



业绩稳增杠杆优化，拿地强度有所回升

——荣盛发展 2019 年报点评

营收平稳增长，盈利能力略有下降。公司 2019 年实现营业收入 709.1 亿元（增长+25.8%），归母净利润 91.2 亿元（增长+20.6%）。前期销售增长带动营业收入稳步提升，2017-2019 年，公司销售金额增速分别达 32.6%、49.5%和 13.6%。2019 年公司归母净利润增长率低于营收增长率，主要系公司 2019 年毛利率下降 1.4 个百分点至 30.1%，以及投资收益占营收的比重下降 0.8 个百分点至 0.2%。公司 2019 年归母净利率下滑 0.5 个百分点至 12.9%，但仍处于行业较高水平。同时，公司预收账款稳中有升，2019 年达 890.2 亿元（2018 年：870.5 亿元），可充分保障后续业绩释放。

拿地强度有所回升，多元业务协同发展。截至 2019 年末，公司土储建筑面积达 3726.6 万平方米，土地资源较为充足。拿地强度方面，公司 2019 年新增计容建筑面积 979.3 万平方米，与销售面积之比达 89.2%（2018 年：77.3%）；此外，公司 2020 年计划新获取建筑面积约 1335.9 万平方米，计划签约金额 1210 亿元，以公司 2019 年销售均价 10505 元/平计算，预计 2020 年拿地强度将进一步回升。多元业务方面，2019 年，公司产业园及康旅业务发展态势良好，产业园业务实现回款 65.4 亿元（增长+83.5%）、净利润 9.5 亿元（增长+16.6%），康旅业务实现营业收入 59.1 亿元（增长+64.0%）。公司产业园及康旅板块与住宅业务协同效应显著，多元业务的发展有望持续支持公司获取优质土地资源。

经营性现金流持续为正，净负债率有所下降。公司经营性现金流自 2017 年来持续维持正值，2019 年达 21.2 亿元；货币资金维持平稳，2019 年公司货币资金总额 303.6 亿元，与 2018 年持平。流动性方面，截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债大幅增加 75.5%至 307.1 亿元（2018 年：175.0 亿元），导致短期债务占比提升 10.0 个百分点至 52.8%、现金短债比下降 26.6 个百分点至 87.1%。杠杆水平方面，由于有息负债总额较为稳定，同时利润结转使所有者权益有所提升，公司 2019 年净负债率下降 8.2 个百分点至 79.7%，杠杆水平持续优化。融资渠道方面，公司 2019 年首次发行美元债合计 5 亿美元，境外融资渠道的打开将助力公司未来的健康发展。

维持“买入”评级，目标价人民币 13.5 元。考虑到公司项目开工进度或受疫情影响而有所调整，我们下调公司 2020/2021 年核心净利润预测 4.6%/4.5%，预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.65 元、3.32 元和 4.14 元，同比增长 27.4%、25.3%和 24.5%。考虑到公司拿地强度有所回升，发展良好的多元业务有望持续助力公司扩充优质土储，维持 NAV 折让 35%，上调目标价 1.5%至人民币 13.5 元，对应 2020 年 5.1 倍 PE，较现价空间达 63%。（最新股价为 2020 年 4 月 7 日收盘价）

荣盛发展

002146.SZ

买入

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

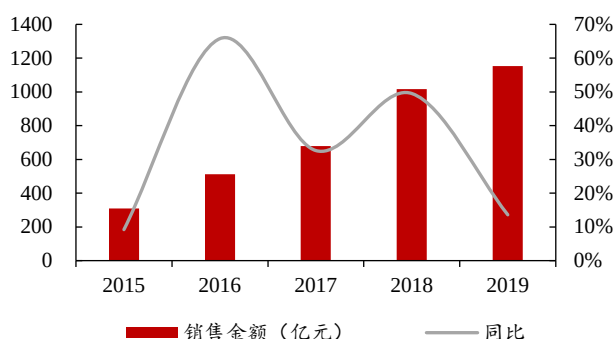
SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,704	56,368	70,912	89,235	111,687	136,905
(+/-)%	26.4%	45.6%	25.8%	25.8%	25.2%	22.6%
毛利	11,420	17,736	21,334	27,117	33,635	40,620
核心净利润	5,819	7,461	9,054	11,531	14,452	17,991
(+/-)%	40.3%	28.2%	21.4%	27.4%	25.3%	24.5%
核心 PE	6.2	4.8	4.0	3.1	2.5	2.0
PB	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5



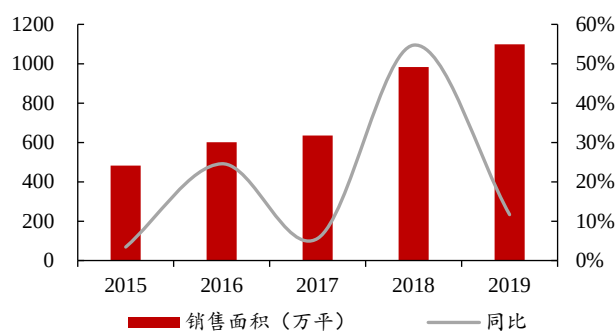
营收平稳增长，盈利能力略有下降。公司 2019 年实现营业收入 709.1 亿元（增长+25.8%），归母净利润 91.2 亿元（增长+20.6%）。前期销售增长带动营业收入稳步提升，2017-2019 年，公司销售金额增速分别达 32.6%、49.5%和 13.6%。2019 年公司归母净利润增长率低于营收增长率，主要系公司 2019 年毛利率下降 1.4 个百分点至 30.1%，以及投资收益占营收的比重下降 0.8 个百分点至 0.2%。公司 2019 年归母净利率下滑 0.5 个百分点至 12.9%，但仍处于行业较高水平。同时，公司预收账款稳中有升，2019 年达 890.2 亿元（2018 年：870.5 亿元），可充分保障后续业绩释放。

图 1：2019 年销售金额同比增长 13.6%



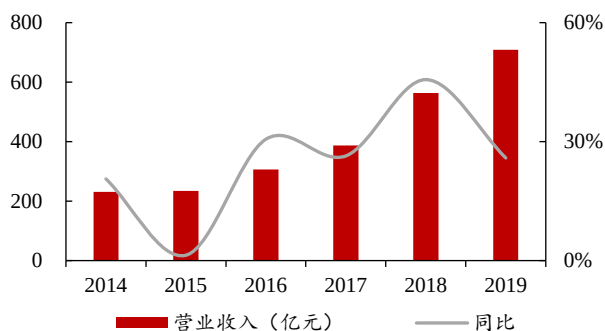
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2019 年销售面积同比增长 42.0%



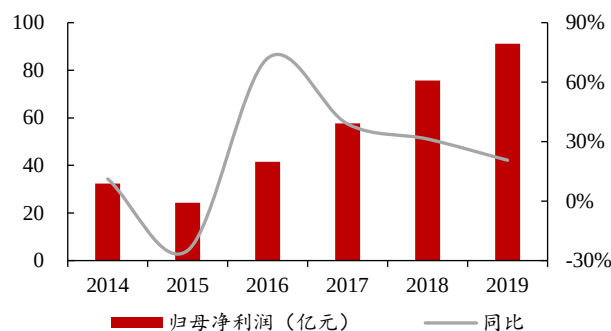
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：2019 年营业收入同比增长 25.8%



数据来源：公司公告，中达证券研究

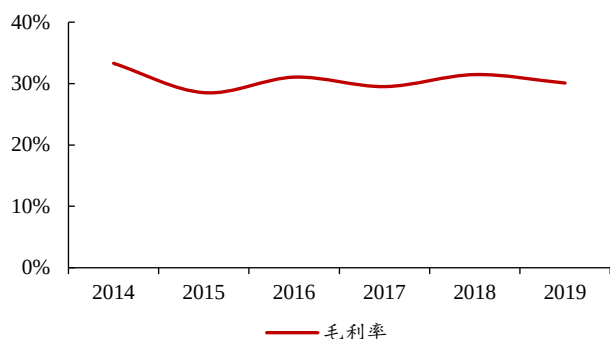
图 4：2019 年归母净利润同比增长 20.6%



数据来源：公司公告，中达证券研究

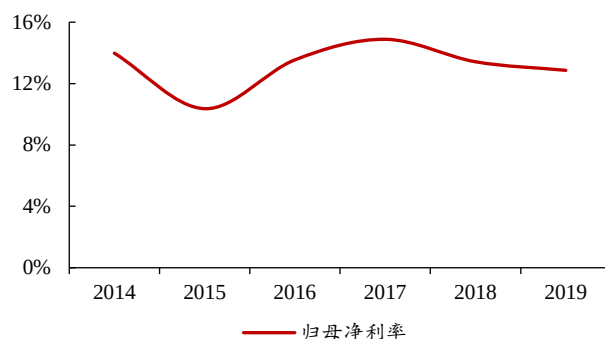


图 5：公司毛利率略有下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

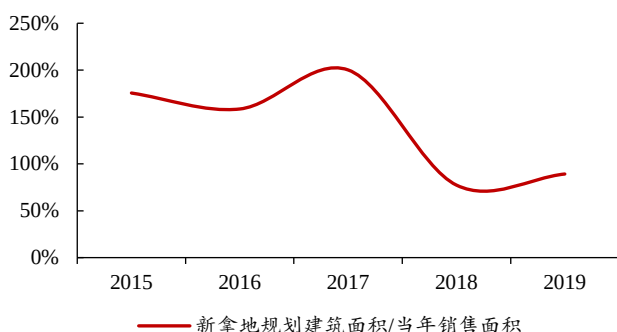
图 6：归母净利率有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

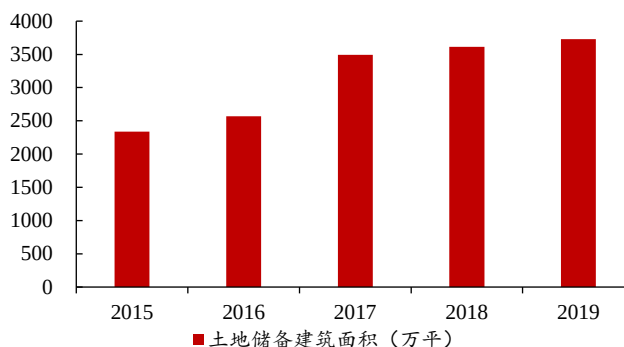
拿地强度有所回升，多元业务协同发展。截至 2019 年末，公司土储建筑面积达 3726.6 万平方米，土地资源较为充足。拿地强度方面，公司 2019 年新增计容建筑面积 979.3 万平方米，与销售面积之比达 89.2%（2018 年：77.3%）；此外，公司 2020 年计划新获取建筑面积约 1335.9 万平方米，计划签约金额 1210 亿元，以公司 2019 年销售均价 10505 元/平计算，预计 2020 年拿地强度将进一步回升。多元业务方面，2019 年，公司产业园及康旅业务发展态势良好，产业园业务实现回款 65.4 亿元（增长+83.5%）、净利润 9.5 亿元（增长+16.6%），康旅业务实现营业收入 59.1 亿元（增长+64.0%）。公司产业园及康旅板块与住宅业务协同效应显著，多元业务的发展有望持续支持公司获取优质土地资源。

图 7：2019 年拿地强度有所回升



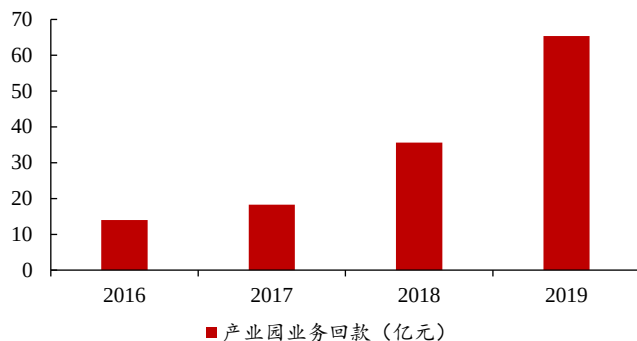
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司土地储备较为充足



