

业绩如期释放 盈利能力提升

——荣盛发展（002146）报点评

2018年10月28日

强烈推荐/维持
荣盛发展
财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022
	Renhe07@163.com	010-66554089

事件：

公司日前发布 2018 年三季报。公司实现营业收入 305.5 亿元，同比增长 40.9%，实现归属于上市公司股东的净利润 37.4 亿元，同比增长 34.0%。实现销售金额 595.1 亿元，同比增长 46.2%，销售面积 572.4 万平方米，同比增长 50.9%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	5110.06	8305.8	8270.85	17017.3	6983.91	12403.96	11165.85
增长率（%）	26.25%	13.15%	12.94%	42.87%	36.67%	49.34%	35.00%
毛利率（%）	31.28%	28.63%	26.68%	30.77%	34.60%	31.07%	32.09%
期间费用率（%）	10.17%	6.66%	8.72%	5.87%	14.11%	7.55%	9.54%
营业利润率（%）	15.13%	18.47%	18.58%	23.05%	14.65%	21.64%	18.35%
净利润（百万元）	523.17	1326.05	1159.46	3070.66	698.39	2061.60	1437.23
增长率（%）	48.56%	34.02%	19.84%	48.84%	33.49%	55.47%	23.96%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.28	0.25	0.68	0.14	0.38	0.34
资产负债率（%）	83.56%	85.26%	85.09%	84.68%	84.78%	84.95%	84.89%
净资产收益率（%）	2.03%	5.24%	4.42%	10.45%	2.32%	6.67%	4.44%
总资产收益率（%）	0.33%	0.77%	0.66%	1.60%	0.35%	1.00%	0.67%

观点：

➤ 业绩稳步增长 销售维持高增

年初至报告期末，公司累计实现签约面积 572.4 万平方米，同比增长 50.9%；累计签约金额 595.1 亿元，同比增长 46.2%。营业收入 305.5 亿元，同比增长 40.9%；扣非后归母净利润 36.5 亿元，同比增长 61.3%。销售毛利率 32.2%，较去年同期增加 3.7 个百分点；销售净利率 13.7%，较去年同期增加 13.9 个百分点。我们认为，公司盈利能力持续提升，且年末因可结算项目增加，结算收入及利润将维持增长趋势。

➤ **土地储备丰富 预收账款维持高增**

在第三季度,公司通过招拍挂等方式,共获得13宗国有土地使用权和1宗土地、房屋、地上附属物的使用权,全年新增土地储备数量为66余宗。新增土地覆盖安徽省,河北省的二三线城市及县市,获取土地以居住用地为主,商住用地为辅,在已确保市场中巩固并提高占有率。公司持有存货1395.8亿元,同比增长21.4%,存货周转率(期末存货/平均预收账款)1.9,跟上半年保持一致,同比减少21.1%。预收账款对去年营业收入的覆盖率为2.2。

➤ **经营性现金流持续提升 稳健性有所提升**

截至报告期末,公司持有货币资金223.6亿元,同比增长59.9%,较上半年增长12.7%;经营活动现金流87.6亿元,较去年同期增长163.3亿元;总现金流净额为-17.8亿元,较去年同期增加30.1亿元。我们认为公司全年经营活动现金流将有较好表现,公司稳健性有所提升。

➤ **杠杆微幅降低 ROE小幅提升**

截至报告期末,有息负债632.3亿元,同比增长10.8%,公司剔除预收账款后的资产负债率74.6%,较去年同期降低2.5个百分点;净负债率125.4%,较去年同期减少38个百分点。与此同时,摊薄后ROE为12.6%,同比增长1.3个百分点,较上半年增长4.6个百分点。我们认为,公司在适度降低杠杆的同时,较好的保持了盈利能力。

投资建议:

业绩高度锁定,土地储备丰富,多元化打造新增长点,估值优势明显,维持“强烈推荐”。公司预收账款高度锁定未来业绩,土地拓展积极,土地储备丰富,有望进一步受益于京津冀一体化。我们预计公司2018-2020年每股收益为1.67元/2.08元/2.24元,对应PE为6.1倍/5.0倍/4.6倍,显著低于板块平均PE。我们给予公司10倍PE,对应目标价为20.8元,维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

房地产市场整体大幅下行,公司净负债率高于平均水平。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	139108	180278	225545	278869	338407	营业收入	30622	38704	50315	62894	75473
货币资金	19354	23533	30189	37736	45284	营业成本	21114	27284	34214	42768	52831
应收账款	405	783	1378	1723	2068	营业税金及附加	1978	1575	3019	3774	4528
其他应收款	18469	23492	30539	38174	45809	营业费用	757	1165	1509	1887	2264
预付款项	7717	7554	6186	4475	2362	管理费用	988	1406	1761	2201	2642
存货	88924	119322	149981	187476	231588	财务费用	64	222	240	414	427
其他流动资产	4063	5414	7272	9284	11297	资产减值损失	90.14	274.51	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	6637	11455	9239	8784	8329	公允价值变动收益	-6.43	-9.15	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	911	2555	2555	2555	2555	投资净收益	12.33	680.18	12.00	13.20	14.52
固定资产	1754.13	2219.25	2994.79	2589.56	2184.34	营业利润	5636	7767	9538	11818	12749
无形资产	368	495	446	396	347	营业外收入	105.04	358.05	110.00	132.00	158.40
其他非流动资产	951	1371	0	0	0	营业外支出	20.83	102.32	40.00	44.00	48.40
资产总计	145745	191733	234784	287653	346737	利润总额	5721	8023	9608	11906	12859
流动负债合计	85277	122727	174603	225285	281097	所得税	1348	1943	2152	2667	2880
短期借款	7954	10651	52255	65787	71380	净利润	4372	6079	7455	9239	9979
应付账款	9870	11327	15935	19919	24606	少数股东损益	224	319	212	212	235
预收款项	43294	67057	97246	134982	180266	归属母公司净利润	4148	5761	7243	9027	9744
一年内到期的非流	8385	11143	0	0	0	EBITDA	6212	8733	10232	12686	13631
非流动负债合计	35259	39627	28322	28041	28641	EPS (元)	0.95	1.32	1.67	2.08	2.24
长期借款	18727	26704	27304	27904	28504	主要财务比率					
应付债券	15853	11392	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	120536	162353	202925	253326	309738	成长能力					
少数股东权益	1543	1870	2082	2294	2529	营业收入增长	30.68%	26.39%	30.00%	25.00%	20.00%
实收资本(或股本)	4348	4348	4348	4348	4348	营业利润增长	75.73%	37.80%	22.80%	23.91%	7.88%
资本公积	4633	4398	4398	4398	4398	归属于母公司净利润	25.74%	24.62%	25.74%	24.62%	7.94%
未分配利润	11448	14763	11286	6953	2276	获利能力					
归属母公司股东权	23665	27510	29263	31520	33956	毛利率(%)	31.05%	29.50%	32.00%	32.00%	30.00%
负债和所有者权	145745	191733	234270	287139	346222	净利率(%)	14.28%	15.71%	14.82%	14.69%	13.22%
现金流量表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	2.85%	3.00%	3.09%	3.14%	
经营活动现金流	-3695	2274	-8469	633	9120	ROE(%)	17.53%	20.94%	24.75%	28.64%	28.70%
净利润	4372	6079	7455	9239	9979	偿债能力					
折旧摊销	511.46	744.91	0.00	454.74	454.74	资产负债率(%)	83%	85%	87%	88%	89%
财务费用	64	222	240	414	427	流动比率	1.63	1.47	1.29	1.24	1.20
应付账款的变化	0	0	-595	-345	-345	速动比率	0.59	0.50	0.43	0.41	0.38
预收账款的变化	0	0	30189	37736	45284	营运能力					
投资活动现金流	-2737	-4843	1518	-33	-31	总资产周转率	0.25	0.23	0.24	0.24	0.24
公允价值变动收益	-6	-9	4	4	4	应收账款周转率	59	65	47	41	40
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	应付账款周转率	3.46	3.65	3.69	3.51	3.39
投资收益	12	680	12	13	15	每股指标(元)					
筹资活动现金流	12742	7360	13608	6947	-1541	每股收益(最新摊薄)	0.95	1.32	1.67	2.08	2.24
应付债券增加	0	0	-11392	0	0	每股净现金流(最新)	1.45	1.10	1.53	1.74	1.74
长期借款增加	0	0	600	600	600	每股净资产(最新摊)	5.44	6.33	6.73	7.25	7.81
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-31	-235	0	0	0	P/E	10.82	7.79	6.17	4.95	4.59
现金净增加额	6309	4791	6656	7547	7547	P/B	1.89	1.62	1.53	1.42	1.32
						EV/EBITDA	12.28	9.28	9.19	7.93	7.28

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。