

推荐 (维持)

## 荣盛发展 (002146) 研究报告

风险评级: 中风险

疫情下上半年销售仍录得正增长 低估值高分红具备投资价值

2020年7月20日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

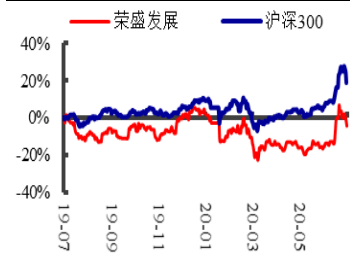
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

### 主要数据 2020年7月17日

收盘价(元)	8.34
总市值(亿元)	362.64
总股本(亿股)	4,348.16
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	22.14%
12月最高价(元)	10.25
12月最低价(元)	7.12

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

■ **整体观点:** 公司深耕环京区域, 同时持续布局省会直辖市、计划单列市、一线城市周边区域以及强三线城市, 项目获取以效益为导向, 不盲目抢占一线城市溢价率较高的项目, 并践行快速周转策略, 实现规模扩展与维持效益相并进。另外公司多年来持续深耕房地产开发主业, 辅业主要包括产业园、康旅地产、物业管理、房地产金融等, 均实现与主业高度关联的协同效应, 发展经营战略踏实稳健, 风险把控得当。公司销售及业绩也持续实现较快增长, 2020年上半年受疫情影响, 同时在基数较高情况下继续保持销售正增长, 运营能力及竞争优势突出。公司多年来维持较理想分红率水平, 分红规模也持续上升, 积极慷慨回报投资者。公司具备估值便宜、业绩锁定性较高及股息率吸引等特点, 当前股价具备安全边际及修复弹性。预测2020年—2021年EPS分别为2.44元和2.8元, 对应当前股价估值分别为3.5倍及3倍, 维持“推荐”评级, 建议关注。

■ **营收净利持续较快增长 为投资者创造价值。** 2020年一季度实现营收及归属净利分别为82.08亿及8.82亿, 同比分别升23.27%和12.8%, 虽受疫情影响, 一季度业绩仍录得两位数增长, 经营能力突出。截止一季末, 账上已售未结超890亿, 为2019年全年营收125.5%, 业绩保障度极高。

■ **疫情之下及高基数影响 上半年销售仍保持正增长。** 2020年上半年公司累计实现签约销售面积434.22万平方米, 同比增2.73%; 累计实现签约销售额482.25亿, 同比增3.54%。同时在2019年整体销售基数较高情况下, 并叠加受疫情影响, 上半年整体销售仍录得平稳增长, 令人满意, 也体现公司整体较高的运营及竞争力。预计公司下半年将继续加大推货量, 同时加大销售力度提高去化率, 全年销售实现正增长预期仍较高。

■ **稳固深耕固有城市 土地储备充裕。** 公司从廊坊起家, 早年开发项目主要集中在廊坊及南京部分楼盘。经过二十多年的发展, 公司已经实现从区域走向全国, 基本形成“两横、两纵、三集群”的项目战略格局。公司多年来避开土地市场炽热的一线城市, 项目获取以利润为中心, 集中布局于二线及强三线城市。通过二线城市深耕实现规模持续扩大, 同时在强三线城市通过精准优选项目提升整体利润率。

■ **风险提示。** 销售低于预期; 政策调控持续从严

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	70,911	86,512	101,652	116,900
增长率(%)	25.80	22.00	17.50	15.00
归属净利润(百万)	9,120	10,622	12,159	14,279
增长率(%)	20.57	16.47	14.46	17.44
毛利率(%)	30.08	29.50	29.00	29.30
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	2.10	2.44	2.80	3.28
市盈率(倍)	4.02	3.41	2.98	2.54

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

## 目 录

1. 营收净利持续较快增长 为投资者创造价值.....	3
2. 疫情之下及高基数影响 上半年销售仍保持正增长.....	3
3. 稳固深耕固有城市 土地储备充裕.....	4
4. 负债率水平合理 融资渠道愈发多元.....	6
5. 主辅业协同发展 物管拟分拆上市有望提升估值水平.....	7
6. 估值便宜积极分红 构筑较高安全边际.....	7
7. 总结与投资建议.....	8
8. 风险提示.....	9