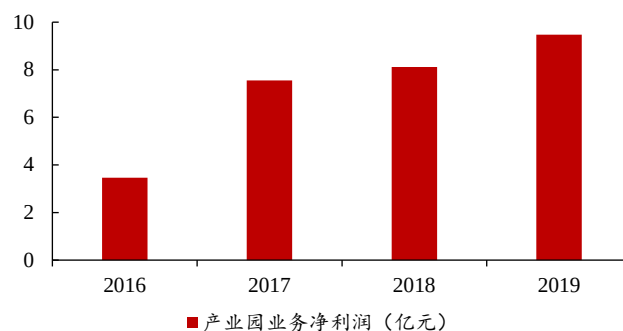
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：产业园业务回款大幅提升



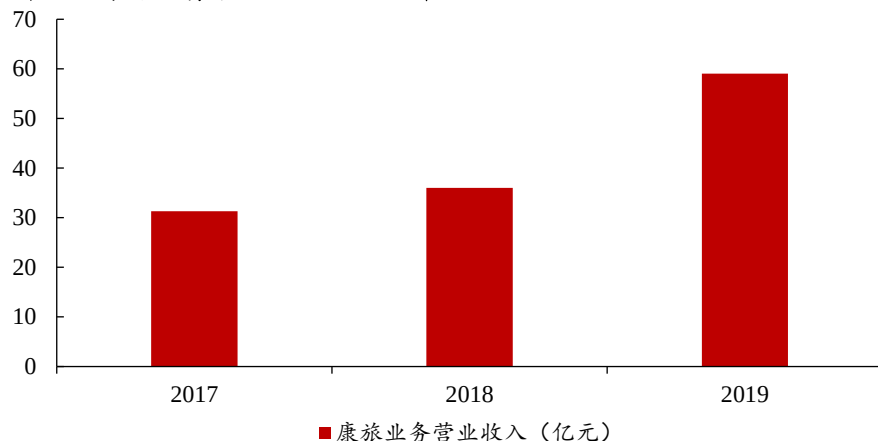
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：产业园净利润稳健增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：康旅业务营业收入快速提升

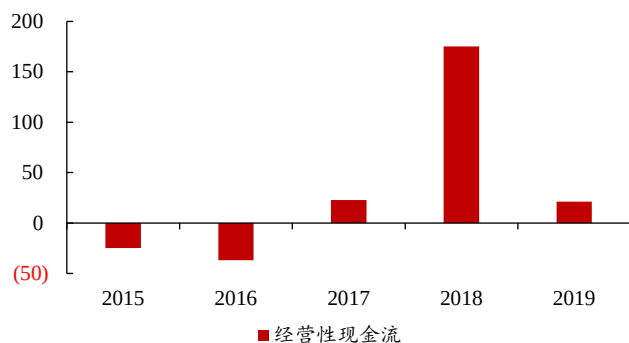


数据来源：公司公告，中达证券研究

经营性现金流持续为正，净负债率有所下降。公司经营性现金流自 2017 年来持续维持正值，2019 年达 21.2 亿元；货币资金维持平稳，2019 年公司货币资金总额 303.6 亿元，与 2018 年持平。流动性方面，截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债大幅增加 75.5%至 307.1 亿元（2018 年：175.0 亿元），导致短期债务占比提升 10.0 个百分点至 52.8%、现金短债比下降 26.6 个百分点至 87.1%。杠杆水平方面，由于有息负债总额较为稳定，同时利润结转使所有者权益有所提升，公司 2019 年净负债率下降 8.2 个百分点至 79.7%，杠杆水平持续优化。融资渠道方面，公司 2019 年首次发行美元债合计 5 亿美元，境外融资渠道的打开将助力公司未来的健康发展。

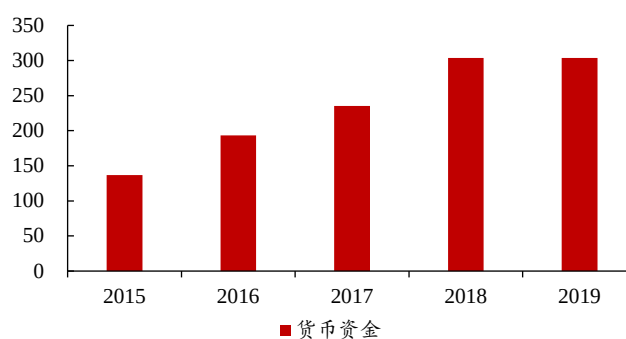


图 12：经营性现金流近年持续为正



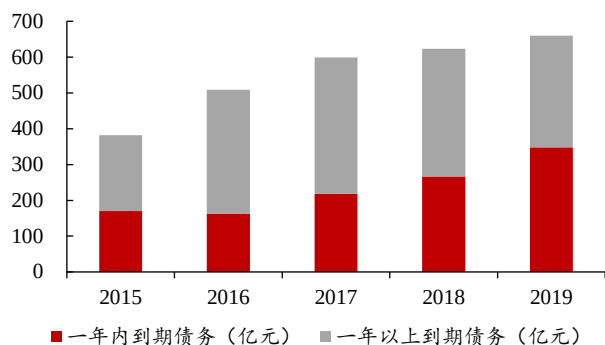
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 13：货币资金维持平稳



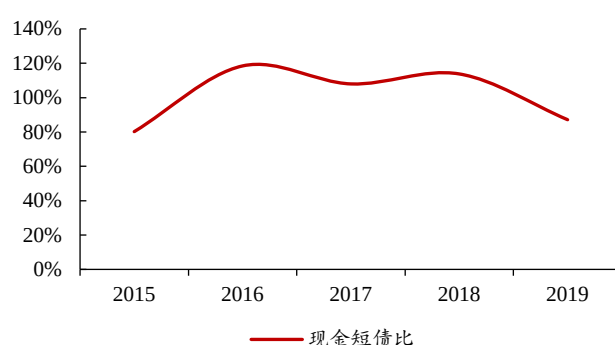
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：一年内到期非流动负债增加，短债占比上升



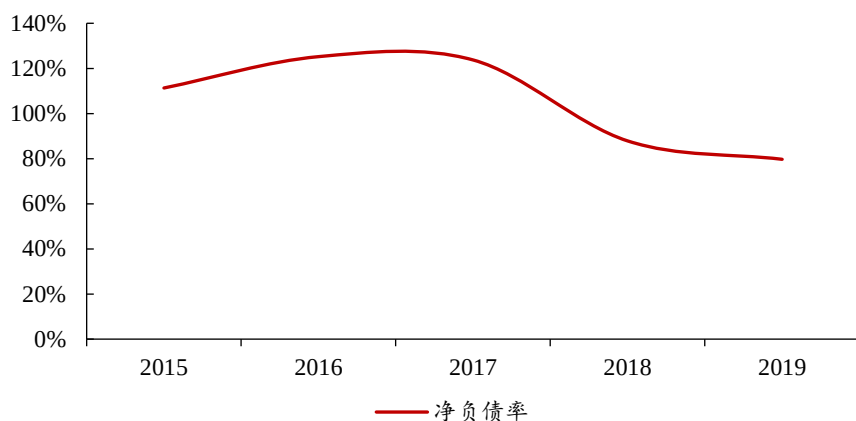
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 15：现金短债比有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 16：净负债率持续下行，杠杆水平优化



数据来源：公司公告，中达证券研究

维持“买入”评级，目标价人民币 13.5 元。考虑到公司项目开竣工进度或受疫情影响而有所调整，我们下调公司 2020/2021 年核心净利润预测 4.6%/4.5%，预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.65 元、3.32 元和 4.14 元，同比增长 27.4%、25.3%和 24.5%。考虑到公司拿地强度有所回升，发展良好的多元业务有望持续助力公司扩充优质土储，维持 NAV 折让 35%，上调目标价 1.5%至人民币 13.5 元，对应 2020 年 5.1 倍 PE，较现价空间达 63%。（最新股价为 2020 年 4 月 7 日收盘价）

表 1：荣盛发展 NAV 约人民币 20.7 元/股

总资产估值（人民币百万元）	2020
开发物业总计	118,679
投资物业总计	1,727
总资产估值	120,406
净负债	30,431
净资产	89,975
每股净资产（人民币元/股）	20.69
股价（人民币元，4 月 7 日）	8.24
NAV 折让	-60%

数据来源：中达证券研究

风险提示：

调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	56,368	70,912	89,235	111,687	136,905
营业成本	-38,632	-49,578	-62,118	-78,052	-96,285
毛利润	17,736	21,334	27,117	33,635	40,620
销售及行政开支	-3,678	-4,515	-7,050	-9,493	-10,815
EBIT	11,785	14,190	20,067	24,141	29,804
利息成本	-883	-1,284	-1,327	-1,346	-1,380
利息收入	146	465	506	529	539
联营公司利润	86	24	321	261	45
其他收入	-192	-343	0	0	0
税前利润	10,943	13,051	19,568	23,585	29,008
所得税	-2,666	-3,464	-7,298	-8,339	-10,693
少数股东权益	-712	-467	-738	-794	-324
净利润	7,565	9,120	11,531	14,452	17,991
核心净利润	7,461	9,054	11,531	14,452	17,991
股权数	4,348	4,348	4,348	4,348	4,348
核心 EPS	1.72	2.08	2.65	3.32	4.14
每股分红	0.45	0.48	0.61	0.76	0.95

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	590	893	1,020	1,113	1,215
长期股权投资	2,914	3,017	3,647	3,975	4,031
其他非流动资产	12,295	16,154	15,906	15,708	15,550
非流动资产合计	15,799	20,065	20,573	20,796	20,797
发展中物业	119,020	138,638	141,332	142,789	145,611
竣工待售物业	15,685	19,965	22,952	26,357	32,520
应收账款	10,422	9,314	10,245	11,269	12,396
现金	30,367	30,356	31,661	32,505	34,354
其他流动资产	36,469	36,258	36,258	36,258	36,258
总资产	227,762	254,595	263,022	269,975	281,936
流动负债合计	154,254	177,578	173,808	166,914	162,617
长期借款	35,626	31,129	31,426	32,055	33,016
其他非流动负债	4	4	4	4	4
递延所得税	1,518	1,212	967	772	616
非流动负债合计	37,148	32,344	32,397	32,831	33,637
少数股东权益	2,776	3,785	6,484	8,086	8,854
归属于母公司股东权益	33,584	40,888	50,332	62,145	76,829
总负债和权益合计	227,762	254,595	263,022	269,975	281,936

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	7,565	9,120	11,531	14,452	17,991
营运资本变动	8,317	-9,391	-10,716	-13,484	-15,484
其他	1,630	2,390	1,229	1,284	813
经营性现金流合计	17,512	2,120	2,044	2,252	3,320
投资物业	0	0	-127	-93	-102
其他	-2,968	433	-1,116	-815	-543
投资性现金流合计	-2,968	433	-1,243	-908	-645
自由现金流	14,544	2,553	801	1,344	2,674
每股自由现金流	3.34	0.59	0.18	0.31	0.62
权益融资	-6,590	-8,131	0	0	0
债权融资	-2,064	5,052	630	1,332	2,038
其他	-1,016	-1,462	-126	-1,832	-2,863
融资性现金流合计	-9,671	-4,540	504	-500	-825
现金变动合计	4,873	-1,987	1,305	844	1,849
期初现金	22,511	27,384	25,396	26,701	27,546
期末现金	27,384	25,396	26,701	27,546	29,394

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	31%	30%	30%	30%	30%
经营利润率	21%	20%	22%	22%	22%
核心净利率	13%	13%	13%	13%	13%
营收增长率	45.6%	25.8%	25.8%	25.2%	22.6%
EBIT 增长率	47.1%	20.4%	41.4%	20.3%	23.5%
核心净利增长率	28.2%	21.4%	27.4%	25.3%	24.5%
EPS 增长率	28.2%	21.4%	27.4%	25.3%	24.5%
每股净资产	7.72	9.40	11.58	14.29	17.67
利息覆盖倍数	13.35	11.05	15.13	17.93	21.60
净负债资本率	43%	46%	39%	34%	30%
净负债率(扣除限制现金)	88%	80%	61%	50%	42%
总资产周转率	0.27	0.29	0.34	0.42	0.50
资产权益比	6.78	6.23	5.23	4.34	3.67
ROA	3.6%	3.9%	4.8%	5.9%	7.1%
ROE	24.4%	24.3%	25.3%	25.7%	25.9%
ROCE	10.5%	12.0%	13.9%	15.0%	16.2%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；

增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；

持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；

卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在作出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。



在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。