

荣盛发展 (002146.SZ)

业绩增长稳定，短期偿债压力上升

核心观点:

● 业绩增长稳定，三季度结算毛利率有所改善

19年前三季度，公司实现营业收入388.4亿元，同比增长27.1%，归母净利润48.87亿元，同比增长30.7%，单季度结算节奏基本稳定。从毛利率的角度来看，三季度公司整体及税前毛利率分别为32.8%、28.8%，较二季度有所改善。受市场去化难度影响，期间费用率有所上升。

● 三季度销售增速回落，回款率低于去年同期

根据公司经营公告，19年前三季度，公司累计销售金额678.28亿元，同比增长14.0%，累计销售面积633.7万方，同比增长10.7%。三季度销售金额增速较二季度回落8pct，主要受销售均价回落拖累。前三季度累计完成销售目标的61%，低于17、18年同期进度。公司三季度现金流口径的回款率为89%，较二季度有所回升，但仍低于17、18年同期水平。

● 三季度土地投资力度下降，有息负债规模下降，短期偿债压力上升

从拿地力度来看，前三个季度拿地力度（拿地金额/销售金额）分别为14%、69%、18%，三季度的土地投资力度下降，布局回归京津冀地区。

负债方面，三季度末公司有息负债规模下降，但由于货币现金的减少以及短债的上升，现金覆盖短债倍数下降至76.4%，短期偿债压力上升。

● 预计公司19、20年EPS分别为2.25、2.47元，维持“买入”评级

公司19年计划竣工面积同比增长40%，预计未来结算量价同步支撑结算规模的增长，我们维持合理价值13.52元/股不变，维持“买入评级”。

● 风险提示

行业景气度下行，去化难度上升影响公司销售，期间费用水平上升，融资成本上升，短期偿债能力上升等。

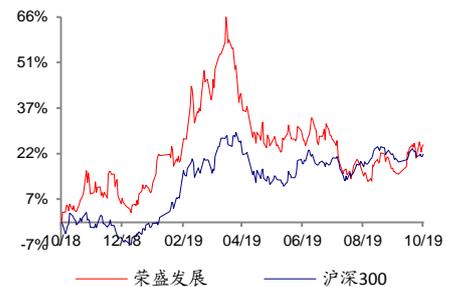
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38704	56368	75654	85408	94568
增长率(%)	26.4%	45.6%	34.2%	12.9%	10.7%
EBITDA(百万元)	7539	11799	15854	18020	20326
净利润(百万元)	5761	7565	9787	10732	11209
增长率(%)	39%	31%	29%	10%	4%
EPS(元/股)	1.32	1.74	2.25	2.47	2.58
市盈率(P/E)	6.7	5.1	4.0	3.6	3.5
市净率(P/B)	1.4	1.2	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.3	5.6	2.7	1.5	0.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.96元
合理价值	13.52元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-26

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

荣盛发展(002146.SZ):土 2019-08-17

地投资力度回升，加速重点

城市拓展

荣盛发展(002146.SZ):毛 2019-04-29

利率改善，杠杆结构优化

荣盛发展(002146.SZ):业 2018-10-29

绩高增长，经营性现金流持

续改善

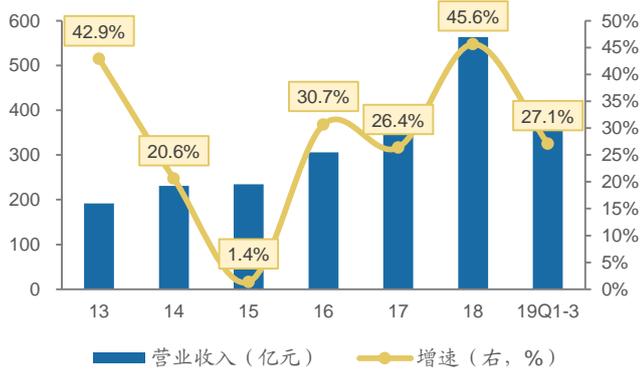
联系人: 邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

业绩增长稳定，三季度结算毛利率有所改善

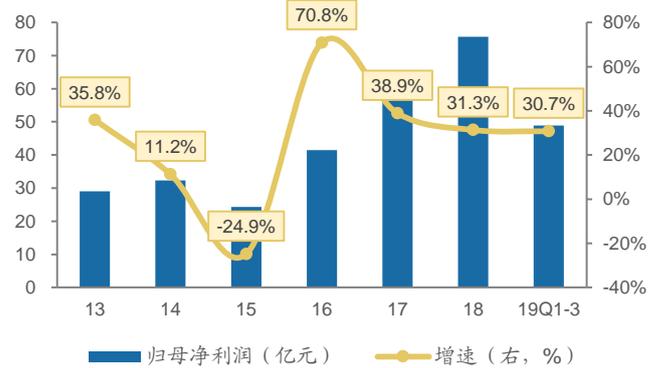
19年前三季度，荣盛发展实现营业收入388.4亿元，同比增长27.1%，营业利润66.64亿元，同比增长15.8%，实现归母净利润48.87亿元，同比增长30.7%。从单季度来看，公司三季度营业收入144.8亿元，同比增长29.7%，归母净利润19.4亿元，增长30.2%，结算节奏基本稳定。

图1：荣盛发展营业收入规模及增速



数据来源：公司三季报，公司年报，广发证券发展研究中心

图2：荣盛发展归属母公司净利润及增速

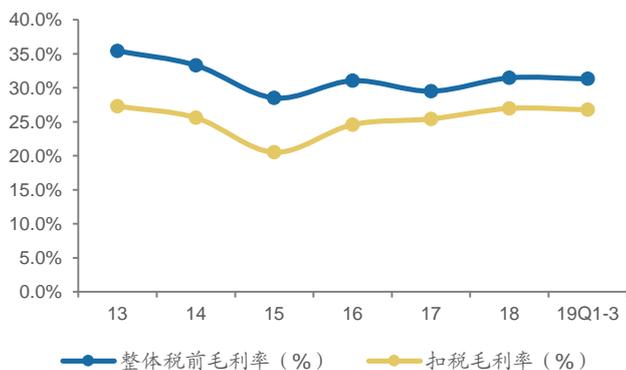


数据来源：公司三季报，公司年报，广发证券发展研究中心

从毛利率的角度来看，19年上半年公司整体及税前毛利率分别为31.3%、26.8%，较18年均下降0.2pct。单季度来看，三季度公司整体及税前毛利率分别为32.8%、28.8%，较二季度分别上升3.6pct、4.1pct，毛利率边际改善。期间费用方面，19年前三季度公司管理及销售费用占销售金额的比例为4.6%、占营业收入的比重为8.1%，在市场景气度下行背景下，管理销售费用率有所提升。同时，报告期内财务费用率上升至1.8%，主要是费用化的利息支出增加所致。

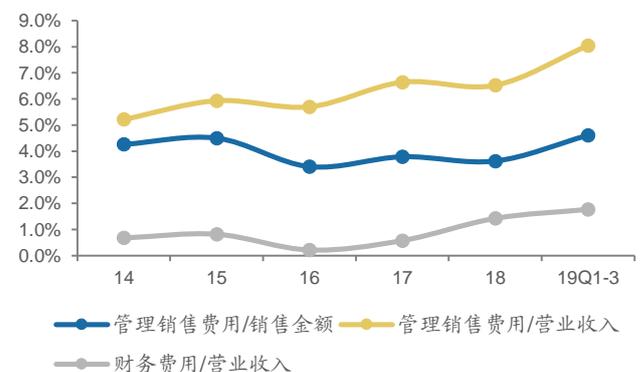
此外，公司19年前三季度累计实现投资净收益1.81亿元，同比下降21%。在这种情况下，公司上半年归母净利润增速（31%）高于营收增速（上涨27%），主要原因是少数股东损益比去年同期减少5.14亿元。

