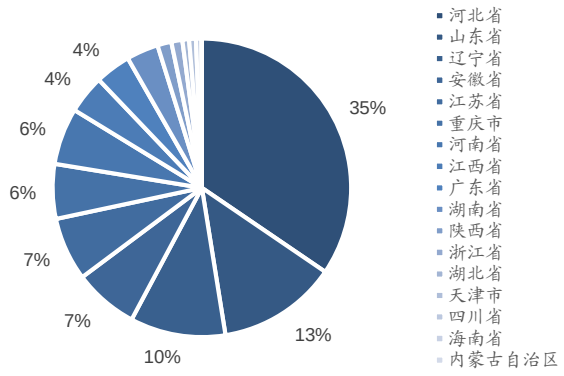
湖北、天津、四川、海南、内蒙古自治区。从土地储备分布来看，公司仍然深耕京津冀城市群，对京津冀及环渤海区域的依赖性较强，与此同时公司稳步拓展长三角城市群和珠三角城市群，环京影响也在不断趋弱。

图 18：公司历年总土地储备面积



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 19：截至 2018 年末公司总土储分布



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 10：截至 2018 年末公司总土储分布

省份	城市	建筑面积（万平方米）
河北省	廊坊市	412.3
	唐山市	122.2
	秦皇岛市	26.9
	石家庄市	125.8
	邯郸市	157.2
	沧州市	66.1
	邢台市	25.9
	保定市	60.1
	张家口市	177.7
	承德市	73.0
天津市	天津市	26.7
山东省	青岛市	165.6
	德州市	103.0
	济南市	63.3
	聊城市	59.8
	临沂市	76.3
辽宁省	沈阳市	326.4
	盘锦市	47.1
江苏省	徐州市	158.2
	南京市	65.4
	常州市	15.5
	宜兴市	8.8
重庆市	重庆市	213.9
安徽省	蚌埠市	103.6
	合肥市	24.4
	芜湖市	11.4
	滁州市	43.0
	黄山市	64.4
	池州市	5.9
江西省	宜春市	136.4
	上饶市	13.9
浙江省	嘉兴市	43.2
湖北省	神农架	26.1
湖南省	长沙市	43.5
	岳阳市	21.9

	益阳市	44.4
	株洲市	15.3
河南省	郑州市	62.5
	濮阳市	24.2
	漯河市	44.7
	开封市	66.5
	焦作市	24.1
陕西省	西安市	11.8
	咸阳市	42.8
广东省	惠州市	95.1
	湛江市	44.3
四川省	成都市	1.0
	什邡市	21.2
海南省	陵水县	0.5
内蒙古自治区	呼和浩特市	0.2
	合计	**3613.5**

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2015 年 4 月 30 日中共中央政治局审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，纲要指出，推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。

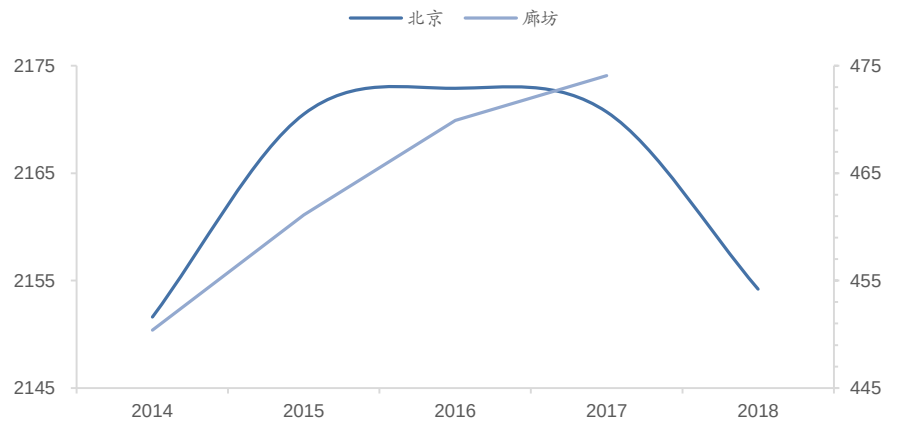
2017 年 4 月，中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，涉及保定市下辖的雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域。

2018 年 11 月，《中共中央国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》指出，以疏解北京非首都功能为“牛鼻子”推动京津冀协同发展，调整区域经济结构和空间结构，推动河北雄安新区和北京城市副中心建设，探索超大城市、特大城市等人口经济密集地区有序疏解功能、有效治理“大城市病”的优化开发模式。

截至 2018 年末北京常住人口 2154 万人，连续两年保持回落态势，廊坊户籍人口 474 万人，自 2014 年起保持增长，根据《廊坊市城市总体规划（2016-2030 年）》，2030 年廊坊户籍人口将达到 607 万人。

京津冀作为中国的“首都圈”，以北京、天津、保定、廊坊为核心功能区，北京的资源有望不断向都市圈辐射，荣盛发展的深耕京津冀的龙头公司，未来项目资源具备升值的空间，我们认为随着京津冀一体化的不断深入，廊坊及其他城市将继续承担起疏解北京非首都功能的责任，未来房地产市场发展潜力巨大。

图 20：北京、廊坊人口变化情况（万人）

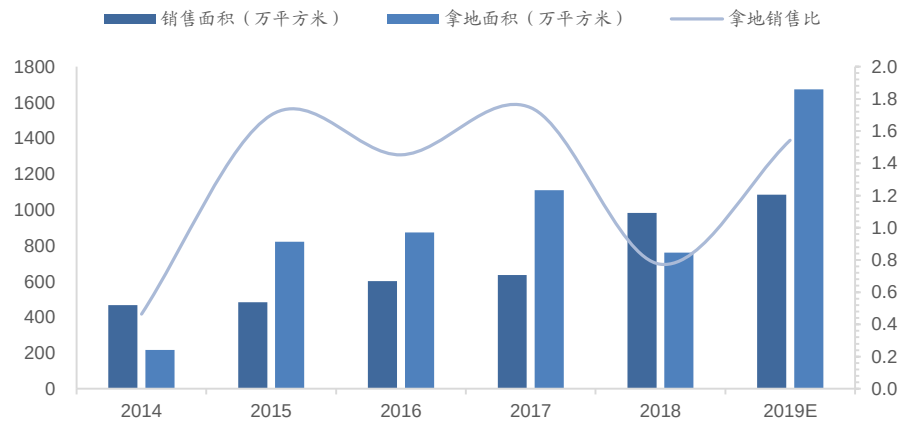


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

地价低廉，扩张目标积极

2018 年公司在京津冀、长三角、中西部等 30 多个城市获得土地 89 余宗，新增土储 761 万平方米，公司拿地地价低廉，2018 年平均单位成本仅 2293 元/平方米，平均售价可达 10328 元/平方米。2019 年计划新增土储 1673 万平方米，同比增长 120%，扩张目标积极。我们认为，公司环京项目资源具备升值空间，“两横、两纵、三集群”的项目布局使公司更充分享受区域发展红利，受环京的区域性风险不断趋弱，同时公司扩张目标积极，未来公司的不断发展与销售增长可期！

