

销售首破千亿大关，盈利能力持续向好 增持（首次）

2019年08月01日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,453.11	35,854.54	47,392.53	62,477.57
同比(%)	32.33%	35.54%	32.18%	31.83%
归母净利润(百万元)	2,120.73	2,937.45	3,778.13	4,753.78
同比(%)	50.53%	38.51%	28.62%	25.82%
每股收益(元/股)	0.52	0.67	0.87	1.09
P/E(倍)	8.22	5.93	4.61	3.67

投资要点

- **销售突破千亿，持续深耕长三角、海西经济区。**2015-2018年公司销售金额复合增长率达到67.3%，在主流地产公司中属于较高水平，并在2018年首次突破千亿人民币。销售持续高增，核心原因在于公司兼顾深耕与区域拓展，在深耕二线城市的同时注重对强三线城市的拓展。2018年公司一、二、三线城市销售金额占比分别达3.8%、84.8%、11.4%。从区域分布的角度来讲，公司销售主要集中在长三角经济区、海西经济区以中部经济区，分别占比52.7%、25.8%及14.1%。
- **深耕都市圈，“1+6+X”形成全国化布局。**截止2018年，公司土地储备累计建筑面积达2456万平方米，一二三线城市分别占比3.5%、70.6%、25.9%。公司采取逆周期的拿地策略，提前布局核心二线城市，压低土地成本，为毛利率的提升提供了足够的空间。公司目前土地储备的土地成本仅为4491元/平米，而同期销售均价接近16800元/平米，有效保障未来毛利水平。在拿地方式上，公司除了使用公开投标、拍卖和挂牌出售的方式进行土地收购外，还通过联合开发和股权收购的方式获取土地。多样化的土地获取方式更能提高拿到合意土地的概率并压低平均土地成本。
- **杠杆有效控制，融资成本大幅下降，盈利能力持续提升。**2016-2018年资产负债率和净负债率均逐年下降，其中资产负债率由2016年的89.64%下降到2018年的82.69%，净负债率由16年的206.0%下降到18年的74.0%。杠杆有效控制背景下，公司融资成本持续下降。2017年公司融资成本仅7.3%，较2014年下降5.2个百分点。2018年在融资环境严峻的背景下，公司融资成本小幅回升至7.8%。盈利水平看，2018年公司毛利率为22.8%，较行业内龙头公司相比较低，但持续向好趋势明显。
- **盈利预测与投资评级：**销售顺利破千亿规模，“1+6+X”完成全国化布局战略。公司作为销售增速较快的成长性房企，杠杆得到有效控制，融资成本持续走低。注重收益、风险可控，预计2019-2021年公司EPS分别为0.67、0.87、1.09元人民币，对应PE分别为5.93、4.61、3.67倍。首次覆盖予以“增持”评级。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.53
一年最低/最高价	3.97/5.57
市净率(倍)	1.27
港股流通市值(百万港元)	19785.93

基础数据

每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	86.58
总股本(百万股)	4367.76
流通股本(百万股)	4367.76

相关研究

内容目录

1. 正荣地产概况	4
1.1. 发展历程以及股权结构	4
1.2. 业务布局	5
2. 销售规模快速增长，坚持一二线布局	6
2.1. 销售突破千亿，持续深耕长三角、海西经济区	6
2.2. 专注改善型需求，销售均价位于前列	8
3. 深耕都市圈，1+6+X 形成全国化布局	9
4. 杠杆有效控制，融资成本大幅下降，盈利能力持续提升	12
4.1. 充足在手现金，债务结构多元化	12
4.2. 杠杆水平持续下降，融资成本大幅下降	13
4.3. 三项费用率显著下降	14
4.4. 公司盈利能力持续提升	15
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 核心假设	17
5.2. 盈利预测	17
5.3. 估值	17
5.4. 投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

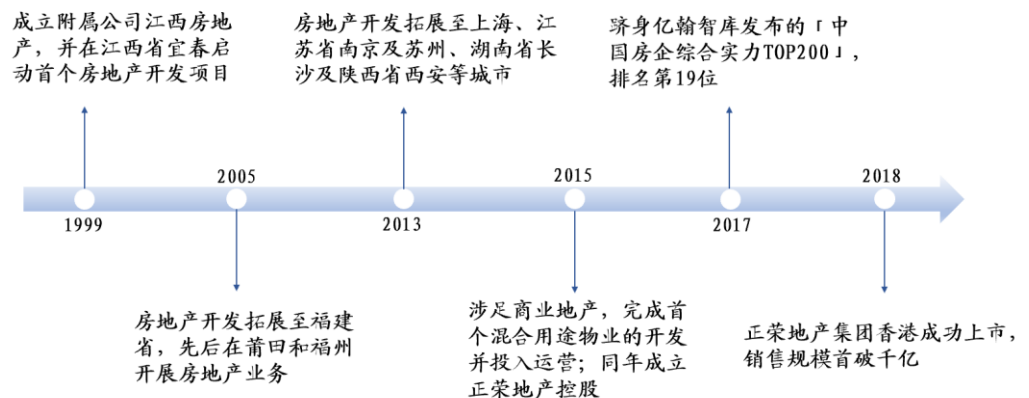
图 1: 正荣地产大事记	4
图 2: 正荣地产股权结构	5
图 3: 正荣地产主要产品线	5
图 4: 正荣地产销售金额 (亿元) 及同比增速 (右轴)	6
图 5: 2016-2018 年主流地产公司销售金额复合增速对比	6
图 6: 2018 年公司各线城市销售金额占比	6
图 7: 2018 年公司各区域销售金额占比	6
图 8: 2018 年公司合约销售金额贡献前十城市	7
图 9: 29 个二线城市住宅平均库存及增速	7
图 10: 29 个二线城市住宅平均消化周期 (月)	7
图 11: 2015 年年以来公司合约销售均价 (元/平米)	8
图 12: 2018 年主流房地产公司销售均价 (元/平米)	8
图 13: 2018 年公司土地储备分布图	9
图 14: 2018 年公司各线城市土地储备占比	9
图 15: 正荣地产 1+6+X 全国性布局	10
图 16: 2017 年公司土地储备区域占比 (面积口径)	10
图 17: 2018 年公司土地储备区域占比 (面积口径)	10
图 18: 2016-2018 年公司总现金规模 (百万元)	12
图 19: 2016-2018 年公司总借贷及净借贷规模 (百万元)	12
图 20: 2014-2018 年公司各类融资渠道占比	12
图 21: 2018 年以后公司债务还款规模	12
图 22: 2016-2018 年公司资产负债率和净负债率情况	13
图 23: 2014-2018 年公司加权实际贷款利率	14
图 24: 2016-2018 年公司各类融资渠道占比	14
图 25: 2014-2018 年公司三项费用率走势	15
图 26: 2015-2018 年公司销售费用和管理费用之和与销售金额之比 (百万元人民币)	15
图 27: 2014-2018 年公司销售毛利率和净利率情况	16
图 28: A 股和 H 股房地产板块上市公司 PE 值走势	18
表 1: 2019 年 1-4 月新增土储按城市分布	11
表 2: 2018 年至今公司发行美元债券情况	14
表 3: 正荣地产 2019-2021 年营业收入拆分预测	17
表 4: 正荣地产 2019-2021 年盈利预测	17
表 5: 可比公司估值	18

1. 正荣地产概况

1.1. 发展历程以及股权结构

正荣地产创业于江西，发家于福建，目前基本完成全国性布局。正荣集团 1998 年创立于江西，先后在江西宜春和南昌进行房地产开发。2005 年至 2012 年，公司开始深耕海西经济区，陆续拓展莆田和福州等城市。2013 年后，公司开始全国化布局，在进入长三角和中西部经济区的基础上，又将业务扩展至环渤海经济区和珠三角经济区。2015 年公司涉足商业地产，完成首个混合用途物业的开发并投入运营，同年成立正荣地产控股，为房地产开发业务的未来发展提供了独立的平台。2018 年正荣地产集团有限公司在香港联交所成功上市。

图 1：正荣地产大事记

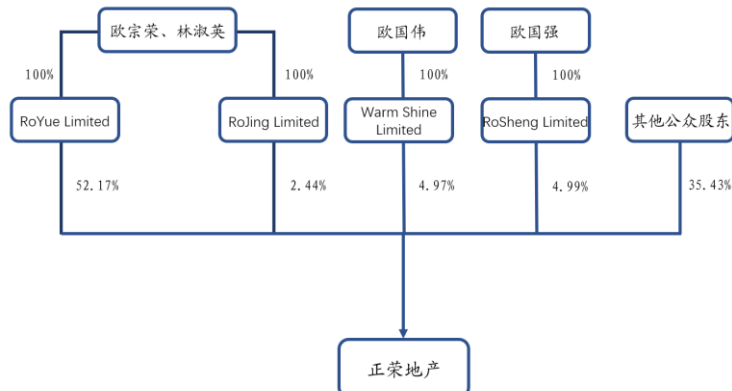


数据来源：上市公司公告、正荣地产官网、东吴证券研究所

欧宗荣先生为正荣地产的实际控制人，截至 2018 年末，欧先生通过 RoYue Limited 持有公司 55.26% 的股份，同时通过 RoJing Limited 及 RoJing ZR (PTC) Limited 持有公司 2.59% 的股份，共计持股比例 57.85%。其子欧国伟和欧国强分别通过 Warm Shine Limited 和 RoSheng Limited 持有公司 5.27% 和 5.28% 的股份。2019 年 7 月，公司进行配售活动，配售股份不超 2.45 亿股股份，占发行前总股本的 5.94%，配售价格 4.95 港元；认购完成后，欧先生持有公司股份为 54.61%。

不同于一般的家族式企业，正荣地产引入了职业经理人制度。公司创始人欧宗荣先生目前仅担任公司高级顾问，为公司提供战略建议和传授其经验，其两子为非执行董事。公司的董事长为黄仙枝，黄先生于中国房地产行业拥有逾 18 年经验，曾获 2015 中国房地产品牌贡献人物、2016 中国房地产百强贡献人物等奖项，现主要负责集团的投资战略及业务发展的全面管理。

图 2：正荣地产股权结构



数据来源：公司年报、Wind 资讯、东吴证券研究所

1.2. 业务布局

正荣地产主业为住宅开发，在快速发展住宅地产的同时逐步开展商业地产业务。住宅地产一直是正荣地产的绝对核心业务，2018 年其物业销售收益为 261.8 亿元，占集团总收益的 99%。正荣以“改善大师”作为自身的定位，倡导住宅空间的改善，针对改善型用户推出了三条产品线，分别是正荣府、紫阙台和云麓。同时，正荣地产还强调生活方式和城市功能模组的多方面的改善，对旗下商业产品线进行升级，形成正荣中心、正荣街和邻舍三大物业系列。除此之外，还以上海为基点，推出了首个“荣寓”长租公寓品牌。

图 3：正荣地产主要产品线



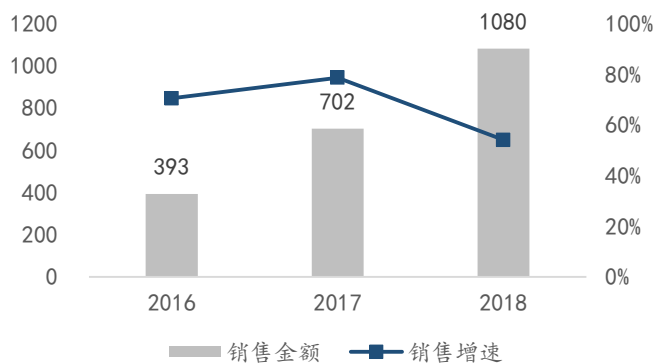
数据来源：上市公司公告、东吴证券研究所

2. 销售规模快速增长，坚持一二线布局

2.1. 销售突破千亿，持续深耕长三角、海西经济区

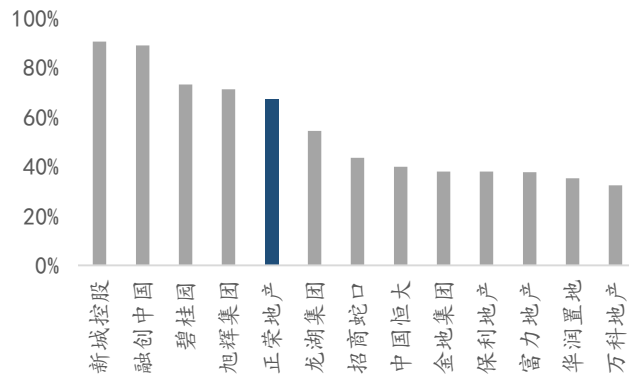
销售增长势头迅猛。2015-2018 年公司销售金额复合增长率达到 67.3%，在主流地产公司中属于较高水平，并在 2018 年首次突破千亿元人民币。销售持续高增，核心原因在于公司兼顾深耕与区域拓展，在深耕二线城市的同时注重对强三线城市的拓展。2018 年公司一、二、三线城市销售金额占比分别达 3.8%、84.8%、11.4%。从区域分布的角度来讲，公司销售主要集中在长三角经济区、海西经济区以中部经济区，分别占比 52.7%、25.8%及 14.1%。2019 年，公司继续提出全年 1300 亿元的销售目标，同比增长 20%，优于行业内龙头公司销售目标平均增速。

图 4：正荣地产销售金额（亿元）及同比增速（右轴）



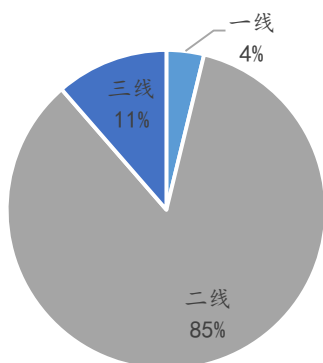
数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图 5：2016-2018 年主流地产公司销售金额复合增速对比



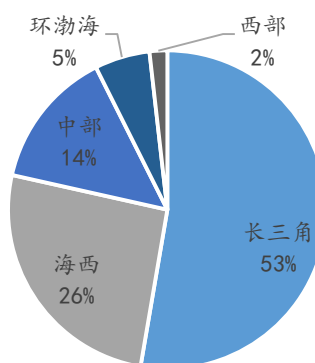
数据来源：各公司公告、东吴证券研究所

图 6：2018 年公司各线城市销售金额占比



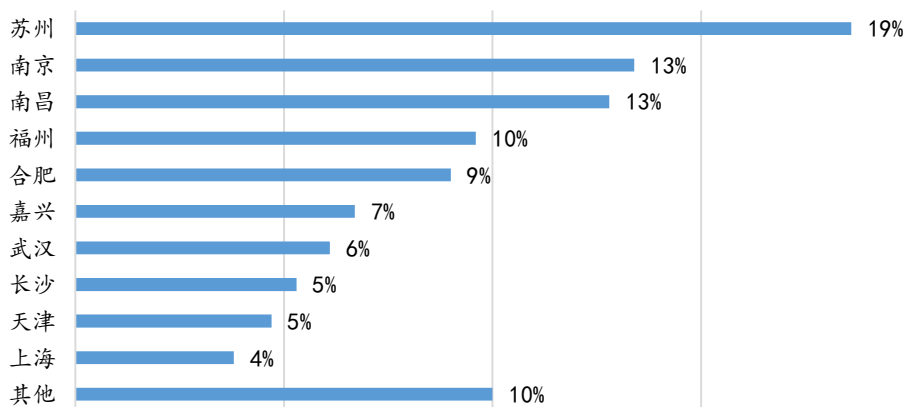
数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

图 7：2018 年公司各区域销售金额占比



数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

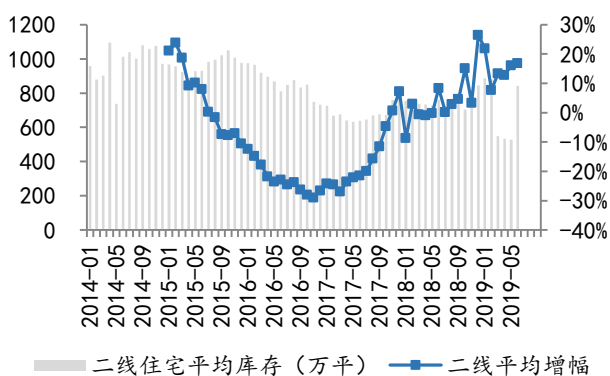
图 8：2018 年公司合约销售金额贡献前十城市



数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

从销售金额的主要贡献城市来看，公司贡献前十的城市均为一二线热点城市，苏州、南京、南昌占比分别达到 19%、13%、13%。目前，二线城市仍有着比较好的去化速度，住宅库存处于较为合理位置。根据 CRIC 公布的主要城市库存及去化数据，29 个二线城市库存年初至今增长可观，但与 2014-2016 年相比仍处于低位，考虑到销售规模在持续提升，我们借助住宅平均消化周期来衡量去化速度。2019 年 6 月末，二线城市消化周期仅 11.3 个月，相比于三四线城市受到棚改规模锐减的影响，需求端有所承压，我们判断二线城市的基本面更为稳健，布局在二线城市的房企销售具备更强韧性。

图 9：29 个二线城市住宅平均库存及增速



数据来源：CRIC、东吴证券研究所

图 10：29 个二线城市住宅平均消化周期 (月)

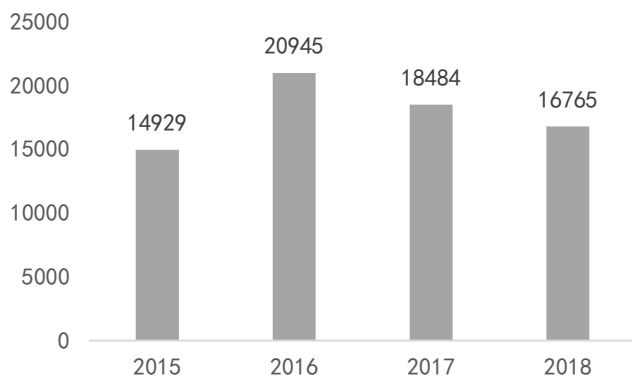


数据来源：CRIC、东吴证券研究所

2.2. 专注改善型需求，销售均价位于前列

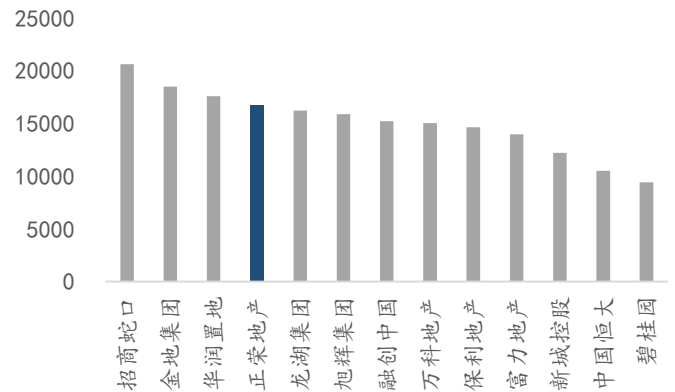
结构调整推动销售均价略有下调。公司合约销售均价自 2016 年起逐年下降，由 2016 年的 20945 元/平方米降至 2018 年的 16765 元/平方米，主要由于公司进行了全国化战略布局，对核心二三线城市加大布局。但与主流地产公司相比，**2018 年公司销售均价仍处于中高水平。**一方面公司在全局性布局中仍以长三角经济区作为核心，另一方面公司主要目标客户是改善型需求客户，公司通过良好的产品品质，保持较高的市场竞争力，获得了一定的市场溢价。具有代表性的案例是 2016 年的两个住宅项目南京正荣润峰及润锦城，这两个项目平均售价较可比项目分别高出 20.4% 及 15.8%。

图 11: 2015 年年以来公司合约销售均价 (元/平米)



数据来源: 2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

图 12: 2018 年主流房地产公司销售均价 (元/平米)

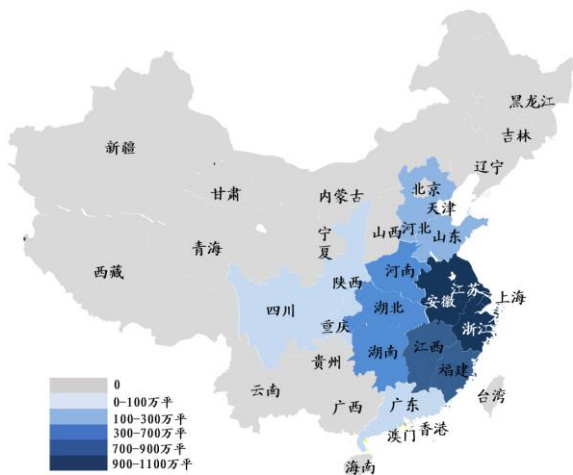


数据来源: 各公司公告、东吴证券研究所

3. 深耕都市圈，1+6+X 形成全国化布局

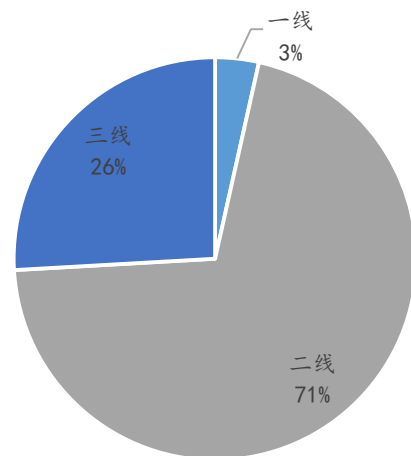
土地储备主要集中于核心二线城市。截止 2018 年底公司土地储备累计建筑面积达 2456 万平方米，二线城市（苏州、南京、福州、合肥、武汉、长沙、天津等）合计土储建面 1734 万平方米，占比高达 70.6%；三线城市（嘉兴、赣州等）合计土储建面 636 万平方米，占比达 25.9%；一线城市仅在上海有 86 万平方米建面的土储，占比仅为 3.5%。

图 13：2018 年公司土地储备分布图



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图 14：2018 年公司各线城市土地储备占比



数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

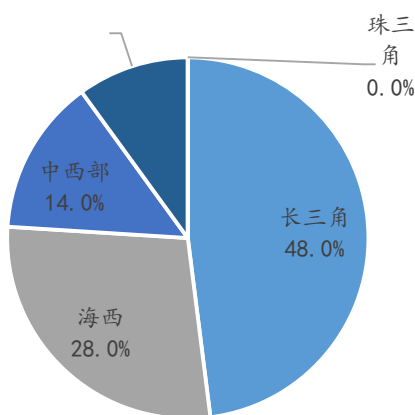
从区域的角度看，公司土地储备近年来在全国范围内更为均衡。公司战略升级为“1+6+X”，即一个职能总部、六大发展区域、X 个项目深耕，注重精总部、强区域架构变阵。2018 年公司长三角的土储建面占比较 2017 年从 48% 下降至 40%，而中西部和环渤海区域的土储占比均略有回升，且在珠三角区域也有了一定的土地储备，基本完成公司“1+6+X”全国性布局。

图 15：正荣地产 1+6+X 全国性布局



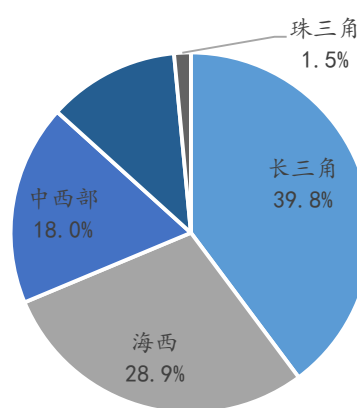
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 16：2017 年公司土地储备区域占比（面积口径）



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图 17：2018 年公司土地储备区域占比（面积口径）



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

公司采取逆周期的拿地策略，提前布局核心二线城市，压低土地成本，为毛利率的提升提供了足够的空间。公司目前土地储备的土地成本仅为 4491 元/平米，而同期销售均价接近 16800 元/平米。在拿地方式上，公司除了使用公开投标、拍卖和挂牌出售的方式进行土地收购外，还通过联合开发和股权收购的方式获取土地。多样化的土地获取方式更能提高拿到合意土地的概率并压低平均土地成本。2019 年 1-4 月，公司继续围绕核心和热点二线城市进行布局和补充土地储备，在西安、福州、南昌、重庆、天津及襄阳招牌竞得 11 块土地，其中二线城市的土储建面占比高达 97.9%。

表 1：2019 年 1-4 月新增土储按城市分布

城市	城市等级	总建筑面积 (万平方米)	项目个数	占比
西安	二线	20.2	2	21.2%
福州	二线	6.2	1	6.5%
南昌	二线	5.6	1	5.9%
重庆	二线	13.2	1	13.9%
天津	二线	13.8	1	14.5%
合肥	二线	34.1	4	35.9%
襄阳	三线	2.0	1	2.1%
合计		95.1	11	100.0%

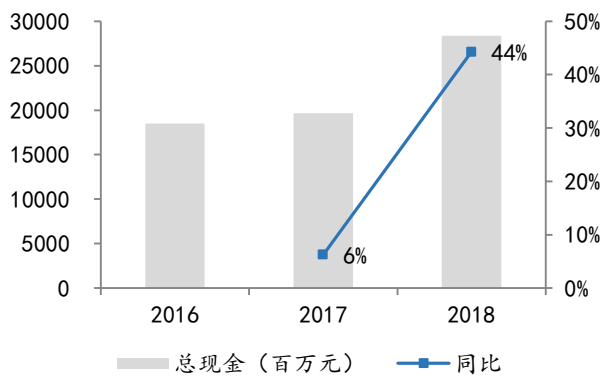
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

4. 杠杆有效控制，融资成本大幅下降，盈利能力持续提升

4.1. 充足在手现金，债务结构多元化

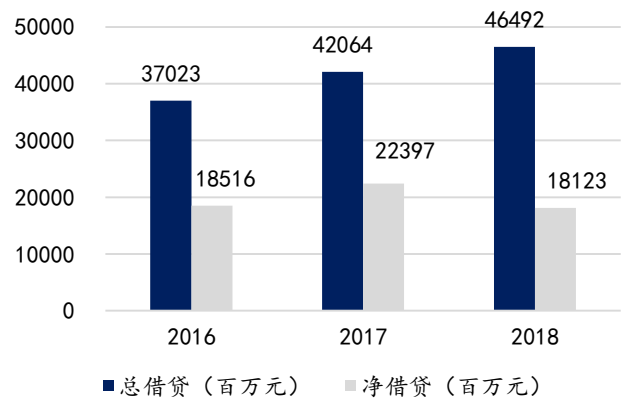
对于正荣地产这类成长性房企而言，分析在手现金和负债结构格外重要。受益于公司过去几年销售金额的快速提升，销售回款的增加助力公司现金较为充裕。截至2018年末，公司总现金达283.69亿元，同比增长44.2%；同期总借贷规模464.92亿元，扣除在手现金后，公司净借贷181.23亿元，尽管现金无法覆盖公司总借贷规模，但从结构看，公司偿债压力不大。2019年全年公司债务到期规模238.39亿元，小于目前公司现金规模。且从趋势看，公司2018年净借贷规模仍有边际收窄趋势，同比下降19.08%。

图 18：2016-2018 年公司总现金规模（百万元）



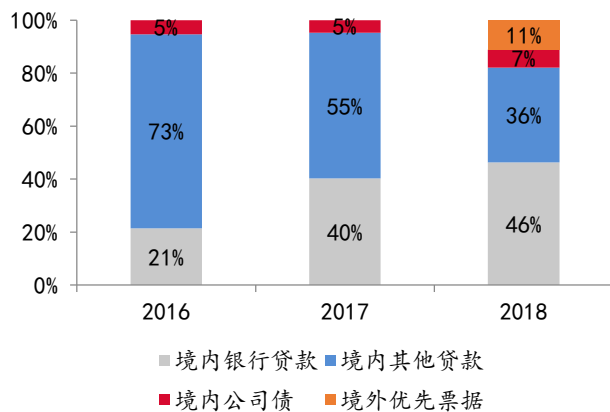
数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

图 19：2016-2018 年公司总借贷及净借贷规模（百万元）



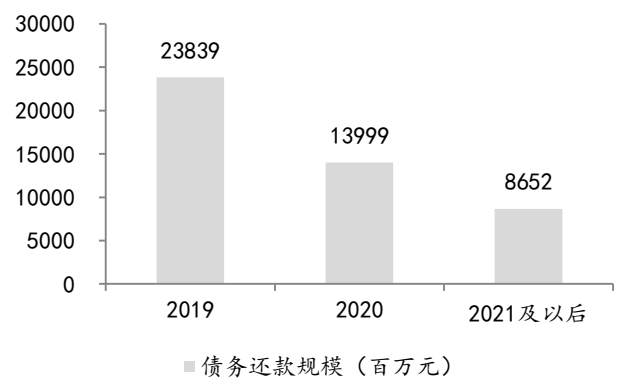
数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

图 20：2014-2018 年公司各类融资渠道占比



数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

图 21：2018 年以后公司债务还款规模

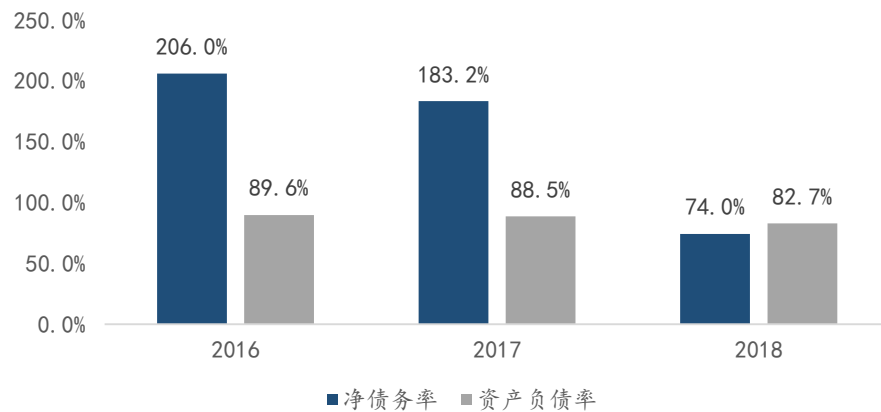


数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

4.2. 杠杆水平持续下降，融资成本大幅下降

公司杠杆水平持续下降。2016-2018 年资产负债率和净负债率均逐年下降，其中资产负债率由 2016 年的 89.64% 下降到 2018 年的 82.69%，**净负债率由 16 年的 206.0% 下降到 18 年的 74.0%**。公司上市后极大补充了总权益，丰富了现金储备，大大提升了公司的偿债能力，这是 2018 年公司净负债率下降，资产结构得以大幅优化的主要原因。

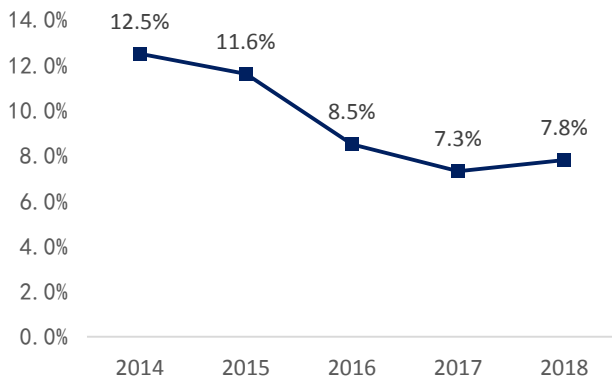
图 22：2016-2018 年公司资产负债率和净负债率情况



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

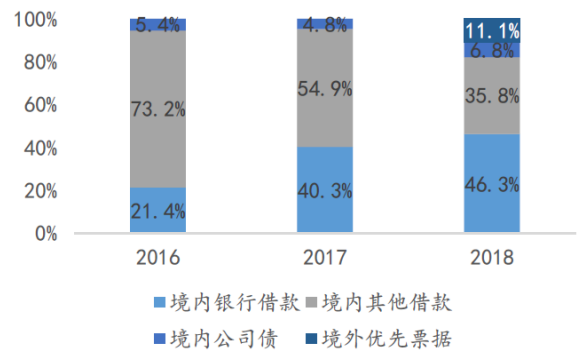
融资成本持续下降。2017 年公司融资成本仅 7.3%，较 2014 年下降 5.2 个百分点。2018 年在融资环境严峻的背景下，公司融资成本小幅回升至 7.8%，公司在拓展融资渠道的初期付出了较高的融资成本，公司 2018 年发行的美元债合约利率在 8.5%-12.5%，拉高了公司的加权实际贷款利率。我们认为，公司融资成本持续改善的主要原因在于贷款结构的持续优化，利率较低的银行贷款比例得到显著提升，同时利率较高的非银信托贷款比例存在大幅下降。

图 23：2014-2018 年公司加权实际贷款利率



数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

图 24：2016-2018 年公司各类融资渠道占比



数据来源：2018 年业绩会演示材料、东吴证券研究所

公司加权平均贷款利率有望进一步下降。公司凭借充足的现金储备进行了一系列降低融资成本的举措，2019 年初公司将成本较高的美元债置换为成本更低的美元债；将成本较高的非银借款置换为银团贷款，有效降低高成本的非银贷款比例。公司积极拓展融资渠道，合理调整对各融资渠道的使用比例，压低融资成本的同时实现融资渠道的多元化，最大程度上保证了公司融资的稳定性。

表 2：2018 年至今公司发行美元债券情况

发行时间	发行金额 (百万美元)	到期时间	利率
2018-05	160.0	2019-05	8.5%
2018-06	250.0	2020-06	10.5%
2018-10	350.0	2021-01	12.5%
2019-01	150.0	2020-06	10.5%
2019-02	230.0	2021-08	9.8%
2019-03	200.0	2022-03	9.15%
2019-03	420.0	2023-01	8.65%

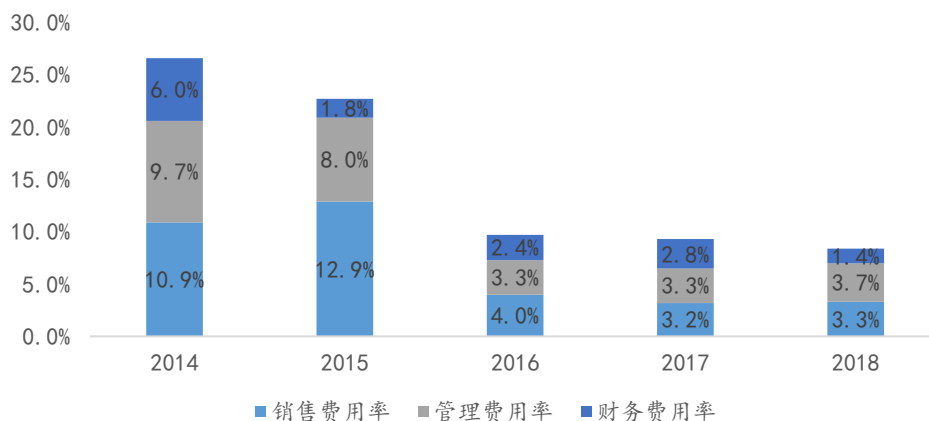
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.3. 三项费用率显著下降

费用控制卓有成效。2014 和 2015 年，企业三项费用率远高于行业平均，这一方面和公司快速扩张、进军全新地区并且拓展全新的商业地产业务有关，另一方面也和公司经营管理效率还有待提升有关。2015 年正荣地产控股成立，公司有了独立的房地产业务

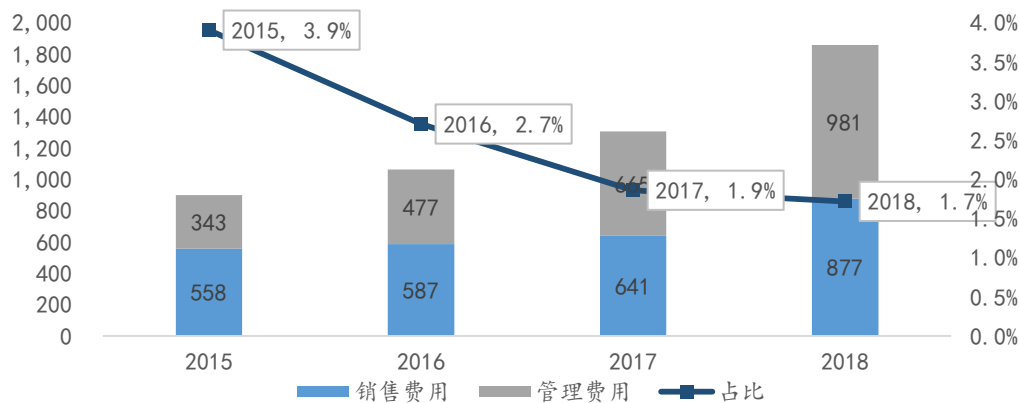
发展平台和高效的组织结构，这大大提高了销售和管理的效率，降低了销售费用率和管理费用率。同时，2017和2018年，公司销售费用和管理费用之和占合约销售金额的比例已经从4%以上下降到2%以下，公司未来的费用率还有望进一步下降。

图 25：2014-2018 年公司三项费用率走势



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 26：2015-2018 年公司销售费用和管理费用之和与销售金额之比（百万元人民币）

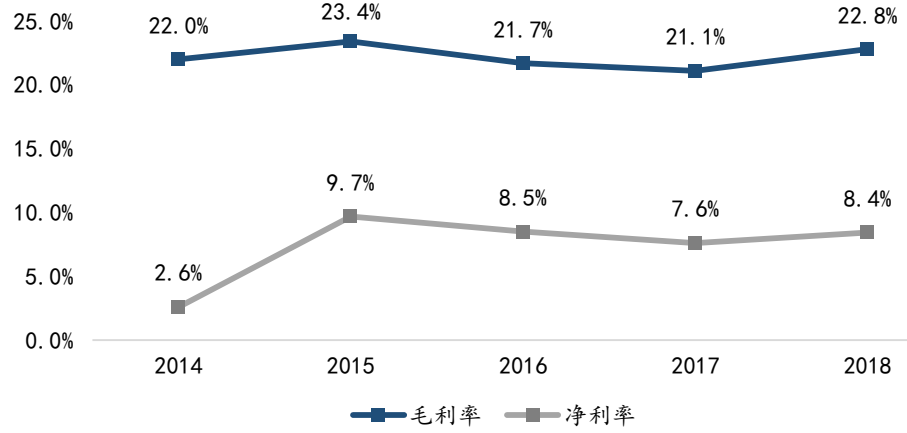


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.4. 公司盈利能力持续提升

盈利水平持续向好。2018 年公司毛利率为 22.8%，较行业内龙头公司相比较低，主要系公司现阶段仍处于加速拓展的上行期，在进入区域和城市时由于战略性布局，可能会牺牲部分盈利空间。随着公司发展进入了新的阶段，全国性布局基本完成，费用管控能力持续提升，公司在获取项目时有更强的自主权，因此公司盈利能力持续得到提升。

图 27：2014-2018 年公司销售毛利率和净利率情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

我们对正荣地产未来的盈利预测基于以下假设：

(1)2019-2020 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。

(2)预计公司 2019 年能够达到人民币 1300 亿元销售规模。

(3)公司在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般来说，房地产行业从预售到竣工交付，周期在 1.5-2.5 年左右，正荣地产 2017-2018 年签约销售金额分别为 702、1080 亿元，这些销售的产品将陆续在 2019-2020 年陆续结算。

5.2. 盈利预测

我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.67、0.87、1.09 元人民币，对应 PE 分别为 5.93、4.61、3.67 倍。

表 3：正荣地产 2019-2021 年营业收入拆分预测

单位：人民币百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26453	35855	47393	62478
YOY	32%	36%	32%	32%
物业销售	26179	35507	46852	61783
租金收入	105	141	191	258
物业管理服务收入	57	74	96	124
其他	112	132	254	312

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 4：正荣地产 2019-2021 年盈利预测

单位：人民币	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	26,453.11	35,854.54	47,392.53	62,477.57
同比增速	32.33%	35.54%	32.18%	31.83%
归母净利润（百万元）	2,120.73	2,937.45	3,778.13	4,753.78
同比增速	50.53%	38.51%	28.62%	25.82%
EPS（元）	0.52	0.67	0.87	1.09

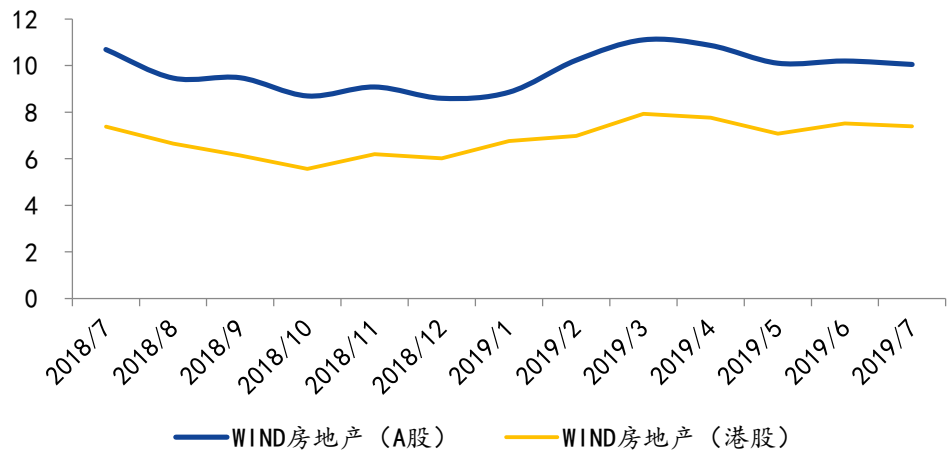
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5.3. 估值

预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.67、0.87、1.09 元人民币，对应 PE 分别为 5.93、

4.61、3.67 倍。与 A 股及港股的主流地产公司相比，公司 PE 估值较低。

图 28：A 股和 H 股房地产板块上市公司 PE 值走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：市盈率采用历史 TTM、整体法，剔除负值）

表 5：可比公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000002.SZ	万科 A	30.0	3.66	4.31	5.05	8.19	7.0	5.9
600048.SH	保利地产	14.5	2.10	2.63	3.15	6.90	5.5	4.6
001979.SZ	招商蛇口	21.1	2.39	2.87	3.44	8.81	7.3	6.1
600383.SH	金地集团	12.5	2.26	2.80	3.34	5.52	4.5	3.7
2007.HK	碧桂园	9.8	1.93	2.27	2.61	5.05	4.3	3.7
1918.HK	融创中国	32.8	5.49	7.01	8.75	5.98	4.7	3.8
3333.HK	中国恒大	18.8	4.03	5.05	5.87	4.66	3.7	3.2
0960.HK	龙湖集团	26.2	3.17	3.89	4.66	8.28	6.7	5.6
0884.HK	旭辉控股	4.6	0.90	1.16	1.47	5.16	4.0	3.2

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：碧桂园、融创中国、中国恒大、龙湖集团盈利预测 EPS 均使用 Wind 一致预期，单位均为人民币。股价数据截至 2019 年 8 月 1 日。）

5.4. 投资建议

销售顺利破千亿规模，“1+6+X”完成全国化布局战略。公司作为销售增速较快的成长性房企，杠杆得到有效控制，融资成本持续走低。注重收益、风险可控，预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.67、0.87、1.09 元人民币，对应 PE 分别为 5.93、4.61、3.67 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。

正荣地产三大财务预测表 (人民币百万元)

资产负债表					利润表				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产:	126,644	140,954	160,014	180,070	营业收入	26,453	35,855	47,393	62,478
现金	22,539	24,134	26,933	29,901	营业成本	20,432	27,572	36,739	48,826
应收款项	22,391	29,793	39,392	51,918	销售费用	877	1,188	1,553	2,063
存货	75,021	81,023	87,505	91,880	管理费用	981	1,329	1,757	2,317
其他	6,692	6,004	6,185	6,370	其他	345	377	407	489
非流动资产:	14,755	15,819	16,570	17,501	营业利润	4,509	6,142	7,750	9,761
固定资产净值	877	965	1,061	1,167	财务收入/(费用)	(381)	(425)	(436)	(539)
权益性投资	3,729	3,915	4,111	4,316	净额				
其他	10,150	10,939	11,398	12,018	除税前溢利	4,127	5,717	7,314	9,222
资产总计	141,399	156,773	176,584	197,571	所得税及相关税	1,895	2,624	3,358	4,234
流动负债:	90,282	98,298	108,885	118,597	收				
短期借款	23,839	26,223	28,845	30,288	净利润	2,233	3,092	3,956	4,988
应付款项	8,213	10,174	14,129	17,910	少数股东权益	112	155	178	234
其他	58,230	61,900	65,910	70,399	优先股利及其他	0	0	0	0
非流动负债合计	26,638	30,434	34,780	39,756	调整项				
长期借贷	22,652	26,050	29,958	34,451	归属母公司股东的	2,121	2,937	3,778	4,754
其他	3,985	4,384	4,822	5,304	净利润				
负债总计	116,920	128,732	143,665	158,353	重要财务与估值				
少数股东权益	10,950	12,543	14,726	17,543	指标	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	13,529	15,498	18,194	21,675	每股收益(元)	0.52	0.67	0.87	1.09
负债和所有者权益	141,399	156,773	176,584	197,571	每股净资产(元)	3.10	3.55	4.17	4.96
合计					发行在外股份(百	4,123	4,368	4,368	4,368
					万股)				
现金流量表 (百万					毛利率(%)	22.76%	23.10%	22.48%	21.85%
元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.44%	8.62%	8.35%	7.98%
经营活动现金流	(2,664)	992	1,605	2,426	资产负债率(%)	82.69%	82.11%	81.36%	80.15%
投资活动现金流	(3,521)	(5,064)	(5,128)	(6,039)	收入增长率(%)	32.33%	35.54%	32.18%	31.83%
筹资活动现金流	14,102	5,576	6,223	6,472	净利润增长率(%)	46.74%	38.50%	27.95%	26.09%
汇率变动的	82	90	99	109	归母净利润增长	50.53%	38.51%	28.62%	25.82%
影响					率(%)				
现金净增加额	7,999	1,595	2,799	2,968	P/E	8.22	5.93	4.61	3.67
折旧与摊销	34	35	37	45	P/B	1.29	1.12	0.96	0.80

数据来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

备注: 港币对人民币汇率取 1 港币=0.8807 元人民币

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