图3：荣盛发展整体税前及扣税毛利率



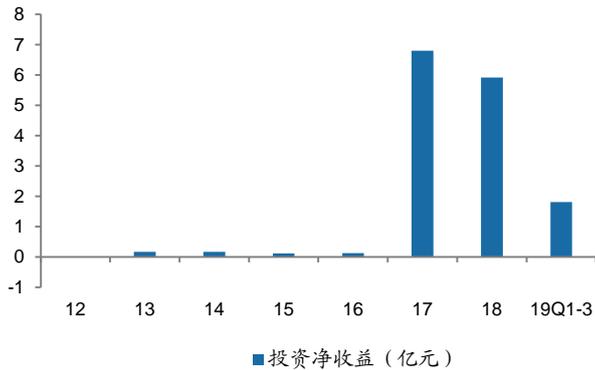
数据来源：公司三季报，公司年报，广发证券发展研究中心

图4：荣盛发展费用率水平



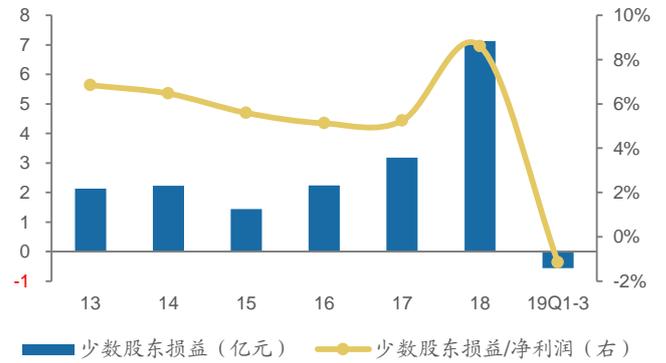
数据来源：公司三季报，公司年报，广发证券发展研究中心

图5: 荣盛发展投资净收益



数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图6: 荣盛发展少数股东损益及占净利润比例



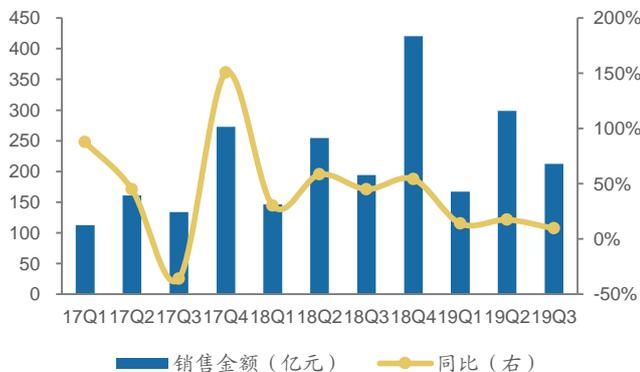
数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

三季度销售增速回落, 回款率低于去年同期

销售方面, 公司 19 年前三季度实现销售金额 678.28 亿元, 同比增长 14.0%, 累计销售面积 633.7 万方, 同比增长 10.7%。销售均价方面, 前三季度累计销售均价 10703 元/平, 同比上涨 2.9%。从单季度来看, 三季度销售金额同比上涨 9.5%, 较二季度增速回落 8pct, 主要受销售均价回落拖累 (三季度销售均价较二季度回落 1014 元/平)。从目标完成情况来看, 前三季度累计完成目标 1120 亿元的 61%, 比例略低于 17、18 年同期完成进度。

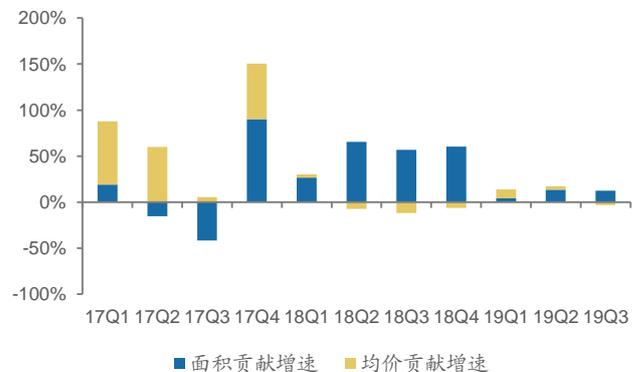
我们在 19 年中报点评中指出, 公司上半年回款率有所下降。从三季报的预收账款角度来看, 截至 9 月末, 公司在手预收账款规模 883.3 亿元, 同比上涨 2%, 增速较半年度回落 5.7pct, 较 18 年末回落 28pct。此外, 根据经营性现金流与销售金额可估算公司回款水平, 从数据来看, 公司三季度回款率为 89%, 低于 17、18 年同期的 125%、103%。

图7: 荣盛发展单季度销售金额及增速



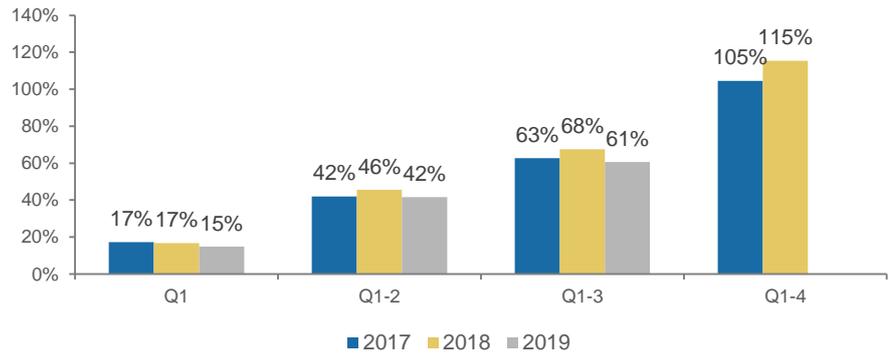
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图8: 荣盛发展销售金额增长贡献因素拆分



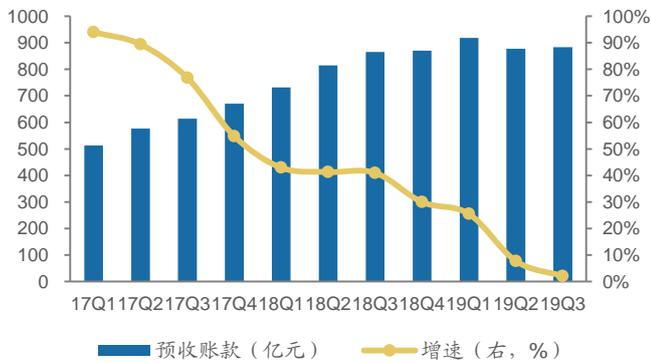
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图9: 荣盛发展各季度累计完成全年目标情况



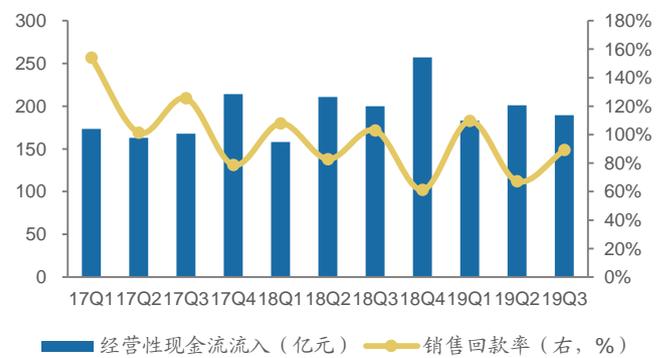
数据来源: 公司三季报, 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图10: 荣盛发展预收账款及增速



数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图11: 荣盛发展经营性现金流流入及回款率



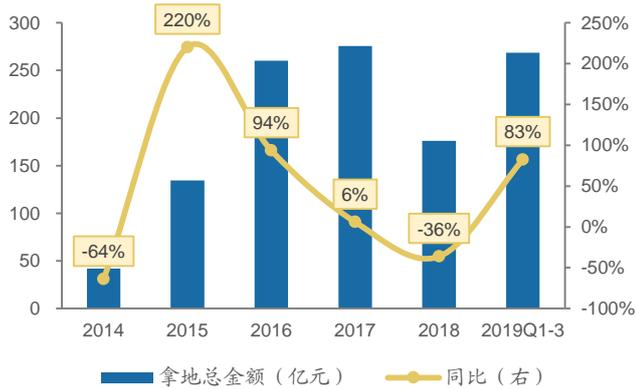
数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

三季度土地投资力度下降, 布局回归京津冀

土地拓展方面, 公司 19 年前三季度累计新增项目 79 个, 新增总建面 872 万方, 同比增长 42%, 总地价 269 亿元, 同比增长 83%。从拿地力度来看, 前三季度拿地力度(拿地金额/销售金额)分别为 14%、69%、18%, 前三季度累计拿地力度为 48%, 较 18 年有大幅提升。从拿地方式来看, 公司在 18 年以来提升了招拍挂拿地比例, 19 年前三季度招拍挂拿地建面占比上升至 95%, 拿地权益比例也提升至 81%, 权益比例的上升有助于提高经营效率。

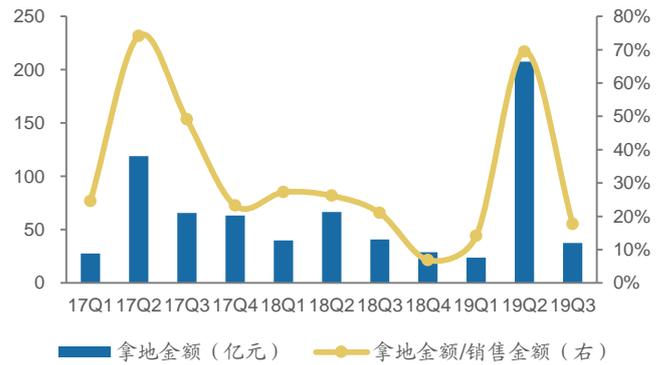
土地成本方面, 19 年前三季度平均拿地成本为 3131 元/平, 较 18 年全年平均拿地成本上升 39%, 拿地均价占销售均价的比例上升至 29%, 连续 2 年上升。从结构来看, 公司二线城市拿地建面占比从 18 年 9% 提升至 15%, 三线、四线城市占比均有所下降, 一定程度也反映了拿地均价的上升。分区域来看, 上半年公司加大了珠三角区域获取资源比重, 三季度拿地重点回归传统优势区域(如河北承德、唐山、张家口等)。

图12: 荣盛发展拿地金额及同比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图13: 荣盛发展单季度拿地金额及同比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图14: 荣盛发展拿地量价占销售量价的比重



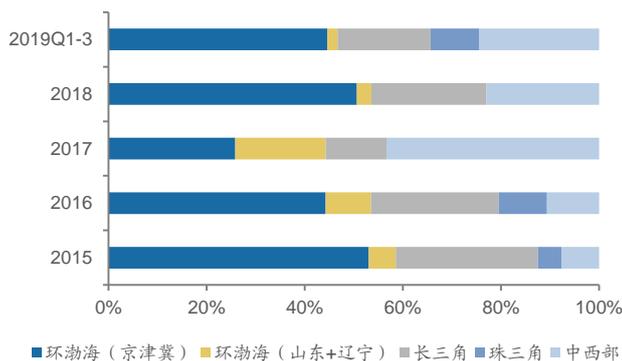
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图15: 荣盛发展拿地权益比例及招拍挂比例



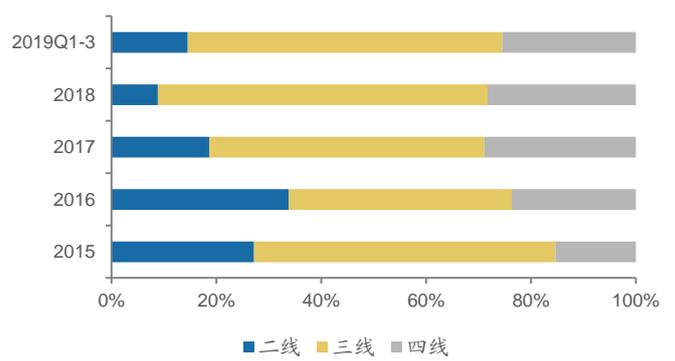
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图16: 荣盛发展土地投资分区域占比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图17: 荣盛发展土地投资分线占比

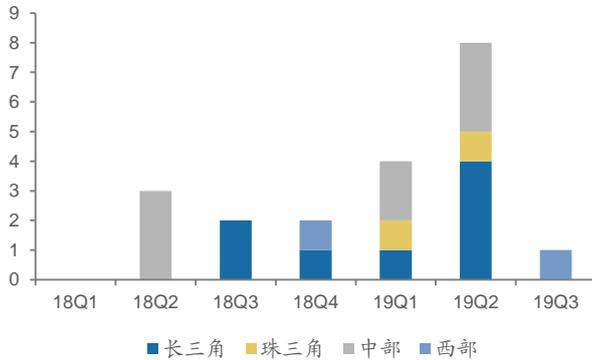


数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

从新城市拓展的角度来看, 荣盛发展 19 年前三季度新进入城市拿地建面占总规模的比重为 30%, 较 18 年上升 5pct, 总地价占比为 33%, 较 18 年上升 4pct, 值得注意的是公司三季度仅进入丽江一个城市, 新城市拓展速度较上半年有所放缓。此外从拿地质量的角度来看, 公司前三季度拿地静态毛利率为 35%, 高于 11 个主流房企拿地毛利率均值, 特别是已布局的市场项目利润率维持较好(拿地静态毛利

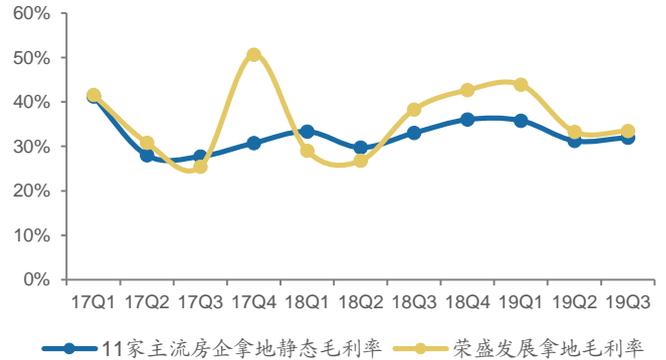
率 39%)。

图18: 荣盛发展分线新进入城市数量(个)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图 19: 荣盛发展与主流房企拿地平均毛利率对比



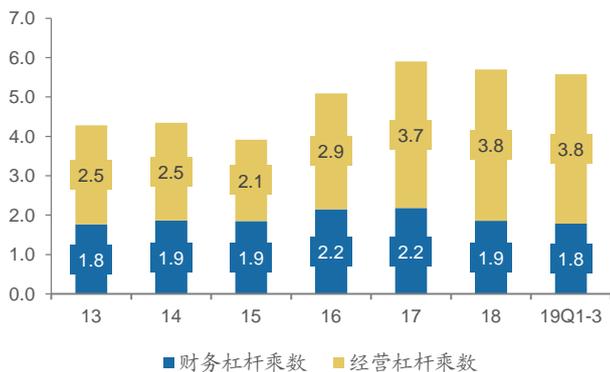
数据来源: 公司经营公告, 房天下, 广发证券发展研究中心
注: 静态毛利率根据周边楼盘均价与地价建安成本测算得到

有息负债规模下降, 短期偿债压力上升

19年三季度公司土地投资强度减弱, 销售回款水平下滑, 单季度经营性现金流入转正, 前三季度整体经营性现金流量净额为-56.43亿元。

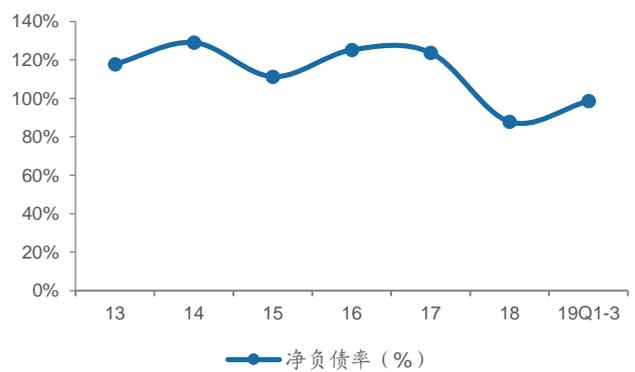
三季度末公司有息负债规模为 654.4 亿元, 较二季度末下降 3.4%。虽然有息负债规模下降, 但由于货币现金的减少以及短期有息负债的上升, 现金覆盖短债倍数从中期 93.9%下降至 76.4%, 短期偿债压力上升。同时, 公司三季度末的净负债率为 98.7%, 较二季度末上升 2.2pct, 较 18 年末上升 10.8pct。

图20: 荣盛发展财务杠杆及经营杠杆乘数



数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 21: 荣盛发展净负债率



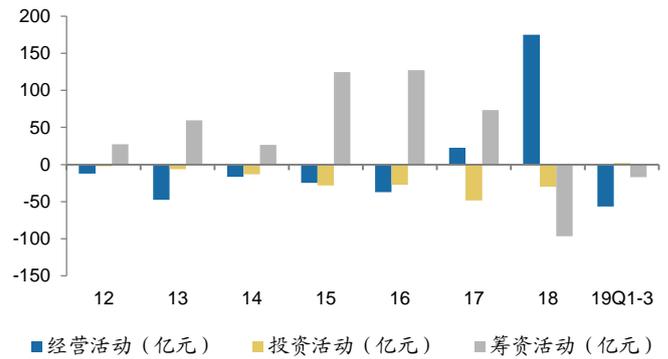
数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 荣盛发展货币现金覆盖短期有息负债倍数



数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图23: 荣盛发展三类活动现金流净额情况(亿元)



数据来源: 公司三季报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

荣盛发展收入主要以地产结算为主, 根据公司年报披露, 19年计划实现竣工面积861万方, 同比增长40%, 同时, 由于近两年结算均价显著低于销售均价, 预计未来结算量价同步支撑结算规模的增长。公司19年累计新进入13个热点城市, 凸显了公司进一步扩张的决心。综合来看, 我们预计19、20、21年业绩分别为98亿元、107亿元、112亿元, 同比分别上涨29%、10%、4%。我们维持合理价值13.52元/股不变, 维持“买入评级”。

风险提示

行业景气度下行, 去化难度上升影响公司销售, 期间费用水平上升, 融资成本上升, 短期偿债能力上升等。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	180,278	211,963	239,535	285,354	332,062	
货币资金	23,533	30,367	31,127	37,803	42,412	
应收及预付	31,851	35,090	43,593	47,993	50,393	
存货	119,322	136,701	155,073	189,817	229,515	
其他流动资产	5,572	9,805	9,742	9,742	9,742	
非流动资产	11,455	15,799	17,441	19,162	20,918	
长期股权投资	2,555	2,914	3,271	3,667	4,105	
固定资产	2,219	4,282	4,496	4,766	5,052	
在建工程	1,181	1,480	2,231	2,961	3,675	
无形资产	757	1,413	1,413	1,413	1,413	
其他长期资产	4,743	5,711	6,030	6,355	6,673	
资产总计	191,733	227,762	256,976	304,516	352,980	
流动负债	122,727	154,254	181,876	223,824	263,974	
短期借款	10,651	9,186	0	0	0	
应付及预收	100,933	127,461	172,301	217,089	259,228	
其他流动负债	11,143	17,607	9,575	6,734	4,746	
非流动负债	39,627	37,148	27,940	21,607	17,326	
长期借款	26,704	31,561	22,093	15,465	10,826	
应付债券	11,392	4,065	4,065	4,065	4,065	
其他非流动负债	1,531	1,522	1,782	2,077	2,436	
负债合计	162,353	191,402	209,815	245,431	281,300	
股本	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348	
资本公积	4,398	4,838	6,795	8,942	11,183	
留存收益	18,705	24,444	32,273	40,859	49,826	
归属母公司股东权益	27,510	33,584	43,417	54,149	65,358	
少数股东权益	1,870	2,776	3,744	4,937	6,322	
负债和股东权益	191,733	227,762	256,976	304,516	352,980	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	38,704	56,368	75,654	85,408	94,568	
营业成本	27,284	38,632	52,114	58,087	64,219	
营业税金及附加	1,575	2,532	3,976	4,421	4,892	
销售费用	1,165	1,727	1,896	2,627	2,738	
管理费用	1,406	1,950	2,174	2,683	2,797	
研发费用	222	802	701	278	137	
财务费用	275	297	245	0	100	
资产减值损失	-9	6	0	0	0	
公允价值变动收益	680	591	87	98	110	
投资净收益	7,767	11,069	14,636	17,410	19,794	
营业外收支	102	211	0	0	0	
利润总额	8,023	10,943	14,636	17,410	19,794	
所得税	1,943	2,666	3,881	5,486	7,200	
净利润	6,079	8,277	10,755	11,924	12,594	
少数股东损益	319	712	968	1,192	1,385	
归属母公司净利润	5,761	7,565	9,787	10,732	11,209	
EBITDA	7,539	11,799	15,854	18,020	20,326	
EPS (元)	1.32	1.74	2.25	2.47	2.58	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	2,274	17,512	34,101	19,788	14,272	
净利润	6,079	8,277	10,755	11,924	12,594	
折旧摊销	267	273	360	429	404	
营运资金变动	-3,633	5,911	17,965	5,645	40	
其它	-439	3,051	5,022	1,789	1,234	
投资活动现金流	-4,843	-2,968	-3,535	-1,756	-1,771	
资本支出	-428	-1,501	-3,288	-1,476	-1,455	
投资变动	-4,879	-2,094	-246	-279	-316	
其他	464	627	0	0	0	
筹资活动现金流	7,360	-9,654	-29,806	-11,356	-7,892	
银行借款	42,228	39,197	0	0	0	
股权融资	42	945	0	0	0	
其他	-5,552	-8,535	-3,119	-1,888	-1,264	
现金净增加额	4,791	4,873	761	6,676	4,609	
期初现金余额	17,719	22,511	27,384	28,144	34,820	
期末现金余额	22,511	27,384	28,144	34,820	39,429	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	26.4%	45.6%	34.2%	12.9%	10.7%
营业利润增长	37.8%	42.5%	32.2%	19.0%	13.7%
归母净利润增长	38.9%	31.3%	29.4%	9.7%	4.4%
获利能力					
毛利率	29.5%	31.5%	31.1%	32.0%	32.1%
净利率	15.7%	14.7%	14.2%	14.0%	13.3%
ROE	20.9%	22.5%	22.5%	19.8%	17.1%
ROIC	8.6%	13.2%	23.0%	26.6%	27.3%
偿债能力					
资产负债率	84.7%	84.0%	81.6%	80.6%	79.7%
净负债比率	123.7%	87.9%	9.5%	-19.7%	-31.9%
流动比率	1.47	1.37	1.32	1.27	1.26
速动比率	0.44	0.44	0.40	0.36	0.34
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.27	0.31	0.30	0.29
应收账款周转率	65.13	30.43	18.72	13.43	10.73
存货周转率	0.26	0.30	0.36	0.34	0.31
每股指标 (元)					
每股收益	1.32	1.74	2.25	2.47	2.58
每股经营现金流	0.52	4.03	7.84	4.55	3.28
每股净资产	6.33	7.72	9.99	12.45	15.03
估值比率					
P/E	6.73	5.13	3.96	3.61	3.46
P/B	1.41	1.15	0.89	0.72	0.59
EV/EBITDA	10.32	5.64	2.74	1.52	0.79

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。