图 21：公司拿地销售比变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：2019 年按公司目标销售额 1120 亿元，目标拿地面积 1673 万平方米，2018 年销售均价 10328 元/平方米进行销售面积、拿地销售比预测

“两横、两纵、三集群”布局，受益户籍放开政策

在房地产开发板块，公司进一步优化战略，扩大了公司发展的格局，基本形成了“两横、两纵、三集群”的项目布局。“两横”是指沿着长江及陇海铁路沿线的布局，“两纵”是以京沪、京广铁路沿线的布局，“三集群”是指深耕“京津冀城市群”，稳步拓展“长三角城市群”、“珠三角城市群”周边城市的布局。公司房地产开发业务已经伸展到辽宁、河北、河南、山东、山西、江苏、江西、浙江、安徽、湖南、陕西、四川、广东、天津、重庆等 13 个省、2 个直辖市、1 个自治区的 50 余个城市，涉及房地产项目 250 余个。“两横、两纵、三集群”的项目布局使公司更充分享受区域发展红利，受环京的区域性风险不断趋弱，公司未来的销售持续增长值得期待！

2019 年 4 月 8 日发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户，继续加大户籍制度改革力度：在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300-500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制；超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。

根据住建部发布的《2017 年城乡建设统计年鉴》，城区人口在 300-500 万区间的城市共 10 个，分别为西安、沈阳、哈尔滨、昆明、郑州、杭州、济南、青岛、大连、长春；城区人口 100-300 万人共 59 个。

表 11：大型城市一览表

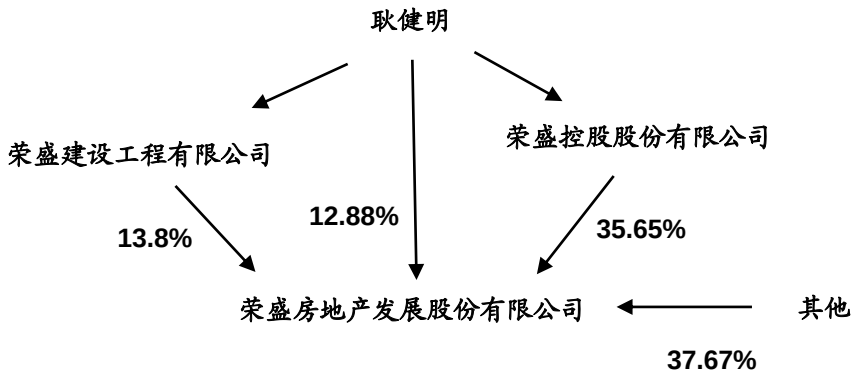
序号	城市名称	城区人口（万人）	序号	城市名称	城区人口（万人）
1	西安	493	36	保定	144
2	沈阳	432	37	济宁	141
3	哈尔滨	426	38	包头	138
4	昆明	391	39	呼和浩特	135
5	郑州	374	40	佛山	133
6	杭州	371	41	鞍山	131
7	济南	336	42	淮安	130
8	青岛	336	43	抚顺	129
9	大连	329	44	潍坊	127
10	长春	325	45	吉林	125
11	太原	288	46	柳州	125
12	长沙	283	47	南阳	125
13	苏州	270	48	西宁	124
14	石家庄	264	49	赣州	123
15	南昌	246	50	盐城	122
16	汕头	237	51	大同	121
17	南宁	230	52	泸州	118
18	福州	223	53	南通	116
19	无锡	222	54	衡阳	116
20	合肥	220	55	大庆	115
21	乌鲁木齐	217	56	株洲	115
22	东莞	211	57	银川	113
23	贵阳	207	58	襄阳	110
24	洛阳	203	59	惠州	109
25	徐州	197	60	齐齐哈尔	109
26	厦门	197	61	海口	108
27	唐山	194	62	扬州	106
28	宁波	192	63	淮南	106
29	邯郸	190	64	芜湖	105
30	兰州	190	65	遵义	105
31	临沂	180	66	自贡	105
32	淄博	165	67	泉州	103
33	常州	160	68	绍兴	103
34	温州	152	69	南充	102
35	烟台	151			

资料来源：住建部《2017 年城乡建设统计年鉴》、国信证券经济研究所整理
注：荣盛发展在标阴影城市区域内拥有超百万方土储

股权集中，高管增持彰显信心

根据公司 2018 年报，公司第一大股东为荣盛控股股份有限公司，占总股本 35.65%；第二大股东为荣盛建设工程有限公司，占总股本 13.8%；公司创始人耿建明为第三大股东，占总股本 12.88%。公司前三大股东存在关联关系，为一致行动人，合计持股比例达到 62.33%，公司股权集中，为公司的长期发展打下了坚实稳定的基础。

图 22：公司股权结构集中



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司得到外资和“国家队”认可，根据 2018 年报，在公司十大股东中，香港中央结算有限公司（陆股通）增持 1.1%至 2.26%，“汇金”持股占 0.91%，社保持股占 0.58%。

表 12：公司十大流通股东明细（2018 年报）

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	荣盛控股股份有限公司	155000	35.65	A 股流通股
2	荣盛建设工程有限公司	60000	13.80	A 股流通股
3	耿建明	14000	3.22	A 股流通股
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	9818	2.26	A 股流通股
5	信诚基金-中信银行-华鑫国际信托-华鑫信托·慧智投资 57 号结构化集合资金信托计划	5180	1.19	A 股流通股
6	建信基金-工商银行-陕西省信托-陕国投·财富尊享 1 号定向投资集合资金信托计划	4163	0.96	A 股流通股
7	中央汇金资产管理有限责任公司	3975	0.91	A 股流通股
8	全国社保基金一一四组合	2525	0.58	A 股流通股
9	中国建设银行股份有限公司-万家精选混合型证券投资基金	2507	0.58	A 股流通股
10	中国农业银行股份有限公司-景顺长城沪深 300 指数增强型证券投资基金	2371	0.55	A 股流通股
	合　　计	259540	59.69	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2018 年 8 月 15 日，公司发布关于董事、监事、高管人员增持公司股份完成的公告，公司董事长耿健明、监事会主席邹家立、副总裁鲍丽洁分别增持 4690.74、1056.72、440.48 万元，高管增持彰显其对公司长期发展的信心。

表 13：近期公司高管增持情况

增持人	职务	增持方式	增持时间	增持金额（万元）	增持均价(元/股）	占总股本比例（%）
耿建明	董事长	集中竞价	2018-7-9 至 8-9	4690.74	7.82	0.14
邹家立	监事会主席	集中竞价	2018-7-9 至 8-9	1056.72	7.64	0.03
鲍丽洁	董事、副总裁	集中竞价	2018-7-9 至 8-9	440.48	7.68	0.01

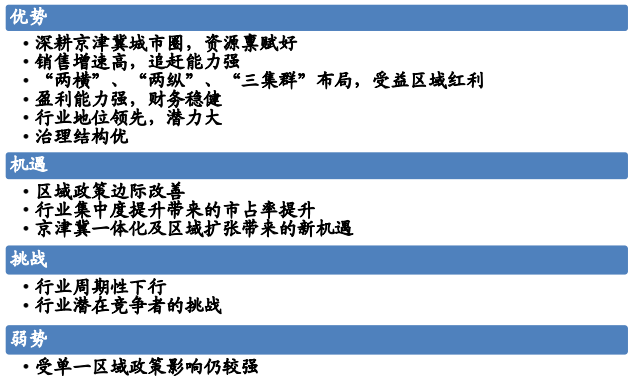
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

各项指标均好，核心竞争力突出

SWOT 分析及波特五力分析

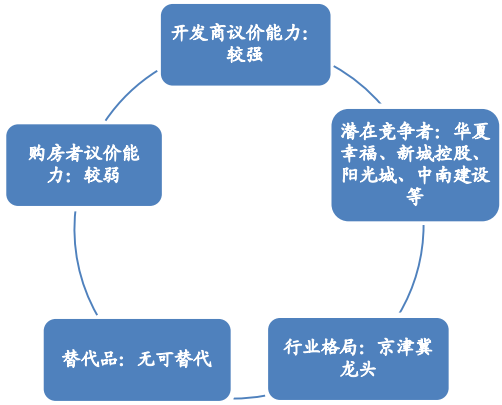
公司京津冀龙头地位突出，受益于京津冀一体化，竞争力强大；公司进一步优化战略，扩大了公司发展的格局，“两横、两纵、三集群”的项目布局使公司更充分享受区域发展红利，受环京的区域性风险不断趋弱，同时公司扩张目标积极，未来公司的不断发展与销售增长可期。

图 23：SWOT 分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 24：波特五力分析

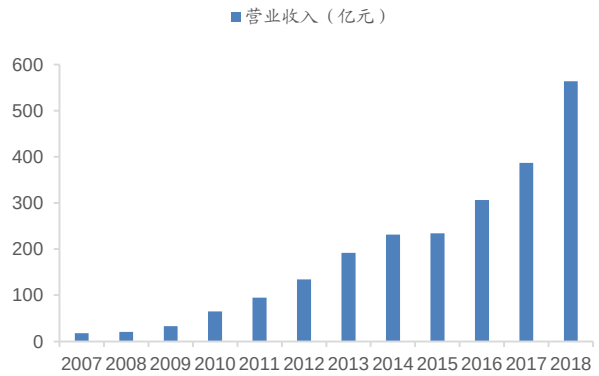


资料来源：国信证券经济研究所整理

业绩持续增长，盈利能力不断提升

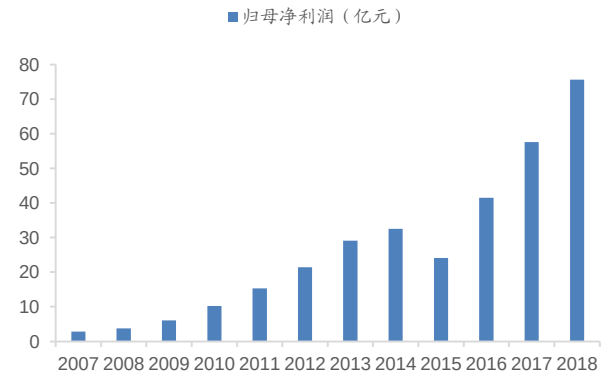
根据公司 2018 年报，2018 年公司实现营业总收入 563.68 亿元，同比增长 45.6%；实现归母净利润 75.65 亿元，同比增长 31.3%。公司业绩的持续增长源于之前销售规模的快速增长，而 2018 年的销售高增速也为未来业绩的持续增长打下了良好的基础，公司 2018 年末预收款为 870 亿元，可锁定 2019 年 wind 一致预期营收的 127%，业绩锁定性佳。

图 25：公司营业收入持续增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

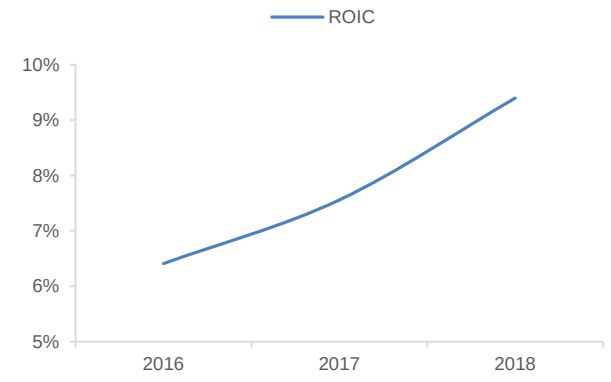
图 26：公司归母净利润持续增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

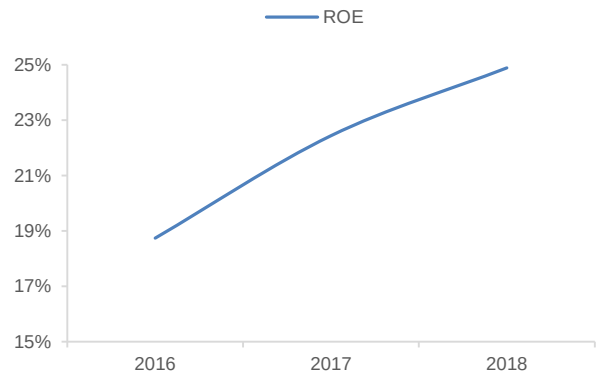
在销售规模大幅增长的背景下，公司的盈利能力也在不断提升。根据公司 2018 年报，公司房地产开发主业毛利率提升 4.1 个百分点至 31.2%；净利率为 14.7%，保持稳定；ROE 为 22.5%；ROIC 提升 1.8 个百分点至 9.4%。

图 27：公司 ROIC 稳步提升



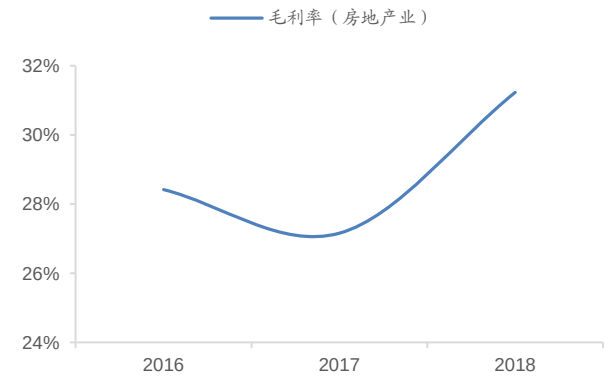
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 28：公司 ROE 稳步提升



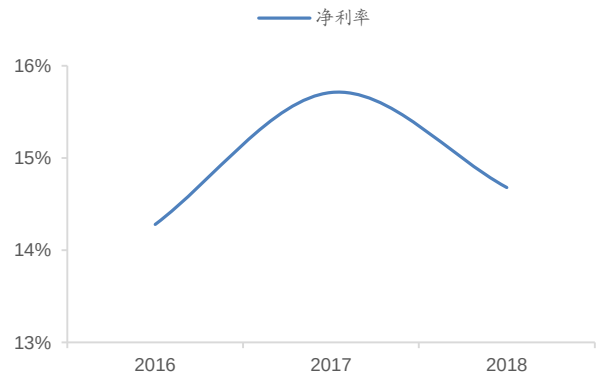
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 29：公司毛利率保持稳定



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

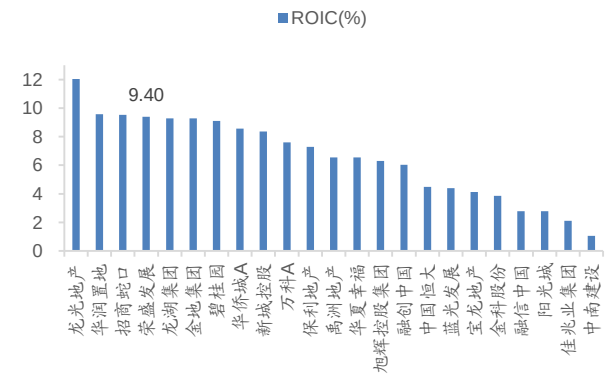
图 30：公司净利率保持稳定



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

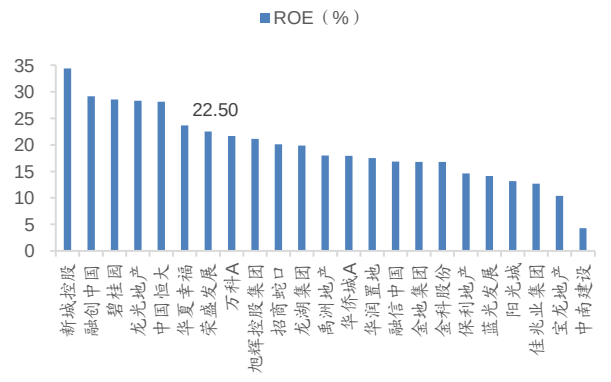
通过与优势地产公司对比，公司 ROE、ROIC 指标均处于行业领先水平；净利率、毛利率亦优于行业平均。

图 31：ROIC 行业对比



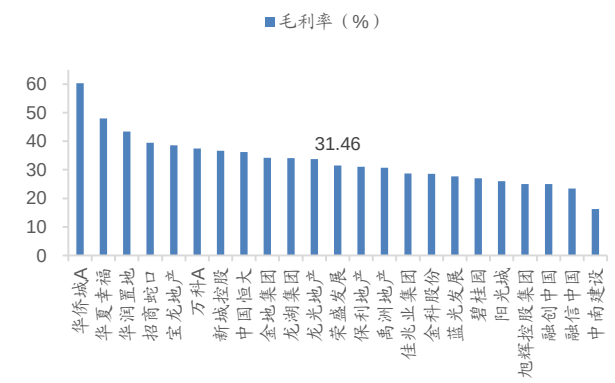
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 32：ROE 行业对比



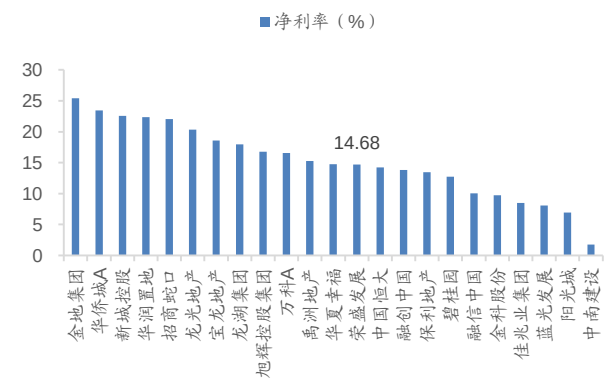
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 33：毛利率行业对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 34：净利率行业对比

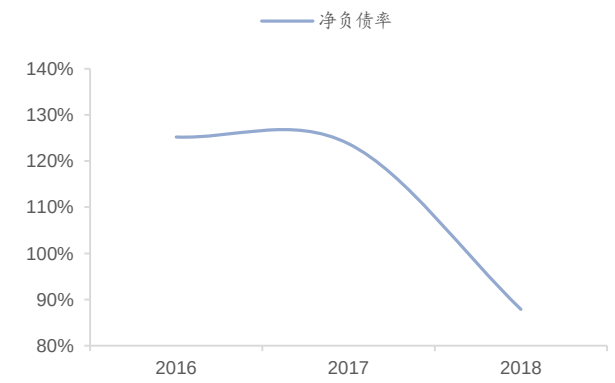


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务稳健

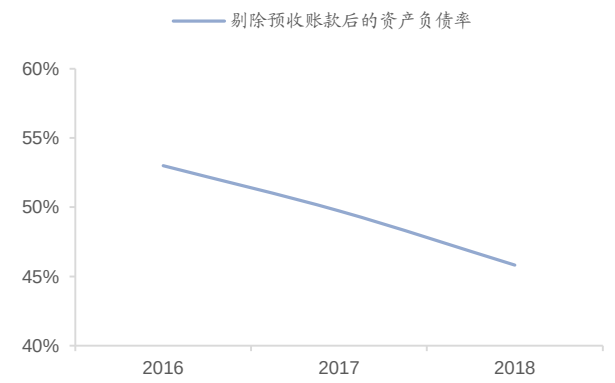
截至 2018 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率 46%，同比下降 3.9 个百分点；净负债率 88%，同比大幅下降 36 个百分点；货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.1 倍，短期偿债能力较好。

图 35：公司净负债率不断优化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

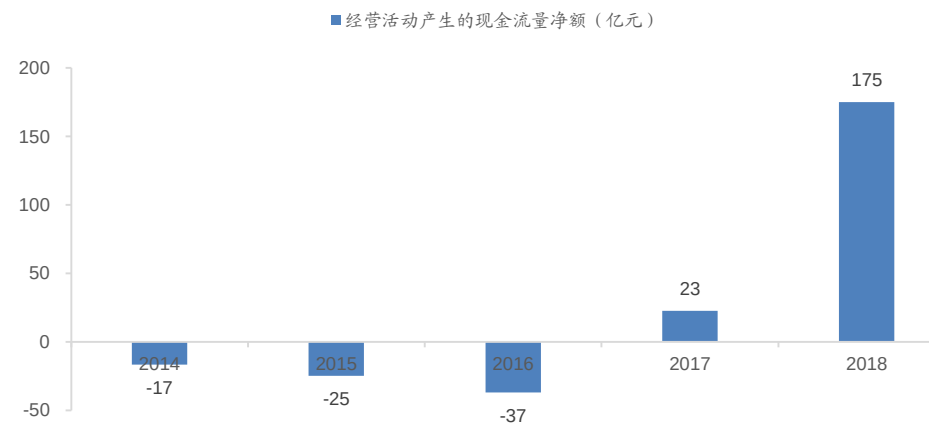
图 36：公司剔除预收账款后的资产负债率不断优化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司实现销售回款 815 亿元，完成年度计划的 101.88%，占签约额的 80.25%，新增融资额 449.93 亿元。良好的销售回款和融资，使得公司的现金流状况极大改善，经营活动产生的现金流量净额 175.12 亿元，继 2017 年后持续为正。

图 37：公司经营性现金流持续为正



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 14：2018 年公司主要融资情况

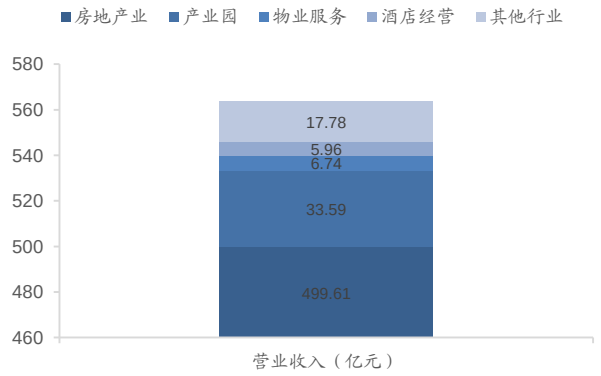
	融资金额（亿元）	融资成本区间	期限结构（年）
银行贷款	231.16	4.75%-9.5%	1-18
信托融资	152.03	8.3%-10.5%	0.5-3
直融	51.35	6.4%-7.2%	1-3
其他	15.4	6%-9.5%	0.5-2
合计	449.93		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业地位领先，“3+X”多元化业务全面布局

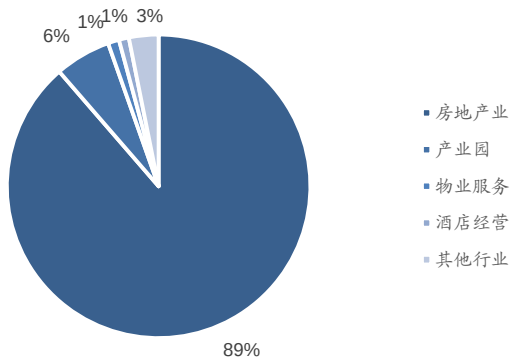
公司销售规模已追赶至全国 30 强，预计 5 年内有望步入 15 强。2015 年以来，在对行业格局和发展趋势进行深入分析的基础上，公司制定了由传统的房地产开发企业逐渐转型为“3+X”新兴产业全面发展的战略格局。目前公司形成了已房地产开发为主业，贯穿康旅、产业园、设计、实业、酒店、物业、商管、房地产金融业务为一体的全方位、综合性的全产业链条，通过主、辅业的协同发展，实现公司收入、利润的持续、快速增长。

图 38：2018 年公司“3+X”业务营收结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 39：2018 年公司“3+X”业务占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

康旅板块：作为公司产业转型的重要体现，康旅公司大力推动“6+N”战略布局，初步形成“3+1”的荣盛康旅国际度假区业态模式。公司康旅板块以“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，公司已经在河北省秦皇岛市、唐山市迁西县、承德市兴隆县、御道口及滦平县、邢台市内丘县、衡水滨湖新区、保定市野三坡、张家口市蔚县及塞北管理区、河南焦作云台山、安徽省黄山、九华山、滁州市、江苏省南京市六合区、溧阳市、湖北省神农架、陕西省临潼、四川省广汉市、阆中市、云南省丽江市、海南省陵水县等国内区域实现布局。此外，公司还走出国门，在捷克共和国南摩拉维亚州、奥地利共和国进行大健康产业布局。2018 年，荣盛康旅圆满承接 “一省三市”4 次旅发大会及世界中医药健康论坛等重要会议，参加国际旅游媒体高峰论坛，连续在新华社、人民网等主流媒体发布报道 29 篇，影响力不断扩大。荣盛康旅国际会议中心、温泉中心、Risesun 体育世界、伢莱吖牧场、童话小镇、西沙岛屿飞行等业态落位并实现运营，呈现出餐饮、健康、航空及生活服务等共计 20 种运营业态，大大提升了顾客的入住体验，推动“盛行天下”计划大步向前。

金融板块：公司旗下振兴银行、中冀投资、泰发基金持续发力，公司大金融战略稳步推进。振兴银行坚持线上线下相结合战略方向，依托人工智能、大数据等先进科技，走出了一条专而美的创新型、科技型银行道路。截至 2018 年底，振兴银行资产规模达 175 亿元，综合排名在全国同期开业的 10 家民营银行中名列前茅，荣获“2018 年度科技创新银行”奖项；中冀投资坚持以“集聚民间资本力量、聚焦京津冀协同发展、助推产业转型升级”为宗旨，稳步推进“1+4”策略，进入了科学、规范、有序发展的快车道。截至目前，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，2018 年实现净利润 3.97 亿元。

产业园板块：作为大地产板块的重要承载者，公司控股子公司荣盛兴城坚持目标导向，直面形势、集中资源、攻坚克难，年度目标全面完成，园区规模不断壮大，全国知名度不断提升，被评为“2018 中国产业园区运营十强企业”、“2018 中国产业新城运营商优秀品牌”、“2018 最具潜力产业新城运营商十强”并荣获“中国品质产业园典范”称号。

治理结构优，多层次激励机制完善

公司于 2017 年 11 月 16 日公司发布“创享计划”实施办法，推出公司员工跟投机制，其中总部投资企业在每一个项目公司的持股比例不超过 4.5%，城市投资企业在每一个项目公司的持股比例不超过 5.5%。同时，为鼓励项目有质量的发展，该方案引入“项目利润率”弹性系数及“品质”弹性系数，保证了项目的利润率和品质。我们认为，公司“创享计划”的出台，能激发公司活力，使公司业务更快速的发展。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

预计公司 2019 年销售额 1120 亿元，同比增长 10%;

公司 2018 年末预收款为 870 亿元，外加公司 2019 年销售结算款项，预计公司 2019 年营业收入增长率 25%;

公司 2018 年计划拿地总面积 1673 万平方米，根据公司的土储增长速度及 2019 年预计销售额 1120 亿元，预计公司 2020、2021 年营业收入增长率为 26%、23%;

预计公司未来三年营业成本/营业收入约 69%，与 2018 年基本持平；
预计公司未来三年管理费用/营业收入约 3.4%，与 2018 年基本持平；
预计公司未来三年销售费用/销售收入约 3%，与 2018 年基本持平；
预计公司未来营业税附加/营业收入约 4%，与 2018 年基本持平；
预计公司未来三年所得税税率 25%，与 2018 年基本持平。

未来三年盈利预测

我们对公司未来三年盈利做出预测:

表 15: 未来三年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	56368	70460	88779	109198
营业成本（百万元）	38632	48335	61524	75456
销售费用（百万元）	1727	2114	2619	3058
管理费用（百万元）	1950	2435	2969	3698
财务费用（百万元）	802	876	899	908
营业利润（百万元）	11069	13970	17139	21583
利润总额（百万元）	10943	13970	17139	21583
归属于母公司净利润（百万元）	7565	9568	11738	14782
EPS（元）	1.74	2.20	2.70	3.40
ROE	23%	24%	24%	24%

资料来源：国信证券经济研究所整理

按上述假设条件，我们得到公司 19-21 年营业收入分别为 705/888/1092 亿元，归母净利润分别为 957/117/147 亿元，利润年增速分别为 26.5%/22.7%/25.9%。每股收益年分别为 2.2/2.7/ 3.4 元。

盈利预测的敏感性分析

公司的销售额增速和销售均价对未来盈利影响较大，在公司 2019 年销售增速为 10%且销售均价与 2018 年接近的情况下，预计公司 2019 年 EPS 为 2.2 元。

表 16: 2019 年 EPS 随公司销售额增速和销售均价变化影响的敏感性分析

EPS（元）		销售额波动		
		15%	10%	5%
销售均价波动	10%	2.54	2.42	2.30
	5%	2.43	2.31	2.19
	0%	2.31	2.20	2.09
	-5%	2.19	2.09	1.99
	-10%	2.08	1.98	1.88

资料来源：国信证券经济研究所整理

表 17: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测				
营业收入(百万元)	56368	73954	97472	124764
(+/-%)	45.6%	31.2%	31.8%	28.0%
净利润(百万元)	7565	10035	12870	16848
(+/-%)	31.3%	32.7%	28.2%	30.9%
每股收益（元）	1.74	2.31	2.96	3.87
中性预测				
营业收入(百万元)	56368	70460	88779	109198
(+/-%)	45.6%	25.0%	26.0%	23.0%
净利润(百万元)	7565	9568	11738	14782
(+/-%)	31.3%	26.5%	22.7%	25.9%

每股收益（元）	1.74	2.20	2.70	3.40
悲观预测				
营业收入(百万元)	56368	68768	84241	99405
(+/-%)	45.6%	22.0%	22.5%	18.0%
净利润(百万元)	7565	9342	11147	13479
(+/-%)	31.3%	23.5%	19.3%	20.9%
每股收益（元）	1.74	2.15	2.56	3.10

资料来源：国信证券经济研究所整理

业绩锁定性佳，维持“买入”评级

公司 2018 年末预收款为 870 亿元，可锁定 2019 年 wind 一致预期营收的 127%，业绩锁定性佳，预计 19-21 年 EPS 为 2.2/2.7/3.4 元，年复合增长率 25%，对应 PE 5.4/4.4/3.5x，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 14-17 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加权资本成本（WACC）的计算、公司可售项目销售均价的假设、可售项目销售进度的假设、相对估值的比较等都加入了很多个人的判断：

1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.24%、风险溢价 6.8%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

2、我们对于公司可售项目销售均价的假设，是基于公司该项目所在区域楼盘 2018 年末平均售价得除的结论，存在假设均价高于未来实际销售价格导致公司估值高估的风险；

3、根据公司的可售资源和公司 2019 年销售目标的比较结果，我们将公司当前可售资源分摊至三年内售完，不排除公司可售资源销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司销售额相近的公司进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，未充分考虑可比公司估值可能偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计公司 19-21 年 EPS 为 2.2/2.7/3.4 元，年复合增长率 25%，盈利预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，包括对营业收入增长率、管理费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等假设：

1、我们预计公司未来三年营业收入增长率分别为 25%、 26%、23%，不排除公司销售增速不及预期导致对未来三年营业收入增长率估计偏高的风险；

2、我们预计公司未来三年管理费用/营业收入约 3.4%，与 2018 年基本持平，不排除公司管理费用升高的风险；

3、我们预计公司未来三年销售费用/销售收入约 3%，与 2018 年基本持平，不排除公司销售费用升高的风险；

4、我们预计公司未来营业税附加/营业收入约 4%，与 2018 年基本持平，不排除公司营业税附加升高的风险；

5、我们预计公司未来三年所得税税率 25%，与 2018 年基本持平，不排除公司

所得税税率升高的风险。

政策风险

1、公司深耕京津冀，目前在河北省拥有本公司土储总量的 35%，公司深耕京津冀，目前在河北省拥有本公司土储总量的 35%，受京津冀政策影响较大，不排除京津冀区域政策边际不放松或收紧的风险;

2、不排除若行业过热，将导致政策严厉调控的风险。

经营风险

不排除公司未来销售增速不及预期的风险。

财务风险

公司未来扩张目标积极，不排除公司积极扩张带来的杠杆升高的风险；若财务管理不当，不排除未来存在短期流动性的风险

市场风险

若行业出现大幅衰退，而政策又不能适时宽松，从而导致公司出现销售失速的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	30367	35000	38000	41000
应收款项	27598	38608	48646	59835
存货净额	136701	167224	212717	261670
其他流动资产	17234	21138	26634	32759
流动资产合计	**211963**	**261970**	**325997**	**395264**
固定资产	5762	5209	4680	4153
无形资产及其他	990	950	911	871
投资性房地产	6133	6133	6133	6133
长期股权投资	2914	2914	2914	2914
资产总计	**227762**	**277177**	**340635**	**409335**
短期借款及交易性金融负债	26687	35884	45877	55039
应付款项	18952	22018	28008	34453
其他流动负债	108616	138434	175625	215767
流动负债合计	**154254**	**196335**	**249510**	**305260**
长期借款及应付债券	35626	35626	35626	35626
其他长期负债	1522	1522	1522	1522
长期负债合计	**37148**	**37148**	**37148**	**37148**
负债合计	**191402**	**233483**	**286657**	**342408**
少数股东权益	2776	3413	4305	5429
股东权益	33584	40282	49673	61499
负债和股东权益总计	**227762**	**277177**	**340635**	**409335**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.74	2.20	2.70	3.40
每股红利	1.54	0.66	0.54	0.68
每股净资产	7.72	9.26	11.42	14.14
ROIC	10%	11%	11%	12%
ROE	23%	24%	24%	24%
毛利率	31%	31%	31%	31%
EBIT Margin	20%	21%	20%	20%
EBITDA Margin	21%	21%	21%	21%
收入增长	46%	25%	26%	23%
净利润增长率	31%	26%	23%	26%
资产负债率	85%	85%	85%	85%
息率	12.9%	5.5%	4.5%	5.7%
P/E	6.9	5.4	4.4	3.5
P/B	1.5	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	20.6	18.9	18.3	17.2

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**56368**	**70460**	**88779**	**109198**
营业成本	38632	48335	61524	75456
营业税金及附加	2532	3030	3729	4696
销售费用	1727	2114	2619	3058
管理费用	1950	2435	2969	3698
财务费用	802	876	899	908
投资收益	591	300	100	200
资产减值及公允价值变动	(291)	0	0	0
其他收入	45	0	0	0
营业利润	11069	13970	17139	21583
营业外净收支	(126)	0	0	0
利润总额	**10943**	**13970**	**17139**	**21583**
所得税费用	2666	3492	4285	5396
少数股东损益	712	909	1116	1405
归属于母公司净利润	**7565**	**9568**	**11738**	**14782**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	**7565**	**9568**	**11738**	**14782**
资产减值准备的增加（减少）	23	51	(22)	(33)
折旧摊销	273	541	591	600
公允价值变动损失	291	0	0	0
财务费用	802	876	899	908
营运资本变动	575	(12502)	(17867)	(19712)
其它	59	585	915	1157
经营活动现金流	**8785**	**(1757)**	**(4646)**	**(3206)**
资本开支	(2342)	0	0	0
其它投资现金流	94	64	0	0
投资活动现金流	**(2607)**	**64**	**0**	**0**
权益性融资	945	0	0	0
负债净变化	4858	0	0	0
支付股利、利息	(6694)	(2870)	(2348)	(2956)
其它融资现金流	3383	9197	9993	9163
融资活动现金流	**656**	**6326**	**7646**	**6206**
现金净变动	**6834**	**4633**	**3000**	**3000**
货币资金的期初余额	23533	30367	35000	38000
货币资金的期末余额	30367	35000	38000	41000
企业自由现金流	7223	(1052)	(3823)	(2394)
权益自由现金流	15464	7488	5496	6087

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：公司项目总表

表 18：截至 2018 年末公司项目总表（摘自公司 2018 年报）

序号	项目城市	项目名称	权益比例	占地面积(平方米)	计容建筑面积（平方米）	计划总投资额（万元）	可租售面积（平方米）	截至2018年末累计签约面积（平方米）	平均售价（元/平方米）	项目进度
1	蚌埠	香榭兰庭	100%	213881	641998	145600	436112	399841	5465	在建
2	蚌埠	锦绣香堤	100%	181779	593863	163576	590632	508608	5838	在建
3	蚌埠	西湖官邸	100%	134678	418166	126348	415686	375067	6795	在建
4	蚌埠	荣盛华府	100%	100533	160467	56650	154599	149229	11214	在建
5	蚌埠	兰凌御府	100%	161643	404022	243500	397137	102447	10662	在建
6	蚌埠	玖陇院	100%	112861	290225	104000	287261	20407	11874	在建
7	芜湖	荣盛华府	100%	119252	161209	126160	159175	136770	14026	在建
8	合肥	荣盛华府	100%	121821	243940	126668	240336	-	-	拟建
9	沧州	荣盛名邸	50%	58802	147001	130200	127404	65162	13423	在建
10	沧州	花语馨苑	100%	101398	182336	79600	180898	168344	8052	在建
11	沧州	泰享嘉府一二期	50%	57976	134754	82600	121175	84114	13425	在建
12	沧州	泰享嘉府三期	50%	27418	60175	33446	59649	23855	14327	在建
13	承德	荣丰华府	85%	29227	58195	24636	58195	27863	8587	在建
14	什邡	公园御府	80%	85047	212626	81000	211250	-	-	拟建
15	湛江	南亚郦都	100%	218997	552692	132080	538093	538093	4184	竣工
16	湛江	海湾郦都	100%	82429	236013	172269	237150	231982	7065	竣工
17	湛江	荣盛华府和中央广场	100%	158011	767767	599860	595489	367227	9322	在建
18	惠州	花语馨苑	100%	14350	45920	34407	43910	43328	11646	竣工
19	惠州	御景澜湾	100%	21899	104000	60750	102685	98229	11493	在建
20	惠州	御湖观邸	70%	116712	326414	125000	321061	224359	11220	在建
21	惠州	荣盛华府	70%	119827	336866	160000	329015	-	-	拟建
22	惠州	澳海逸墅	100%	85495	213738	70000	208189	-	-	拟建
23	呼和浩特	楠湖郦舍	100%	127356	317186	140875	318133	316606	5121	竣工
24	济南	花语馨苑	100%	76082	250587	106541	250587	250067	8409	在建
25	济南	时代国际	100%	46523	255875	183501	238710	231745	11647	在建
26	济南	荣盛华府	100%	72664	188927	92971	186018	49726	12216	在建
27	济南	时代首府	100%	20122	65486	36266	65486	18178	16173	在建
28	济南	东第华府	98.72%	109522	317614	178384	313963	45207	10641	在建
29	德州	都市果岭	100%	400393	544433	279518	544433	89003	8741	在建
30	德州	阿尔卡迪亚温泉城	100%	317714	496345	143483	496345	110566	7537	在建
31	常州	荣盛御府	70%	66939	120488	89458	115397	20056	11000	在建
32	嘉兴	百合花园	100%	49639	124084	48570	116928	116861	8592	在建
33	嘉兴	富盛名邸	100%	67754	135507	61455	132684	129722	11526	在建
34	嘉兴	观湖景园	100%	40571	64611	25498	63477	63320	8368	竣工
35	嘉兴	祥瑞花苑	98.74%	48152	105898	41781	104116	43335	10875	在建
36	嘉兴	锦绣外滩	100%	32678	75160	40526	75160	-	-	拟建
37	秦皇岛	香海湾	85%	341300	145733	137507	145733	24637	18748	在建
38	秦皇岛	戴河首岭	85%	128814	101997	33467	101997	66176	12407	在建
39	秦皇岛	汤泉首岭	85%	280120	153084	81901	153084	91537	10371	在建
40	秦皇岛	御泉湾	85%	94663	19052	43083	19052	4821	20223	在建
41	神农架	精品酒店公寓	85%	59705	12336	31525	11926	6205	12039	在建
42	神农架	颐馨苑	85%	56300	49767	22870	49539	47762	6823	在建
43	神农架	颐趣苑	85%	33800	22811	23775	22811	11710	9148	在建
44	神农架	芳菲苑	85%	67555	47284	32452	42956	14141	8571	在建
45	神农架	养生区	85%	185433	188668	98108	188668	-	-	拟建
46	黄山	浦溪水镇	85%	184347	178567	90000	84270	36539	6835	在建
47	黄山	莲花国际	85%	73982	41431	15719	34387	31322	7103	在建
48	野三坡	四季童话小镇	85%	342573	358713	168791	342573	14559	9629	在建
49	宜春	硒温泉国际度假区一期(老项目)	43.35%	202460	120064	59056	120064	84113	6293	在建
50	宜春	硒温泉国际度	43.35%	234494	177248	76583	177248	20277	8592	在建

		假区一期								
51	陵水	香水湾	85%	270687	253360	185953	182576	177558	18965	在建
52	香河	花语城	60%	170331	402999	129946	379829	187055	10959	在建
53	香河	帝品御居	100%	110810	221520	95271	170766	78010	12836	在建
54	廊坊	花语城	100%	705666	1864744	746000	1566574	1029481	11902	在建
55	廊坊	锦绣御府	51%	80803	145350	104867	132716	88275	17994	在建
56	廊坊	阳光馨苑	100%	60359	147268	68936	137454	133359	8136	在建
57	廊坊	塞纳荣府	100%	278223	357047	216546	381051	365085	9554	在建
58	霸州	阿尔卡迪亚温泉城	100%	319217	446354	217077	421145	268537	8770	在建
59	霸州	兰亭苑	100%	17221	34270	22345	33061	27657	9927	在建
60	霸州	霸州新城	100%	69441	138888	84201	136183	-	-	拟建
61	霸州	枫林苑	100%	156867	312516	181015	307812	-	-	拟建
62	永清	兰亭苑	100%	116763	131242	75594	122714	119295	7731	竣工
63	永清	紫竹苑	100%	193455	296573	159258	291188	164551	13664	在建
64	永清	荣盛城东区	100%	73253	146433	90114	139111	50583	14811	在建
65	永清	荣盛城西区	100%	116393	231623	219490	219695	128151	9299	在建
66	永清	荣盛城南区	100%	61267	122534	103170	120234	-	-	拟建
67	聊城	锦绣学府	100%	73118	190107	70620	188730	188730	6926	在建
68	聊城	阿卡北区	100%	122437	322212	121355	325179	315912	4863	竣工
69	聊城	东昌首府	100%	208336	150963	152772	138165	124627	17428	在建
70	聊城	锦绣观邸	100%	54255	124559	52379	119509	99262	9804	在建
71	聊城	水岸花语北区	100%	20775	43624	18272	42514	43506	7602	在建
72	聊城	阿卡北区六期	100%	13861	68623	34044	68625	-	-	拟建
73	聊城	阿卡北区二期	100%	38390	95946	48161	94776	-	-	拟建
74	临沂	沂河馨苑 A 区	79.00%	138583	245097	57990	243286	233500	4921	在建
75	临沂	沂河馨苑 B 区	79.00%	87894	154757	37273	156972	146889	4356	在建
76	临沂	沂河馨苑 C 区	79.00%	54541	98171	23103	97808	92091	5685	在建
77	临沂	沂河郡府	79.00%	117035	210447	53467	212014	181406	4114	竣工
78	临沂	香醍荣府	79%	151083	198658	47087	190613	190490	6846	竣工
79	临沂	荣盛华府	100%	188945	302312	75420	269023	253591	7356	在建
80	临沂	蓝山郡	100%	83729	278359	91283	271308	231519	6314	在建
81	南京	锦绣澜山	100%	28504	59850	127104	58690	23431	22135	在建
82	南京	荣盛华府	100%	130859	326071	226000	294311	252555	13792	在建
83	南京	荣盛首府	100%	78889	151653	235000	120719	120719	14962	竣工
84	南京	荣盛保利和悦	51%	96589	211708	189700	209853	7780	17634	在建
85	沈阳	荣盛城	100%	413487	870223	437004	821014	234057	5320	在建
86	沈阳	锦绣天地	100%	594312	1421528	324900	1324813	459776	6070	在建
87	沈阳	盛京绿洲	100%	223162	437864	164011	430694	322096	4312	在建
88	沈阳	紫提东郡	100%	776526	1384086	438204	1371100	943005	8066	在建
89	沈阳	香缇澜山	100%	244721	386465	183779	402196	289589	4867	在建
90	沈阳	坤湖郦舍	100%	209603	458319	161320	459281	217143	4431	在建
91	沈阳	锦绣御景	100%	98891	289462	82691	318035	65801	6356	在建
92	盘锦	盛锦花都	100%	189212	499514	161954	451527	57473	3661	在建
93	邯郸	荣盛观邸	100.00%	88324	248762	156256	255971	220446	6994	在建
94	邯郸	荣盛城	100.00%	172824	580895	324448	604883	296433	7516	在建
95	邯郸	公园印象	100.00%	90441	265294	163571	283773	160349	8910	在建
96	邯郸	锦绣学府	100.00%	106287	331899	189976	354703	41342	9512	在建
97	邯郸	锦绣观邸	62.64%	47844	90634	64483	93977	24331	9301	在建
98	石家庄	荣盛华府棉三	100%	107851	389969	355900	389969	204199	22966	竣工
99	石家庄	荣盛华府棉四	100%	118808	480156	256531	445426	203808	24237	在建
100	石家庄	优山美地	100%	109518	102142	39600	95483	84976	11600	在建
101	石家庄	荣盛和府	97.64%	21203	57001	180841	52354	15594	21901	在建
102	石家庄	荣盛御府	100%	68607	170887	181536	160310	44122	16545	在建
103	唐山	湖畔郦舍	100%	1023292	2689590	1194318	1772365	1360394	7582	在建
104	唐山	锦绣御府	100%	28582	71455	69299	70094	68630	10921	在建
105	唐山	迁西锦绣观邸	83.51%	74656	149047	45682	147100	59366	5034	在建
106	天津	锦绣学府	100%	146590	172599	104177	166411	11666	16403	在建
107	天津	荣盛华府	100%	158414	110057	82322	105176	81663	14825	在建
108	徐州	花语城	100%	311837	873143	460545	842805	659007	7106	在建

109	徐州	紫云花园	47.52%	68291	75120	61350	73031	-	-	在建
110	徐州	听澜雅居	97.52%	69709	183258	91700	182142	37775	8987	在建
111	徐州	观澜悦居	100%	137905	474812	203733	470065	434105	8718	在建
112	徐州	泉盛美家	100%	222580	756565	229910	649156	573310	4400	竣工
113	徐州	麓山荣郡首开区	100%	164967	567039	218815	557934	557231	6558	竣工
114	徐州	麓山荣郡二期	100%	40002	139961	62386	142142	130111	6736	竣工
115	青岛	锦绣外滩一、二期	100%	298802	597309	360000	583055	231306	10826	在建
116	青岛	锦绣外滩三、四期	100%	200820	401224	258750	397132	-	-	拟建
117	宜兴	荣盛华府	100%	69921	83841	40416	81603	74908	12501	在建
118	重庆	锦绣南山	100%	138364	308271	149411	300214	210281	8275	在建
119	重庆	滨江华府	100%	280043	478270	172811	469942	282813	8415	在建
120	重庆	荣盛华府	100%	169717	278699	293000	272472	127961	11000	在建
121	重庆	荣盛城	100%	506725	1201869	506500	1187177	211228	7823	在建
122	郑州	荣盛华府	100%	47705	71488	119681	70601	74631	47583	在建
123	郑州	花语书苑	100%	28165	145636	102248	142805	-	-	拟建
124	濮阳	荣盛华府	100%	149475	247652	139326	241973	97597	8468	在建
125	漯河	锦绣江南	70%	130943	458301	307000	447122	27818	5985	在建
126	长沙	花语城	100%	135081	453286	137449	444065	437331	5634	在建
127	长沙	岳麓峰景	100%	171166	427911	160000	422334	359164	5120	在建
128	长沙	花语书苑	100%	38718	174229	62860	173129	149745	8011	在建
129	岳阳	金鹏御府	100%	90216	225378	100707	218929	60467	9174	在建
130	益阳	荣盛华府	68.83%	104236	260340	92500	256705	59484	8077	在建
131	益阳	东城首府	29.48%	77083	192396	111360	187225	16258	7671	在建
132	株洲	荣盛华府	100%	77808	155606	116687	153156	-	-	在建
133	上饶	锦绣云溪	100%	76046	141495	44780	139364	-	-	在建
134	张家口	下花园阿尔卡迪亚二期	70%	89042	110576	55737	107722	66669	12368	在建
135	张家口	下花园阿尔卡迪亚三期 B 区	70%	41374	62625	31006	60956	23940	9021	在建
136	张家口	下花园阿尔卡迪亚三期 A 区	70%	12647	30344	15232	28913	-	-	拟建
137	张家口	八达岭阿尔卡迪亚	70%	147377	149488	199179	142555	85485	12978	竣工
138	张家口	中瑞花园	69.90%	96507	149499	150000	145256	57919	12261	在建
139	张家口	荣盛城	93%	232198	465086	277500	439934	-	-	拟建

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布

的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032