

## 销售单价稳定，拿地力度不减

### 投资要点

- 业绩总结:** 2020H1公司实现营业收入261.5亿元(+7.4%)，实现归母净利润29.5亿元(+0.04%)，业绩与去年同期持平，略低于市场预期。新冠肺炎疫情对公司上半年结算进度有一定影响，2020Q2公司实现收入179.5亿元，同比增长1.4%，大幅低于去年同期的42.7%。值得肯定的是，公司盈利能力保持稳定，2020H1房地产板块结算毛利率32.4%，较去年同期的30.6%还有所提升。
- 销售同比回正，单价维持增长。**在疫情冲击和部分房企以价换量的挤兑压力下，公司销售整体表现符合预期。2020H1公司实现签约金额482.3亿元，同比增长3.5%，销售面积434.2万平方米，同比增长3.2%，销售均价11106元每平方米，同比增长0.3%，累计销售回款率63.4%，还有进一步改善空间。从完成目标来看，1-7月销售额559.7亿，已完成全年目标1210亿的46.3%。
- 拿地力度未减，土地储备保持充裕。**公司保持稳健的拿地节奏，结合“深耕”和“新拓”两种方式，2020上半年在京津冀、长三角、中西部等区域的22个城市获得土地45宗，规划建筑面积467.4万方。截止报告期末，公司土地储备建筑面积达到4036万方(相当于2019年销售面积的3.7倍)，与2019年同期水平持平，拿地金额208.2亿，相当于同期销售额的43.2%(拿地力度不减)，拿地权益比87.4%，拿地成本约4453元每平米，相当于同期销售单价的40%。
- 产业园区板块表现亮眼，净负债率同比下降。**2020上半年公司产业园区实现营业收入20.4亿元，同比增长90.4%，占总体营收比重较往年同期增加3.39pp。同时，荣盛兴城签约规模进一步扩大，完成签订土地类招商协议8家，总投资额58亿元，未来有望拉动整体业绩表现向好。报告期末，公司净负债率为85.9%，较往年同期下降15.7pp(相比去年底略增6.2pp)，资产负债率同比下降1.6pp至82.7%，安全性进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。**考虑到公司地产结算的节奏及较为稳定的毛利率表现，我们维持全年盈利预测不变，预计2020-2022年EPS分别为2.55元、3.07元和3.60元。考虑到公司安全性提升，拿地力度不减，销售单价保持稳定，维持“买入”评级，目标价12.70元不变。
- 风险提示:** 年度业绩结算不及预期、融资政策超预期收紧等。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

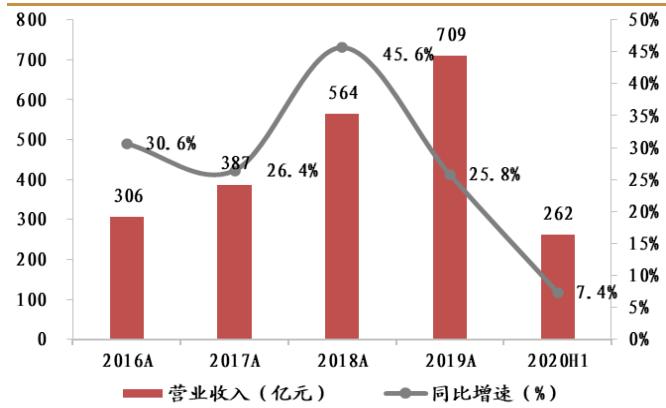
总股本(亿股)	43.48
流通A股(亿股)	38.94
52周内股价区间(元)	7.2-9.96
总市值(亿元)	368.29
总资产(亿元)	2,605.11
每股净资产(元)	9.47

### 相关研究

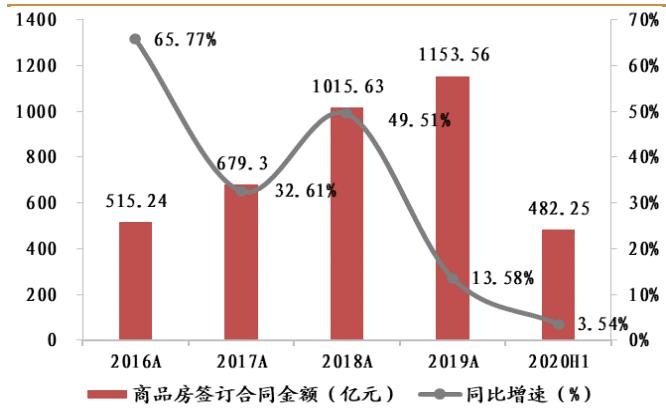
1. 荣盛发展(002146): 分红稳步提升，关注回款率目标 (2020-04-08)
2. 荣盛发展(002146): 拿地略有放缓，销售回款值得关注 (2019-10-28)

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70911.90	90957.30	113142.74	136958.02
增长率	25.80%	28.27%	24.39%	21.05%
归属母公司净利润(百万元)	9120.37	11085.39	13355.09	15675.09
增长率	20.57%	21.55%	20.47%	17.37%
每股收益EPS(元)	2.10	2.55	3.07	3.60
净资产收益率ROE	21.46%	21.34%	21.13%	20.54%
PE	4.0	3.3	2.8	2.3
PB	0.82	0.67	0.55	0.46

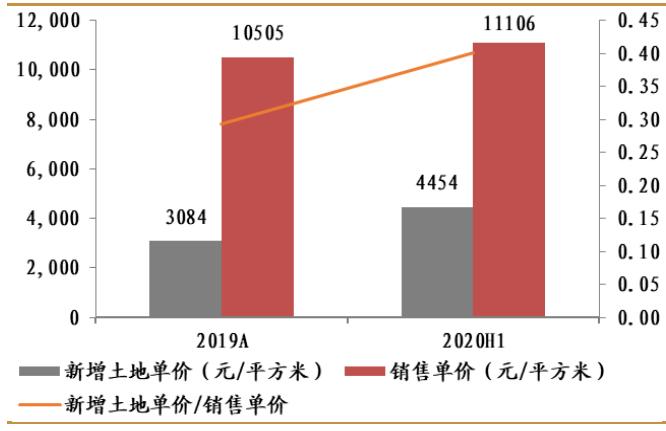
数据来源: Wind, 西南证券

**图 1：营业收入（亿元）及其增速（%）**


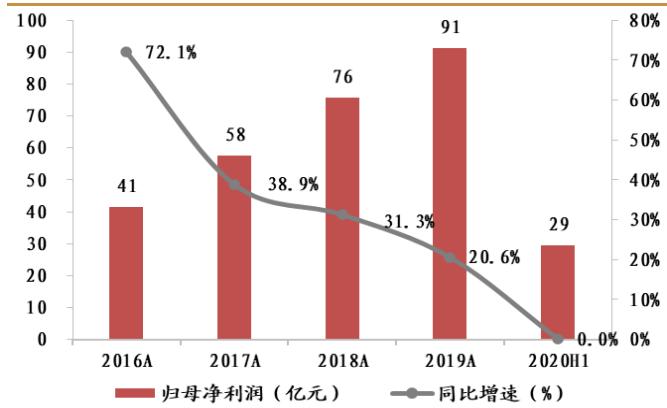
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 3：销售金额（亿元）及其增速（%）**


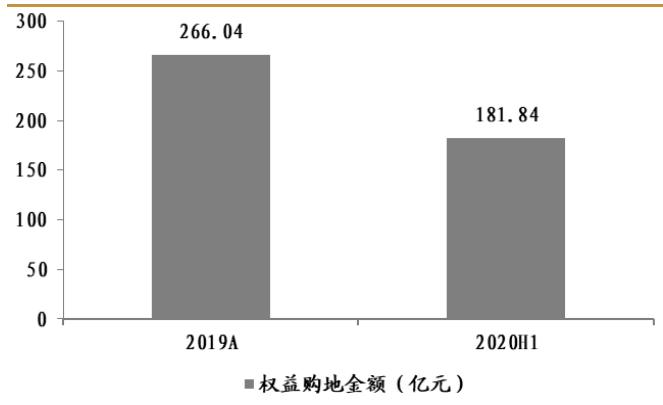
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 5：销售单价、新增土地单价及其比值**


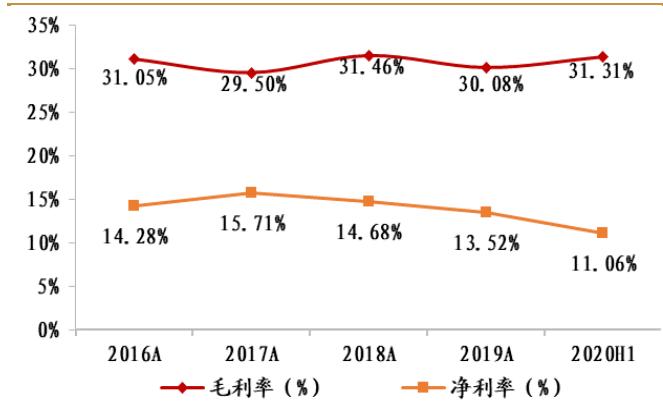
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 2：归母净利润（亿元）及其增速（%）**


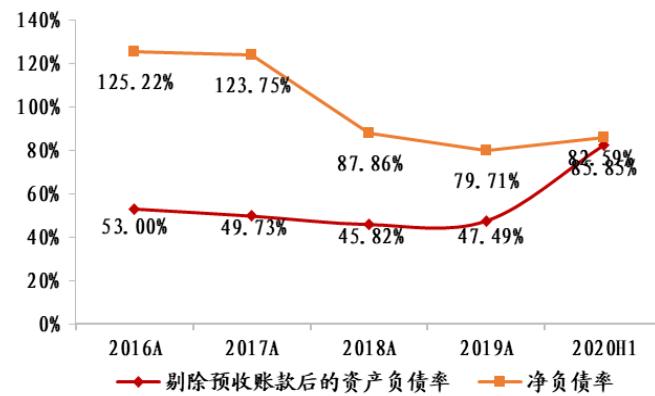
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 4：权益拿地金额（亿元）**


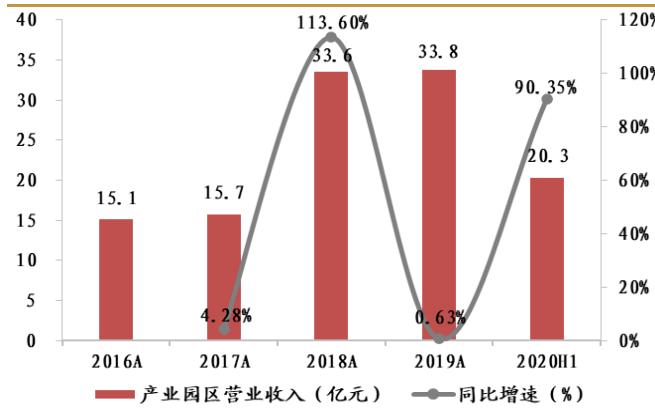
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6：毛利率（%）和净利率（%）**


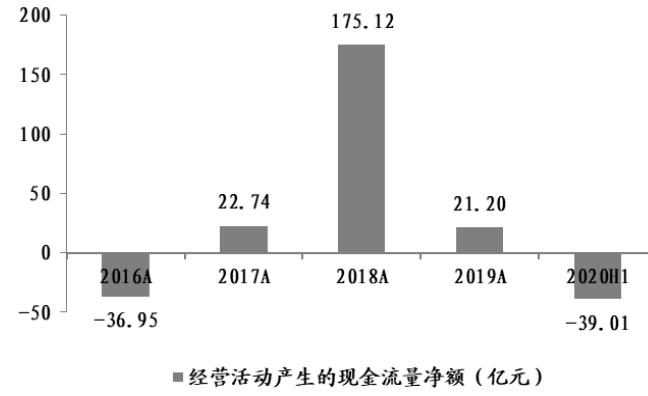
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 7：净负债率及剔除预收账款的负债率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 9：产业园区营业收入（亿元）及增速（%）**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 8：经营性现金流表现**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	70911.90	90957.30	113142.74	136958.02	净利润	9587.45	11653.10	14039.04	16477.85
营业成本	49578.24	62827.96	79099.52	95780.60	折旧与摊销	486.81	471.95	477.68	484.33
营业税金及附加	2506.39	3547.33	4525.71	6163.11	财务费用	916.71	2735.48	2868.05	3062.22
销售费用	2244.76	2819.68	3394.28	4382.66	资产减值损失	-145.31	-159.84	-159.84	-159.84
管理费用	2269.93	3092.55	4073.14	5067.45	经营营运资本变动	-7581.51	-11170.06	-11310.33	-15472.60
财务费用	916.71	2735.48	2868.05	3062.22	其他	-1144.42	-34.29	166.74	161.35
资产减值损失	-145.31	-159.84	-159.84	-159.84	经营活动现金流净额	2119.74	3496.34	6081.33	4553.31
投资收益	124.25	16.00	16.00	16.00	资本支出	-1404.45	-100.00	-110.00	-125.00
公允价值变动损益	-0.78	-0.78	-0.78	-0.78	其他	1837.63	-284.78	-284.78	-284.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	433.18	-384.78	-394.78	-409.78
<b>营业利润</b>	<b>13296.93</b>	<b>16109.36</b>	<b>19357.10</b>	<b>22677.04</b>	短期借款	-5061.78	-4124.65	0.00	0.00
其他非经营损益	-245.82	-246.35	-246.17	-246.23	长期借款	-4865.23	4500.00	5000.00	5000.00
<b>利润总额</b>	<b>13051.11</b>	<b>15863.01</b>	<b>19110.93</b>	<b>22430.81</b>	股权融资	205.85	0.00	0.00	0.00
所得税	3463.66	4209.92	5071.89	5952.96	支付股利	-1956.67	-1824.07	-2217.08	-2671.02
<b>净利润</b>	<b>9587.45</b>	<b>11653.10</b>	<b>14039.04</b>	<b>16477.85</b>	其他	7114.37	-2269.63	-2512.05	-2706.22
少数股东损益	467.08	567.71	683.95	802.76	筹资活动现金流净额	-4563.46	-3718.36	270.87	-377.24
归属母公司股东净利润	9120.37	11085.39	13355.09	15675.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-1987.48</b>	<b>-606.80</b>	<b>5957.42</b>	<b>3766.29</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	30355.95	29749.15	35706.57	39472.86	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	31835.52	56319.85	59996.94	65143.88	销售收入增长率	25.80%	28.27%	24.39%	21.05%
存货	160940.28	229809.87	283498.73	338660.55	营业利润增长率	20.13%	21.15%	20.16%	17.15%
其他流动资产	11398.26	18191.46	22628.55	27391.60	净利润增长率	15.83%	21.55%	20.47%	17.37%
长期股权投资	3017.23	3017.23	3017.23	3017.23	EBITDA 增长率	20.56%	31.40%	17.53%	15.51%
投资性房地产	893.37	893.37	893.37	893.37	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6649.07	6413.15	6183.42	5959.40	毛利率	30.08%	30.93%	30.09%	30.07%
无形资产和开发支出	1353.48	1243.61	1131.84	1022.69	三费率	7.66%	9.51%	9.13%	9.14%
其他非流动资产	8151.58	8425.41	8699.25	8973.08	净利润率	13.52%	12.81%	12.41%	12.03%
<b>资产总计</b>	<b>254594.73</b>	<b>354063.11</b>	<b>421755.89</b>	<b>490534.68</b>	ROE	21.46%	21.34%	21.13%	20.54%
短期借款	4124.65	0.00	0.00	0.00	ROA	3.77%	3.29%	3.33%	3.36%
应付和预收款项	121781.63	156149.72	195048.63	235893.45	ROIC	15.53%	17.78%	18.24%	18.30%
长期借款	26696.14	31196.14	36196.14	41196.14	EBITDA/销售收入	20.73%	21.24%	20.07%	19.15%
其他负债	57319.91	112105.99	124077.90	133205.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>209922.34</b>	<b>299451.85</b>	<b>355322.67</b>	<b>410294.63</b>	总资产周转率	0.29	0.30	0.29	0.30
股本	4348.16	4348.16	4348.16	4348.16	固定资产周转率	14.31	16.50	21.43	27.11
资本公积	5043.63	5043.63	5043.63	5043.63	应收账款周转率	19.94	20.77	21.32	20.52
留存收益	31605.67	40866.99	52005.00	65009.08	存货周转率	0.33	0.32	0.31	0.31
归属母公司股东权益	40887.62	50258.78	61396.80	74400.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.33%	—	—	—
少数股东权益	3784.77	4352.48	5036.42	5839.18	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>44672.39</b>	<b>54611.26</b>	<b>66433.22</b>	<b>80240.05</b>	资产负债率	82.45%	84.58%	84.25%	83.64%
负债和股东权益合计	254594.73	354063.11	421755.89	490534.68	带息债务/总负债	16.79%	11.90%	11.43%	11.12%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	1.32	1.27	1.28	1.30
EBITDA	14700.45	19316.79	22702.83	26223.59	速动比率	0.41	0.40	0.38	0.36
PE	4.04	3.32	2.76	2.35	股利支付率	21.45%	16.45%	16.60%	17.04%
PB	0.82	0.67	0.55	0.46	<b>每股指标</b>				
PS	0.52	0.40	0.33	0.27	每股收益	2.10	2.55	3.07	3.60
EV/EBITDA	4.21	3.24	2.70	2.37	每股净资产	10.27	12.56	15.28	18.45
股息率	5.31%	4.95%	6.02%	7.25%	每股经营现金	0.49	0.80	1.40	1.05
					每股股利	0.45	0.42	0.51	0.61

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn