

销售靓丽，投资稳健，业绩增长持续性强
买入（维持）

2018年08月16日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	38,704	50,272	64,777	84,191
同比(%)	26.4%	29.9%	28.9%	30.0%
归母净利润(百万元)	5,761	7,565	9,711	12,453
同比(%)	38.9%	31.3%	28.4%	28.2%
每股收益(元/股)	1.32	1.74	2.23	2.86
P/E(倍)	5.65	4.30	3.35	2.61

股价走势



事件

■ 荣盛发展发布 2018 年半年报：2018 年 1-6 月荣盛发展营业收入 193.88 亿元，同比增长 44.51%；实现归母净利润 22.47 亿元，同比增长 33.38%，加权平均净资产收益率为 8.10%，基本每股收益 0.52 元。

点评

■ 结算毛利率回升，业绩可持续性较强。2018 年上半年公司实现营业收入 193.9 亿元，同比增长 44.5%；归母净利润 22.5 亿元，同比增长 33.4%；业绩呈现高增态势主要系公司结转加速，上半年公司销售毛利率和净利率分别为 32.3% 和 14.2%，较去年同期分别提升 2.7 个百分点、0.5 个百分点。公司前两年销售金额的快速提升将进一步确保公司未来结算业绩的可持续性。截至 2018 年上半年，公司预收账款 815 亿元，同比高增 41%，未来公司业绩仍然能保持强劲增长态势。

■ 销售高增，上半年完成全年销售目标的 45.6%。公司上半年实现签约销售金额 401.0 亿元，同比增长 46.8%；签约销售面积 382.3 万平方米，同比增长 48.2%；销售回款 323.9 亿元，同比增长 13.8%，销售回款率达 80.77%。上半年公司已实现全年 880 亿销售目标的 45.6%，公司可售货值充沛，预计下半年推盘节奏会有所加快，公司有望顺利完成全年销售目标。

■ 多元化拿地，战略布局，杠杆水平有所回落。公司上半年通过招拍挂、城中村改造、股权收购等方式获取 53 余宗土地项目，规划权益建筑面积 402.76 万平方米，同比下降 25%，体现了公司审慎投资的经营策略。上半年公司资产负债率 85.0%，剔除预收账款后的资产负债率仅 45.3%，较去年同期下降 6.4 个百分点。从区域布局看，公司紧紧围绕“京津冀协同发展”、“一带一路”和“长江经济带”等国家重大发展规划，在石家庄、霸州、张家口、邯郸、秦皇岛、邢台、唐山、承德等地获取新的项目。截至 2018 年上半年，公司土地储备建筑面积约 3630 万平方米，可以满足公司未来 3-4 年的开发需求。

■ 投资建议：荣盛发展土储丰富，拿地提速，资源重点布局京津冀、长三角、珠三角区域，价值迎来重估契机；公司快周转、多品牌、控成本保障销售成绩；“地产+康旅+金融+X”多元化业务的协同效应有望进一步凸显。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.74、2.23、2.86 元人民币，对应 PE 分别为 4.30、3.35、2.61 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

市场数据

收盘价(元)	7.48
一年最低/最高价	7.01/13.57
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	29123.81

基础数据

每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	84.95
总股本(百万股)	4348.16
流通 A 股(百万股)	3893.56

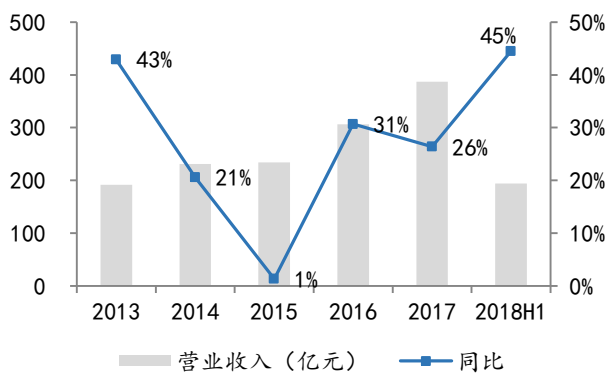
相关研究

- 1、《荣盛发展 (002146)：拿地稳健，销售高速增长》2018-08-03
- 2、《荣盛发展 (002146)：销售提速，聚焦京津冀，价值可期》2018-07-25

1. 结算毛利率回升，业绩可持续性增强

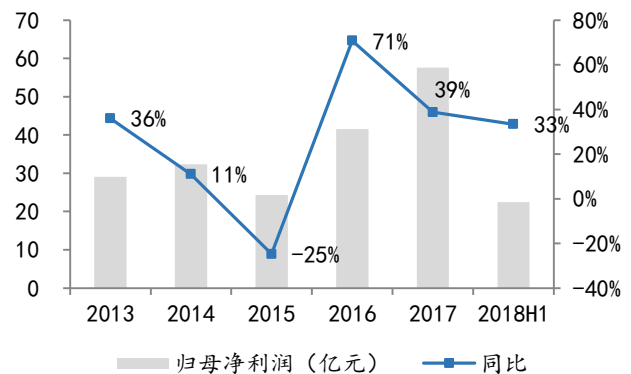
2018上半年公司实现营业收入193.9亿元,同比增长44.5%;归母净利润22.5亿元,同比增长33.4%;业绩呈现高增态势主要系公司结转加速,上半年公司销售毛利率和净利率分别为32.3%和14.2%,较去年同期分别提升2.7个百分点、0.5个百分点。公司前两年销售金额的快速提升将进一步确保公司未来结算业绩的可持续性。截至2018年上半年,公司预收账款815亿元,同比高增41%,未来公司业绩仍然能保持强劲增长态势。

图1: 荣盛发展营业收入(亿元)及增速



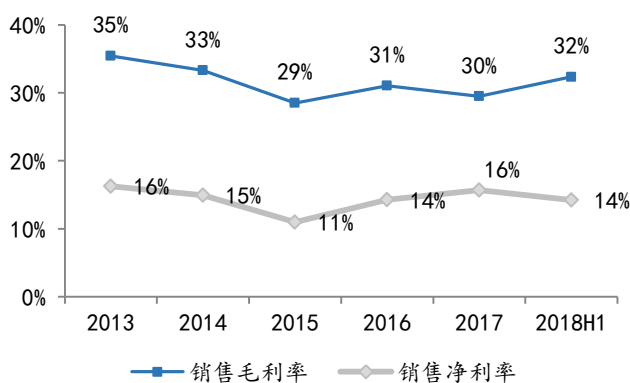
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 荣盛发展归母净利润(亿元)及增速



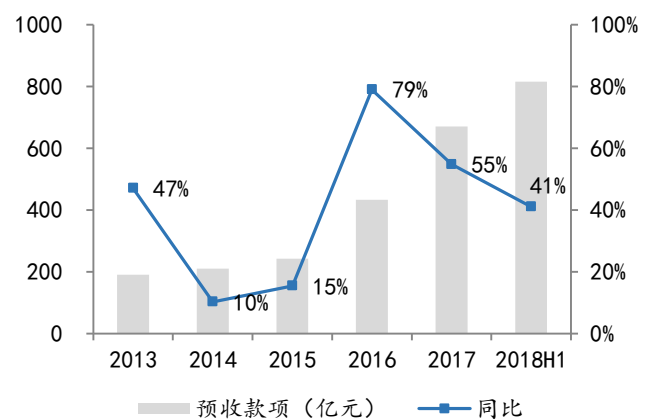
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 荣盛发展销售毛利率和销售净利率走势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 荣盛发展预收账款(亿元)及增速

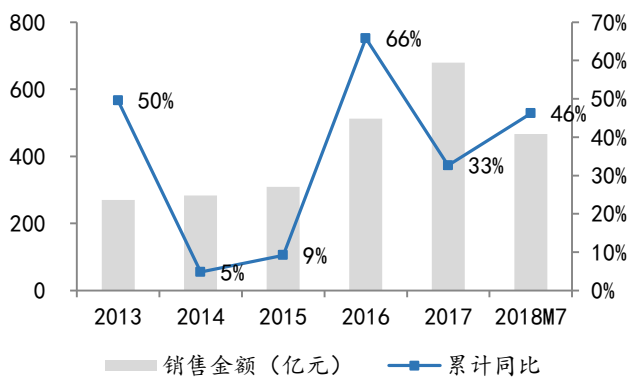


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 销售高增，上半年完成全年目标的 45.6%。

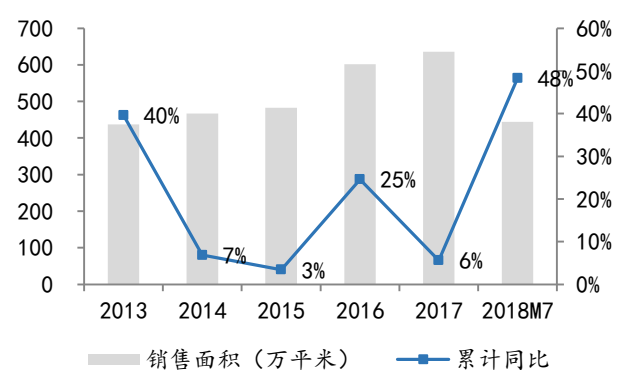
公司上半年实现签约销售金额 401.0 亿元，同比增长 46.8%；签约销售面积 382.3 万平方米，同比增长 48.2%；销售回款 323.9 亿元，同比增长 13.8%，销售回款率达 80.77%。上半年公司已实现全年 880 亿销售目标的 45.6%。7 月份公司销售金额、销售面积同比分别增长 42.9%、48.8%，继续维持高速增长态势。公司可售货值充沛，预计下半年推盘节奏会有所加快，公司有望顺利完成全年销售目标。

图 5：荣盛发展销售金额（亿元）及累计增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：荣盛发展销售面积（万平方米）及累计增速

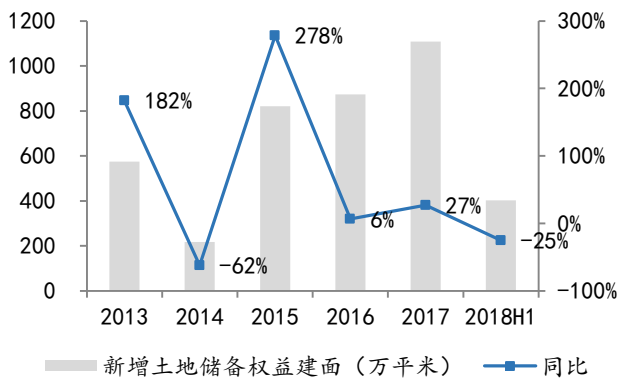


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 多元化拿地，战略布局，杠杆水平有所回落

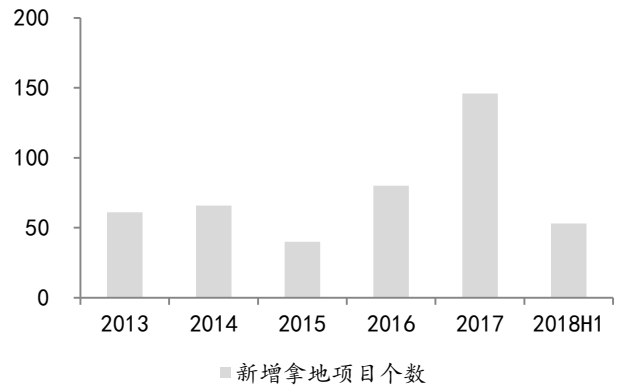
公司上半年通过招拍挂、城中村改造、股权收购等方式获取 53 余宗土地项目，规划权益建筑面积 402.76 万平方米，同比下降 25%，体现了公司审慎投资的经营策略。上半年公司资产负债率 85.0%，剔除预收账款后的资产负债率仅 45.3%，较去年同期下降 6.4 个百分点。从区域布局看，公司紧紧围绕“京津冀协同发展”、“一带一路”和“长江经济带”等国家重大发展规划，在石家庄、霸州、张家口、邯郸、秦皇岛、邢台、唐山、承德等地获取新的项目。截至 2018 年上半年，公司土地储备建筑面积约 3630 万平方米，可以满足公司未来 3-4 年的开发需求。

图 7：荣盛发展新增拿地权益面积（万平方米）及增速



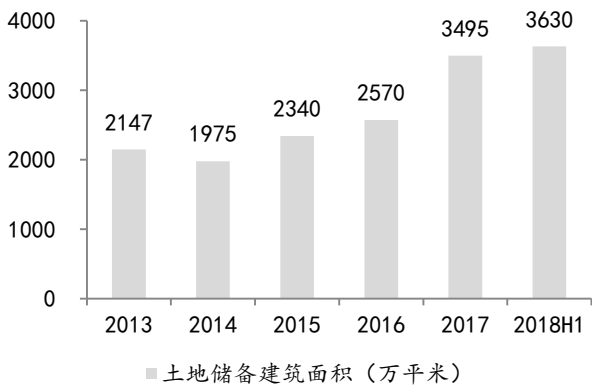
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：荣盛发展新增拿地项目个数