## 插图目录

图 1：公司近年营收增长情况.....	3
图 2：公司近年归母净利润增长情况.....	3
图 3：公司近年签约销售面积增长情况.....	4
图 4：公司近年签约销售金额增长情况.....	4
图 5：公司销售均价变化情况.....	4
图 6：2019 年销售区域分布.....	5
图 7：公司近年各月新增土地情况.....	5
图 8：公司负债率情况变化.....	6
图 9：公司股利支付情况变化.....	7
图 10：公司 PE（TTM）走势.....	8

## 表格目录

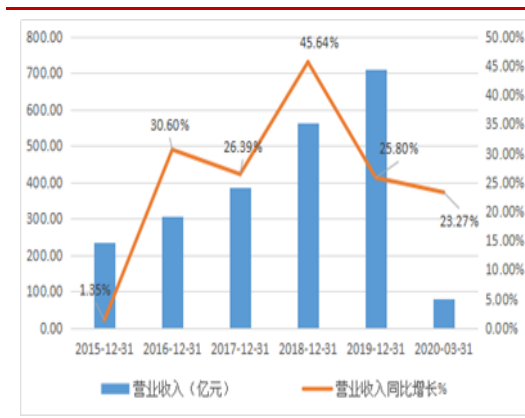
表 1：公司 2020 年上半年融资及利率情况.....	6
表 2：公司盈利预测（截至 2020/7/17）.....	9

## 1. 营收净利持续较快增长 为投资者创造价值

公司 2019 年全年实现营业收入 709 亿，同比增长 25.8%；实现归属净利润 91.2 亿，同比上升 20.57%，业绩增长理想。2020 年一季度实现营收及归属净利润分别为 82.08 亿及 8.82 亿，同比分别上升 23.27%和 12.8%，虽受疫情影响，但公司一季度业绩仍录得两位数增长，优于大部分企业，经营能力突出。截止 2020 年一季末，公司账上已售未结资源超 890 亿，为 2019 年全年营收的 125.5%，全年业绩保障度极高，受疫情带来影响相对可控。

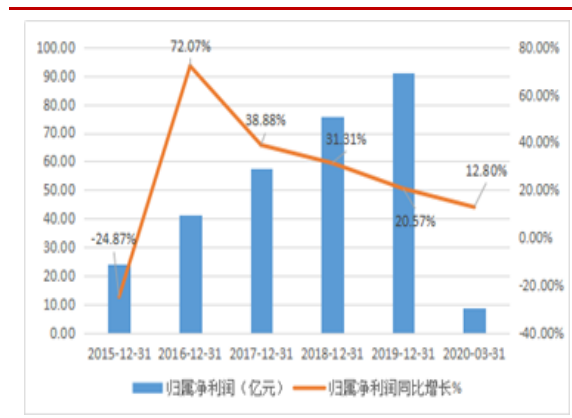
另一方面，公司过去多年业绩持续录得较快的增长，持续为股东创造价值，成长性令人满意。公司 2015 年营收及归属净利润分别为 234.32 亿及 24.28 亿，到 2019 年增长至超 700 亿营收及超 90 亿归属净利润，四年间涨幅分别达 3 倍及 3.7 倍。

图1：公司近年营收增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图2：公司近年归母净利润增长情况



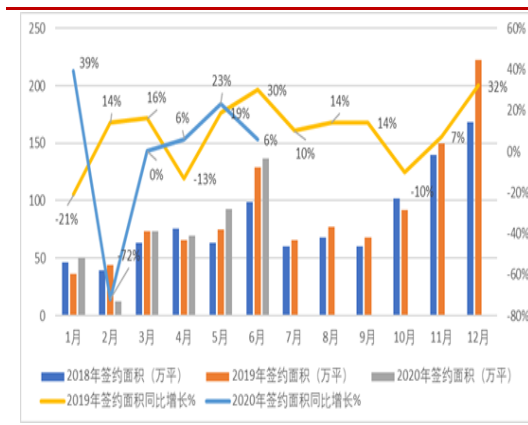
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2. 疫情之下及高基数影响 上半年销售仍保持正增长

公司 2019 年全年累计实现签约销售金额 1153.56 亿，同比增长 13.58%。其中 12 月单月销售金额 226 亿元，同比增长 18%，创年内新高。2019 年累计实现签约面积 1098.07 万平方米，同比增长 11.66%，销售增幅理想。

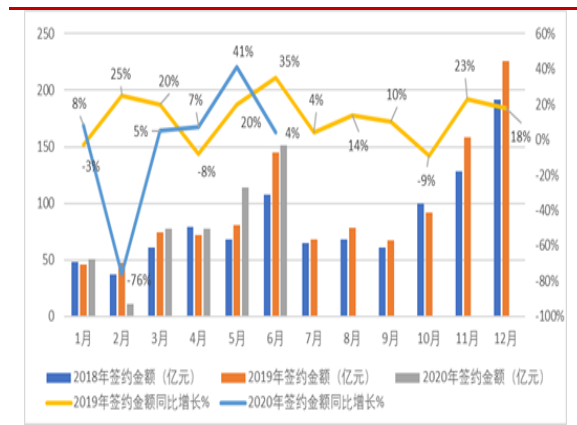
2020 年上半年公司累计实现签约销售面积 434.22 万平方米，同比增长 2.73%；累计实现签约销售金额 482.25 亿元，同比增长 3.54%。其中受疫情影响，公司 2 月签约销售面积及销售金额录得负增长，但 3 月份销售迅速明显恢复，二季度延续销售回升态势。上半年除 2 月份其余月份销售均录得正增长，彰显公司销售团队把控实力。同时在 2019 年整体销售基数较高情况下，并叠加受疫情影响，上半年整体销售仍录得平稳增长，令人满意，也体现公司整体较高的运营及竞争力。预计公司下半年将继续加大推货量，同时加大销售力度提高去化率，全年销售实现正增长预期仍较高。

图3: 公司近年签约销售面积增长情况



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

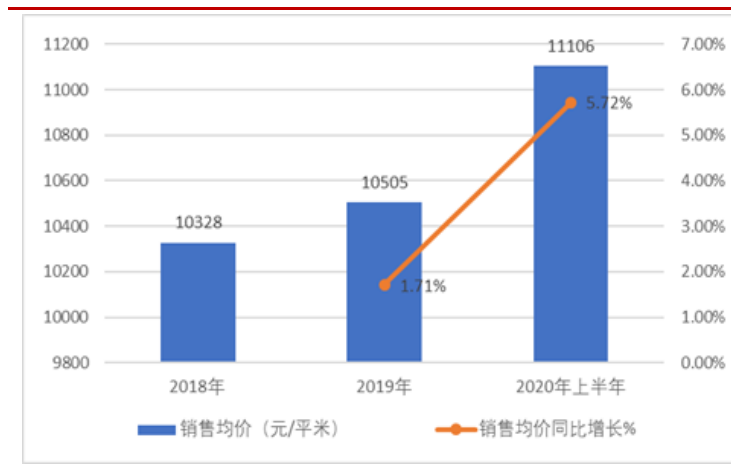
图4: 公司近年签约销售金额增长情况



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

公司 2018 年整体销售均价为 10328 元/平米, 2019 年上升 1.71%至 10505 元/平; 2020 年上半年销售均价上升至 11106 元/平米, 同比上升 5.72%。公司销售均价持续上升, 一方面来源于产品结构的调整, 另一方面也受益于区域布局持续均衡优化。

图5: 公司销售均价变化情况



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

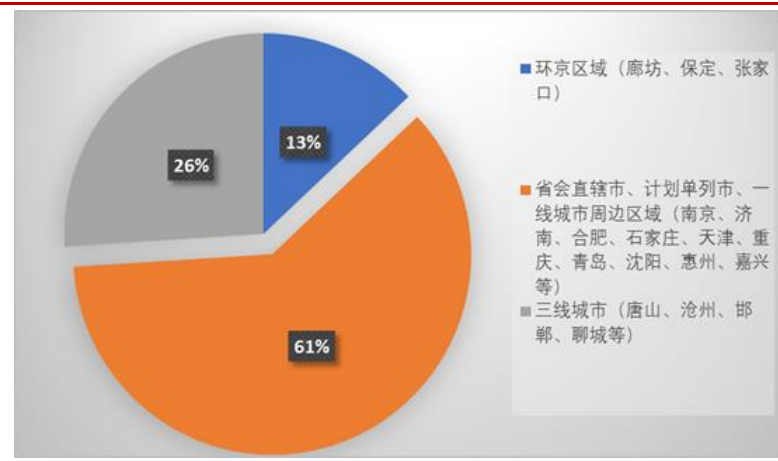
### 3. 稳固深耕固有城市 土地储备充裕

公司从廊坊起家, 早年开发项目主要集中在廊坊及南京部分楼盘。经过二十多年的发展, 公司已经实现从区域走向全国, 基本形成“两横、两纵、三集群”的项目战略格局。其中“两横”是长江及陇海铁路沿线, “两纵”是以京沪、京广铁路沿线的布局, “三集群”是指“京津冀城市群”、“长三角城市群”及“珠三角城市群”。

公司土地储备整体是以二线加强三线布局为主。公司多年来避开土地市场炽热的一线城市, 项目获取以利润为中心, 集中布局于二线及强三线城市。通过二线城市深耕实现规模持续扩大, 同时在强三线城市通过精准优选项目提升整体利润率。从公司各区域销售

占比情况看，2019 年全年，环京区域销售金额占比 13%；省会直辖市、计划单列市及一线城市周边区域销售占比 61%；三线城市销售占比 26%。

图6：2019年销售区域分布

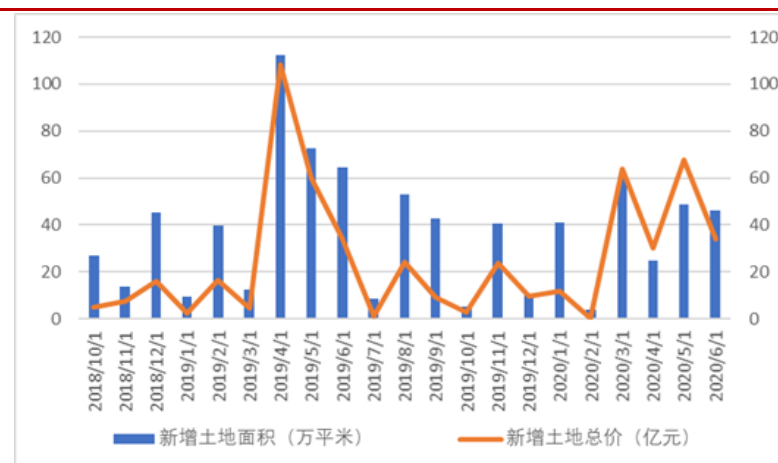


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

截至 2019 年年末，荣盛发展土地储备达 3726.64 万平米，总资产达 2545.95 亿，已进驻包括天津、重庆、河北、辽宁、浙江、四川、广东、海南等 19 个省/直辖市/自治区的约 80 个城市，以及捷克共和国南摩拉维亚州帕索夫斯基市和加拿大温哥华，已开发或开发中项目约 300 个。

而 2020 年上半年公司合计拿地建面约 458 万平，拿地金额约 208 亿，为同期销售金额的 43%，平均拿地楼面价约 4544 元，约占当期销售均价的 41%。公司拿地维持相对积极状态，同时成本可控，其中河北省拿地金额占比近四成；安徽、江苏、四川拿地金额占比均超 10%，整体拿地布局维持深耕巩固固有城市，土地储备进一步提升。

图7：公司近年各月新增土地情况

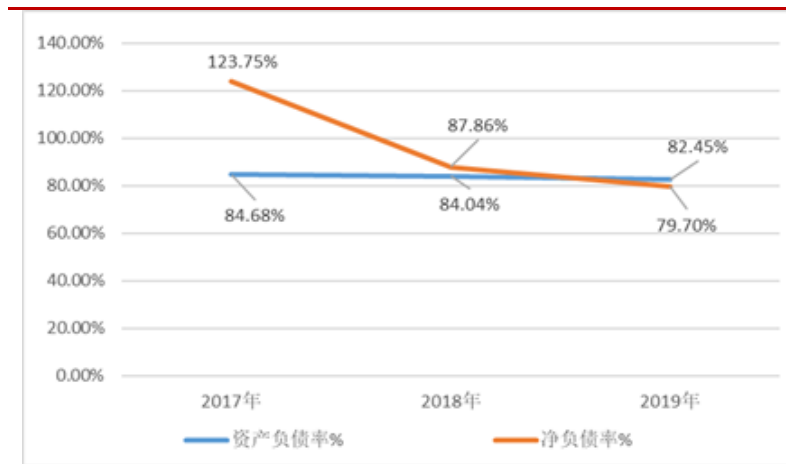


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 4. 负债率水平合理 融资渠道愈发多元

公司近年负债率呈持续下降态势。2019年末资产负债率为82.45%，较2018年下降1.59个百分点；净负债率为79.7%，较2018年同期下降达8.16个百分点。而截止2020年一季度末，公司扣除预收账款后资产负债率为47.21%，整体负债水平合理。

图8：公司负债率情况变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司2019年首次成功发行美元债券5亿元，实现海外融资，票面利率8%。2020年新增融资情况来看，公司1月份发行一期3亿美元债，利率8.75%；3月发行了270天的超短期融资券，规模14.1亿，利率水平为6.98%；5月及6月分别发行了购房尾款资产支持专项计划及供应链金融资产支持专项计划。近期公司计划发行40亿规模的供应链金融资产支持票据也已经接受注册。融资利率也有所下降。

公司近年积极拓展融资渠道，融资工具愈发多元，彰显融资能力的提升。当前共获得银行授信额度885亿元，获境内主流评级机构AA+的主体信用评级，及获境外主流评级机构BB-的主体信用评级。

表1：公司2020年上半年融资及利率情况

日期	融资种类	金额	利率	状态
2020年6月8日	供应链金融资产支持票据	40亿元	/	接受注册
2020年6月4日	供应链金融2号资产支持专项计划	3.97亿元	6.80%	专项计划成立，实际收到认购资金
2020年5月19日	购房尾款资产支持专项计划	7.11亿元	A级、B级——6.7%；C级7.0%	专项计划成立，实际收到认购资金
2020年3月19日	2020年度第一期超短期融资券	14.1亿元	6.98% (270天)	募集资金已全部到账
2020年1月30日	2020年第一期美元债	3亿美元	8.75%	完成发行

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5. 主辅业协同发展 物管拟分拆上市有望提升估值水平

经过多年来全方位的拓展，公司已打造了完整的产业链体系，涵盖与房地产开发相关的各个板块，实现收入、利润的多元化。当前基本形成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、房地产金融等业务为一体的全方位、综合性的全产业链条。通过主、辅业协同发展，公司收入和利润将实现持续、快速增长。

我们整体认为，公司不盲目跨界经营，持续深耕房地产开发主业，做大规模稳固基本盘。另外涉及辅业也与房地产高度相关，能更好地发挥协同效应。其中 2016 年以来，产业新城板块迅速崛起，成为公司第二大利润来源。康旅地产业务也持续实现长足发展，房地产金融业务规模不断壮大，均令人满意。

另外，公司控股子公司荣万家生活股份有限公司拟于港交所挂牌上市，目前收到中国证监会出具的受理单，后续成功挂牌港交所预期较高。

我们认为，公司物业服务业务分拆于香港上市，有助于突出公司生活服务板块发展优势，借助资本市场力量做大公司物管业务；有效增强荣万家资本实力，形成高效资本运作平台，为业务发展提供更多元融资渠道从而提升竞争优势；有利于公司品牌知名度的宣传及内在价值的释放，提升公司整体估值水平。

## 6. 估值便宜积极分红 构筑较高安全边际

公司多年来分红率维持在行业领先水平，同时股息率吸引，积极慷慨回报投资者。公司 2015 年至 2019 年平均股利支付率达 33.5%，其中 2015 年至 2017 年股利支付率均超 30%，近两年由于公司留存资金以备更好的获取市场投资机会，扩大经营规模，降低了分红率，但仍维持在行业中偏高的水平，同时分红绝对值实现持续向上。

以分红前一个月平均股价计算，公司 2019 年股息率超 5%。后续公司维持稳定较高的分红预期仍较高，在当前整体利率水平下行背景下，跑赢相当部分理财产品，具有较好的吸引力。

图9：公司股利支付情况变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

同时，公司当前估值水平处于行业及自身底部位置，安全边际凸显，后续估值修复具备弹性。公司当前 PE (TTM) 水平仅 4.2 倍左右，低于行业整体 9.3 倍左右水平，2020 年盈利预测计算当前估值仅为 3.5 倍附近，估值便宜。

图10：公司PE (TTM) 走势



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 7. 总结与投资建议

公司深耕环京区域，同时持续布局省会直辖市、计划单列市、一线城市周边区域以及强三线城市，项目获取以效益为导向，不盲目抢占一线城市溢价率较高的项目，并践行快速周转策略，实现规模扩展与维持效益相并进。

另外公司多年来持续深耕房地产开发主业，辅业主要包括产业园、康旅地产、物业管理、房地产金融等，均实现与主业高度关联的协同效应，发展经营战略踏实稳健，风险把控得当。

同时，公司销售及业绩也持续实现较快增长，2020 年上半年受疫情影响，同时在上半基



数较高情况下继续保持整体销售经营正增长，运营能力及竞争优势突出。

公司多年来维持较理想的分红率水平，并且分红规模也持续上升，积极慷慨回报投资者。公司具备估值便宜、业绩锁定性较高及股息率吸引等特点，当前股价具备安全边际及修复弹性。预测公司 2020 年—2021 年 EPS 分别为 2.44 元和 2.8 元，对应当前股价估值分别为 3.5 倍及 3 倍，维持“推荐”评级。

## 8. 风险提示

- 1) 销售低于预期
- 2) 政策调控持续从严

表 2：公司盈利预测（截至 2020/7/17）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>70911.90</b>	<b>86512.52</b>	<b>101652.21</b>	<b>116900.04</b>
<b>营业总成本</b>	<b>57370.72</b>	<b>71271.19</b>	<b>83999.85</b>	<b>96273.53</b>
营业成本	49578.24	60991.33	72173.07	82648.33
营业税金及附加	2506.39	3114.45	3659.48	4208.40
销售费用	2244.76	2768.40	3049.57	3507.00
管理费用	2269.93	3027.94	3557.83	4091.50
财务费用	916.71	850.00	950.00	1000.00
<b>其他经营收益</b>	<b>123.47</b>	<b>100.00</b>	<b>250.00</b>	<b>400.00</b>
公允价值变动净收益	-0.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	124.25	100.00	250.00	400.00
<b>营业利润</b>	<b>13664.65</b>	<b>15341.33</b>	<b>17902.35</b>	<b>21026.51</b>
加 营业外收入	86.81	100.00	120.00	130.00
减 营业外支出	332.63	265.73	220.00	250.00
<b>利润总额</b>	<b>13418.83</b>	<b>15175.60</b>	<b>17802.35</b>	<b>20906.51</b>
减 所得税	3463.66	3793.90	4486.19	5268.44
<b>净利润</b>	<b>9955.17</b>	<b>11381.70</b>	<b>13316.16</b>	<b>15638.07</b>
减 少数股东损益	467.08	758.78	1157.15	1358.92
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>9120.37</b>	<b>10622.92</b>	<b>12159.01</b>	<b>14279.14</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>2.10</b>	<b>2.44</b>	<b>2.80</b>	<b>3.28</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn