

## 拿地权益提升, 融资成本回落

### 投资要点

- **业绩总结:** 近日公司发布 2019 年报, 报告期实现收入 325.6 亿元, 同比增长 23.1%, 实现归母核心净利润 23.1 亿, 同比增长 20.4%。
- **业绩增长稳健、盈利能力提升:** 2019 年公司营收和业绩增长稳健, 全年实现净利润 30.9 亿, 同比增长 38.6%, 净利润率提升至 9.5%, 核心净利润提升至 29.0 亿, 同比增长 42.7%, 核心利润率上升至 8.9%。报告期, 公司整体毛利率为 20.0%, 同比下滑 2.8 个百分点, 主要是因为集中结算了一批低毛利率的项目(特别是海西、中西部), 扣除其影响后的毛利率约 22%, 与 2018 年相差不大。
- **目标销售增速放缓, 货值结构较为占优:** 公司 2019 年实现合约销售额 1307 亿元, 同比增长 21.0%, 销售单价 15488 元每平方米, 同比下降 7.6%。从区域贡献来看, 长三角、海峡西岸、中部和环渤海销售金额占比分别为 55.2%、24.2%、9.6%和 7.2%; 从城市能级看, 在一线、二线、三线城市占比分别为 4.0%、78.4%和 17.6%。2020 年公司预计推货合计 2400 亿, 按 60%去化率可完成销售目标 1400 亿(对应 7%的增长), 考虑到公司的货值结构, 超目标完成概率较大。
- **拿地聚焦强二线、融资成本有所下降:** 2019 年公司贯彻区域深耕、聚焦强二线的策略, 新增土储 560 万方, 权益比例大幅提高到 73% (2018 年仅为 33%), 二线占比 85%。报告期末, 公司总土储 2615 万方(平均地价 4647 元每平方米), 总货值 4500 亿元(权益比 55.3%), 其中一二线占比 74%。公司资本结构持续优化, 融资成本有所回落。报告期末公司持有现金及等价物 353.1 亿, 同比增加 24.5%, 现金短债比大幅提升至 1.76; 年末净负债率为 75.2%, 继续处在健康水平。2019 年公司加权平均借贷成本为 7.5%, 同比回落 0.3 个百分点, 未来随着高成本债务被置换, 融资成本可能会进一步下降。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 20/21/22 年 EPS 分别为人民币 0.70/0.82/0.95 元, 对应的动态市盈率为 6.4/5.5/4.7 倍。考虑到公司土储一二线占比高、信用评级被多次上调、拿地权益比走高、融资成本走低, 我们给予公司 2020 年 7 倍 PE 估值, 目标价 5.39 港元不变, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 销售及回款不及预期, 竣工交付低于预期等。

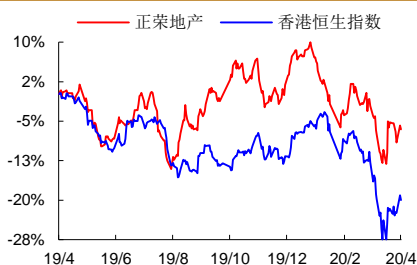
指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	26453	32558	37475	46156	55866
增长率	32%	23%	15%	23%	21%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2122	2506	3038	3574	4149
增长率	51%	18%	21%	18%	16%
每股收益 EPS	0.51	0.57	0.70	0.82	0.95
净资产收益率	20%	17%	19%	17%	17%
PE	8.7	7.8	6.4	5.5	4.7

数据来源: 公司资料, 西南证券

### 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

52 周区间(港元)	4.41-5.66
3 个月平均成交量(百万)	6.68
流通股数(亿)	43.68
市值(亿)	209.65

### 相关研究

1. 正荣地产 (6158.HK): 盈利持续增长, 净利率小幅提升 (2019-08-27)
2. 正荣地产 (6158.HK): 定位“改善大师”, 千亿后均衡发展 (2019-07-31)

**关键假设：**

假设 1：物业销售收入增速 20-22 年分别为 15%、23%和 21%；毛利率均为 20%；

假设 2：物业管理服务收入增速 20-22 年分别为 40%、40%和 20%；毛利率均为 31%；

假设 3：租金收入增速 20-22 年分别为 30%、30%和 20%；毛利率均为 50%；

假设 4：其他业务收入增速 20-22 年分别为 10%、40%和 30%；毛利率均为 35%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
物业销售	收入	32185	37012	45525	55085
	增速	23%	15%	23%	21%
	毛利率	20%	20%	20%	20%
物业管理服务收入	收入	85	120	168	201
	增速	51%	40%	40%	20%
	毛利率	31%	31%	31%	31%
租金收入	收入	135	175	228	273
	增速	29%	30%	30%	20%
	毛利率	55%	50%	50%	50%
其他业务	收入	153	169	236	307
	增速	37%	10%	40%	30%
	毛利率	34%	35%	35%	35%
合计	收入	32558	37476	46156	55866
	增速	23%	15.1%	23.16%	21.04%
	毛利率	20%	20.24%	20.26%	20.27%

数据来源：公司公告，西南证券

**附：财务报表**

<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
<b>收入</b>	<b>26,453</b>	<b>32,558</b>	<b>37,475</b>	<b>46,156</b>	<b>55,866</b>	税前利润	4,127	5,032	3,728	4,156	4,824
毛利	6,021	6,498	7,586	9,353	11,323	税项	-4,640	-165	1,680	2,272	2,728
<b>EBIT</b>	<b>4,667</b>	<b>4,995</b>	<b>8,019</b>	<b>9,195</b>	<b>10,672</b>	营运资本变动	-2,189	-11,870	3,495	-5,345	-2,473
财务收入(费用)	381	484	2,365	2,763	3,019	<b>经营现金流量</b>	<b>-2,702</b>	<b>-7,003</b>	<b>8,903</b>	<b>1,083</b>	<b>5,079</b>
联营公司	-157	521	1,124	923	1,117	资本开支	-133	-916	-6,502	-880	-880
非经常性项目	408	471	2,500	2,500	2,500	<b>自由现金流量</b>	<b>-2,569</b>	<b>-6,087</b>	<b>15,405</b>	<b>1,963</b>	<b>5,959</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,129</b>	<b>5,032</b>	<b>6,778</b>	<b>7,356</b>	<b>8,771</b>	股息	-330	0	-608	-715	-830
税项	1,895	1,938	3,050	3,200	3,947	其他非流动资产变动	7,056	15,973	10,000	5,000	3,000
非控股权益	112	588	690	582	675	股本变动	3,677	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	1	其他	3,698	15,139	4,280	2,378	-3,249
<b>净利润(归属母公司)</b>	<b>2,122</b>	<b>2,506</b>	<b>3,038</b>	<b>3,574</b>	<b>4,149</b>	<b>净现金流量</b>	<b>8,081</b>	<b>5,830</b>	<b>7,311</b>	<b>7,477</b>	<b>6,102</b>
<b>资产负债表</b>						期初净现金(负债)	14,539	22,539	28,369	35,680	43,157
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	期末净现金(负债)	22,539	28,369	35,680	43,157	49,258
现金及现金等价物	28,369	35,307	35,680	43,157	49,258	<b>财务比率</b>					
应收账款	7,720	6,762	7,495	9,231	11,173	<b>12月31年结</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
存货	63,588	86,379	89,668	110,408	138,082	<b>增长(%)</b>					
其他流动资产	26,966	23,069	35,193	39,541	44,281	收入	32	23	15	23	21
物业、厂房及设备	8,462	9,378	15,000	15,000	15,000	EBITDA	38	6	74	17	15
无形资产	10	397	318	238	159	EBIT	38	7	61	15	16
其他非流动资产	6,284	7,926	11,762	11,762	11,762	净利润	47	38	20	11	16
<b>总资产</b>	<b>141,399</b>	<b>169,219</b>	<b>195,116</b>	<b>229,338</b>	<b>269,716</b>	每股盈利	51	12	21	18	16
应付账款	11,546	24,139	26,900	33,122	40,088	<b>利润率(%)</b>					
短期借款	23,839	20,040	21,040	26,040	28,040	毛利	23	20	20	20	20
其他流动负债	54,897	52,267	61,545	76,802	101,719	EBITDA	18	15	23	22	21
长期借款	22,652	38,625	48,625	53,625	56,625	EBIT	18	15	21	20	19
递延税项负债	700	703	695	687	679	净利润	8	10	10	9	9
其他非流动负债	3,286	2,385	1,695	1,004	513	<b>其他比率</b>					
<b>总负债</b>	<b>116,920</b>	<b>138,159</b>	<b>160,500</b>	<b>191,281</b>	<b>227,665</b>	ROE(%)	20	17	19	17	17
股本	0	0	0	0	0	ROA(%)	2	2	2	2	2
储备	13,529	16,396	19,263	22,122	25,441	净负债率	74	75	78	75	75
<b>股东权益</b>	<b>13,529</b>	<b>16,396</b>	<b>19,263</b>	<b>22,122</b>	<b>25,441</b>	利息覆盖率(倍)	12	10	4	4	4
非控股权益	10,950	14,663	15,353	15,935	16,610	应收账款周转天数	71	80	68	65	66
<b>总权益</b>	<b>24,479</b>	<b>31,060</b>	<b>34,616</b>	<b>38,057</b>	<b>42,051</b>	应付账款周转天数	122	197	245	234	236
净现金(负债)						存货周转天数	920	1036	1060	979	1004
						有效税率(%)	46	39	45	44	45

数据来源：公司资料，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，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn