

# 荣安地产 (000517)

公司研究/深度报告

## 蓄势待发的新成长

—荣安地产深度报告

深度研究报告/房地产

2021年2月18日

### 报告摘要:

#### ● 当下阶段, 具备成长潜力的房企

当下阶段, 房企成长潜力的影响因素发生了较大的变化: 单靠土地储备涨价不可持续、独特拿地模式减少、加杠杆约束更多、运营专业性已普遍提升; 而荣安地产具备较好的抓机会能力, 以及加杠杆的相对优势, 是当下拥有较好成长潜力的房企。

#### ● 具备较好的抓机会能力

在最新一轮小周期 (2017 年至今) 中, 行业增速普遍降速的环境下, 荣安地产实现较高速增长; 在这微观层面分化显著的时代, 荣安的成长依赖其较好的选项目眼光; 并且, 在荣安加速成长的过程中, 净负债率及净借贷比都控制在合理的水平, 相关负债率满足“三条红线”要求, 为公司未来发展提供相对的加杠杆优势。

#### ● 项目储备较好, 持续快周转的支柱

##### 项目储备的“静态视角”: 盈利空间充足

从公司在手储备的“静态”维度看, 2019 年以来, 公司扩充储备的房地价差为 **43.89%**, 拿地成本得到较好的控制; 结合利息成本及建安成本, 整体静态利润率依然可以达到 **25.05%** 的水平; 储备整体具备较好盈利空间, 将会是公司持续高周转的支柱。

##### 项目储备的“动态视角”: 供需环境优异, 去化速度可保障

荣安地产区域布局, 聚焦于浙江为主的核心城市, 合计权益可售货值约为 500 亿元, 未结算权益货值约为 800 亿元; 根据测算, 荣安所布局的区域, 其库存水平并未显著上升, 依然处于下降通道中。

#### ● 销售端有望持续发力, 2021年权益销售额有望冲击400亿

从公司储备的微观层面看, 项目普遍具有较好教育与交通配套, 结合其产品力, 可在竞争中保障较好的去化; 2020 年可推项目权益货值预计为 400 亿元, 预计 2020 年权益销售额为 300 亿元; 预计 2021 年公司权益销售额为 400 亿元, 同比增速+33.3%。

#### ● 投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.72、0.88、1.08 元, 对应 PE 为 3.7、3.0、2.5 倍, 对应 PB 为 1.0、0.8、0.6 倍, 而可比类型地产股 (以中南、阳光城、新城为例) 2021 年市盈率区间为 3.2~5.3 倍, 且公司未来成长增速相对较快, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示

1、地产政策超预期收紧; 2、公司销售去化不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,663	10,001	12,021	14,449
增长率 (%)	67.9%	50.1%	20.2%	20.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,889	2,280	2,796	3,427
增长率 (%)	210.4%	20.7%	22.6%	22.6%
每股收益 (元)	0.59	0.72	0.88	1.08
PE (现价)	4.5	3.7	3.0	2.5
PB	1.3	1.0	0.8	0.6

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次评级

当前价格: 2.67 元

### 交易数据

2021-2-10

近 12 个月最高/最低 (元)	3.6/2.41
总股本 (百万股)	3,184
流通股本 (百万股)	2,473
流通股比例 (%)	77.68
总市值 (亿元)	85
流通市值 (亿元)	66

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 分析师: 赵翔

执业证 S0100520010001

电话: 021-60876730

邮箱: zhaoxiang@mszq.com

### 相关研究

## 目录

1 前言：当下阶段，什么样的房企具备成长潜力？	3
2 荣安地产：具备较好的抓机会能力	4
2.1 最新一轮小周期中快速成长	4
2.2 成长过程中，负债水平依然控制在合理水平	5
3 项目储备较好，持续快周转的支柱	7
3.1 项目储备的“静态视角”：成本优势显著，盈利空间充足	7
3.1.1 成本端只考虑土地成本，从房地价差来看	7
3.1.2 结合利息资本化和建安成本，综合从静态利润率（扣除债务支出）来看	9
3.2 项目储备的“动态视角”：供需环境优异，去化速度可保障	10
4 较好的运营，合理的杠杆	13
5 持续快去化策略，2021 年权益销售额有望冲击 400 亿	16
6 盈利预测和公司估值	18
7 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

## 1 前言： 当下阶段，什么样的房企具备成长潜力？

探寻开发型房企的成长潜力，一直是地产分析师尤为重要的研究点；而伴随时代的变迁，当前阶段对房企的研判也需要发生改变。

当前与过去的不同主要在以下几个方面：

第一，在“房住不炒”的重要宏观政策要求下，行业整体波动减少，**单纯依靠土地储备涨价的成长将难以持续**；

第二，城镇化率发展到一定阶段，**优惠获取土地的独特模式也已大幅减少**；

第三，房企继续加杠杆的约束更多，**拥有适度加杠杆空间的房企将拥有相对优势**；

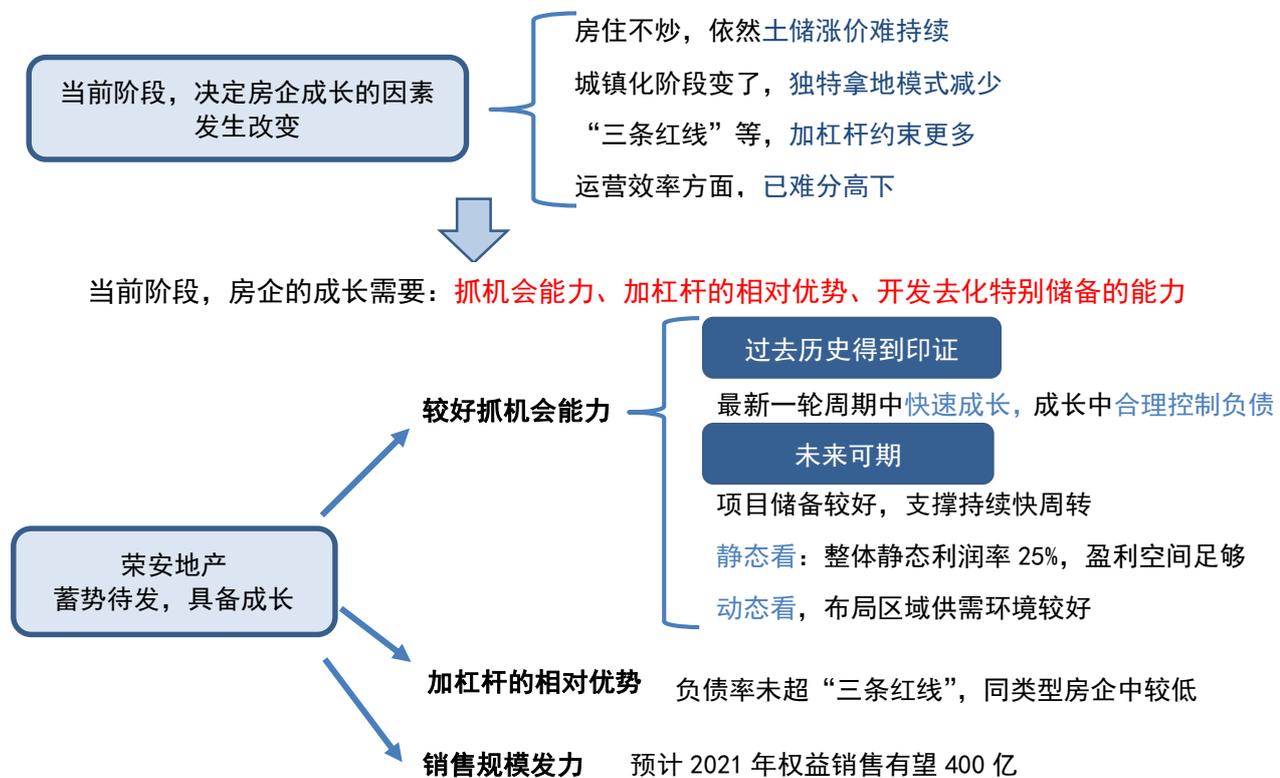
第四，主要高周转房企的专业能力已普遍提升，**即在运营效率方面，各家之间已难分高下**。

综上所述，在重点房企普遍降速的背景下，具备成长潜力的房企通常需要以下三种能力：

1、**抓机会能力**：能在高竞争市场，通过对微观层面的研判，捕捉到具备合理盈利空间的高周转地块；**2、加杠杆的相对优势**；**3、开发去化特别储备的能力**：能相对较快去化旧改、并购资产包等非公开化市场所获项目。

通过仔细研究，**荣安地产 (000571)** 就是符合上述前两点，是当前阶段具有较好成长性的房企，本文将详细阐述具体的逻辑与论证。

图 1：全文逻辑图

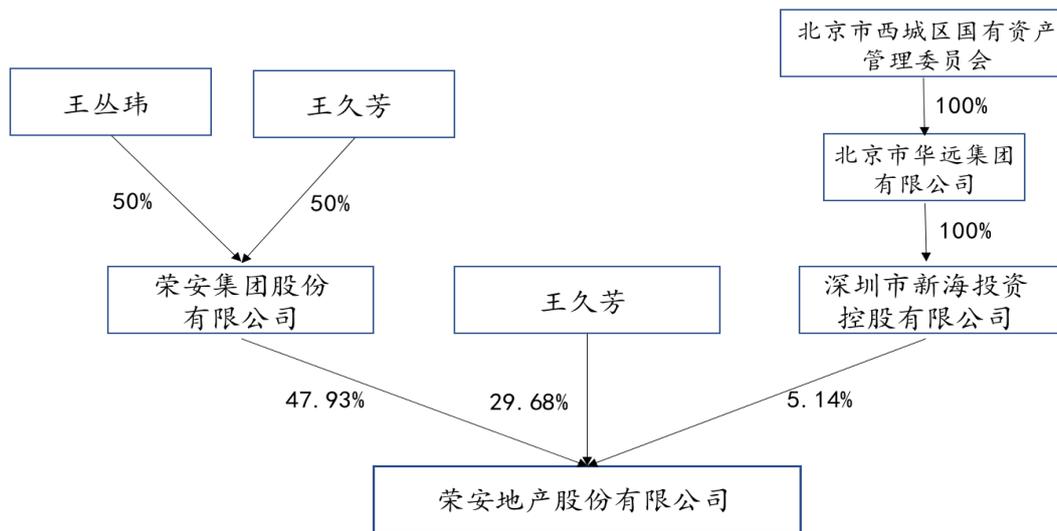


资料来源：民生证券研究院

## 2 荣安地产：具备较好的抓机会能力

荣安地产，于 1995 年创立，从扎根宁波、深耕长三角，逐步面向全国进行战略布局；目前布局城市主要包括宁波、杭州、嘉兴、温州、台州、重庆、西安；截止当前，公司在手储备未结算权益货值约为 800 亿元，在手可售权益货值约为 500 亿元。

图 2：荣安地产权股结构

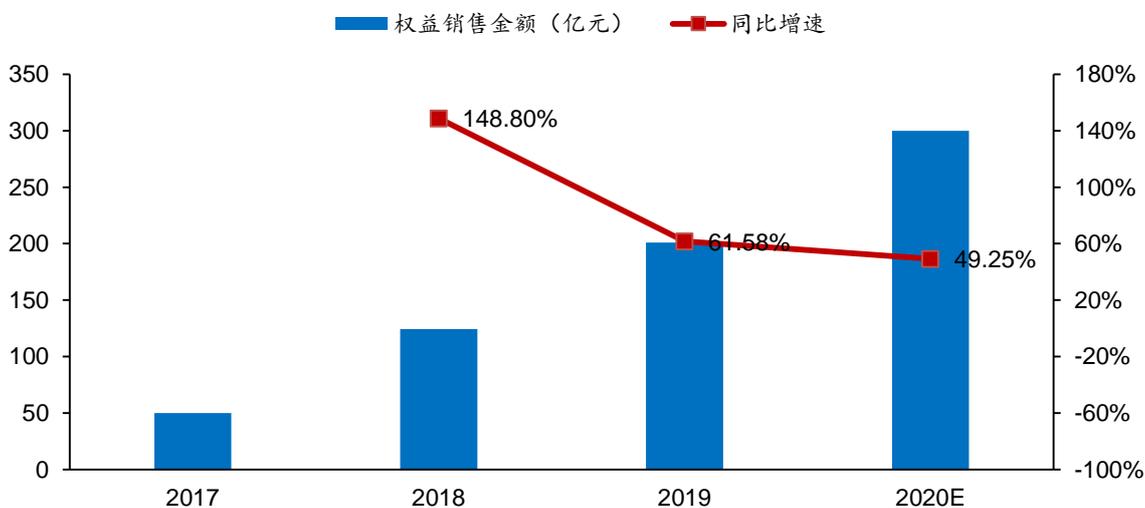


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 2.1 最新一轮小周期中快速成长

荣安地产在最新一轮小周期（2017 年至今）中快速成长，2018 年、2019 年权益销售增速分别为 149%、62%；2020 年预计权益销售为 300 亿元，预计增速为 49%；在行业增速普遍降速的环境下，荣安地产实现较高速的成长。

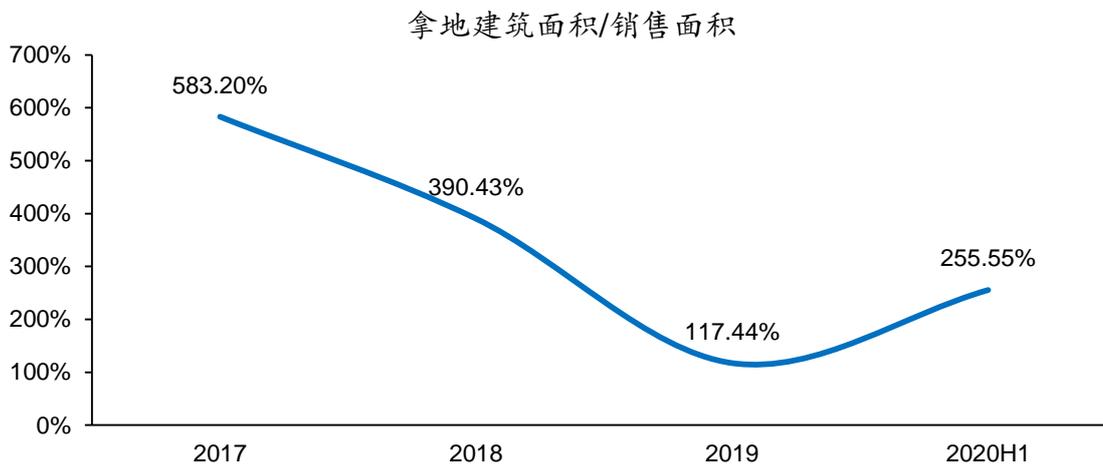
图 3：荣安地产权益销售额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

荣安地产并没有在前期周期最底部（2014 年）大举布局拿地；但是，荣安地产却能在之后的小周期（2017 年至今）中，实现快速的成长；在 2017 年至今的地产小周期里，最大的特征是微观层面分化显著，更考验房企选项目的眼光。

图 4：荣安地产历史拿地面积与同期合同销售面积比值



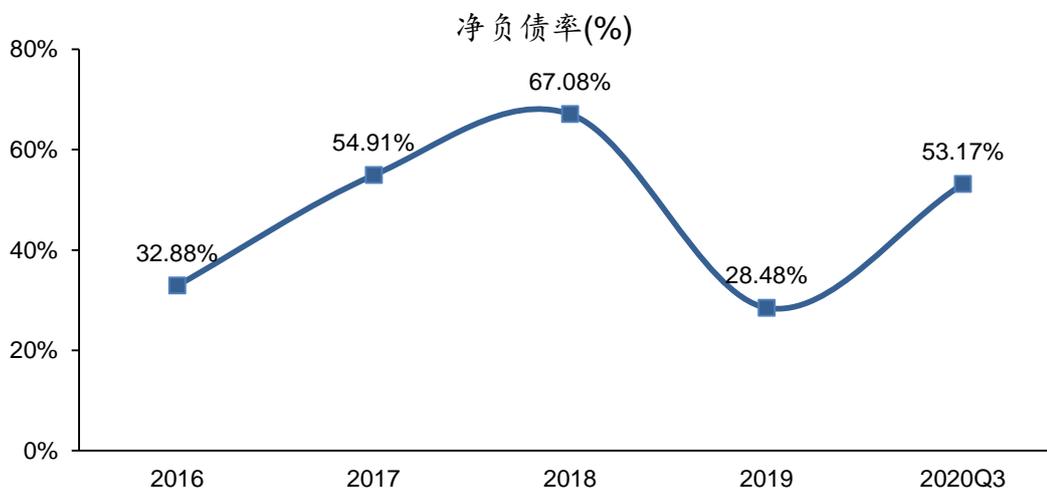
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 成长过程中，负债水平依然控制在合理水平

