

## 业绩平稳释放 拿地预计回归扩张

### ——荣盛发展（002146）2018 年报点评

2019 年 04 月 03 日

强烈推荐/维持

荣盛发展

财报点评

#### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，2018 年实现营业收入 564 亿元，同比增长 45.6%，实现归属母公司股东的净利润 75.6 亿元，同比增长 31.3%。
- **业绩平稳释放，ROE 连续三年提升。**公司 2018 年实现营业收入 564 亿元，同比增长 45.6%，营收的快速增长主要来自于结算面积（+30.4%）和结算均价（+10.8%）的双重提升。实现归母净利润 75.6 亿元，同比增长 31.3%。毛利率提升但净利润率下降的主要原因是费用率的提升和营业外收支项目的变动。ROE 升至 24.9%，连续三年提升，目前已处于地产行业较高水平。公司本年计划竣工面积为 861 万平方米，同比大增 39.8%，有力推动公司 2019 年的业绩释放。
- **销售破千亿，销售均价修复或成销售最大看点。**2018 年公司实现销售金额 1016 亿元，同比增长 49.5%，首次突破千亿规模；销售面积 983.4 万平方米，同比增长 54.7%，销售均价则相对 2017 年有所下降。公司 2019 年销售目标较为保守，主要原因在于 2018 年拿地较为谨慎，可推货值有所减少，这也是公司本年计划新开工面积增速较低的原因之一。我们认为公司销售均价进一步下降的可能性并不高，随着部分区域尤其是环京区域价格的边际松动，公司销售均价修复有望驱动销售业绩取得相对超预期的表现。
- **拿地预计重回扩张，融资计划彰显雄心。**2018 年公司拿地较为谨慎，新获取土储 760.5 万方，低于销售面积，拿地金额 174.4 亿元。截至 2018 年末，公司土地储备约 3514 万方，短期内土储仍然充足。公司 2019 年计划拿地面积为 1673 万平米，同比大增 120%，同时 2019 年计划新增信贷融资 611.4 亿元，计划拿地和融资的大幅提升，彰显了公司进一步扩张的雄心。
- **投资建议：**长期空间不受压制，中短期有望受益京津冀一体化带来的市场回暖，同时估值低廉，估值修复不受行业整体估值限制。我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 788 亿元、901 亿、1147 亿元；归母净利润分别为 90 亿元、101 亿元和 131 亿元；EPS 分别为 2.08 元、2.33 元和 3.01 元，对应 PE 分别为 5.6X、5X 和 3.8X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、短期可推货值减少；2、三四线楼市整体性大幅下行；3、土地市场竞争更趋于激烈。

#### 财务指标预测

| 指标        | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 38,704 | 56,368 | 78,802 | 90,121 | 114,652 |
| 增长率（%）    | 26.39% | 45.64% | 39.80% | 14.36% | 27.22%  |
| 净利润（百万元）  | 5,761  | 7,565  | 9,046  | 10,148 | 13,078  |
| 增长率（%）    | 38.88% | 31.31% | 19.59% | 12.18% | 28.86%  |
| 净资产收益率（%） | 20.94% | 22.52% | 22.97% | 22.32% | 24.53%  |
| 每股收益（元）   | 1.32   | 1.74   | 2.08   | 2.33   | 3.01    |
| PE        | 8.76   | 6.64   | 5.56   | 4.95   | 3.84    |
| PB        | 1.83   | 1.50   | 1.28   | 1.11   | 0.94    |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

执业证书编号：

S1480519010002

#### 交易数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元）    | 11.56-10.04   |
| 总市值（亿元）        | 502.65        |
| 流通市值（亿元）       | 449.88        |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 434816/389167 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /             |
| 52 周日均换手率      | 0.75          |

#### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《荣盛发展（002146）三季报点评：业绩如期释放 盈利能力提升》2018-10-29
- 2、《荣盛发展（002146）半年报点评：业绩稳步释放 现金流持续改善》2018-08-15
- 3、《荣盛发展（002146）：过往亮丽，未来确定，拿地积极，估值洼地》2018-04-25
- 4、《信达地产（600657）2017 半年报点评：业绩翻番增长 起飞前奏已鸣》2017-08-30

## 公司盈利预测表

| 资产负债表   |         |         |         |         |         | 单位: 百万元   |        | 利润表    |        |         | 单位: 百万元 |  |       |       |       |       |       |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|--|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |           | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E   | 2021E   |  | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产合计  | 180278  | 211963  | 318179  | 358531  | 406910  | 营业收入      | 38704  | 56368  | 78802  | 90121   | 114652  |  |       |       |       |       |       |
| 货币资金    | 23533   | 30367   | 131366  | 166064  | 192738  | 营业成本      | 27284  | 38632  | 53585  | 61733   | 79110   |  |       |       |       |       |       |
| 应收账款    | 783     | 2922    | 130     | 148     | 188     | 营业税金及附加   | 1575   | 2532   | 7195   | 8228    | 10468   |  |       |       |       |       |       |
| 其他应收款   | 23492   | 24627   | 22195   | 22195   | 22195   | 营业费用      | 1165   | 1727   | 2136   | 2442    | 3107    |  |       |       |       |       |       |
| 预付款项    | 7554    | 7452    | 7636    | 7636    | 7636    | 管理费用      | 1406   | 1950   | 2797   | 3199    | 4070    |  |       |       |       |       |       |
| 存货      | 119322  | 136701  | 146809  | 152218  | 173392  | 财务费用      | 222    | 802    | 931    | 1144    | 811     |  |       |       |       |       |       |
| 其他流动资产  | 5414    | 9595    | 10043   | 10270   | 10760   | 资产减值损失    | 275    | 297    | 0      | 0       | 0       |  |       |       |       |       |       |
| 非流动资产合  | 11455   | 15799   | 14180   | 14510   | 14889   | 公允价值变动收益  | -9     | 6      | 0      | 0       | 0       |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资  | 2555    | 2914    | 2914    | 2914    | 2914    | 投资净收益     | 680.18 | 591.16 | 952.25 | 1333.15 | 1866.41 |  |       |       |       |       |       |
| 固定资产    | 2219.25 | 4281.96 | 4710.16 | 5181.18 | 5699.29 | 营业利润      | 7767   | 11069  | 13111  | 14708   | 18953   |  |       |       |       |       |       |
| 无形资产    | 495     | 990     | 891     | 792     | 693     | 营业外收入     | 358.05 | 85.23  | 0.00   | 0.00    | 0.00    |  |       |       |       |       |       |
| 其他非流动资  | 1371    | 1450    | 1087    | 1087    | 1087    | 营业外支出     | 102.32 | 211.42 | 0.00   | 0.00    | 0.00    |  |       |       |       |       |       |
| 资产总计    | 191733  | 227762  | 341729  | 390518  | 447335  | 利润总额      | 8023   | 10943  | 13111  | 14708   | 18953   |  |       |       |       |       |       |
| 流动负债合计  | 122727  | 154254  | 199319  | 253239  | 313120  | 所得税       | 1943   | 2666   | 3278   | 3677    | 4738    |  |       |       |       |       |       |
| 短期借款    | 10651   | 9186    | 9264    | 9264    | 9264    | 净利润       | 6079   | 8277   | 9833   | 11031   | 14215   |  |       |       |       |       |       |
| 应付账款    | 11327   | 14376   | 19760   | 22765   | 29173   | 少数股东损益    | 319    | 712    | 787    | 882     | 1137    |  |       |       |       |       |       |
| 预收款项    | 66997   | 87049   | 134330  | 179391  | 225252  | 归属母公司净利润  | 5761   | 7565   | 9046   | 10148   | 13078   |  |       |       |       |       |       |
| 一年内到期的  | 11143   | 17500   | 10578   | 10578   | 10578   | EBITDA    | 8733   | 13110  | 14826  | 16637   | 20549   |  |       |       |       |       |       |
| 非流动负债合  | 39627   | 37148   | 99461   | 87359   | 75311   | EPS (元)   | 1.32   | 1.74   | 2.08   | 2.33    | 3.01    |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款    | 26704   | 31561   | 94101   | 81552   | 69012   | 主要财务比率    |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券    | 11392   | 4065    | 4471    | 4918    | 5410    |           | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E   | 2021E   |  |       |       |       |       |       |
