

# 业绩稳定增长，低估值优势显著

## 荣盛发展(002146)

### 事件概述

荣盛发展发布 2019 年年报，公司全年实现营业收入 709.1 亿元，同比+25.8%，归母净利润 91.2 亿元，同比+20.6%。

#### ▶ 业绩稳步增长，盈利能力小幅下滑

2019 年公司实现营业收入 709.1 亿元，同比增长 25.8%，归母净利润 91.2 亿元，同比增长 20.6%，连续 4 年保持 20%以上增速。报告期内，公司 ROE、销售毛利率及销售净利率分别为 22.31%、30.08%、13.52%，分别较上年同期下滑 0.22、1.38 和 1.16pct，盈利水平小幅下滑，但仍保持稳定，净利率优于行业平均水平。

#### ▶ 销售稳中有升，拿地态度积极

2019 年公司实现销售金额 1154.6 亿元，同比增长 13.6%，位居行业第 30。拿地方面，公司新增计容建面 979 万平方米，同比增长 28.8%，总地价 302 亿元，同比上升 73.2%，拿地金额占销售金额的比例为 26.2%，较上年提升 9.0pct，投资趋于积极。

#### ▶ 杠杆率优化，分红率稳定

截至报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 47.49%，较去年上升 1.67pct，净负债率为 83.15%，较去年下降 5.01pct，杠杆率持续优化。公司在手货币资金 303.6 亿元，与去年基本持平，现金短债比 0.87，短期偿债压力略有上升。分红方面，2019 年度公司现金分红 20.9 亿元，同比增长 6.7%，股利支付率为 22.9%，连续多年稳定分红。

### 投资建议

荣盛发展业绩稳定增长，销售保持韧性，财务持续改善，估值处于行业最低水平。我们前期预测公司 20-21 年 EPS 为 2.73 和 3.36 元，基于公司财务处理的审慎性，我们下调公司盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 2.53/3.04/3.64 元，对应 PE 为 3.2/2.7/2.2 倍，维持公司“增持”评级。

### 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

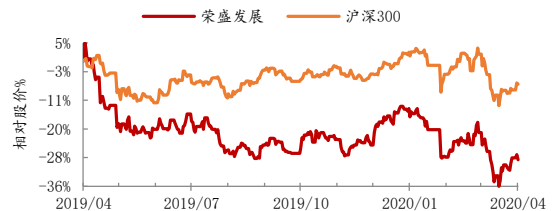
### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,368	70,912	87,796	107,506	130,620
YoY (%)	45.6%	25.8%	23.8%	22.5%	21.5%
归母净利润(百万元)	7,565	9,120	10,985	13,206	15,845
YoY (%)	31.3%	20.6%	20.4%	20.2%	20.0%
毛利率 (%)	31.5%	30.1%	30.0%	29.8%	29.6%
每股收益(元)	1.74	2.10	2.53	3.04	3.64
ROE	22.5%	22.3%	21.2%	20.3%	19.6%
市盈率	4.64	3.85	3.19	2.66	2.21

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	8.07
股票代码:	002146
52 周最高价/最低价:	12.51/7.2
总市值(亿)	350.90
自由流通市值(亿)	314.21
自由流通股数(百万)	3,893.57



分析师: 于子沛

邮箱: youzpz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

研究助理: 侯希得

邮箱: houxd@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 疫情冲击销售，拿地态度谨慎

2020.03.08

## 正文目录

1. 业绩稳步增长，盈利能力小幅下滑 .....	3
2. 销售稳中有升，拿地态度积极 .....	4
3. 杠杆率优化，分红率稳定 .....	5
4. 盈利预测与投资建议 .....	7
5. 风险提示 .....	7

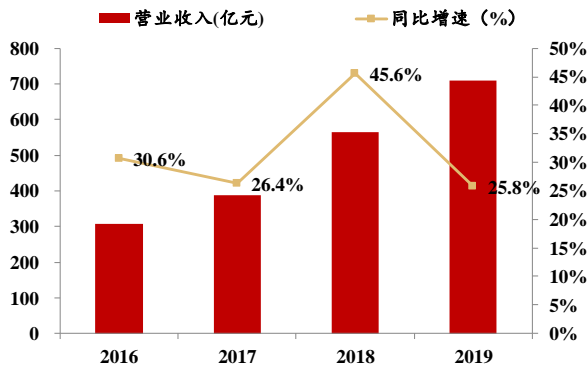
## 图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速 .....	3
图 2 公司历年归母净利润及增速 .....	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率 .....	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率 .....	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率 .....	4
图 6 公司历年财务费用率 .....	4
图 7 公司历年销售金额及增速 .....	4
图 8 公司历年销售面积及增速 .....	4
图 9 公司历年销售均价及增速 .....	5
图 10 公司历年拿地销售比 .....	5
图 11 公司新增土储能级分布 .....	5
图 12 公司新增土储区域分布 .....	5
图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债 .....	6
图 14 公司历年现金短债比 .....	6
图 15 公司历年货币资金及增速 .....	6
图 16 公司历年经营性现金流净额及增速 .....	6
图 17 公司历年分红总额及股利支付率 .....	6

## 1. 业绩稳步增长，盈利能力小幅下滑

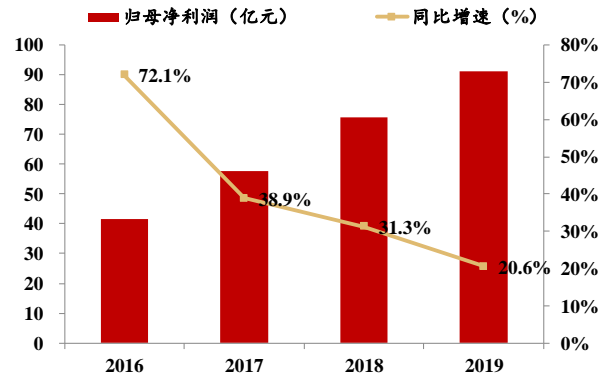
2019 年公司实现营业收入 709.1 亿元，同比增长 25.8%，归母净利润 91.2 亿元，同比增长 20.6%。净利润增速低于营收增速主要原因系：1) 公司计提存货减值准备 1.15 亿元；2) 投资净收益为 1.24 亿元，较上年的 5.91 亿元，同比下降 79%。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

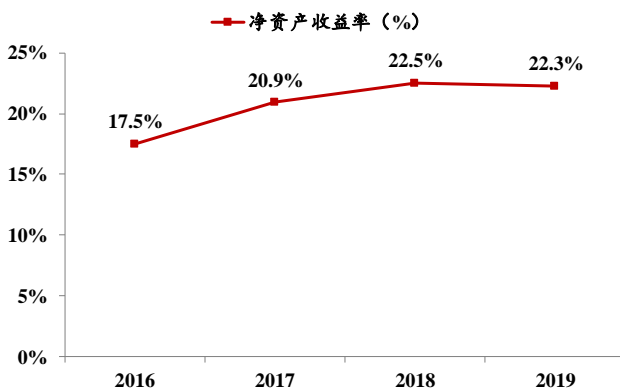
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

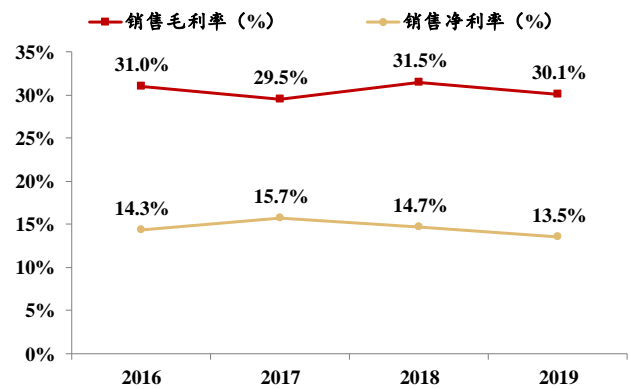
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 22.31%、30.08%、13.52%，较上年同期下滑 0.22pct、1.38pct、1.16pct。公司盈利水平略有下滑，但依旧保持保持稳定，净利率优于行业平均水平。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

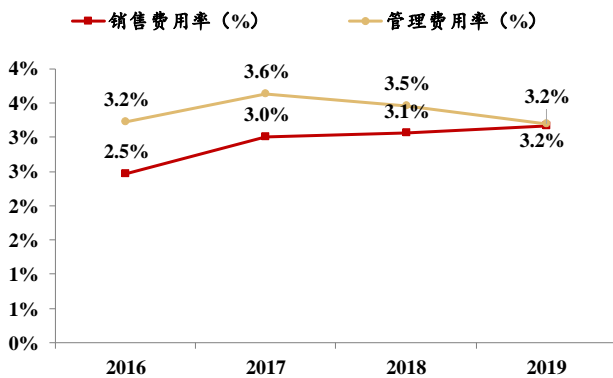
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

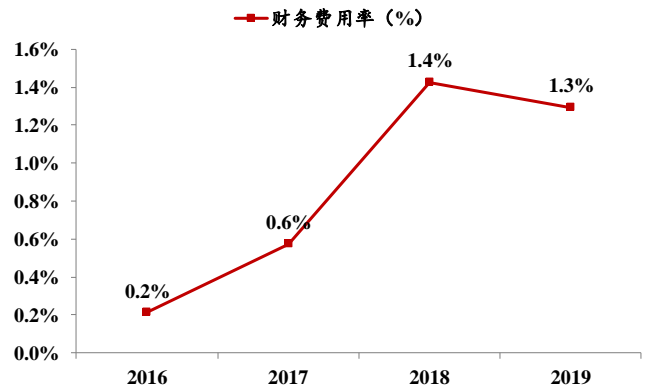
费用率方面，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 3.17%、3.20% 和 1.29%，分别较上年同期+0.10pct、-0.26pct 和-0.13pct。在公司销售持续增长的背景下，公司的费用管控良好，整体期间费用率下降，展现了公司优秀的成本管控能力。

图5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司历年财务费用率



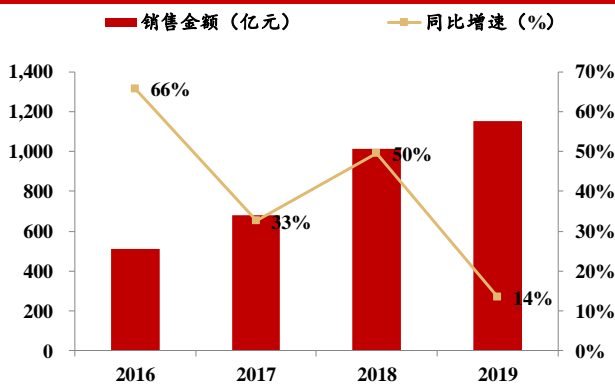
资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 销售稳中有升，拿地态度积极

2019年公司实现销售金额1154.6亿元，同比增长13.6%，实现销售面积1098.1万平方米，同比增长11.7%，销售均价10505元/平方米，同比增长1.7%，销售规模连续4年保持较快的增长，同时，销售均价维持在万元的水平，整体销售韧劲十足，此外，公司在2019克而瑞销售排行中位列第30位。

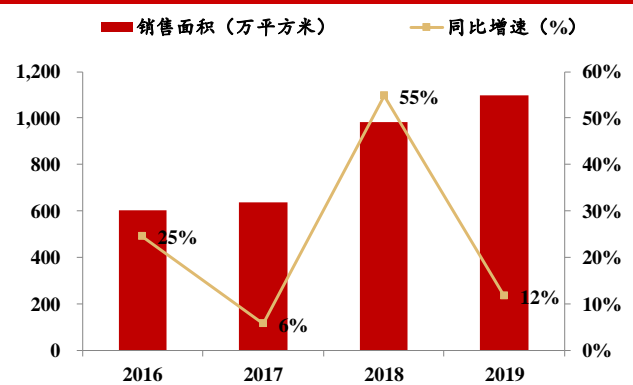
拿地方面，2019年公司新增计容建面979万平方米，同比增长28.8%，其中城市地产板块新增863万平方米，康旅板块新增116万平方米；2019年全年拿地总价为302亿元，同比上升73.2%。拿地金额占销售金额的26.2%，较去年提升9.0pct，投资趋于积极。从新增土储的能级分布来看，公司二线城市和三四线城市拿地面积占比分别为20%和80%；从新增土储的区域分布来看，公司在京津冀、长三角、珠三角和中西部的拿地面积占比分别为50%、16%、9%和25%，坚持围绕“两横两纵三集群”的战略布局。

图7 公司历年销售金额及增速



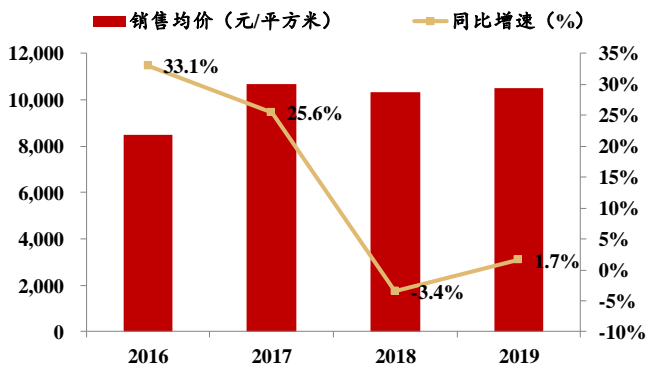
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司历年销售面积及增速



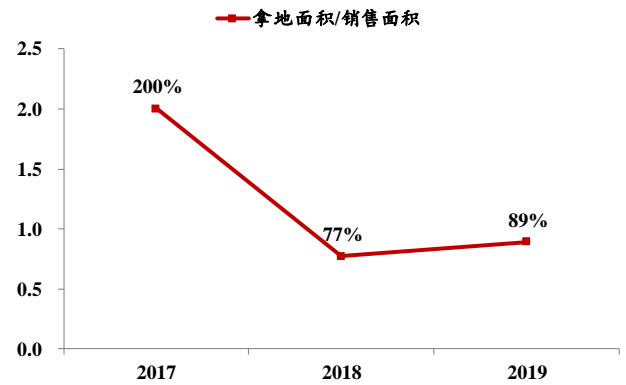
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司历年销售均价及增速



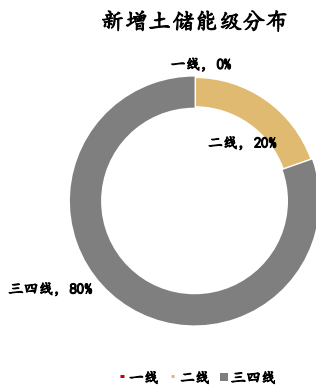
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 公司历年拿地销售比



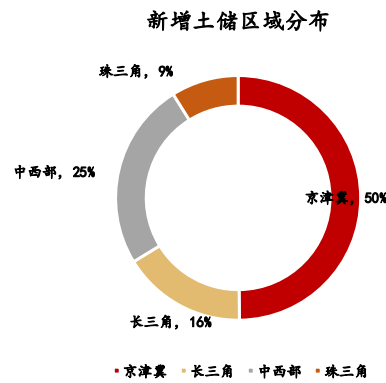
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图11 公司新增土储能级分布



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图12 公司新增土储区域分布



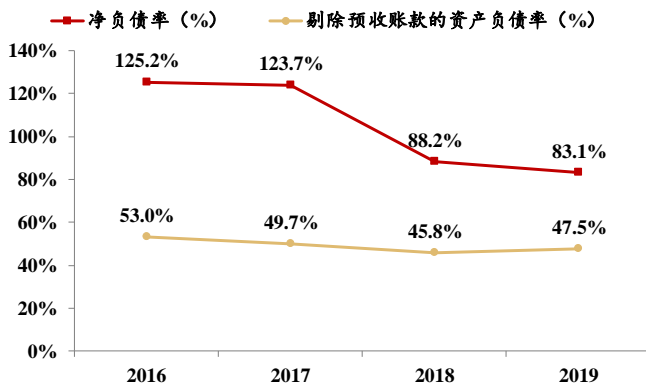
资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3. 杠杆率优化，分红率稳定

截至报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 47.49%，较上年上升 1.67pct，净负债率为 83.15%，较去年下降 5.01pct，杠杆率基本保持稳定。此外，公司在手货币资金 303.6 亿元，与基本去年持平，现金短债比 0.87，短期偿债风险略有上升；全年实现经营性现金净流入 21.2 亿元，经营性现金流连续 3 年为正。

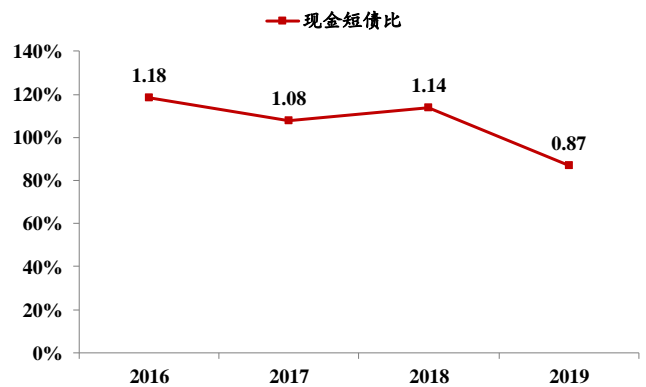
分红方面，2019 年度公司现金分红总额为 20.9 亿元，同比增长 6.7%，股利支付率为 22.9%，连续多年持续稳定分红。

图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债



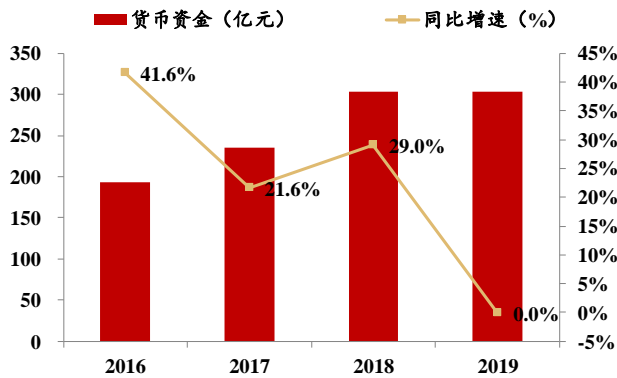
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司历年现金短债比



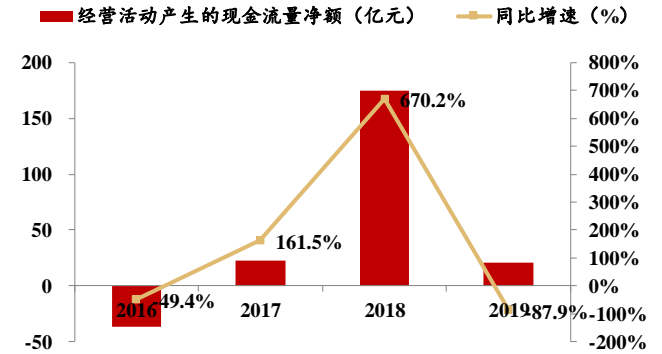
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 公司历年货币资金及增速



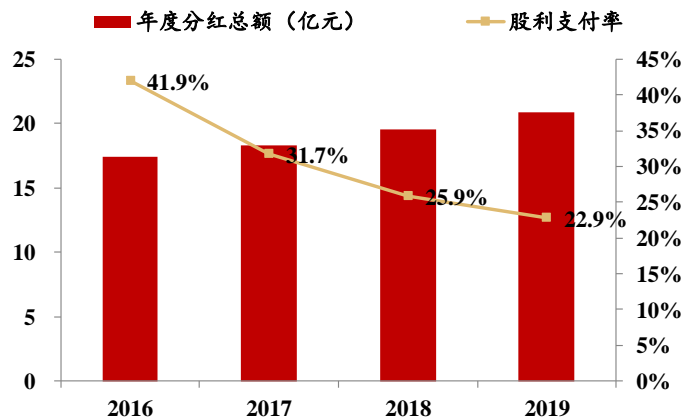
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 公司历年分红总额及股利支付率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

荣盛发展业绩稳定增长，销售保持韧性，财务持续改善，估值处于行业最低水平。我们前期预测公司 20-21 年 EPS 为 2.73 和 3.36 元，基于公司财务处理的审慎性，我们下调公司盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 2.53/3.04/3.64 元，对应 PE 为 3.2/2.7/2.2 倍，维持公司“增持”评级。

#### 5. 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	70,912	87,796	107,506	130,620	净利润	9,587	12,072	14,780	17,924
YoY (%)	25.8%	23.8%	22.5%	21.5%	折旧和摊销	487	492	616	775
营业成本	49,578	61,448	75,491	91,996	营运资金变动	-8,761	-15,382	-14,488	-18,715
营业税金及附加	2,506	3,383	4,029	4,941	经营活动现金流	2,120	-2,592	1,123	119
销售费用	2,245	2,750	3,379	4,101	资本开支	-635	3,298	4,419	4,085
管理费用	2,270	2,886	3,503	4,269	投资	464	0	0	0
财务费用	917	1,122	1,223	1,295	投资活动现金流	433	3,707	4,816	4,516
资产减值损失	-145	-130	-120	-110	股权募资	622	0	0	0
投资收益	124	409	397	431	债务募资	47,803	0	0	0
营业利润	13,297	16,566	20,259	24,462	筹资活动现金流	-4,563	-247	-247	-247
营业外收支	-246	-253	-237	-201	现金净流量	-1,987	868	5,692	4,387
利润总额	13,051	16,313	20,022	24,261	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	3,464	4,241	5,242	6,337	<b>成长能力</b>				
净利润	9,587	12,072	14,780	17,924	营业收入增长率	25.8%	23.8%	22.5%	21.5%
归属于母公司净利润	9,120	10,985	13,206	15,845	净利润增长率	20.6%	20.4%	20.2%	20.0%
YoY (%)	20.6%	20.4%	20.2%	20.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.10	2.53	3.04	3.64	毛利率	30.1%	30.0%	29.8%	29.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	13.5%	13.7%	13.7%	13.7%
货币资金	30,356	31,224	36,915	41,303	总资产收益率 ROA	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%
预付款项	5,119	8,181	9,299	11,637	净资产收益率 ROE	22.3%	21.2%	20.3%	19.6%
存货	160,940	205,461	249,962	305,608	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	38,114	47,856	54,697	64,585	流动比率	1.32	1.33	1.36	1.38
流动资产合计	234,530	292,722	350,873	423,133	速动比率	0.39	0.36	0.36	0.35
长期股权投资	3,017	3,017	3,017	3,017	现金比率	0.17	0.14	0.14	0.13
固定资产	5,630	2,233	-2,159	-6,420	资产负债率	82.5%	81.6%	80.2%	79.1%
无形资产	1,191	696	36	-569	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	20,065	15,887	10,487	5,309	总资产周转率	0.28	0.28	0.30	0.30
资产合计	254,595	308,609	361,361	428,441	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	4,125	4,125	4,125	4,125	每股收益	2.10	2.53	3.04	3.64
应付账款及票据	26,038	31,563	39,067	47,490	每股净资产	9.40	11.93	14.97	18.61
其他流动负债	147,415	183,833	214,301	255,035	每股经营现金流	0.49	-0.60	0.26	0.03
流动负债合计	177,578	219,521	257,492	306,649	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	26,696	26,696	26,696	26,696	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	5,648	5,648	5,648	5,648	PE	3.85	3.19	2.66	2.21
非流动负债合计	32,344	32,344	32,344	32,344	PB	1.05	0.68	0.54	0.43
负债合计	209,922	251,865	289,836	338,993					
股本	4,348	4,348	4,348	4,348					
少数股东权益	3,785	4,871	6,445	8,524					
股东权益合计	44,672	56,744	71,524	89,448					
负债和股东权益合计	254,595	308,609	361,361	428,441					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。