

公司研究/中报点评

2019年08月15日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.27
合理价格区间(元): 10.70~11.77

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

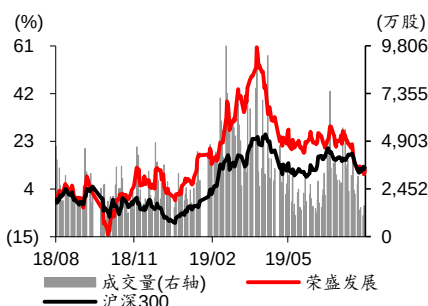
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《荣盛发展(002146,买入): 业绩高效增长, 销售平稳迈进》2019.04
- 2《荣盛发展(002146,买入): 稳步跨越十亿元, 积极拓展续成长》2019.04
- 3《荣盛发展(002146,买入): 首入千亿阵营, 保持高效成长》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩增势稳健, 布局杠杆优化

荣盛发展(002146)

核心观点

2019 上半年公司实现营收 243.6 亿元, 同比+25.7%; 实现归母净利 29.4 亿元, 同比+31.1%; 实现扣非后归母净利 29.4 亿元, 同比+34.8%。上半年公司业绩符合预期, 货值储备和杠杆空间充裕, 布局优化叠加多元盈利产业链逐渐成型, 全年业绩有望保持稳健增长。维持公司 2019-2021 年 EPS 为 2.14、2.57、3.08 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

盈利增长源于结算规模的提升, 以及高权益项目的集中结转

上半年公司归母净利同比+31.1%至 29.4 亿元, 业绩增势稳健, 主要源于 1、延续集中结算周期, 结转收入同比+25.7%至 243.6 亿元; 2、报告期结转项目权益比例较高且当期合作开发项目依然处于初级阶段, 少数股东损益占净利润比重由去年同期的 5.1%大幅下滑至-0.6%; 3、报告期末发生坏账损失 (去年同期 1.3 亿元), 且存货跌价损失转回 4300 万元。报告期公司毛利率同比小幅下滑 1.9pct 至 30.4%, 或受到当期结转结构的影响。期末公司预收账款同比+7.7%至 877.6 亿元, 可结转资源依然充裕。

销售增速稳健, 项目布局均衡, 杠杆货值储备充裕

1-7 月公司实现签约销售面积 488.3 万平, 同比+9.8%; 实现签约销售金额 533.6 亿元, 同比+14.5%。销售端在全国结构性复苏的行情下依然保持优于行业的稳健增长态势。报告期公司继续加大京津冀、长三角、珠三角、中西部中心城市及周边拓展力度, 通过股权收购、招拍挂、旧改等多元拿地方式平衡区域布局。上半年新增土储权益计容建面约 617 万平, 同比+33%。报告期末土储总建面高达 4059.8 万平, 净负债率同比大幅下降 28.2pct 至 101.5%, 为全年 1120 亿销售目标的完成奠定良好的货值基础和杠杆空间。

高起点布局康旅、园区, 多元盈利产业链成型

公司康旅板块历经 3 年发展逐渐步入行业第一梯队, 业务布局河北、河南、安徽、江苏、湖北、陕西、海南、捷克等国内外多个地区, 上半年实现签约、营收分别达 9.1、7.1 亿元; 城市地产板块围绕国家重点发展规划精准布局, 2016 年以来成为公司第二利润来源, 报告期荣盛兴城实现回款、净利分别达 16.2、4.4 亿元; 大金融战略成型, 振兴银行、中冀投资、泰发基金稳步推进; 互联网板块上线社区增值服务“米饭公社”, 平台效应逐渐形成。

积极拓展续成长, 维持“买入”评级

上半年公司业绩符合预期, 货值储备和杠杆空间充裕, 布局优化叠加多元盈利产业链逐渐成型, 全年业绩有望保持稳健增长。维持公司 2019-2021 年 EPS 为 2.14、2.57、3.08 元的盈利预测。参考可比公司 2019 年 6.1 倍 PE 估值, 我们认为公司 2019 年合理 PE 估值为 5-5.5 倍, 目标价 10.70-11.77 元 (前值 13.91-14.98 元)。当前股息率 (过去 12 个月) 5.4%, 估值优势和配置价值明显, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 房地产基本面下滑可能拖累公司销售; 销售受河北市场、三四线棚改政策影响较大。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,348
流通 A 股 (百万股)	3,894
52 周内股价区间 (元)	6.70-12.51
总市值 (百万元)	35,959
总资产 (百万元)	241,657
每股净资产 (元)	7.99

