



002146.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.78

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.8)	(3.6)	(4.0)	(12.0)
相对深证成指	12.0	7.3	15.8	22.5

发行股数(百万)	4,348
流通股(%)	90
流通股市值(人民币 百万)	30,292
3个月日均交易额(人民币 百万)	185
净负债比率(%) (2018E)	137
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年10月26日收市价为准

相关研究报告

《荣盛发展》 20180411

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚  
(8610)66229394  
jinwei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 荣盛发展

## 业绩稳健销售高增, 现金流持续改善

荣盛发展2018年前三季度实现营业收入305.5亿元, 同比增长40.9%; 实现归属母公司净利润37.4亿元, 同比增长34.0%; EPS 0.86元, 同比增长34.4%; 公司毛利率和净利率分别为32.2%和12.2%, 分别同比上升3.7和下降0.6个百分点; 净资产收益率12.6%, 同比增长1.3个百分点。实现销售面积572.4万平方米, 销售金额595.1亿元, 同比分别增长50.9%、46.2%。考虑到公司结算资源充足, “3+X”战略稳步推进, 现金流状况持续改善, 我们预计公司2018-20年EPS分别为1.76/2.10/2.57元, 对应18年PE 4.4倍, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **经营业绩稳健增长, 毛利率再度提升。**2018年前三季度公司实现营业收入305.5亿元, 同比增长40.9%; 实现归母净利润37.4亿元, 同比增长34.0%; EPS 0.86元, 同比增长34.4%; 公司毛利率和净利率分别为32.2%和12.2%, 分别同比上升3.7和下降0.6个百分点; 净资产收益率12.6%, 同比增长1.3个百分点。由于16-17年高毛利项目进入结转期及结转加速, 公司毛利率持续提升; 但受到财务费用支出大幅增加等影响, 净利率微降。报告期末, 公司预收账款同比增长41%至865.9亿元, 覆盖2017年结算收入超2.2倍, 业绩保障性强, 预计今明两年业绩将维持稳健增长。同时, 公司预告2018年全年归母净利润增长20-40%。
- **销售稳增土储丰厚, 投资策略转向审慎。**2018年前三季度公司实现销售面积572.4万平方米, 销售金额595.1亿元, 同比分别增长50.9%、46.2%。全年销售目标880亿已完成近68%, 预计伴随Q4推盘加速完成全年目标困难不大。2018年前三季度公司新增土地储备613.6万方, 拿地金额147亿元, 分别同比减少41%及23%, 弱市下投资策略转向审慎。现有总土储超3,000万方, 可满足未来约3年开发需求。
- **负债率进一步下降, 现金流状况持续改善。**报告期末公司净负债率126.4%, 资产负债率84.9%, 分别同比下降38及0.2个百分点, 剔除预收账款后资产负债率仅44.4%。在2017年公司经营性现金流多年后首次回正后, 今年持续改善, Q3录得86.7亿元, 同比增长215.7%, 偿债能力进一步增强。
- **高管增持彰显信心, 长期投资价值获青睐。**于7月9日至8月9日之间, 公司董事长等高管3人通过集合竞价的方式增持公司股票共计6,188万元, 增持价格区间7.68-7.82元, 较现价略有溢价, 充分彰显对于公司发展前景的信心。同时截至报告期末, 公司股票获陆股通新增持股5251.2万股, 股份占比1.21%。由于公司基本面持续向好, 价值低估, 公司投资价值获长线资金青睐, 年初以来社保年金及保险资金等持续增持, 更深层次的介入及合作值得期待。

### 评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 调控政策升级超预期。

### 估值

- 我们预计公司2018-20年EPS分别为1.76/2.10/2.57元, 对应18年PE 4.4倍, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	30,622	38,704	50,675	63,210	78,879
变动(%)	31	26	31	25	25
净利润(人民币 百万)	4,148	5,441	7,632	9,146	11,193
全面摊薄每股收益(人民币)	0.954	1.251	1.755	2.103	2.574
变动(%)	70.8	31.2	40.3	19.8	22.4
全面摊薄市盈率(倍)	8.2	6.2	4.4	3.7	3.0
价格/每股现金流量(倍)	(9.2)	14.9	(4.0)	(7.2)	(5.6)
每股现金流量(人民币)	(0.85)	0.52	(1.96)	(1.08)	(1.39)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	9.3	6.3	6.1	5.5
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.556	0.666	0.815
股息率(%)	5.1	5.4	7.1	8.6	10.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测



图表 1. 荣盛发展 2018Q3 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017Q3	2018Q3	同比变动 (%)
<b>营业收入</b>	<b>21,687</b>	<b>30,554</b>	40.9
营业成本	(15,504)	(20,701)	33.5
营业税	(1,153)	(1,424)	23.5
<b>毛利润</b>	<b>5,030</b>	<b>8,429</b>	67.6
其他收入	(137)	(167)	21.6
销售费用	(761)	(1,160)	52.4
管理费用	(982)	(1,358)	38.3
<b>营业利润</b>	<b>3,149</b>	<b>5,744</b>	82.4
投资收益	436	195	(55.2)
财务费用	(50)	(468)	828.2
营业外收支	270	(39)	(114.6)
<b>税前利润</b>	<b>3,805</b>	<b>5,717</b>	39.0
所得税	(1,105)	(1,519)	37.5
少数股东权益	(218)	(459)	110.2
<b>归属上市公司股东净利润</b>	<b>2,791</b>	<b>3,739</b>	34.0
<b>主要比率(%)</b>			百分点增减
毛利率	23.2	27.6	4.4
经营利润率	14.5	18.8	4.3
净利率	11.4	11.3	(0.1)

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	30,622	38,704	50,675	63,210	78,879
销售成本	(23,092)	(28,860)	(34,656)	(43,307)	(54,128)
经营费用	(1,560)	(2,260)	(3,059)	(3,891)	(4,932)
息税折旧前利润	5,970	7,584	12,959	16,011	19,820
折旧及摊销	(185)	(311)	(308)	(309)	(309)
经营利润(息税前利润)	5,785	7,273	12,651	15,703	19,510
净利息收入/(费用)	149	(87)	(2,512)	(3,475)	(4,447)
其他收益/(损失)	(64)	655	668	732	803
税前利润	5,721	7,703	10,627	12,735	15,585
所得税	(1,348)	(1,943)	(2,573)	(3,083)	(3,773)
少数股东权益	(224)	(319)	(422)	(505)	(619)
净利润	4,148	5,441	7,632	9,146	11,193
核心净利润	4,148	5,441	7,632	9,146	11,193
每股收益(人民币)	0.954	1.251	1.755	2.103	2.574
核心每股收益(人民币)	0.954	1.251	1.755	2.103	2.574
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.556	0.666	0.815
收入增长(%)	31	26	31	25	25
息税前利润增长(%)	69	26	74	24	24
息税折旧前利润增长(%)	67	27	71	24	24
每股收益增长(%)	71	31	40	20	22
核心每股收益增长(%)	71	31	40	20	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	19,354	23,533	30,811	38,433	47,960
应收帐款	18,875	24,297	31,812	39,681	49,518
库存	88,924	119,322	156,227	194,873	243,180
其他流动资产	11,955	13,126	9,182	11,436	14,255
流动资产总计	139,108	180,278	228,032	284,424	354,913
固定资产	1,757	2,223	2,500	2,780	3,060
无形资产	578	659	634	610	588
其他长期资产	4,302	8,573	12,728	18,097	15,656
长期资产总计	6,637	11,455	15,862	21,487	19,304
总资产	145,745	191,733	243,893	305,911	374,218
应付帐款	22,646	30,798	36,791	45,980	57,474
短期债务	16,339	21,794	40,638	63,949	84,107
其他流动负债	46,293	70,135	91,857	114,628	143,024
流动负债总计	85,277	122,727	169,286	224,558	284,605
长期借款	34,579	38,096	38,098	38,101	38,105
其他长期负债	680	1,531	1,632	1,787	1,980
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
储备	19,317	23,162	28,372	34,615	42,254
股东权益	23,665	27,510	32,720	38,963	46,602
少数股东权益	1,543	1,870	2,158	2,503	2,926
总负债及权益	145,745	191,733	243,893	305,911	374,218
每股帐面价值(人民币)	5.44	6.33	7.53	8.96	10.72
每股有形资产(人民币)	5.31	6.17	7.38	8.81	10.57
每股净负债/(现金)(人民币)	7.26	8.36	11.02	14.63	17.08

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	5,721	7,703	10,627	12,735	15,585
折旧与摊销	185	311	308	309	309
净利息费用	0	224	2,692	3,700	4,728
运营资本变动	(8,414)	(3,786)	(19,175)	(17,882)	(22,345)
税金	(1,348)	(1,943)	(2,573)	(3,083)	(3,773)
其他经营现金流	161	(236)	(418)	(485)	(559)
经营活动产生的现金流	(3,695)	2,274	(8,540)	(4,707)	(6,055)
购买固定资产净值	(85)	(428)	(592)	(889)	(1,332)
投资减少/增加	(769)	(2,650)	180	225	281
其他投资现金流	(1,883)	(1,765)	411	(3,714)	7
投资活动产生的现金流	(2,737)	(4,843)	(1)	(4,377)	(1,044)
净增权益	36	42	0	0	0
净增债务	16,675	12,870	18,847	23,314	20,161
支付股息	(4,518)	(6,163)	(2,418)	(2,898)	(3,546)
其他融资现金流	549	611	411	(3,714)	7
融资活动产生的现金流	12,742	7,360	16,839	16,703	16,623
现金变动	6,309	4,791	8,298	7,619	9,523
期初现金	13,672	19,354	23,533	30,811	38,433
公司自由现金流	(6,432)	(2,570)	(8,541)	(9,084)	(7,100)
权益自由现金流	10,243	10,300	10,306	14,230	13,062

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.5	19.6	25.6	25.3	25.1
息税前利润率(%)	18.9	18.8	25.0	24.8	24.7
税前利润率(%)	18.7	19.9	21.0	20.1	19.8
净利率(%)	13.5	14.1	15.1	14.5	14.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	38.9	20.1	4.4	4.0	3.9
净权益负债率(%)	125.2	123.7	137.4	153.4	149.9
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	8.2	6.2	4.4	3.7	3.0
核心业务市盈率(倍)	8.2	6.2	4.4	3.7	3.0
市净率(倍)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7
价格/现金流(倍)	(9.2)	14.9	(4.0)	(7.2)	(5.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	9.3	6.3	6.1	5.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,238.7	1,316.9	1,451.0	1,479.6	1,477.0
应收帐款周转天数	181.4	203.6	202.1	206.4	206.4
应付帐款周转天数	231.9	252.0	243.4	239.0	239.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	54.9	44.9	41.8	41.8	41.8
净资产收益率(%)	18.7	21.3	25.3	25.5	26.2
资产收益率(%)	3.6	3.2	4.4	4.3	4.3
已运用资本收益率(%)	8.7	9.0	12.6	12.4	12.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371