对于开发型房企规模的快速增长，主要为两种动因，分别是：获取合适的地块高周转以及快速举债“杠杆换储备”。

从荣安地产的有息负债额变化看，在取得成长的同时，净负债率依然控制在合理的水平，2020 年三季度末净负债率为 53.17%，较 2018 年前期高点净负债率 67.08% 有所下行。

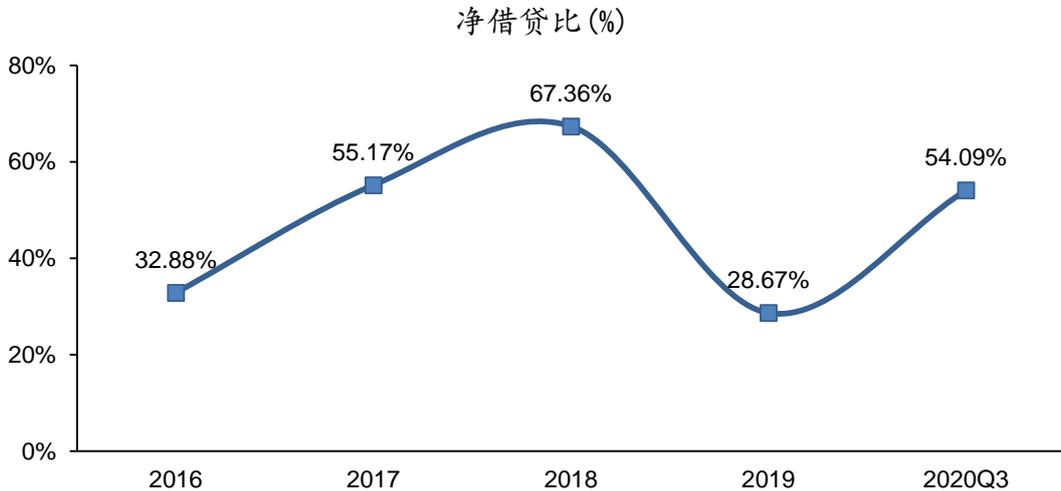
图 5：荣安地产历史净负债率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，从更为严苛的指标——净借贷比看， $\text{净借贷比} = (\text{有息负债} + \text{永续债} - \text{现金}) / \text{归母净资产}$ ，在 2016-2018 年的加速补库存期间，净借贷比位于合理水平，2020 年三季度净借贷比 54.09%，较 2018 年前期高点净借贷比 67.36% 有所下行。

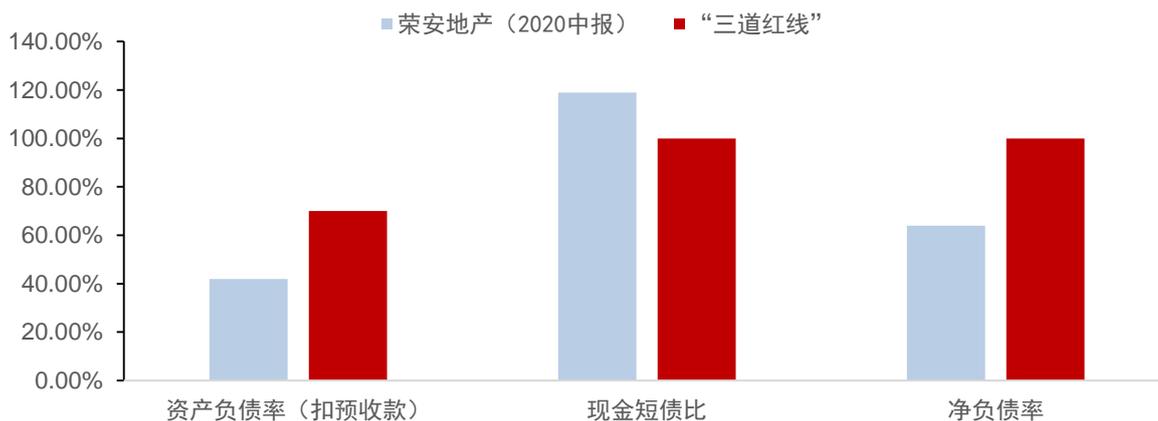
图 6：荣安地产历史净借贷比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：净借贷比=（有息负债+永续债-现金）/归母净资产）

按照监管明确的重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”看，荣安地产 2020 年中报数据都满足红线的标准，进一步体现出荣安地产成长过程中，负债率处于较为合理的水平。

图 7：“三道红线”所涉及的三项负债率标准，荣安地产与标准之间的比较



资料来源：公司公告，重点房地产资金监测和融资管理规则，民生证券研究院（注：“三条红线为”扣预收款资产负债率低于 70%，净负债率低于 100%，现金保障比大于 1）

从上述论证可以推断，荣安地产 2017 年以来所实现的成长，较为依赖的是其选择项目的的能力。而在当前时点，去研究荣安地产的未来成长，其当前所获项目的质量水平也是毫无疑问的分析重点；储备项目的优异与否，不止是公司未来盈利的源泉，更是公司持续快周转的支柱。因此，后文也将重点剖析其储备，探明公司后续的成长。

### 3 项目储备较好，持续快周转的支柱

对于荣安地产在手储备的分析，我们从“静态（盈利空间）”和“动态（去化速度）”两个维度进行诠释，考虑到对未来成长的影响，重点研究 2019 年至今所获的土地储备。

#### 3.1 项目储备的“静态视角”：成本优势显著，盈利空间充足

不同于传统研究框架（RNAV 测算），为了更为直观的展现出储备的盈利能力，我们暂不考虑动态的时间成本，从静态视角对公司项目进行盈利能力的测算。

##### 3.1.1 成本端只考虑土地成本，从房地价差来看

暂不考虑建安成本与利息资本化的情况下（后文再考虑），只考虑土地成本，计算房地价差，具体假设如下：

- 1、暂不考虑未来房价的涨幅，利用当前房价水平进行估计（考虑预售证限价影响）；
- 2、可比售价充分考虑区域所在位置，项目产品定位等；
- 3、该部分只计算房地价差：房地价差 = (房价 - 地价) / 房价；
- 4、对于各区域的可比售价，以具体中各项目权益建面作为权数，对各项目可比售价进行加权平均。
- 5、由于荣安所拿地均均为招拍挂获取，并不存在较难获取预售证的项目。

表1：荣安地产 2019 年至今所拿地项目预计售价测算

序号	宗地名称	所在位置	土地规划	计容建面 (万平)	权益 (%)	土地总价 (亿元)	权益对价 (亿元)	楼面均价 (元/平)	预计售价 (元/平)
1	鄞州区 YZ13-01-b1 地(长丰)	浙江宁波	商住	5.55	100%	9.43	9.43	16970	30000
2	鄞州区 YZ13-06-J1b 地(长丰)	浙江宁波	商住	4.12	100%	5.87	5.87	14250	22000
3	鄞州区 YZ08-06-b12 地(首南)	浙江宁波	住宅	4.69	100%	9.73	9.73	20750	38000
4	鄞州区 YZ13-02-a3(长丰地段)	浙江宁波	商住	3.70	30%	8.00	2.40	21640	33000
5	北仑区 BLXB03-01-03c 地块	浙江宁波	住宅	5.95	100%	5.57	5.57	9360	19000
6	彭埠单元 R/B-37 地块	浙江杭州	住宅	9.35	33%	16.24	5.36	17368	35000
7	祥符单元 GS0904-R21-02 地块	浙江杭州	住宅	10.54	49%	25.32	12.41	24023	35000
8	桐土储[2019]10 号	浙江嘉兴	住宅	14.90	50%	13.97	6.99	9379	16000
9	2019 南-025 号地块	浙江嘉兴	住宅	20.19	50%	14.22	7.11	7041	16000

10	经开 2019-21 号	浙江嘉兴	住宅	12.47	100%	9.95	9.95	7980	14000
11	瑞安市万松东进带 04-53 地块	浙江温州	商住	17.10	100%	14.20	14.20	8300	19000
12	台土告字[2019]011 号地块	浙江台州	住宅	1.50	43%	0.90	0.38	6022	17000
13	椒江区葭沚街道富强路地	浙江台州	住宅	10.31	100%	8.78	8.78	8520	18000
14	九龙坡区大杨石组团宗地	重庆	商住	8.01	100%	10.85	10.85	13549	18000
15	九龙坡九龙半岛 2 地块	重庆	住宅	2.79	33%	2.58	0.85	9255	18000
16	西安 YT4-19-53-1	陕西西安	商住	4.35	100%	2.59	2.59	5969	15000

资料来源：公司公告项目梳理，房天下，贝壳，民生证券研究院（在具体地块预计售价的测算中，所参考的可比楼盘包括：稻香园南区、武林府、龙湖华董春江天玺、恒大悦澜湾、滨江沁语晓庭、中粮杭州大悦城、北宸府、禾堂樾里、公园上城等）

表2: 荣安地产 2020 年上半年所拿项目预计售价测算

序号	宗地名称	所在位置	土地规划	计容建面 (万平)	权益 (%)	土地总价 (亿元)	权益对价 (亿元)	楼面均价 (元/平)	预计售价 (元/平)
1	鄞州区 YZ13-01-b1 地(长丰)	浙江宁波	商住	5.55	100%	9.43	9.43	16970	30000
2	鄞州区 YZ13-06-J1b 地(长丰)	浙江宁波	商住	4.12	100%	5.87	5.87	14250	22000
3	鄞州区 YZ08-06-b12 地(首南)	浙江宁波	住宅	4.69	100%	9.73	9.73	20750	38000
4	鄞州区 YZ13-02-a3(长丰地段)	浙江宁波	商住	3.70	30%	8.00	2.40	21640	33000
5	北仑区 BLXB03-01-03c 地块	浙江宁波	住宅	5.95	100%	5.57	5.57	9360	19000
6	彭埠单元 R/B-37 地块	浙江杭州	住宅	9.35	33%	16.24	5.36	17368	35000
7	祥符单元 GS0904-R21-02 地块	浙江杭州	住宅	10.54	49%	25.32	12.41	24023	35000
8	桐土储[2019]10 号	浙江嘉兴	住宅	14.90	50%	13.97	6.99	9379	16000
9	2019 南-025 号地块	浙江嘉兴	住宅	20.19	50%	14.22	7.11	7041	16000
10	经开 2019-21 号	浙江嘉兴	住宅	12.47	100%	9.95	9.95	7980	14000
11	瑞安市万松东进带 04-53 地块	浙江温州	商住	17.10	100%	14.20	14.20	8300	19000
12	台土告字[2019]011 号地块	浙江台州	住宅	1.50	43%	0.90	0.38	6022	17000
13	椒江区葭沚街道富强路地	浙江台州	住宅	10.31	100%	8.78	8.78	8520	18000
14	九龙坡区大杨石组团宗地	重庆	商住	8.01	100%	10.85	10.85	13549	18000
15	九龙坡九龙半岛 2 地块	重庆	住宅	2.79	33%	2.58	0.85	9255	18000

16	西安 YT4-19-53-1	陕西西安	商住	4.35	100%	2.59	2.59	5969	15000
----	----------------	------	----	------	------	------	------	------	-------

资料来源：公司公告项目梳理，房天下，贝壳，民生证券研究院（在具体地块预计售价的测算中，所参考的可比楼盘包括：稻香园南区、武林府、龙湖华董春江天玺、恒大悦澜湾、滨江沁语晓庭、中粮杭州大悦城、北宸府、禾堂樾里、公园上城等）

**表3: 荣安地产 2019 年至今所拿项目房地价差测算（依据上方表格的预计售价）**

2019 年以来新增权益储备总货值（亿）	2019 年新增储备权益土地款（亿）	房地价差
426.08	239.06	43.89%

资料来源：公司公告项目梳理，房天下，贝壳，民生证券研究院

可见，2019 年以来，荣安地产在扩充储备的过程中，拿地成本得到较好的控制；总体从静态角度看，公司获取土地的房地价差为 43.89%。

### 3.1.2 结合利息资本化和建安成本，综合从静态利润率（扣除债务支出）来看

对于高周转房企而言，资本化利息是成本的重要组成部分；我们将荣安地产的债务支出拆分进项目（资本化），结合估算的项目建安成本，测算出项目的平均成本（拿地成本+建安成本+利息资本化）。

具体假设：1、由于只是静态测算，未考虑时间成本。

2、假设中，我们将债务成本全部做资本化处理，进行更为全面的成本测算。

**表4: 荣安地产 2019 年至今所获取储备项目的预估静态利润率（扣除债务支出）统计**

项目	数额	备注
有息负债额（亿元）	107.98	A
加权融资成本	6.50%	B
三年还本付息额	21.06	C=A*B*3
权益建筑面积（万平）	197.42	D
平均利息资本化均值	1067	E=C/D
平均建安成本（元/平）	3000	F
平均可比售价（元/平）	21582	G
楼面地价（元/平）	12109	H

静态毛利率	25.05%	$I = (G - H - F - E) / G$
-------	--------	---------------------------

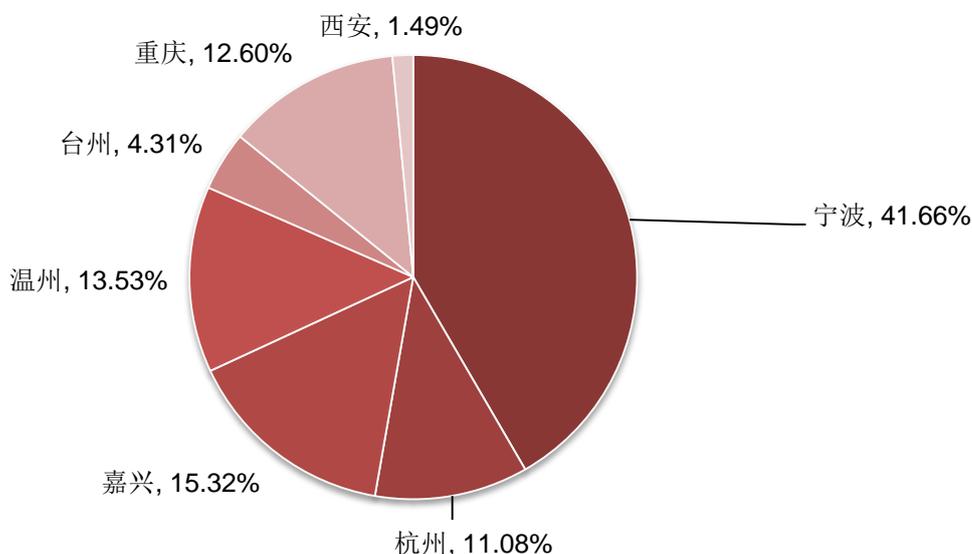
资料来源：公司公告项目梳理，房天下，贝壳，民生证券研究院

综合测算来看，扣除债务费用支出后，整体静态利润率依然可以达到 25.05%的水平。可见，储备项目总体具备较好的盈利空间，将会是公司持续高周转的支柱。

### 3.2 项目储备的“动态视角”：供需环境优异，去化速度可保障

荣安地产项目分布，聚焦于浙江为核心的城市，合计权益可售货值约为 500 亿元。从权益可售面积口径看，总储备项目在各城市的占比分别为：宁波 41.66%、杭州 11.08%、嘉兴 15.32%、温州 13.53%、台州 4.31%、重庆 12.60%、西安 1.49%。

图 8：荣安地产储备的区域分布（以权益可售面积为口径）



资料来源：公司公告，公司项目整理，民生证券研究院

荣安地产布局的相关城市，目前城市库存处于什么样的水平，我们将其布局城市的城市库存（可售面积）做加权指数化处理。。

具体测算为：

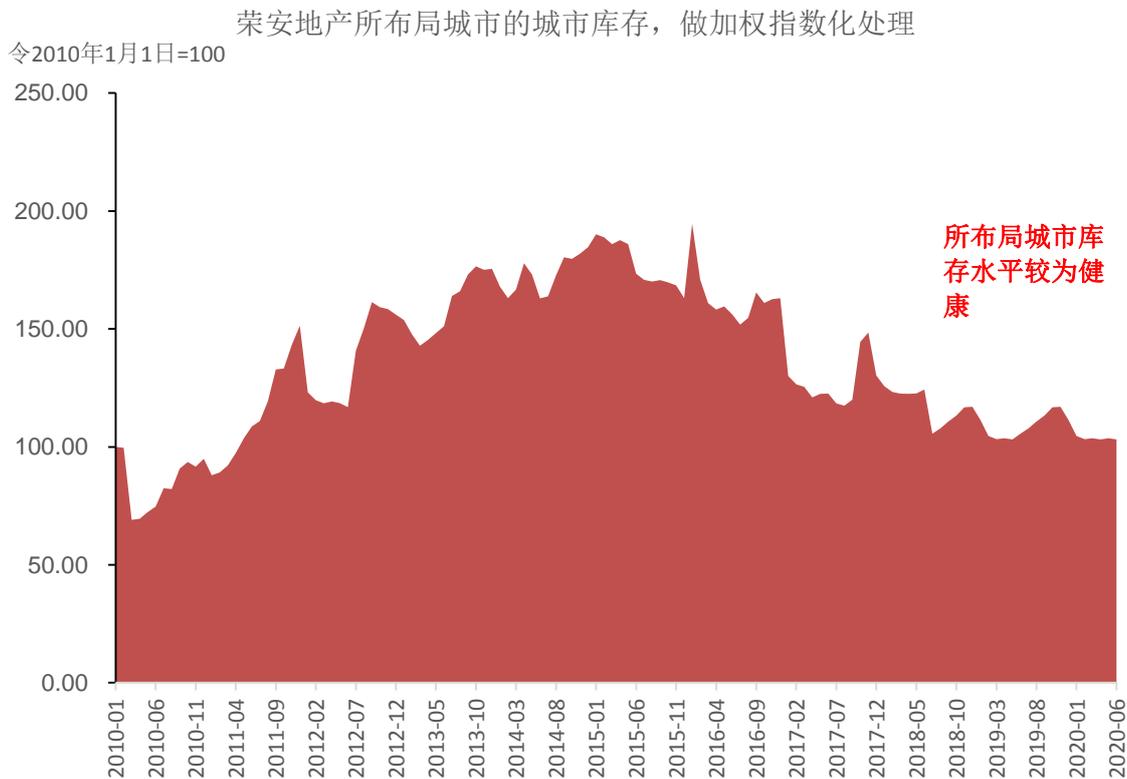
1、 加权可售面积=各区域的权重\*各区域的可售面积。各区域的权重，主要为荣安地产未结货值中的各区域占比（详见下图）。

2、测算中，使用的可售面积是在售+在途库存的合计口径。在售库存，指开发商取得了预售证，但还没有卖出去的房子；在途库存，指的是还未拿到预售证，但已经开工的项目；鉴于目前预售证管制的影响，我们将在售库存与在途库存进行合计，更好的体现可售面积的意义。

3、将可售面积的绝对数据进行指数化，即令 2010 年 1 月 1 日数据=100（作为基数），其余时段数据按照基数进行指数化。

可以看出，荣安地产所布局的区域显著呈现出：**库存水平并未显著上升，依然处于下降通道中。**

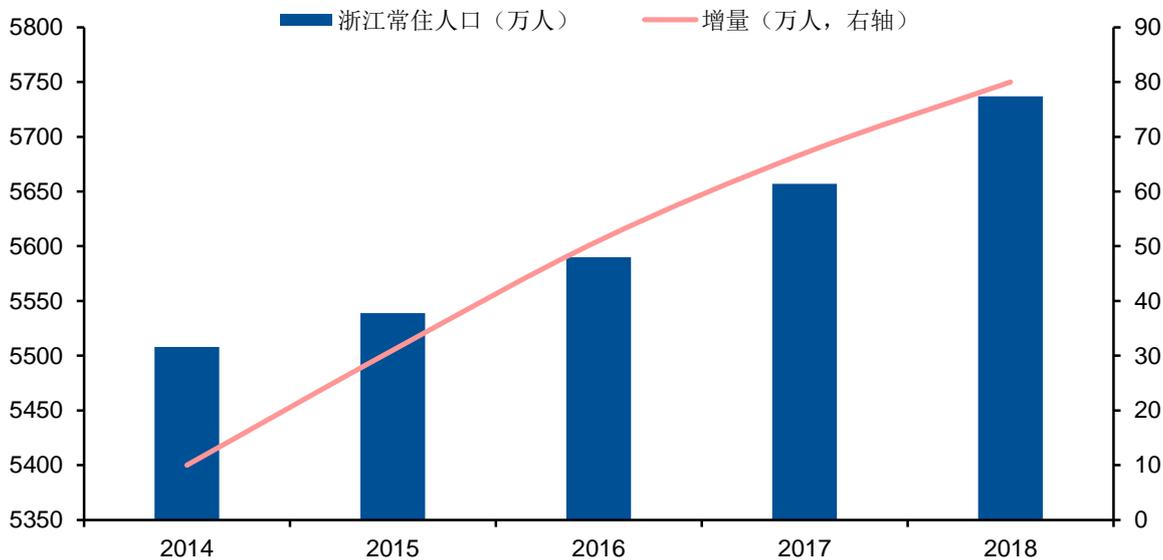
图 9：荣安地产所布局区域的城市整体库存情况（使用相关城市整体加权的可售面积）



资料来源：WIND、CEIC，民生证券研究院

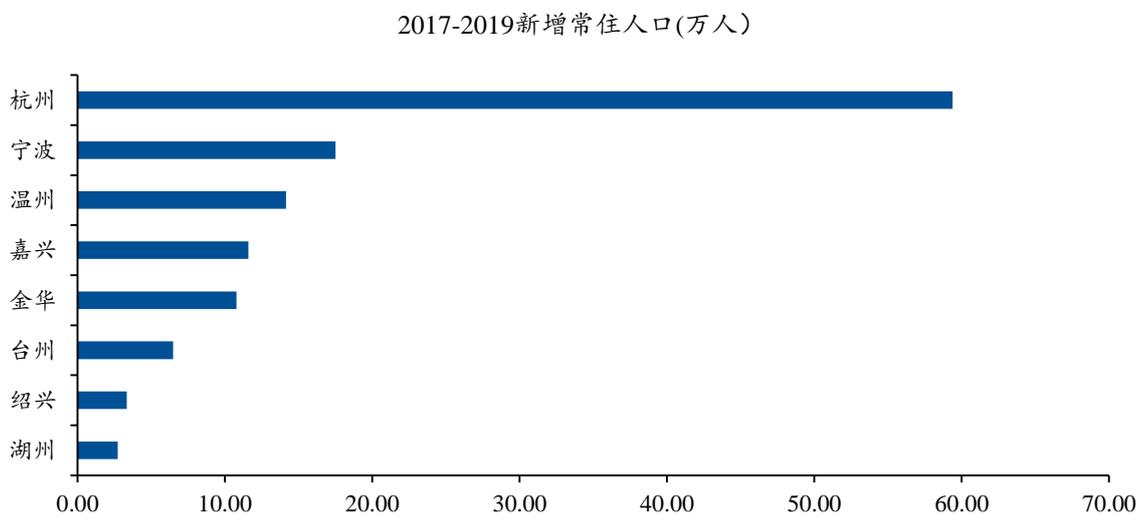
其次，从人口流入角度来看，**浙江省核心城市近年来持续人口净流入**，并且，荣安地产的重点布局城市宁波、杭州、温州、台州、嘉兴，近三年人口净流入情况尤为显著。

图 10: 浙江省常住人口统计



资料来源: 浙江省统计局, 民生证券研究院

图 11: 浙江分城市的新增常住人口 (2017~2019 年)



资料来源: 浙江省统计局, 民生证券研究院

因此, 结合前文分析, 荣安地产储备区域供需情况较好, 储备去化水平可得到较好的保障。

## 4 较好的运营，合理的杠杆

从荣安过去的发展中，可以看出荣安较好的产品运营能力。

宁波作为荣安最为重要的布局区域，由于当地民营资本较为发达，购房人群对于产品力要求也会相对较高；在与融创、中海、龙湖等龙头房企的竞争中，荣安的产品能力得到较好的认可；2019年，在竞争之中，公司的项目—荣安劝学里与荣安桂语嵩江，全年成交套数分别达 717 套和 667 套，分列 2019 年鄞州区商品住宅销量榜冠亚军。

表5: 2019年宁波鄞州区商品住宅销量排行榜

排名	项目	销售套数
1	荣安劝学里	717
2	荣安桂语嵩江	667
3	未来道	656
4	龙湖坤和天境	652
5	融创宁波壹号院	635
6	希望董麟府	558
7	中海凤凰熙岸	550
8	上湖城章	542
9	云董台	525
10	宝龙城天玺	493

资料来源：CRIC，民生证券研究院

从管理方式和成本管理上，公司均显示出高效的能力。在管理上，公司采用“集团总部+城市公司”的管控架构，在一定的管理半径中，集团总部凭借成熟的管理团队和管理体系，更能主导投资发展方向，形成高效的运作体系。在成本端，荣安在建筑施工领域具备延伸布局，2019年施工实现营收 2.66 亿元，同比增长 34.8%，自有的施工团队控制成本同时，也保障了项目的品控。

在营销运营方面，聚焦高周转战略的公司，已达到一线房企的运营效率；以荣安的江南润园、江枫晓月、柳岸风荷、春和景明为例，上述项目分别为 2019 年 5 月、6 月、7 月上旬和 7 月下旬拿地，在 19 年底前，项目皆公布案名与具体的产品规划。

而从拿地到开盘速度来观察，前文提及的四个代表项目，皆于 2020 年 5~6 月的时间段内完成首期开盘，拿地到开盘时间在 12 个月内；进一步结合公司区域聚焦与快周转的特点，公司整体拿地至开盘可维持在 12 个月之内，达到行业领军水平。

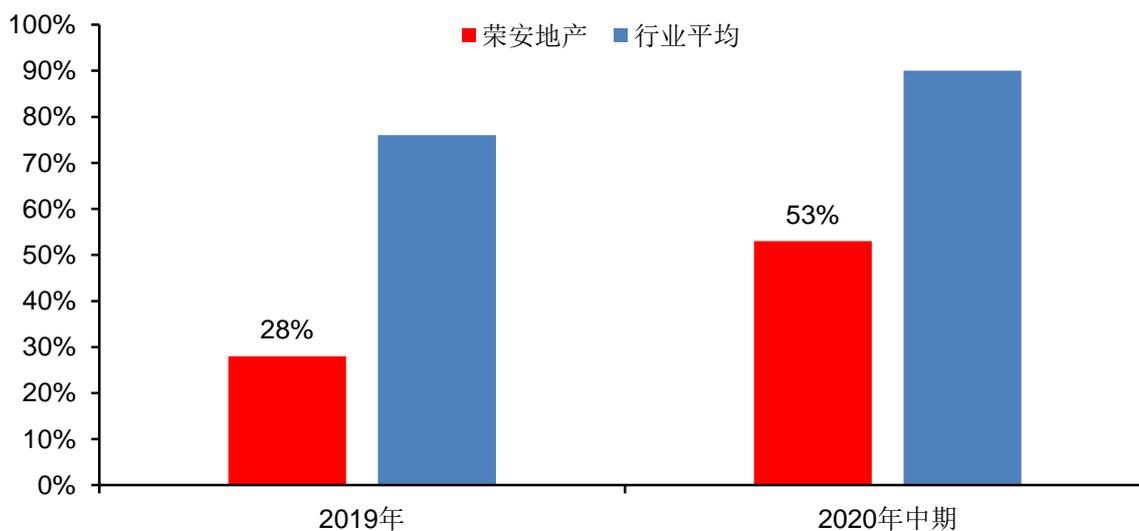
表6: 荣安地产代表项目拿地至案名发布、具体开盘的时间

项目	板块	拿地时间	案名发布时间	开盘时间
荣安江南润园	长丰	2019-5-31	2019-12-2	2020年6月21日首期开盘
荣安江枫晓月	长丰	2019-6-14	2019-12-2	2020年6月27日首期开盘
荣安柳岸风荷	南部商务区	2019-7-12	2019-12-2	2020年5月9日首期开盘 2020年7月加推2#新品房源
荣安春和景明	小港	2019-7-29	2019-12-2	2020年5月16日首期开盘 2020年7月加推新品房源

资料来源: CRIC, 房天下, 民生证券研究院

而在前文中, 我们提到, 荣安地产的杠杆率水平合理, 满足了“三条红线”的政策要求; 而与行业平均水平相比 (行业重点房企平均值), 2019年公司净负债率 28.48%, 低于行业平均水平 76%; 2020年中期公司净负债率 53%, 低于行业平均水平 90%; 相对的加杠杆空间, 为公司后续发展提供较大潜力。

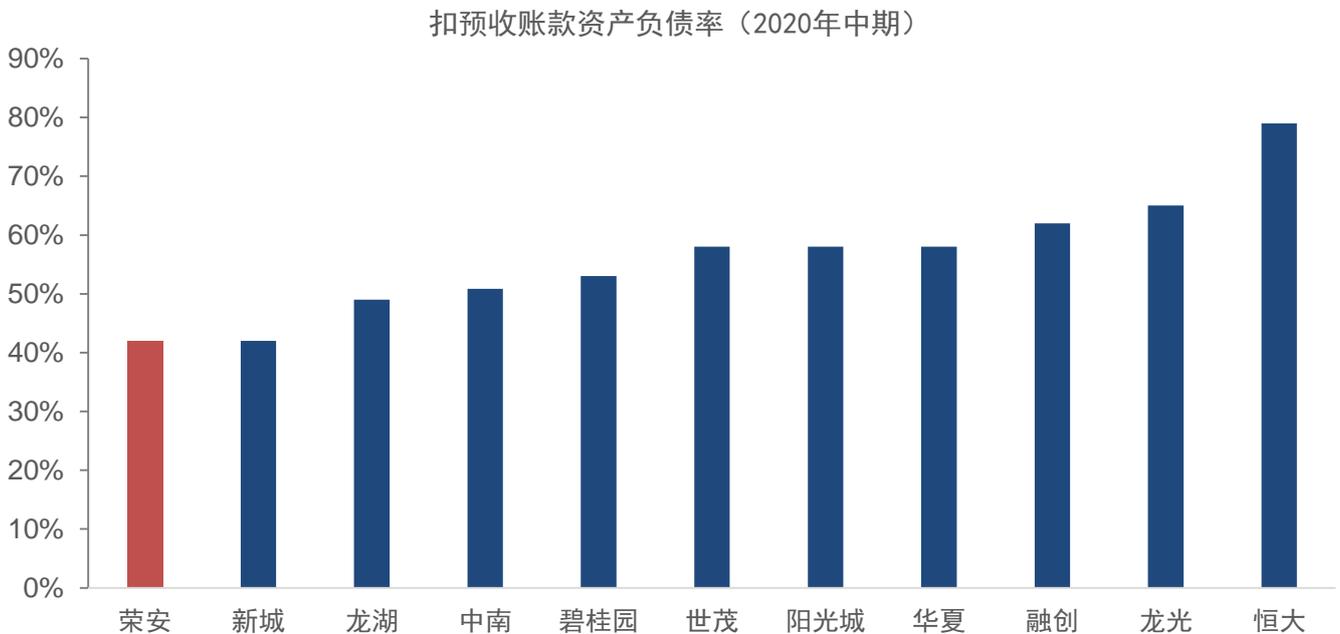
图 12: 公司净负债率与行业平均水平的对比



资料来源: 公司公告、WIND, 民生证券研究院

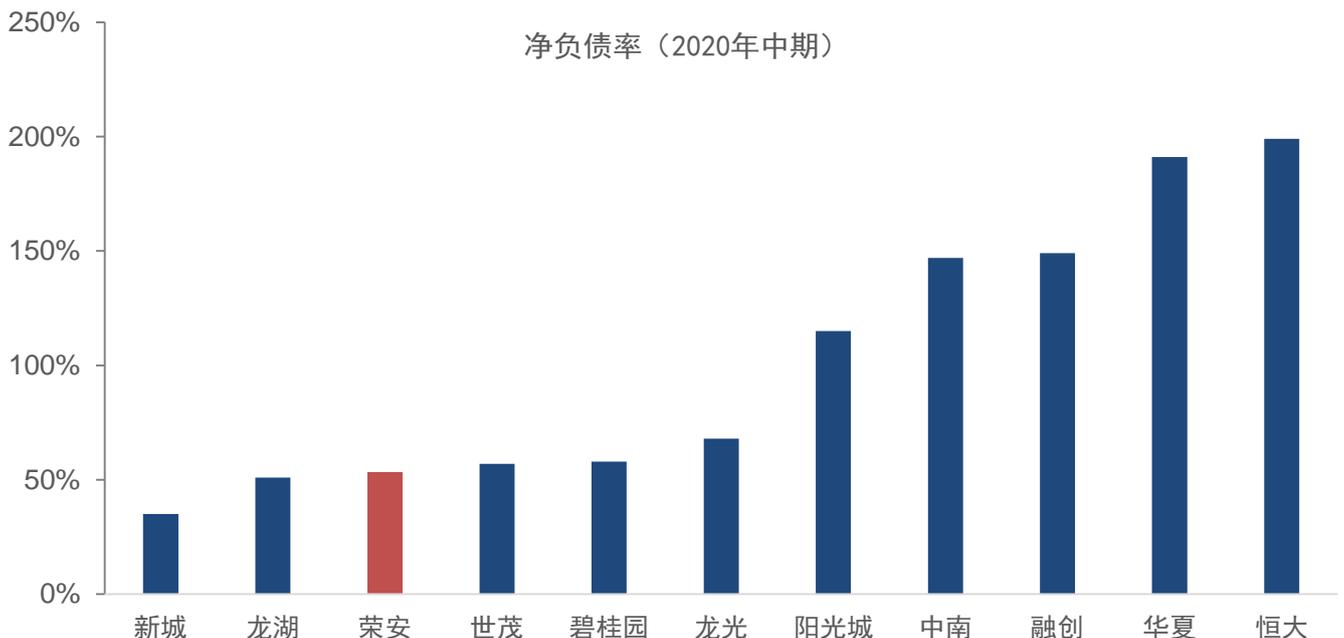
而与主流的快周转房企相比，荣安地产的杠杆显著较低；公司较为稳健的财务状况，在未来“三条红线”为代表的融资强监管时代，将会有相对的加杠杆优势。

图 13：主流民营房企扣预收账款资产负债率比较



资料来源：公司公告、WIND，民生证券研究院

图 14：主流民营房企净负债率比较



资料来源：公司公告、WIND，民生证券研究院

## 5 持续快去化策略，2021 年权益销售额有望冲击 400 亿

根据前文分析，荣安的项目质量可支撑持续快周转；并且，持续快去化也一直是公司坚持的策略；并且，从荣安储备项目的微观层面看，其项目普遍具有较合适的教育及交通配套，结合公司的较好产品力，在区域竞争中，公司的项目依然可保障较好的去化。

表7: 荣安地产未来可售项目具有合适的学校以及交通配套

项目名称	所在城市	配套设施 (教育/交通)
新悦府(西)	宁波	中小学: 瑞云学校 (九年制) / 高铁北站、余姚西互通
湖畔樾山	宁波	中小学: 江北区慈城中心小学、慈湖中学/轻轨 4 号线 (在建)
劝学里	宁波	中小学: 鄞州中学、蓝青中学、下应中心小学
侯潮府	宁波	中小学: 城南中学、象山第三中学、实验小学、第五小学、正在规划中的政实小学
涌清府	宁波	中小学: 五小、丹城中学
望江南润园	宁波	中小学: 钟公庙实验小学 (在建)、宁波艾顿公学 (双语) 幼儿园、钟公庙华师大附中/轨交: 规划地铁 4 号线等
春和景明	宁波	中小学: 蔚斗小学、小浃江学校、小港中心小学、北仑区江南中学教学点、小港实验学校、北仑区江南中学教学点/地铁 2 号线小港站 (在建)、地铁 6 号线 (规划)
奉化林语春风	宁波	中小学: 九年一贯制学校 (上海师范大学宁波附属实验学校) / 地铁 3 号线
林语芳庭	宁波	中小学: 宁波市鄞州区实验小学、姜山镇实验中学、姜山中学/3 号线地铁姜山站、狮山站
柳岸闻莺	杭州	中小学: 临平一小、临平三小、临平育才小学、临平五中、余杭高级中学、余杭实验中学、杭二中分校树兰学校/通往杭州主城区的有 6 条线路。地铁九号线、未来也有临平山北支线的规划。
祥宸府	杭州	项目南面在建 42 班九年一贯制学校, 约 1 公里内有长阳小学, 约 3 公里内有多所幼儿园和星澜小学、杭州市三墩镇中心小学、长阳中学、杭州市三墩中学、绿城育华亲亲学校、华东师大附属学校等名校/距离地铁 2 号线墩祥街站口直线距离约 800 米, 可换乘 1 号线、4 号线、5 号线。
春月杭宁府	杭州	华师大附属杭州学校、永正实验学校、大关小学 (申花校区) / 地铁 2 号线、地铁 5 号线
东宸佳园	温州	中小学: 渎浦小学、渎浦中学、星海学校、树人学校/位于苍南城东新区板块核心位置,
瑞安荣安府	温州	中小学: 北面有规划中的小学, 人民路和世纪大道九年制学校规划中/位于龙港世纪大道主干道
金成华府	台州	中小学台州外国语学校、椒江区人民小学葭沚校区、学院路小学/距离规划中的杭绍台铁路台州高铁中心站约 2 公里

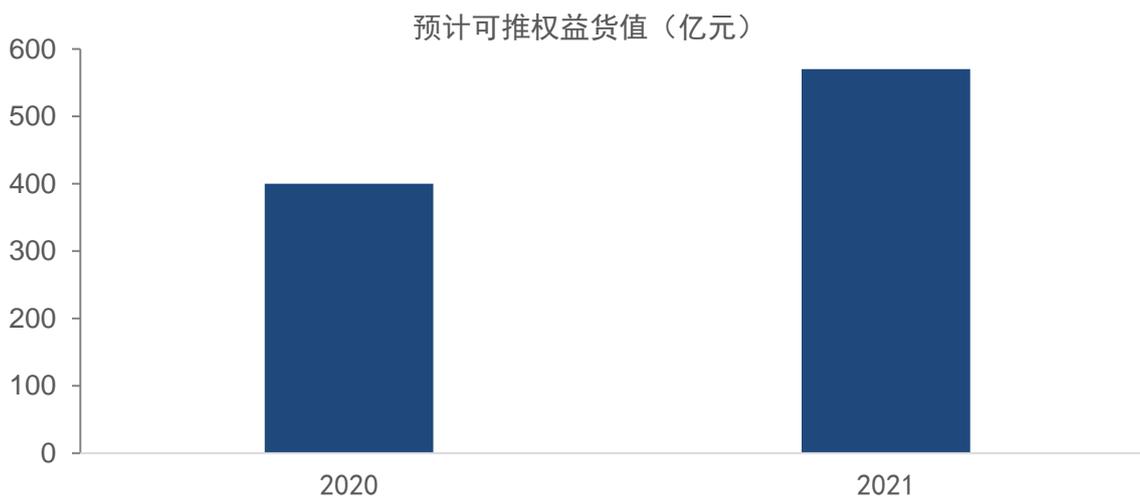
东宸华庭	台州	温岭城东小学、温岭市第七中学、温岭城西小学
重庆林语春风	重庆	中小学：华福小学、跳蹬小学、大渡口区公民小学、九十四中/轻轨 5 号线
柳岸潮鸣	重庆	中小学：两江巴蜀小学、渝北巴蜀小学、首地人和街小学、悦来小学、八中、花朝小学/轻轨：6 号线，10 号线和规划中的 13 号线。
九龙壹号	重庆	谢家湾小学、重庆天宝实验学校、铁路小学、九龙小学、铁马小学、杨家坪中学 B 区、铁路中学等/地铁 18 号线滩子口站、轻轨 2 号线杨家坪站
芙蓉印月	西安	中小学：西安交大附小、西安交大附中

资料来源：公司公告、房天下、贝壳、民生证券研究院

根据公司项目梳理看，公司 2020 年可推项目的权益货值预计为 400 亿元，由于公司推货集中于浙江核心城市，疫情后需求情况较好，预计 2020 年项目平均去去化率为 75%，预计 2020 年权益销售额为 300 亿元。

年底公司可售权益货值约为 500 亿元，结合公司项目质量与周转特点，当年 Q1 所拿项目通常可于当年形成销售，预计 2021 年公司可推权益货值为 570 亿元，我们给予 2021 年项目平均去化率 70% 作为测算依据，预测 2021 年公司权益销售额有望冲击 400 亿元。

图 15：公司预计可推权益货值



资料来源：公司公告、WIND，民生证券研究院

## 6 盈利预测和公司估值

在行业降速的背景下，荣安地产将有望实现显著的逆势成长；较好的储备质量带来增长的确定性，良好的财务状况带来相对的加杠杆优势。

从 RNAV 估值来看：

表8: RNAV 测算表

核心前提与假设	具体
具体地产项目预计售价	使用前文土储质量测算时的假设
整体拿地至开盘时间	11 个月
开盘去化率预测	开盘一年内去化 70%
贴现率	使用公司综合融资成本 6.8%
测算基础	
2020 年 6 月末净资产 (亿元)	71.81
重估增值 (亿元)	43.09
重估净资产	114.87
每股重估净资产 (RNAV, 元/股)	3.61

资料来源：公司公告、民生证券研究院

荣安地产每股重估净资产 (RNAV) 为 3.61 元，当前股价较 RNAV 折价 30% 以上。虽然地产股传统的研究框架中，RNAV (每股重估净资产) 是经常被使用的估值方法，但其仅能反映历史存量资产的重估水平，不适合持续周转型的成长房企，RNAV 无法反映公司快周转带来的持续价值创造能力。

从 PE 估值来看，对公司未来盈利预测的要点：

1、公司聚焦于招拍挂周转型项目，预计拿地至开盘时间为 8~10 个月 (参考公司过去的重点销售项目，拿地至开盘为 6~8 个月)。

2、公司项目销售至结算的预计周期为 2 年，基于此，由销售量向后递推结算量。

3、结合前文中对公司项目盈利能力的测算，以及公司相对较少的财务负债压力，预测未来公司整体盈利能力维持稳定。

4、公司未结算储备整体权益比例约为 64%。

综上，预计公司 2020~2022 年归母净利润为 22.80、27.96、34.27 亿元，同比增速分别为 20.7%、22.6%、22.6%。

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.72、0.88、1.08 元，对应 PE 为 3.7、3.0、2.5 倍，对应 PB 为 1.0、0.8、0.6 倍；由于公司快周转可持续创造价值，PE 估值更为适用；横向比较看，荣安预计拥有相对较快的成长增速，而可比类型地产股 (以中南、阳光城、新城为例) 2021 年市盈率估值区间为 3.2~5.3 倍，荣安估值处于较低水平；首次覆盖，给予“推荐”评级。

表9: 可比公司市盈率估值

代码	简称	2020E	2021E	2022E
000517	荣安地产	3.7	3.0	2.5
000961	中南建设	4.06	3.16	2.53
000671	阳光城	4.34	3.61	3.00
601155	新城控股	6.46	5.29	4.51
600048	保利地产	4.94	4.15	3.59
000002	万科 A	7.63	6.73	5.99

资料来源: WIND, 民生证券研究院 (其中, 万科 A 与新城控股采用 WIND 一致预期)

## 7 风险提示

- 1、地产政策超预期收紧;
- 2、公司销售去化不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,663	10,001	12,021	14,449
营业成本	3,890	5,913	7,037	8,444
营业税金及附加	193	320	385	462
销售费用	380	530	697	838
管理费用	178	340	415	477
研发费用	0	110	108	116
EBIT	2,021	2,787	3,379	4,112
财务费用	130	167	134	56
资产减值损失	(37)	0	0	0
投资收益	246	250	250	250
营业利润	2,138	2,850	3,495	4,306
营业外收支	(1)	(2)	0	0
利润总额	2,137	2,850	3,495	4,306
所得税	381	570	699	878
净利润	1,756	2,280	2,796	3,427
归属于母公司净利润	1,889	2,280	2,796	3,427
EBITDA	2,054	2,788	3,380	4,112

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6997	6766	12556	14229
应收账款及票据	76	110	132	159
预付款项	162	166	246	296
存货	24811	43522	38576	45867
其他流动资产	1442	1442	1442	1442
流动资产合计	37316	57733	58710	70040
长期股权投资	1267	2015	2265	2515
固定资产	24	24	24	24
无形资产	6	5	4	3
非流动资产合计	2696	3959	4208	4457
资产合计	40013	61156	62383	73962
短期借款	1835	0	0	0
应付账款及票据	2322	3252	3518	4222
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	28528	45910	44659	53129
长期借款	4551	5551	5551	5551
其他长期负债	169	969	969	969
非流动负债合计	4735	6535	6535	6535
负债合计	33264	52446	51195	59665
股本	3184	3184	3184	3184
少数股东权益	44	44	44	44
股东权益合计	6749	8710	11188	14297
负债和股东权益合计	40013	61156	62383	73962

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	67.9%	50.1%	20.2%	20.2%
EBIT 增长率	111.1%	37.9%	21.2%	21.7%
净利润增长率	210.4%	20.7%	22.6%	22.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.6%	40.9%	41.5%	41.6%
净利率	28.4%	22.8%	23.3%	23.7%
总资产收益率 ROA	4.7%	3.7%	4.5%	4.6%
净资产收益率 ROE	28.2%	26.3%	25.1%	24.0%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.5
现金比率	0.2	0.1	0.3	0.3
资产负债率	0.8	0.9	0.8	0.8
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.9	3.9	3.9	3.9
存货周转天数	1,951.6	2,080.0	2,100.0	1,800.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.6	0.7	0.9	1.1
每股净资产	2.1	2.7	3.5	4.5
每股经营现金流	0.1	0.3	2.0	0.7
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值分析</b>				
PE	4.5	3.7	3.0	2.5
PB	1.3	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	5.1	3.7	1.4	0.7
股息收益率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,756	2,280	2,796	3,427
折旧和摊销	70	1	1	1
营运资金变动	(1,188)	(1,430)	3,561	(1,186)
经营活动现金流	389	929	6,441	2,325
资本开支	5	0	0	0
投资	939	(478)	0	0
投资活动现金流	917	(498)	0	0
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3,892	1,800	0	0
筹资活动现金流	3,819	(662)	(652)	(652)
现金净流量	5,125	(231)	5,789	1,673

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

图 1: 全文逻辑图 .....	3
图 2: 荣安地产股权结构 .....	4
图 3: 荣安地产权益销售额 .....	4
图 4: 荣安地产历史拿地面积与同期合同销售面积比值 .....	5
图 5: 荣安地产历史净负债率变化 .....	5
图 6: 荣安地产历史净借贷比变化 .....	6
图 7: “三道红线”所涉及的各项负债率标准, 荣安地产与标准之间的比较 .....	6
图 8: 荣安地产储备的区域分布 (以权益可售面积为口径) .....	10
图 9: 荣安地产所布局区域的城市整体库存情况 (使用相关城市整体加权的可售面积) .....	11
图 10: 浙江省常住人口统计 .....	12
图 11: 浙江分城市的新增常住人口 (2017~2019 年) .....	12
图 12: 公司净负债率与行业平均水平的对比 .....	14
图 13: 主流民营房企扣预收账款资产负债率比较 .....	15
图 14: 主流民营房企净负债率比较 .....	15
图 15: 公司预计可推权益货值 .....	17

## 表格目录

表 1: 荣安地产 2019 年至今所拿项目预计售价测算 .....	7
表 2: 荣安地产 2020 年上半年所拿项目预计售价测算 .....	8
表 3: 荣安地产 2019 年至今所拿项目房地价差测算 (依据上方表格的预计售价) .....	9
表 4: 荣安地产 2019 年至今所获取储备项目的预估静态利润率 (扣除债务支出) 统计 .....	9
表 5: 2019 年宁波鄞州区商品住宅销量排行榜 .....	13
表 6: 荣安地产代表项目拿地至案名发布、具体开盘的时间 .....	14
表 7: 荣安地产未来可售项目具有合适的学校以及交通配套 .....	16
表 8: RNAV 测算表 .....	18
表 9: 可比公司估值 .....	19
公司财务报表数据预测汇总 .....	20

## 分析师简介

赵翔，民生证券房地产行业首席分析师，六年以上地产研究经验，曾就职于华泰证券研究所、浙商证券研究所、上市房地产企业管理岗位，2019年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。