



002146.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.27

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	10.6	(9.7)	(8.8)	15.6
相对深证成指	(14.8)	(7.0)	(8.0)	13.6

发行股数(百万)	4,348
流通股(%)	90
总市值(人民币 百万)	35,959
3个月日均交易额(人民币 百万)	245
净负债比率(%) (2019E)	90
主要股东(%)	
荣盛控股股份有限公司	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年8月14日收市价为标准

相关研究报告

《荣盛发展》20190403

《荣盛发展》20181029

《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

业绩稳健投资强劲, 价值低估优质标的

荣盛发展2019年上半年实现营业收入243.6亿元, 同比增长25.7%; 实现归属母公司净利润29.4亿元, 同比增长31.0%; EPS0.68元; 公司毛利率和净利率分别为30.4%和11.8%, 分别同比下降2个2.4个百分点; 净资产收益率8.11%, 较去年同期基本持平。19年H1公司实现销售面积422.7万平方米, 销售金额465.8亿元, 分别同比增长9.9%、16.2%。考虑到公司结算资源充足, 盈利能力稳健, 现金流状况持续改善, 估值较低待修复, 我们预计公司2019-21年EPS分别为2.18/2.87/3.48元, 对应19年PE3.8倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **营收业绩稳健增长, 业绩保障性较强。**2019年上半年公司实现营业收入243.6亿元, 同比增长25.7%; 实现归母净利润29.4亿元, 同比增长31.0%; EPS0.68元, 同比增长30.8%; 公司毛利率和净利率分别为30.4%和11.8%, 分别同比下降2个2.4个百分点; 净资产收益率8.11%, 较去年同期基本持平。报告期末, 公司预收账款同比增长8%至877.6亿元, 覆盖2018年结算收入超1.5倍, 业绩保障性较强。2019年上半年, 公司实现开工282.7万方, 竣工172.4万方, 完成全年竣工计划860.5万方的20%, 预计下半年竣工提速, 结算收入有望延续增长。
- **销售计划稳步推进, 拿地逆势扩张。**2019年上半年公司实现销售面积422.7万平方米, 销售金额465.8亿元, 分别同比增长9.9%、16.2%, 实现全年销售计划1,120亿元的41.6%, 预计伴随下半年推盘加速, 销售目标实现无虞。上半年公司新增土地储备654.2万方, 同比增加44%, 拿地金额207.2亿元, 均价3,167元/平米, 占比销售均价29%, 盈利空间较大。报告期末公司总土储超4,060万方, 可满足未来约3年开发需求。
- **“3+X”战略推进, 收入利润多元化。**公司长期践行“3+X”发展战略: 康旅板块方面, 荣盛康旅羽翼渐满, 全年实现签约9.06亿元, 回款9.03亿元, 营业收入7.06亿元; 产业新城规模效益双丰收, 荣盛兴城共实现净利润4.41亿元, 完成回款16.18亿元, 招商引资供给26亿元; 大金融板块稳步推进, 其中振兴银行资产规模达240亿元。
- **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101.5%, 资产负债率84.4%, 分别同比下降28个百分点及0.6个百分点, 剔除预收账款后资产负债率仅48.1%。期末持有货币资金313.3亿元, 同比增长58%, 现金短债比3.4, 偿债能力显著增强。

估值

- 我们预计公司2019-21年EPS分别为2.18/2.87/3.48元, 对应19年PE3.8倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 调控政策力度超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	38,704	56,368	79,869	106,325	142,134
变动(%)	26	46	42	33	34
净利润(人民币 百万)	5,761	7,565	9,457	12,497	15,109
全面摊薄每股收益(人民币)	1.325	1.740	2.175	2.874	3.475
变动(%)	31.2	31.3	25.8	32.1	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	6.6	4.8	3.8	2.9	2.4
价格/每股现金流量(倍)	22.1	2.9	(6.8)	(8.6)	(6.0)
每股现金流量(人民币)	0.52	4.03	(1.69)	(1.34)	(1.93)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	5.7	4.5	3.8	3.5
每股股息(人民币)	0.420	0.450	0.609	0.804	0.972
股息率(%)	3.6	3.9	5.3	7.0	8.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 荣盛发展 2019H1 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2018H1	2019H1	同比变动 (%)
营业收入	19,388	24,361	25.7
营业成本	(13,118)	(16,945)	29.2
营业税	(968)	(1,191)	23.0
毛利润	5,302	6,226	17.4
其他收入	(126)	43	(134.0)
销售费用	(716)	(876)	22.4
管理费用	(919)	(1,078)	17.3
营业利润	3,707	3,952	6.6
投资收益	151	136	(10.3)
财务费用	(287)	(410)	42.5
营业外收支	(21)	(106)	407.6
税前利润	3,686	3,846	4.3
所得税	(926)	(963)	4.0
少数股东权益	(513)	62	(112.0)
归属上市公司股东净利润	2,247	2,944	31.1
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	32.3	30.4	(1.9)
经营利润率	19.1	16.2	(2.9)
净利率	14.2	11.8	(2.4)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	38,704	56,368	79,869	106,325	142,134
销售成本	(28,860)	(41,164)	(58,479)	(77,732)	(106,098)
经营费用	(2,260)	(3,354)	(4,616)	(6,273)	(8,515)
息税折旧前利润	7,584	11,850	16,773	22,320	27,522
折旧及摊销	(311)	(324)	(383)	(383)	(382)
经营利润(息税前利润)	7,273	11,526	16,390	21,938	27,139
净利息收入/(费用)	(87)	(591)	(2,758)	(3,696)	(4,831)
其他收益/(损失)	655	108	253	108	(89)
税前利润	7,703	10,898	13,678	18,074	21,852
所得税	(1,943)	(2,666)	(3,331)	(4,401)	(5,321)
少数股东权益	(319)	(712)	(890)	(1,176)	(1,422)
净利润	5,441	7,519	9,457	12,497	15,109
核心净利润	5,441	7,519	9,457	12,497	15,109
每股收益(人民币)	1.251	1.729	2.175	2.874	3.475
核心每股收益(人民币)	1.251	1.729	2.175	2.874	3.475
每股股息(人民币)	0.420	0.450	0.609	0.804	0.972
收入增长(%)	26	46	42	33	34
息税前利润增长(%)	26	58	42	34	24
息税折旧前利润增长(%)	27	56	42	33	23
每股收益增长(%)	31	38	26	32	21
核心每股收益增长(%)	31	38	26	32	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	7,703	10,898	13,678	18,074	21,852
折旧与摊销	311	324	383	383	382
净利息费用	224	737	2,965	3,971	5,199
运营资本变动	(3,786)	8,826	(20,890)	(23,853)	(30,699)
税金	(1,943)	(2,666)	(3,331)	(4,401)	(5,321)
其他经营现金流	(236)	(606)	(162)	(20)	174
经营活动产生的现金流	2,274	17,512	(7,356)	(5,846)	(8,413)
购买固定资产净值	(428)	(1,501)	(378)	(474)	(593)
投资减少/增加	(2,650)	(951)	207	275	368
其他投资现金流	(1,765)	(516)	2,775	401	989
投资活动产生的现金流	(4,843)	(2,968)	2,604	203	764
净增权益	42	945	0	0	0
净增债务	12,870	(2,064)	20,263	22,988	30,174
支付股息	(6,163)	(6,694)	(2,646)	(3,497)	(4,228)
其他融资现金流	611	(1,841)	2,775	401	989
融资活动产生的现金流	7,360	(9,654)	20,392	19,892	26,935
现金变动	4,791	4,890	15,640	14,249	19,286
期初现金	19,354	23,533	30,367	43,027	57,280
公司自由现金流	(2,570)	14,544	(4,752)	(5,643)	(7,649)
权益自由现金流	10,300	12,479	15,511	17,345	22,525

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	23,533	30,367	43,027	57,280	76,571
应收帐款	24,297	27,786	39,370	52,412	70,063
库存	119,322	136,701	193,695	257,857	344,700
其他流动资产	13,126	17,110	10,712	14,217	19,405
流动资产总计	180,278	211,963	286,804	381,765	510,739
固定资产	2,223	4,287	4,613	4,941	5,270
无形资产	659	1,154	1,104	1,057	1,012
其他长期资产	8,573	10,358	16,688	14,451	10,767
长期资产总计	11,455	15,799	22,405	20,450	17,049
总资产	191,733	227,762	309,209	402,215	527,788
应付帐款	30,798	34,016	48,609	64,606	88,290
短期债务	21,794	26,687	46,947	69,931	100,100
其他流动负债	70,135	93,551	132,423	176,305	235,683
流动负债总计	122,727	154,254	227,979	310,843	424,073
长期借款	38,096	35,626	35,629	35,633	35,638
其他长期负债	1,531	1,522	1,795	2,095	2,538
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
储备	23,162	29,236	36,041	45,033	55,904
股东权益	27,510	33,584	40,389	49,381	60,252
少数股东权益	1,870	2,776	3,417	4,264	5,287
总负债及权益	191,733	227,762	309,209	402,215	527,788
每股帐面价值(人民币)	6.33	7.72	9.29	11.36	13.86
每股有形资产(人民币)	6.17	7.46	9.03	11.10	13.61
每股净负债/(现金)(人民币)	8.36	7.35	9.10	11.10	13.61

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.6	21.0	21.0	21.0	19.4
息税前利润率(%)	18.8	20.4	20.5	20.6	19.1
税前利润率(%)	19.9	19.3	17.1	17.0	15.4
净利率(%)	14.1	13.3	11.8	11.8	10.6
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	20.1	13.1	5.2	5.2	4.9
净权益负债率(%)	123.7	87.9	90.3	90.0	90.3
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	6.6	4.8	3.8	2.9	2.4
核心业务市盈率(倍)	6.6	4.8	3.8	2.9	2.4
市净率(倍)	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	15.8	2.1	(4.9)	(6.2)	(4.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	5.7	4.5	3.8	3.5
周转率					
存货周转天数	1,316.9	1,135.1	1,031.1	1,060.2	1,036.5
应收帐款周转天数	203.6	168.6	153.5	157.5	157.3
应付帐款周转天数	252.0	209.8	188.8	194.3	196.3
回报率					
股息支付率(%)	44.9	34.4	37.0	37.0	37.0
净资产收益率(%)	21.3	24.6	25.6	27.8	27.6
资产收益率(%)	3.2	4.2	4.6	4.7	4.4
已运用资本收益率(%)	9.0	12.4	14.7	15.6	15.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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