



房地产 房地产 II

## 11 月经营数据点评：销售稳增高分红，布局均衡广拿地

### 11 月销售保持韧性，销售金额达年内最高

销售保持韧性，业绩稳步上升，2019 年 11 月，公司实现新签约面积 150.36 万平方米，同比增长 7.03%，环比增长 0.63%，签约均价 10500.80 元/平方米，签约金额合计 157.89 亿元，同比增长 23.33%，环比增长 0.72%。值得注意的是，在年末集中推盘，加快销售的刺激下，11 月份是 2019 年销售金额规模最高的月份。下半年以来，公司加大对库存货源的销售力度，加大回款力度，促进了销售的持续向好。竣工方面来看，截止上半年，公司实现竣工 172.44 万平方米，竣工完成率 61%，较好地完成了主要生产经营计划的进度任务；

### 拿地加快，土储充裕，大城市群布局初具规模

2019 年 11 月，荣盛发展新增土地新增土地数量 10 个，面积 40.74 万平方米，较 10 月增长 7.1%，平均楼面价 2415.79 元/平方米，总价 23.66 亿元。

公司 1-11 月拿地共拿地 90 宗，分布在京津冀、长三角、中西部的 35 个城市。新增土地储备建筑面积 969.1 万平方米，同比上升 37.8%；拿地总金额 284 亿元，同比上升 77.8%；楼面均价 2941 元/平方米，同比上升 29.7%。

下半年以来，公司拿地节奏明显加快，为以后的推盘提供了充足的货值储备。公司 19 年计划新开工 954.31 万方，竣工 860.5 万方，分别同比+6.2%、+39.8%，土储结构将进一步优化。

公司今年在苏州、杭州、慈溪、绍兴、南通、佛山、阳江等新城市获取了新的项目，使得区域布局更加均衡。公司已基本形成了“两横、两纵、三集群”的项目布局，稳步拓展“长三角城市群”、“珠三角城市群”周边城市的布局

### 多渠道融资安全性强 负债水平可控

截止 2019 第三季度，公司净负债率 102.25%，较上年同期下降 24.15%；剔除预收账款后的资产负债率 74.46%，较上年同期下降 0.15%。按债务种类，短期借款占比 3.26%，票据占比 2.84%，长期借款占比 13.11%，债券占比 2.18%。公司积极拓展多元化的融资渠道，充分利用资本市场的融资契机，上半年公司共获得融资额 258.95 亿元，发行了 14.1 亿元的超短期融资券和 5 亿美元的美元债；公司共申请银行授信总额度 925.85 亿元，剩余信用额度 556.81 亿元。公司综合融资成本处于低位，2019H1 加权债务成本约为 6.18%，相对较低。预计 19 年底负债率水平整体仍处于可控范围。

### 盈利稳健动力十足，高分红态势持续稳定

根据公司三季报，截止 2019 年三季度，公司实现营业收入人民币 388.4 亿元，同比增速 27.1%；核心净利润人民币 48.9 亿元，同比增速 30.7%；毛利率 31.3%，较去年同期-0.9pct；归母净利率 12.6%，较去年同期+0.3pct；业绩的高速增长主要源于结转规模提升

公司的费用控制能力较强，管理费用率为 4.26%，较去年下降了 0.3%；预收账款/营业收入 2.27 左右，预收款锁定率高。后期业绩

#### 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,348/3,894
总市值/流通(百万元)	35,829/32,083
12 个月最高/最低(元)	12.51/6.70

#### 相关研究报告：

荣盛发展(002146)《荣盛发展(002146)2017 年报点评：价值典范，2018 年结算有望加快》

--2018/04/12

荣盛发展(002146)《荣盛发展(002146)：荣起燕赵，盛放华夏》

--2017/08/18

#### 证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080001

#### 证券分析师助理：张庚尧

电话：18310590516

E-MAIL: zhanggy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190118090013

确定性强。

2019年上半年，公司完成2018年现金红利派发，金额达19.57亿，股息率近5%，优势明显。公司已经连续四年分红比例超过25%，今年亦会延续高分红的态势，预计股息率将突破6%。

**投资建议：**公司业绩增长稳健，财务状况良好，股息率优势持续性强。公司布局均衡，拿地积极，在大城市群的布局初具规模。同时公司产业链完整。多板块联动为其收入、利润的多元化保驾护航。我们预计公司19-21年EPS分别为2.22、2.73及3.38元，对应PE为3.7X、3.0X及2.4X，目标价12.32元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策调控超预期，市场变化超预期。

■ 盈利预测和财务指标：

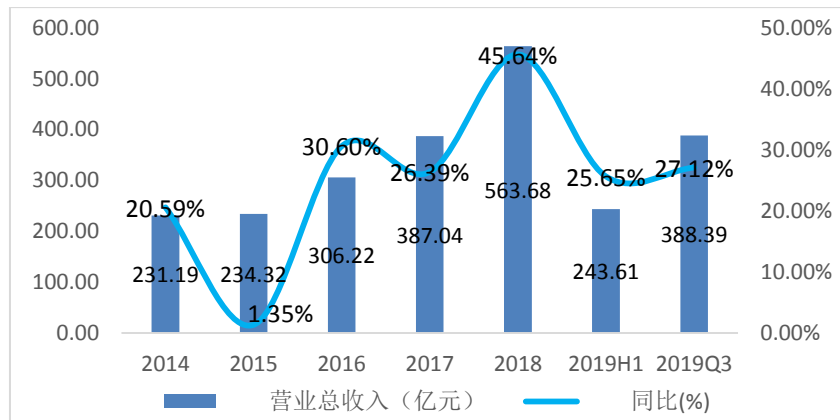
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	56,367.62	73,571.01	93,567.62	117,240.22
增长率(%)	45.64	30.52	27.18	25.30
净利润(百万元)	7,564.61	9,640.12	11,865.85	14,679.67
增长率(%)	31.31	27.44	23.09	23.71
EPS(元/股)	1.74	2.22	2.73	3.38
市盈率(P/E)	4.74	3.72	3.02	2.44

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

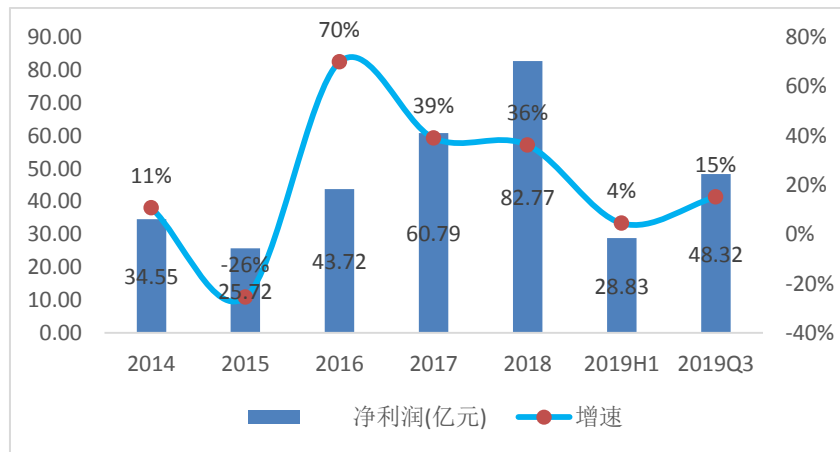
## 一、11月销售保持韧性，销售金额达年内最高

销售保持韧性，业绩稳步上升，2019年11月，公司实现新签约面积150.36万平方米，同比增长7.03%，环比增长0.63%，签约均价10500.80元/平方米，签约金额合计157.89亿元，同比增长23.33%，环比增长0.72%。值得注意的是，在年末集中推盘，加快销售的刺激下，11月份是2019年销售金额规模最高的月份。下半年以来，公司加大对库存货源的销售力度，加大回款力度，促进了销售的持续向好。竣工方面来看，截止上半年，公司实现竣工172.44万平方米，竣工完成率61%，较好地完成了主要生产经营计划的进度任务；

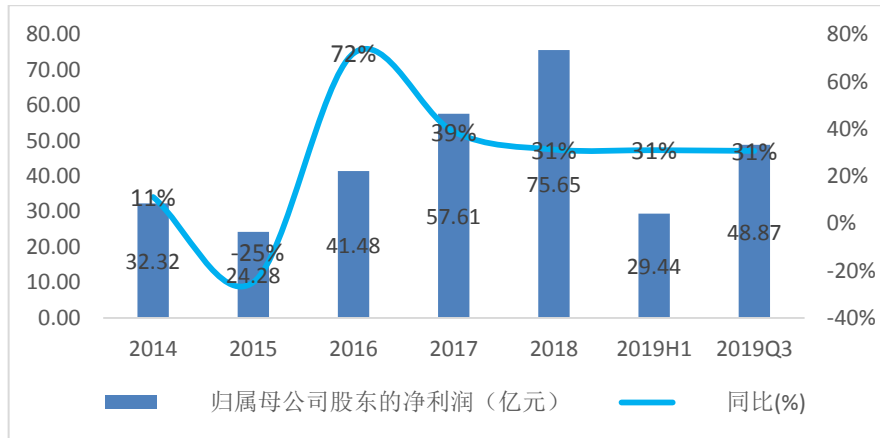
图表 1：公司历年营业收入及增速



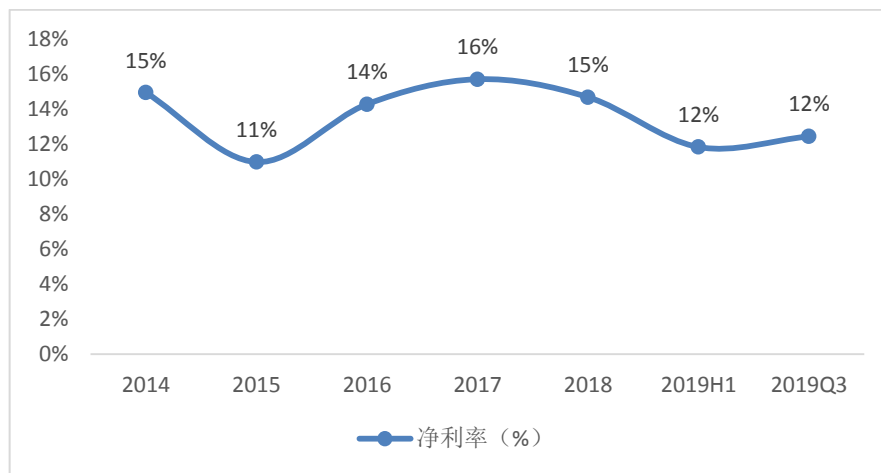
图表 2：公司历年净利润及增速



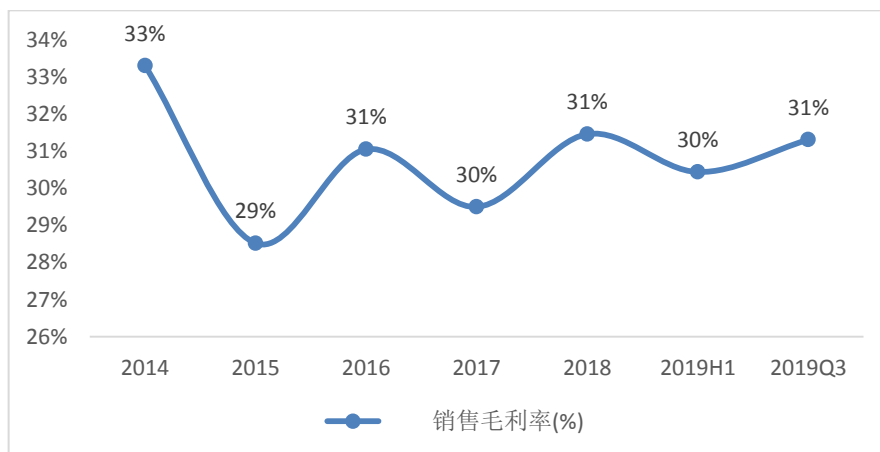
图表 3：公司历年归母净利润及增速



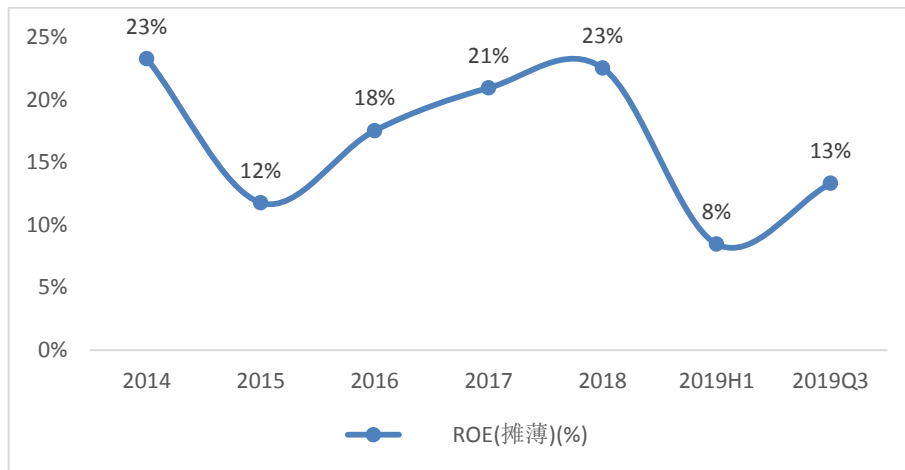
图表 5：公司历年净利率



图表 6：公司历年毛利率



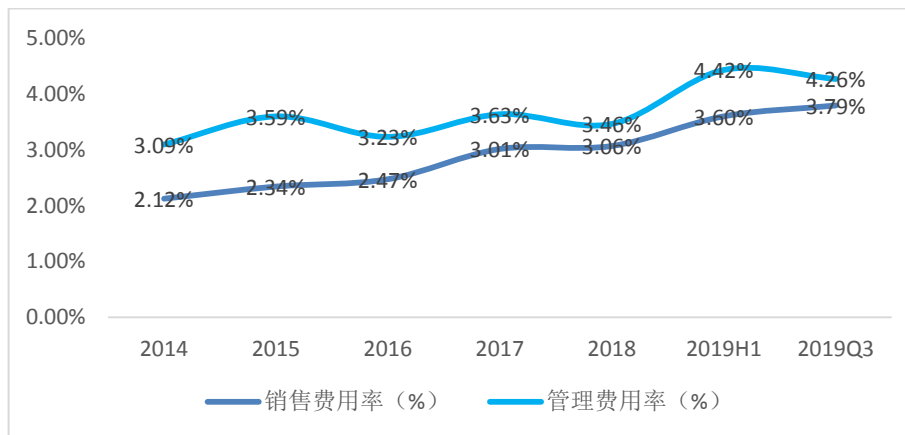
图表 7：公司历年 ROE（摊薄）



#### 杜邦分析拆解 ROE

公司近几年来由于市场政策收紧，净利润率有所下滑，至 2019 年 6 月已下降到 11.8%，在同行业中处于中游水平。根据 2019 年三季报，公司资产周转率为 0.16 次，略高于行业平均水平，表示公司具有较强的营运活力目前公司资产负债率为 83.69%，处于行业中位，兼顾较好的偿债能力和高杠杆带来的高收益。

图表 8：公司历年销售、管理费用率



## 二、拿地加快，土储充裕，大城市群布局初具规模

2019 年 11 月，荣盛发展新增土地新增土地数量 10 个，面积 40.74 万平方米，较 10 月增长 7.1%，平均楼面价 2415.79 元/平方米，总价 23.66 亿元。

公司 1-11 月拿地共拿地 90 宗，分布在京津冀、长三角、中西部的 35 个城市。新增土地储备建筑面积 969.1 万平方米，同比上升 37.8%；拿地总金额 284 亿元，同比上升 77.8%；楼面均价 2941 元/平方米，同比上升 29.7%。

下半年以来，公司拿地节奏明显加快，为以后的推盘提供了充足的货值储备。公司 19 年计划

新开工 954.31 万方，竣工 860.5 万方，分别同比+6.2%、+39.8%，土储结构将进一步优化。

公司今年在苏州、杭州、慈溪、绍兴、南通、合肥、佛山、阳江等新城市获取了新的项目，使得区域布局更加均衡。公司已基本形成了“两横、两纵、三集群”的项目布局，稳步拓展“长三角城市群”、“珠三角城市群”周边城市的布局

### 三、多渠道融资安全性强，负债水平可控

截止 2019 第三季度，公司净负债率 102.25%，较上年同期下降 24.15%；剔除预收账款后的资产负债率 74.46%，较上年同期下降 0.15%。按债务期限看，一年以上到期的债务占总债务的比重为 16.07%，一年内到期的债务占比为 83.93%；按债务种类，短期借款占比 3.26%，票据占比 2.84%，长期借款占比 13.11%，债券占比 2.18%。公司积极拓展多元化的融资渠道，充分利用资本市场的融资契机，上半年公司共获得融资额 258.95 亿元，发行了 14.1 亿元的超短期融资券和 5 亿美元的美元债；公司共申请银行授信总额度 925.85 亿元，剩余信用额度 556.81 亿元。公司综合融资成本处于低位，2019H1 加权债务成本约为 6.18%，相对较低。预计 19 年底负债率水平整体仍处于可控范围。

### 四、盈利稳健动力十足，高分红态势持续稳定

根据公司三季报，截止 2019 年三季度，公司实现营业收入人民币 388.4 亿元，同比增速 27.1%；核心净利润人民币 48.9 亿元，同比增速 30.7%；毛利率 31.3%，较去年同期-0.9pct；归母净利率 12.6%，较去年同期+0.3pct；业绩的高速增长主要源于结转规模提升

公司的费用控制能力较强，管理费用率为 4.26%，较去年下降了 0.3pct；预收账款/营业收入 2.27 左右，预收款锁定率高。后期业绩确定性强。

2019 年上半年，公司完成 2018 年现金红利派发，金额达 19.57 亿，股息率近 5%，优势明显。公司已经连续四年分红比例超过 25%，今年亦会延续高分红的态势，预计股息率将突破 6%。

**投资建议：**公司业绩稳健增长，财务状况良好，股息率优势持续性强。布局均衡，拿地积极，在大城市群的布局初具规模。同时公司产业链完整，多板块联动为其收入、利润的多元化保驾护航。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.22、2.73 及 3.38 元，对应 PE 为 3.7X、3.0X 及 2.4X，目标价 12.32 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策调控超预期，市场变化超预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	23,533	30,367	29,428	46,784	58,620	营业收入	38,704	56,368	73,571	93,568	117,240
应收账款	24,275	27,548	41,935	36,038	55,149	营业成本	27,284	38,632	50,911	65,404	82,537
预付账款	7,554	7,452	10,933	12,685	17,120	营业税金及附加	1,575	2,532	3,305	4,203	5,266
存货	119,322	136,701	143,310	158,274	171,875	营业费用	1,165	1,727	2,255	2,868	3,593
其他	5,594	9,896	9,783	9,783	9,783	管理费用	1,406	1,950	2,545	3,237	4,056
流动资产合计	180,278	211,963	235,390	263,563	312,547	财务费用	222	802	764	994	978
长期股权投资	2,555	2,914	3,273	3,632	3,990	资产减值损失	275	297	0	0	0
固定资产	2,219	4,282	4,923	5,452	5,939	公允价值变动收 益	(9.15)	6.28	1.28	2.65	2.76
在建工程	1,181	1,480	1,188	1,073	1,064	投资净收益	680.18	591.16	(150)	(100)	(100)
无形资产	495	990	958	926	894	其他	(1,661)	(1,240)	297	195	194
其他	5,004	6,133	3,463	3,033	2,613	营业利润	7,767	11,069	13,643	16,765	20,712
非流动资产合计	11,455	15,799	13,805	14,116	14,501	营业外收入	358	85	80	80	80
资产总计	191,733	227,762	249,195	277,679	327,048	营业外支出	102	211	200	200	200
短期借款	10,651	9,186	17,013	23,990	33,089	利润总额	8,023	10,943	13,523	16,645	20,592
应付账款	30,281	29,380	43,655	50,171	68,234	所得税	1,943	2,666	2,975	3,662	4,530
其他	81,795	115,688	118,801	135,145	142,102	净利润	6,079	8,277	10,548	12,983	16,062
流动负债合计	122,727	154,254	179,469	209,306	243,426	少数股东损益	319	712	908	1,117	1,382
长期借款	26,704	31,561	24,273	15,920	22,497	归母公司净利润	5,761	7,565	9,640	11,866	14,680
应付债券	11,392	4,065	4,065	4,065	4,065	每股收益(元)	1.32	1.74	2.22	2.73	3.38
其他	1,531	1,522	1,522	1,522	1,522	主要财务比率					
非流动负债合计	39,627	37,148	29,859	21,506	28,083	成长能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	162,353	191,402	209,328	230,812	271,509	营业收入	26.39%	45.64%	30.52%	27.18%	25.30%
少数股东权益	1,870	2,776	3,684	4,801	6,184	营业利润	37.80%	42.51%	23.25%	22.89%	23.54%
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348	归母公司净利润	38.88%	31.31%	27.44%	23.09%	23.71%
资本公积	4,398	4,838	2,616	2,566	2,516	获利能力					
留存收益	18,705	24,444	29,264	35,197	42,536	毛利率	29.50%	31.46%	30.80%	30.10%	29.60%
其他	58	(45)	(45)	(45)	(45)	净利率	14.88%	13.42%	13.10%	12.68%	12.52%
股东权益合计	29,380	36,361	39,867	46,867	55,539	ROE	20.94%	22.52%	26.64%	28.21%	29.74%
负债和股东总计	191,733	227,762	249,195	277,679	327,048	ROIC	11.31%	14.78%	18.04%	19.89%	29.19%
现金流量(百万)						偿债能力					
净利润	6,079	8,277	9,640	11,866	14,680	资产负债率	84.68%	84.04%	84.00%	83.12%	83.02%
折旧摊销	310	322	182	218	254	净负债率	171%	217%	247%	249%	220%
财务费用	324	899	764	994	978	流动比率	1.47	1.37	1.31	1.26	1.28
投资损失	(680)	(591)	150	100	100	速动比率	0.50	0.49	0.51	0.50	0.58
营运资金变动	(4,793)	7,285	(6,842)	12,113	(12,056)	营运能力					
其它	1,034	1,320	909	1,120	1,385	应收账款周转率	1.79	2.18	2.12	2.40	2.57
经营活动现金流	2,274	17,512	4,804	26,411	5,341	存货周转率	0.37	0.44	0.53	0.62	0.71
资本支出	2,487	3,497	500	600	700	总资产周转率	0.23	0.27	0.31	0.36	0.39
长期投资	1,644	359	359	359	359	每股指标(元)					
其他	(8,974)	(6,824)	688	(1,661)	(1,871)	每股收益	1.32	1.74	2.22	2.73	3.38
投资活动现金流	(4,843)	(2,968)	1,547	(703)	(813)	每股经营现金流	0.52	4.03	1.10	6.07	1.23
债权融资	59,890	62,313	62,851	61,475	77,151	每股净资产	6.33	7.72	8.32	9.67	11.35
股权融资	(377)	(445)	(2,985)	(1,044)	(1,028)	估值比率					
其他	(52,152)	(71,521)	(67,154)	(68,784)	(68,815)	市盈率	6.22	4.74	3.72	3.02	2.44
筹资活动现金流	7,360	(9,654)	(7,288)	(8,353)	7,308	市净率	1.30	1.07	0.99	0.85	0.73
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.41	5.23	4.75	2.88	2.60
现金净增加额	4,791	4,890	(938)	17,355	11,836	EV/EBIT	9.74	5.35	4.81	2.91	2.63

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。