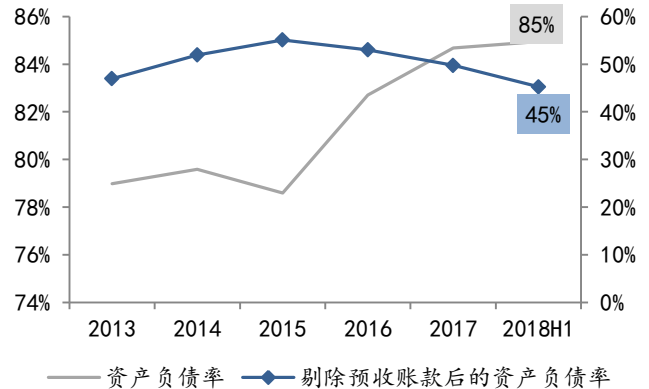
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：荣盛发展土地储备建筑面积（万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：荣盛发展资产负债率及剔除预收后资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

荣盛发展土储丰富，拿地提速，资源重点布局京津冀、长三角、珠三角区域，价值迎来重估契机；公司快周转、多品牌、控成本保障销售成绩；“地产+康旅+金融+X”多元化业务的协同效应有望进一步凸显。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.74、2.23、2.86 元人民币，对应 PE 分别为 4.30、3.35、2.61 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

荣盛发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	180,278	202,481	217,787	260,643	营业收入	38,704	50,272	64,777	84,191
现金	23,533	29,684	37,118	49,376	减:营业成本	27,284	35,709	46,289	60,542
应收账款	783	865	1,175	1,415	营业税金及附加	1,575	2,046	2,637	3,427
存货	119,322	122,776	120,852	131,404	营业费用	1,165	1,514	1,951	2,535
其他流动资产	36,640	49,156	58,642	78,447	管理费用	1,406	1,826	2,353	3,059
非流动资产	11,455	15,465	20,455	26,564	财务费用	222	-1,154	-1,803	-2,646
长期股权投资	2,555	3,393	4,511	5,706	资产减值损失	275	190	249	371
固定资产	2,219	3,129	4,302	5,824	加:投资净收益	680	180	221	273
在建工程	1,181	2,080	2,993	3,981	其他收益	-9	-3	-4	-6
无形资产	495	539	595	662	营业利润	7,767	10,646	13,657	17,519
其他非流动资产	5,004	6,323	8,054	10,390	加:营业外净收支	256	50	73	88
资产总计	191,733	217,946	238,242	287,208	利润总额	8,023	10,696	13,730	17,608
流动负债	122,727	136,825	142,080	171,904	减:所得税费用	1,943	2,674	3,433	4,402
短期借款	10,651	11,184	11,743	12,330	少数股东损益	319	457	587	753
应付账款	11,327	12,479	12,012	14,895	归属母公司净利润	5,761	7,565	9,711	12,453
其他流动负债	100,748	113,162	118,325	144,679	EBIT	10,485	12,206	15,302	19,180
非流动负债	39,627	45,544	51,669	59,113	EBITDA	10,795	12,530	15,763	19,823
长期借款	38,096	43,887	49,873	57,166					
其他非流动负债	1,531	1,657	1,796	1,946	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	162,353	182,370	193,749	231,017	每股收益(元)	1.32	1.74	2.23	2.86
少数股东权益	1,870	2,327	2,914	3,667	每股净资产(元)	6.33	7.65	9.56	12.08
归属母公司股东权益	27,510	33,249	41,579	52,524	发行在外股份(百万股)	4348	4348	4348	4348
负债和股东权益	191,733	217,946	238,242	287,208	ROIC(%)	9.0%	9.2%	9.6%	10.0%
					ROE(%)	20.7%	22.5%	23.1%	23.5%
					毛利率(%)	29.5%	29.0%	28.5%	28.1%
					销售净利率(%)	14.9%	15.0%	15.0%	14.8%
					资产负债率(%)	84.7%	83.7%	81.3%	80.4%
					收入增长率(%)	26.4%	29.9%	28.9%	30.0%
					净利润增长率(%)	38.9%	31.3%	28.4%	28.2%
					P/E	5.65	4.30	3.35	2.61
					P/B	1.18	0.98	0.78	0.62
					EV/EBITDA	6.59	5.71	4.79	3.91

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