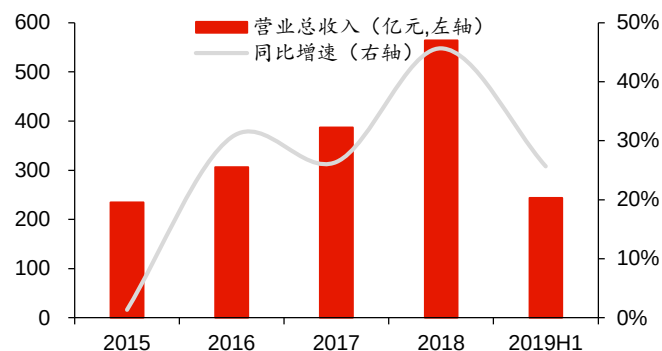
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	38,704	56,368	71,105	88,881	111,101
+/-%	26.39	45.64	26.14	25.00	25.00
归属母公司净利润 (百万元)	5,761	7,565	9,305	11,175	13,407
+/-%	38.88	31.31	23.01	20.09	19.98
EPS (元, 最新摊薄)	1.32	1.74	2.14	2.57	3.08
PE (倍)	6.24	4.75	3.86	3.22	2.68

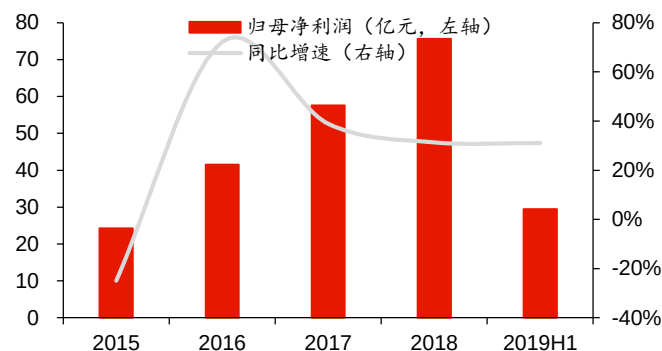
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 2015-2019H1 公司营收



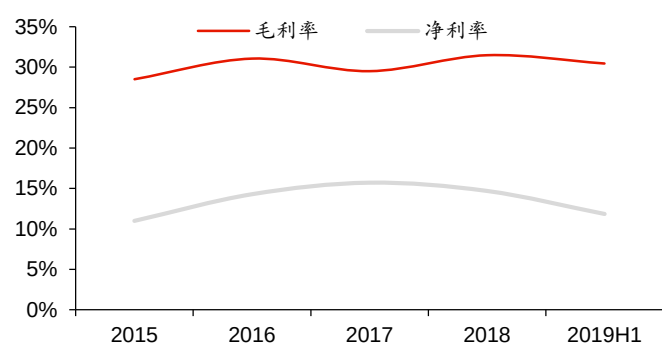
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 2015-2019H1 公司归母净利润



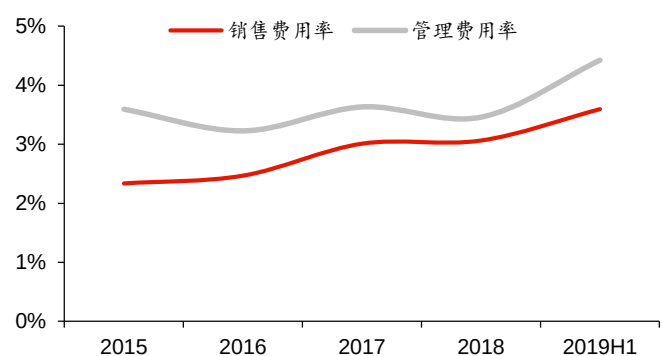
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 2015-2019H1 公司毛利率、净利率



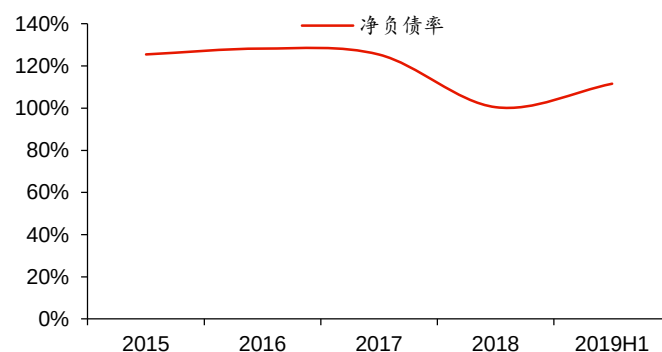
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 2015-2019H1 公司销售费用率、管理费用率



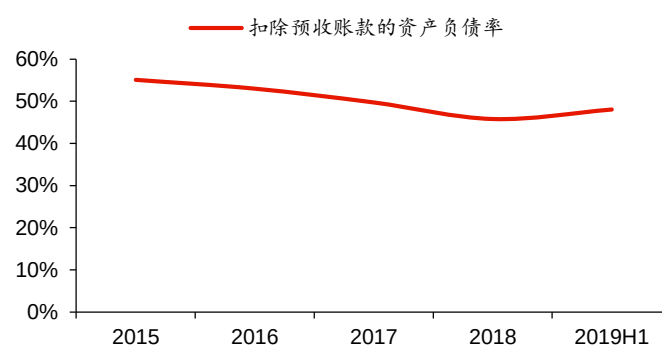
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 2015-2019H1 公司净负债率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 2015-2019H1 公司扣除预收款的资产负债率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

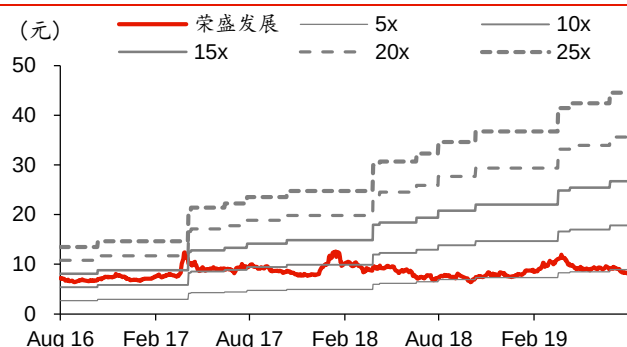
图表7：可比公司估值表（截至 2019 年 8 月 14 日，盈利预测数据来自 Wind 一致预期）

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万科 A	3,066.27	27.13	3.06	3.63	4.27	4.96	8.87	7.48	6.35	5.47
保利地产	1,621.46	13.63	1.59	2.03	2.46	2.93	8.57	6.72	5.53	4.66
绿地控股	806.75	6.63	0.93	1.18	1.44	1.77	7.13	5.64	4.59	3.75
华夏幸福	789.51	26.30	3.79	5.04	6.53	8.57	6.94	5.22	4.03	3.07
金地集团	532.72	11.80	1.79	2.18	2.57	2.99	6.59	5.42	4.59	3.95
新城控股	542.74	24.05	4.69	6.01	7.71	9.76	5.13	4.00	3.12	2.46
招商蛇口	1,516.34	19.16	1.89	2.42	2.92	3.47	10.14	7.91	6.56	5.52
中南建设	284.91	7.68	0.59	1.14	1.93	2.39	12.99	6.76	3.98	3.22
阳光城	253.13	6.25	0.66	1.05	1.43	1.81	9.47	5.96	4.39	3.45
首开股份	186.50	7.23	1.07	1.35	1.58	1.73	6.78	5.35	4.56	4.18
蓝光发展	168.90	5.66	0.62	1.11	1.70	2.12	9.10	5.08	3.33	2.67
金科股份	336.40	6.30	0.72	0.97	1.23	1.55	8.75	6.47	5.14	4.06
滨江集团	117.61	3.78	0.39	0.53	0.65	0.78	9.69	7.20	5.84	4.82
平均							8.47	6.09	4.77	3.94

资料来源：Wind，华泰证券研究所

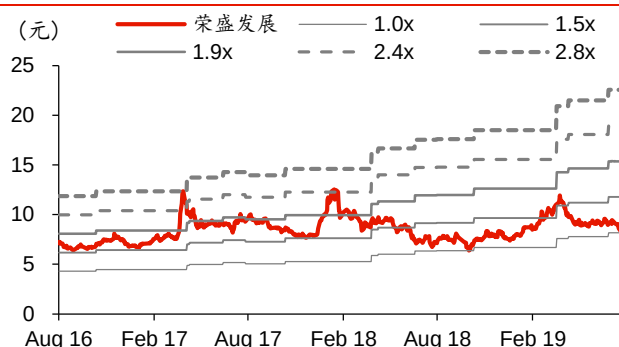
PE/PB – Bands

图表8：荣盛发展历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：荣盛发展历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

“一城一策”落地的节奏、范围、力度，流动性改善的节奏和力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

房地产行业销售存在下滑风险，公司销售可能受到拖累。若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能。

公司短期业绩依然受环京市场影响明显，如果环京房地产调控趋严，销售和结算增速可能放缓。

棚改货币化安置力度的预期降低对三四线成交的拖累可能逐渐显现，公司三四线城市占比较大，销售和结算增速可能放缓。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	180,278	211,963	249,363	295,030	349,226
现金	23,533	30,367	34,568	44,167	56,021
应收账款	783.22	2,922	3,506	4,207	5,048
其他应收账款	23,514	24,815	27,296	30,026	33,029
预付账款	7,554	7,452	8,197	9,016	9,918
存货	119,322	136,701	164,041	193,568	228,411
其他流动资产	5,572	9,708	11,755	14,046	16,799
非流动资产	11,455	15,799	17,219	18,652	20,123
长期投资	2,555	2,914	3,205	3,526	3,879
固定投资	2,219	4,282	5,587	6,390	6,900
无形资产	495.13	989.97	968.38	946.02	923.91
其他非流动资产	6,185	7,613	7,458	7,790	8,420
资产总计	191,733	227,762	266,581	313,683	369,349
流动负债	122,727	154,254	180,583	211,683	249,047
短期借款	10,651	9,186	9,646	10,128	10,634
应付账款	11,798	18,952	22,742	27,291	32,749
其他流动负债	100,278	126,116	148,195	174,264	205,664
非流动负债	39,627	37,148	41,482	46,269	51,016
长期借款	26,704	31,561	35,561	39,561	43,561
其他非流动负债	12,923	5,586	5,920	6,708	7,454
负债合计	162,353	191,402	222,064	257,953	300,063
少数股东权益	1,870	2,776	3,578	4,541	5,801
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
资本公积	4,398	4,838	4,838	4,838	4,838
留存公积	18,705	24,444	31,747	41,991	54,280
归属母公司股东权益	27,510	33,584	40,939	51,189	63,485
负债和股东权益	191,733	227,762	266,581	313,683	369,349

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,274	17,512	2,854	7,635	10,520
净利润	6,079	8,277	10,107	12,137	14,667
折旧摊销	310.09	321.60	503.99	636.77	744.23
财务费用	221.58	802.41	939.84	1,480	2,069
投资损失	(680.18)	(591.16)	(662.10)	(741.55)	(830.53)
营运资金变动	(3,786)	8,826	(7,644)	(5,824)	(5,904)
其他经营现金	128.39	(123.88)	(391.35)	(53.87)	(227.17)
投资活动现金	(4,843)	(2,968)	(735.46)	(691.67)	(641.03)
资本支出	428.14	1,501	1,000	1,000	1,000
长期投资	3,629	1,266	350.44	385.49	424.03
其他投资现金	(785.73)	(200.56)	614.98	693.81	783.01
筹资活动现金	7,360	(9,654)	2,083	2,656	1,976
短期借款	2,698	(1,465)	459.32	482.29	506.40
长期借款	7,977	4,858	4,000	4,000	4,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(234.83)	439.33	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,080)	(13,486)	(2,376)	(1,827)	(2,531)
现金净增加额	4,791	4,873	4,201	9,599	11,854

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,704	56,368	71,105	88,881	111,101
营业成本	27,284	38,632	49,205	61,861	77,771
营业税金及附加	1,575	2,532	3,193	3,991	4,988
营业费用	1,165	1,727	2,176	2,720	3,400
管理费用	1,406	1,950	2,460	3,075	3,844
财务费用	221.58	802.41	939.84	1,480	2,069
资产减值损失	274.51	297.30	297.30	297.30	297.30
公允价值变动收益	(9.15)	6.28	6.28	6.28	6.28
投资净收益	680.18	591.16	662.10	741.55	830.53
营业利润	7,767	11,069	13,503	16,205	19,568
营业外收入	358.05	85.23	95.46	106.91	119.74
营业外支出	102.32	211.42	236.79	265.20	297.03
利润总额	8,023	10,943	13,362	16,046	19,391
所得税	1,943	2,666	3,255	3,909	4,724
净利润	6,079	8,277	10,107	12,137	14,667
少数股东损益	318.57	712.33	801.69	962.78	1,260
归属母公司净利润	5,761	7,565	9,305	11,175	13,407
EBITDA	8,299	12,193	14,947	18,321	22,382
EPS (元, 基本)	1.32	1.74	2.14	2.57	3.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.39	45.64	26.14	25.00	25.00
营业利润	37.68	42.51	21.99	20.01	20.76
归属母公司净利润	38.88	31.31	23.01	20.09	19.98
获利能力 (%)					
毛利率	29.50	31.46	30.80	30.40	30.00
净利率	14.88	13.42	13.09	12.57	12.07
ROE	20.94	22.52	22.73	21.83	21.12
ROIC	10.04	14.50	15.60	17.56	19.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.68	84.04	83.30	82.23	81.24
净负债比率 (%)	29.87	30.43	28.24	26.05	23.89
流动比率	1.47	1.37	1.38	1.39	1.40
速动比率	0.50	0.49	0.47	0.48	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.27	0.29	0.31	0.33
应收账款周转率	59.34	28.25	20.62	21.48	22.37
应付账款周转率	2.52	2.51	2.36	2.47	2.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.74	2.14	2.57	3.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	4.03	0.66	1.76	2.42
每股净资产(最新摊薄)	6.33	7.72	9.42	11.77	14.60
估值比率					
PE (倍)	6.24	4.75	3.86	3.22	2.68
PB (倍)	1.31	1.07	0.88	0.70	0.57
EV_EBITDA (倍)	7.59	5.17	4.21	3.44	2.81

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com