| 负债合计    | 162353  | 191402  | 298780  | 340598  | 388431  | 成长能力      |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益  | 1870    | 2776    | 3563    | 4445    | 5582    | 营业收入增长    | 26.4%  | 45.6%  | 39.8%  | 14.4%   | 27.2%   |  |       |       |       |       |       |
| 实收资本(或股 | 4348    | 4348    | 4348    | 4348    | 4348    | 营业利润增长    | 37.8%  | 42.5%  | 18.4%  | 12.2%   | 28.9%   |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积    | 4398    | 4838    | 4838    | 4838    | 4838    | 归属于母公司净利  | 38.9%  | 31.3%  | 19.6%  | 12.2%   | 28.9%   |  |       |       |       |       |       |
| 未分配利润   | 14763   | 19299   | 21727   | 24449   | 27958   | 获利能力      |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股  | 27510   | 33584   | 39386   | 45475   | 53321   | 毛利率(%)    | 29.5%  | 31.5%  | 32.0%  | 31.5%   | 31.0%   |  |       |       |       |       |       |
| 负债和所有者  | 191733  | 227762  | 341729  | 390518  | 447335  | 净利率(%)    | 15.7%  | 14.7%  | 12.5%  | 12.2%   | 12.4%   |  |       |       |       |       |       |
| 现金流量表   | 单位: 百万元 |         |         |         |         | 总资产净利润(%) | 7.81%  | 3.0%   | 3.3%   | 2.7%    | 2.7%    |  |       |       |       |       |       |
|         | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   | ROE(%)    | 20.9%  | 22.5%  | 23.0%  | 22.3%   | 24.5%   |  |       |       |       |       |       |
| 经营活动现金  | 2274    | 17512   | 57780   | 59934   | 52161   | 偿债能力      |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 净利润     | 6079    | 8277    | 9833    | 11031   | 14215   | 资产负债率(%)  | 85%    | 84%    | 87%    | 87%     | 87%     |  |       |       |       |       |       |
| 折旧摊销    | 744.91  | 1238.67 | 0.00    | 785.05  | 785.05  | 流动比率      | 1.5    | 1.4    | 1.6    | 1.4     | 1.3     |  |       |       |       |       |       |
| 财务费用    | 222     | 802     | 931     | 1144    | 811     | 速动比率      | 0.5    | 0.5    | 0.9    | 0.8     | 0.7     |  |       |       |       |       |       |
| 应收账款减少  | 0       | 0       | 2792    | -19     | -40     | 营运能力      |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 预收帐款增加  | 0       | 0       | 47281   | 45060   | 45861   | 总资产周转率    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.2     | 0.3     |  |       |       |       |       |       |
| 投资活动现金  | -4843   | -2968   | 1628    | 1333    | 1866    | 应收账款周转率   | 65.1   | 30.4   | 51.7   | 649.1   | 681.2   |  |       |       |       |       |       |
| 公允价值变动  | -9      | 6       | 0       | 0       | 0       | 应付账款周转率   | 3.7    | 4.4    | 4.6    | 4.2     | 4.4     |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资  | 0       | 0       | 61      | 0       | 0       | 每股指标(元)   |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 投资收益    | 680     | 591     | 952     | 1333    | 1866    | 每股收益(最新摊  | 1.3    | 1.7    | 2.1    | 2.3     | 3.0     |  |       |       |       |       |       |
| 筹资活动现金  | 7360    | -9654   | 41591   | -26569  | -27354  | 每股净现金流(最  | 1.1    | 1.1    | 23.2   | 8.0     | 6.1     |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券增加  | 0       | 0       | 406     | 447     | 492     | 每股净资产(最新  | 6.3    | 7.7    | 9.1    | 10.5    | 12.3    |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款增加  | 0       | 0       | 62540   | -12549  | -12540  | 估值比率      |        |        |        |         |         |  |       |       |       |       |       |
| 普通股增加   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E       | 8.8    | 6.6    | 5.6    | 5.0     | 3.8     |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积增加  | -235    | 439     | 0       | 0       | 0       | P/B       | 1.8    | 1.5    | 1.3    | 1.1     | 0.9     |  |       |       |       |       |       |
| 现金净增加额  | 4791    | 4890    | 101000  | 34698   | 26674   | EV/EBITDA | 9.9    | 6.3    | 7.1    | (0.6)   | (2.3)   |  |       |       |       |       |       |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年龙头房企工作经历，注册会计师，一级注册建造师。对房地产行业有系统认识，擅长从多个层面对行业趋势和公司运营进行系统分析。

单击此处输入文字。

## 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。