

## 销售稳健，业绩高增，杠杆水平持续下降 买入（维持）

2019年04月27日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 56,368 | 74,140 | 95,531 | 122,003 |
| 同比（%）      | 45.6%  | 31.5%  | 28.9%  | 27.7%   |
| 归母净利润（百万元） | 7,565  | 9,691  | 12,403 | 15,548  |
| 同比（%）      | 31.3%  | 28.1%  | 28.0%  | 25.4%   |
| 每股收益（元/股）  | 1.74   | 2.23   | 2.85   | 3.58    |
| P/E（倍）     | 5.89   | 4.60   | 3.59   | 2.87    |

### 事件

■ **荣盛发展发布 2019 年 1 季度报告**：2019 年 1 季度公司实现营业收入 66.58 亿元，同比减少 4.66%；实现归母净利润 7.82 亿元，同比增长 30.18%；加权平均净资产收益率为 2.30%，同比增长 0.14 个百分点；基本每股收益 0.18 元。

### 点评

■ **1 季度净利率同比持续提升，未来业绩确定性强**。2019 年 1 季度荣盛发展实现营业收入 66.58 亿元，同比减少 4.66%；实现归母净利润 7.82 亿元，同比增长 30.18%。业绩增速高于营收增速主要由于：1) 公司 1 季度处置可供出售金融资产获得收益及联营单位投资收益规模有所提升，带动公司实现投资收益 1.06 亿元，同比转负为正；2) 公允价值变动损益 623.03 万元，同比增长 97.63%。2019 年 1 季度公司销售净利率达 10.73%，同比提升 0.73 个百分点。截至 2019 年 1 季度末，公司预收账款 918.56 亿元，同比高增 25%，未来公司业绩确定性较强。

■ **销售稳健增长，投资保持审慎**。2019 年 1 季度公司实现销售金额 166.92 亿元，同比增长 13.94%；销售面积 153.07 万平米，同比增长 4.10%。2019 年 1 季度公司拿地持续保持审慎，拿地均价维持低位。在廊坊、惠州、石家庄、宁波等城市累计获取 9 个项目，规划建筑面积 134 万平米，同比下降 27%；拿地金额 23.6 亿元，同比下降 41%，拿地楼面均价仅 1767 元/平米。截至 2018 年末，公司土地储备合计有 3613.54 万平方米，可以满足公司 3 年左右的开发需要。

■ **融资渠道多样化，杠杆水平持续回落**。截至 2019 年 1 季度公司资产负债率 83.7%，剔除预收账款后的资产负债率仅 43.7%，分别较去年同期下降 1.1、4.1 个百分点，杠杆水平进一步降低。公司 1 季度获批 30 亿元住房租赁专项债、11.67 亿元公司债以及 10 亿元私募债；境外全资子公司近日成功发行 3.25 亿美元债，期限 3 年，票面利率 8%。多样化融资渠道助力公司融资成本保持低位。

■ **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 2019-2021 年公司 EPS 分别为 2.23、2.85、3.58 元人民币，对应 PE 分别为 4.60、3.59、2.87 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。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 10.25      |
| 一年最低/最高价      | 6.65/12.60 |
| 市净率(倍)        | 1.29       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 39889.65   |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 7.93    |
| 资产负债率(%)    | 83.72   |
| 总股本(百万股)    | 4348.16 |
| 流通 A 股(百万股) | 3891.67 |

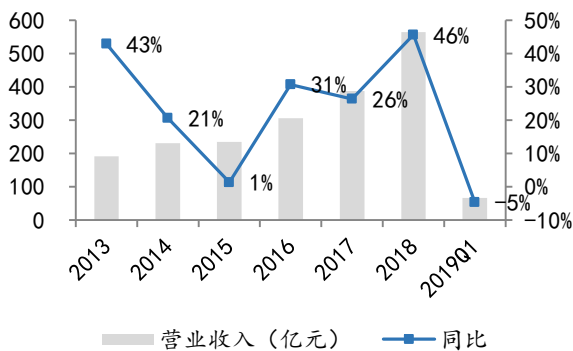
### 相关研究

- 1、《荣盛发展 (002146)：销售靓丽，业绩高增，杠杆水平有所下降》2019-04-03
- 2、《荣盛发展 (002146)：单月销售维持高增，投资相对稳健》2018-12-05
- 3、《荣盛发展 (002146)：销售增速创年内新高，投资保持稳健》2018-11-05

## 1. 一季度净利率同比持续提升，未来业绩确定性强

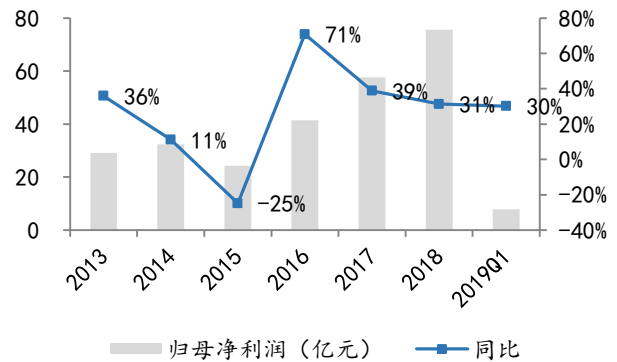
2019年1季度荣盛发展实现营业收入66.58亿元，同比减少4.66%；实现归母净利润7.82亿元，同比增长30.18%。业绩增速高于营收增速主要由于：1) 公司1季度处置可供出售金融资产获得收益及联营单位投资收益规模有所提升，带动公司实现投资收益1.06亿元，同比转负为正；2) 公允价值变动损益623.03万元，同比增长97.63%。2019年1季度公司销售净利率达10.73%，同比提升0.73个百分点。截至2019年1季度末，公司预收账款918.56亿元，同比高增25%，未来公司业绩确定性较强。

图1：荣盛发展营业收入（亿元）及增速



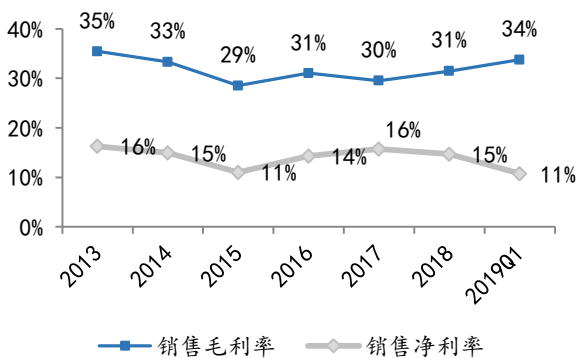
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：荣盛发展归母净利润（亿元）及增速



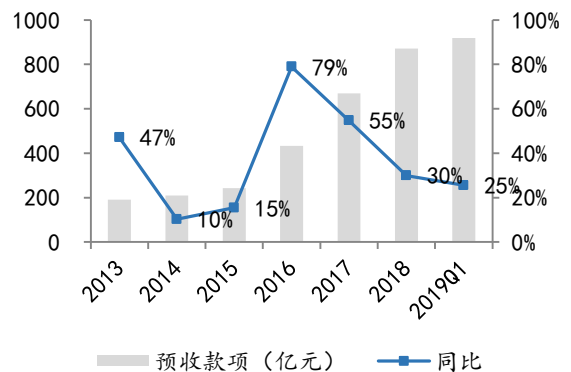
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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. 销售稳健增长，投资保持审慎

2019年1季度公司实现销售金额166.92亿元，同比增长13.94%；销售面积153.07万平方米，同比增长4.10%。2019年1季度公司拿地持续保持审慎，拿地均价维持低位。在廊坊、惠州、石家庄、宁波等城市累计获取9个项目，规划建筑面积134万平方米，同比下降27%；拿地金额23.6亿元，同比下降41%，拿地楼面均价仅1767元/平方米。截至2018年末，公司土地储备合计有3613.54万平方米，可以满足公司3年左右的开发需要。

图5：荣盛发展销售金额（亿元）及累计增速

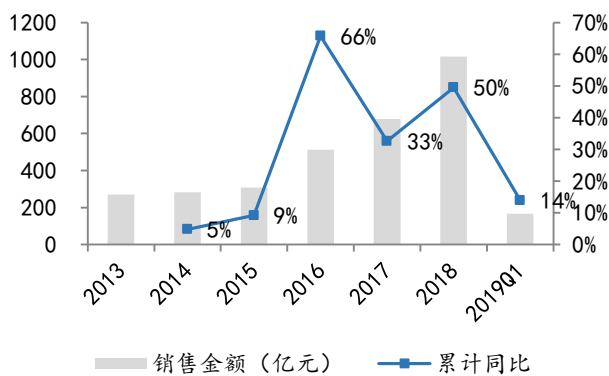
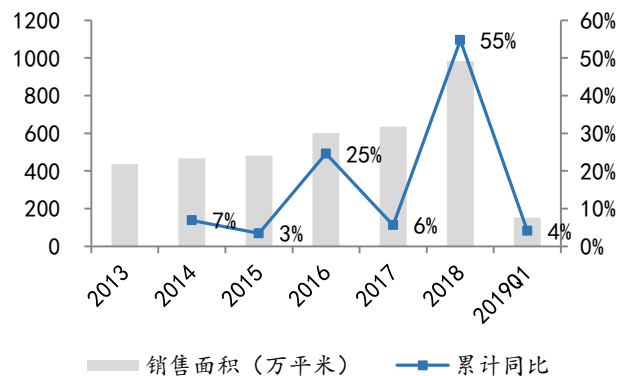


图6：荣盛发展销售面积（万平方米）及累计增速



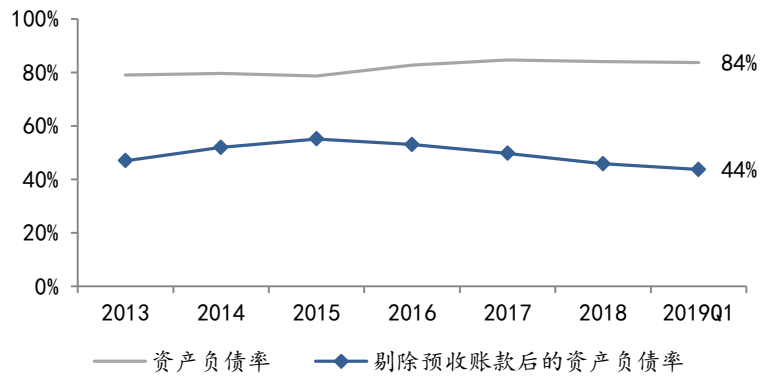
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3. 融资渠道多样化，杠杆水平持续回落

截至2019年1季度公司资产负债率83.7%，剔除预收账款后的资产负债率仅43.7%，分别较去年同期下降1.1、4.1个百分点，杠杆水平进一步降低。公司1季度获批30亿元住房租赁专项债、11.67亿元公司债以及10亿元私募债；境外全资子公司近日成功发行3.25亿美元债，期限3年，票面利率8%。多样化融资渠道助力公司融资成本保持低位。

图 7：荣盛发展资产负债率及剔除预收后的资产负债率



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2019-2021年公司EPS分别为2.23、2.85、3.58元人民币，对应PE分别为4.60、3.59、2.87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)        |               |               |               |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
|                | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                  | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E          |
| <b>流动资产</b>    | <b>211,963</b> | <b>259,565</b> | <b>278,795</b> | <b>332,980</b> | <b>营业收入</b>      | <b>56,368</b> | <b>74,140</b> | <b>95,531</b> | <b>122,003</b> |
| 现金             | 30,367         | 54,571         | 63,870         | 71,097         | 减:营业成本           | 38,632        | 51,539        | 65,941        | 84,512         |
| 应收账款           | 2,922          | 3,257          | 3,567          | 3,827          | 营业税金及附加          | 2,532         | 3,040         | 4,291         | 5,490          |
| 存货             | 136,701        | 145,705        | 147,366        | 177,680        | 营业费用             | 1,727         | 2,217         | 2,928         | 3,758          |
| 其他流动资产         | 41,974         | 56,033         | 63,992         | 80,376         | 管理费用             | 1,950         | 2,565         | 3,305         | 4,221          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>15,799</b>  | <b>20,543</b>  | <b>26,142</b>  | <b>32,422</b>  | 财务费用             | 802           | 1,011         | 1,064         | 1,499          |
| 长期股权投资         | 2,914          | 3,893          | 4,901          | 5,696          | 资产减值损失           | 297           | 312           | 466           | 655            |
| 固定资产           | 4,282          | 5,953          | 8,030          | 10,611         | 加:投资净收益          | 591           | 324           | 402           | 499            |
| 在建工程           | 1,480          | 2,392          | 3,382          | 4,443          | 其他收益             | 6             | -1            | -3            | -2             |
| 无形资产           | 990            | 1,117          | 1,271          | 1,451          | <b>营业利润</b>      | <b>11,069</b> | <b>13,823</b> | <b>17,980</b> | <b>22,412</b>  |
| 其他非流动资产        | 6,133          | 7,187          | 8,558          | 10,222         | 加:营业外净收支         | -126          | -58           | -51           | -39            |
| <b>资产总计</b>    | <b>227,762</b> | <b>280,108</b> | <b>304,937</b> | <b>365,402</b> | <b>利润总额</b>      | <b>10,943</b> | <b>13,765</b> | <b>17,930</b> | <b>22,373</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>154,254</b> | <b>188,997</b> | <b>193,179</b> | <b>231,697</b> | 减:所得税费用          | 2,666         | 3,353         | 4,482         | 5,593          |
| 短期借款           | 9,186          | 9,646          | 10,128         | 10,634         | 少数股东损益           | 712           | 721           | 1,044         | 1,232          |
| 应付账款           | 14,376         | 15,075         | 17,895         | 19,666         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>7,565</b>  | <b>9,691</b>  | <b>12,403</b> | <b>15,548</b>  |
| 其他流动负债         | 130,692        | 164,276        | 165,156        | 201,397        | EBIT             | 12,945        | 14,668        | 18,707        | 23,238         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>37,148</b>  | <b>46,296</b>  | <b>55,148</b>  | <b>62,108</b>  | EBITDA           | 13,266        | 15,065        | 19,238        | 23,937         |
| 长期借款           | 35,626         | 44,653         | 53,374         | 60,192         |                  |               |               |               |                |
| 其他非流动负债        | 1,522          | 1,644          | 1,774          | 1,916          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>191,402</b> | <b>235,293</b> | <b>248,327</b> | <b>293,805</b> | 每股收益(元)          | 1.74          | 2.23          | 2.85          | 3.58           |
| 少数股东权益         | 2,776          | 3,497          | 4,541          | 5,773          | 每股净资产(元)         | 7.72          | 9.50          | 11.97         | 15.14          |
| 归属母公司股东权益      | 33,584         | 41,318         | 52,069         | 65,823         | 发行在外股份(百万股)      | 4348          | 4348          | 4348          | 4348           |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>227,762</b> | <b>280,108</b> | <b>304,937</b> | <b>365,402</b> | ROIC(%)          | 10.1%         | 10.3%         | 10.6%         | 10.9%          |
|                |                |                |                |                | ROE(%)           | 22.8%         | 23.2%         | 23.8%         | 23.4%          |
|                |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 31.5%         | 30.5%         | 31.0%         | 30.7%          |
|                |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 14.7%         | 13.1%         | 13.0%         | 12.7%          |
|                |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 84.0%         | 84.0%         | 81.4%         | 80.4%          |
|                |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | 45.6%         | 31.5%         | 28.9%         | 27.7%          |
|                |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | 31.3%         | 28.1%         | 28.0%         | 25.4%          |
|                |                |                |                |                | P/E              | 5.89          | 4.60          | 3.59          | 2.87           |
|                |                |                |                |                | P/B              | 1.33          | 1.08          | 0.86          | 0.68           |
|                |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 6.02          | 3.95          | 3.40          | 3.03           |

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>

