

销售保持韧性，融资成本下降

正荣地产 (6158.HK)

评级及分析师信息

事件概述

正荣地产发布2020年半年报，公司上半年实现营业收入145.4亿元，同比+6.5%；归母净利润8.8亿元，同比-6.2%。

业绩小幅下滑，盈利水平稳定

2020H1年公司实现营业收入145.4亿元，同比增长6.5%；归母净利润8.8亿元，同比下降6.2%。报告期内，公司净资产收益率、销售毛利率和销售净利率分别为5.21%、20.31%和8.76%，较上年同期下降1.48pct、下降0.01pct和上升0.12pct，在疫情影响下公司整体盈利能力保持稳定。

销售韧性十足，投资力度稳健

2020H1公司实现销售金额560.0亿元，同比下降4.5%；销售面积365.5万平方米，同比下降4.0%。在疫情影响下，公司销售规模微降。公司新增计容建面302.3万平方米，同比增长4.2%；对应拿地金额177.8亿元，同比下降2.1%。公司拿地金额占当期销售金额的31.8%，相比上年同期提高0.8pct，投资保持稳健。

杠杆率有所优化，融资成本下降

截至报告期末，公司资产负债率和净负债率分别为82.73%和90.18%，较19年末增长1.08pct和下降7.36pct，杠杆率有所优化。此外，报告期内公司于境内、外市场新增融资的成本均有所下降，加权平均融资成本进一步下降至7.0%。

投资建议

正荣地产业绩稳增长，销售持续增长，土储布局优化，财务状况稳健。我们预计公司20-22年EPS为0.69/0.82/1.05元，对应PE为5.8/4.9/3.8倍（1港币兑换0.8827元人民币），首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

销售不及预期，计提存货减值准备影响业绩。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26464.59	32580.28	38833.61	47762.11	59221.19
YoY (%)	32.33%	23.11%	19.19%	22.99%	23.99%
归母净利润(百万元)	2120.73	2506.41	3032.37	3600.39	4586.71
YoY (%)	50.53%	18.19%	20.98%	18.73%	27.39%
毛利率 (%)	22.76%	19.96%	22.00%	21.00%	21.00%
每股收益(元)	0.51	0.57	0.69	0.82	1.05
ROE	15.68%	15.29%	15.61%	15.63%	16.61%
市盈率	8.79	8.61	5.77	4.86	3.82

数据来源:

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	4.55
股票代码:	6158
52周最高价/最低价(港元):	5.66/4.46
总市值(亿港元)	198.73
自由流通市值(亿港元)	198.73
自由流通股数(百万)	4,367.76



分析师: 由子沛

邮箱: youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话:

研究助理: 侯希得

邮箱: houxd@hx168.com.cn

研究助理: 肖峰

邮箱: xiaofeng@hx168.com.cn

相关研究

1. 业绩小幅下滑，盈利水平稳定

2020H1 年公司实现营业收入 145.4 亿元，同比增长 6.5%；归母净利润 8.8 亿元，同比下降 6.2%，净利润增速低于营收增速主要系所得税增至 11.1 亿元，同比增长 41.4%。

图 1 公司历年营业收入及增速

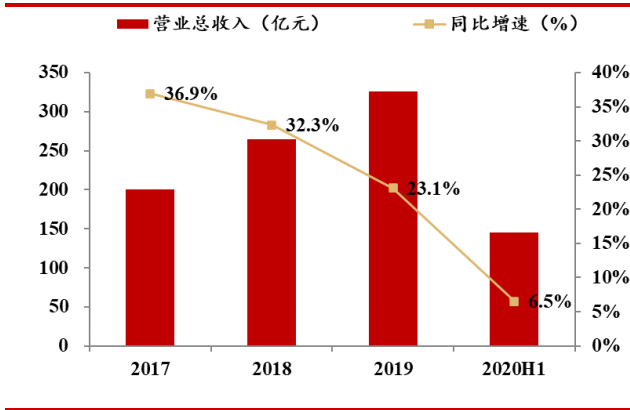
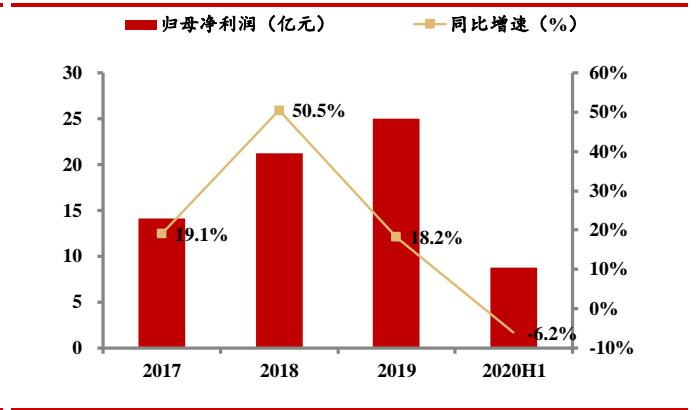


图 2 公司历年归母净利润及增速



盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率和销售净利率分别为 5.21%、20.31%和 8.76%，较上年同期下降 1.48pct、下降 0.01pct 和上升 0.12pct，整体盈利能力保持稳定。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率

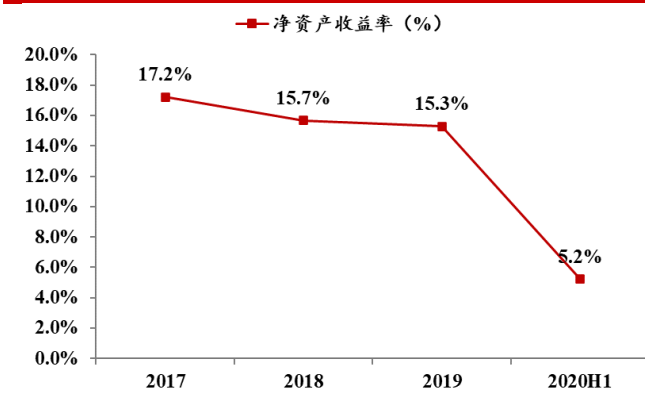
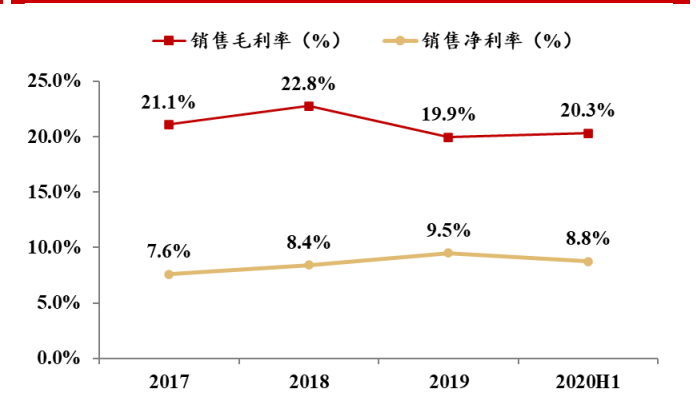


图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



费用率方面，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 3.13%、3.73%和 2.11%，较上年同期分别为上升 0.53pct、下降 0.10pct 及上升 0.59pct。公司期间费用率上升 1.02%，公司在疫情影响下基本维持期间费用率的稳定，体现了公司较强的成本管控能力。

图5 公司历年销售费用率和管理费用率

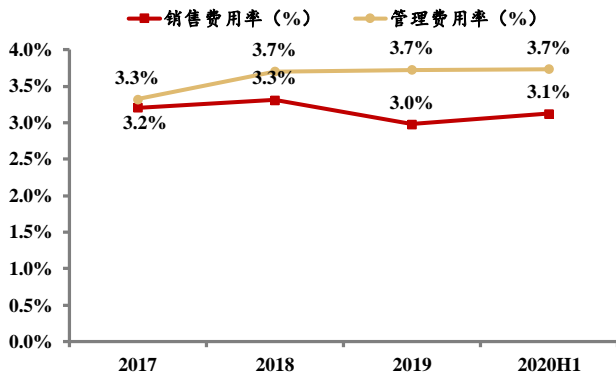
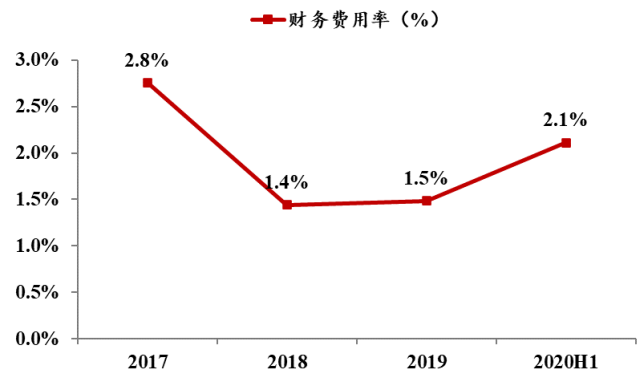


图6 公司历年财务费用率



2. 销售韧性十足，投资力度稳健

2020H1 公司实现销售金额 560.0 亿元，同比下降 4.5%；销售面积 365.5 万平方米，同比下降 4.0%，销售均价为 15321.4 元/平方米，同比下降 0.5%。公司在疫情影响下销售规模基本保持稳定，呈现出较强的韧性。

拿地方面，2020H1 公司新增计容建面 302.3 万平方米，同比增长 4.2%；对应拿地金额 177.8 亿元，同比下降 2.1%。公司拿地金额占当期销售金额的 31.8%，相比上年同期提高 0.8pct，投资强度保持稳健。从新增土储的能级分布来看，一线、二线和三四线分别占比 2%，56%和 42%，布局以二线和强三线高能级城市为主。从新增土储的区域分布来看，长三角、珠三角、京津冀和中西部分别占比 52%、20%、0%和 28%，公司重点布局长三角，在已拓展城市内继续深耕。

图7 公司历年销售金额及增速

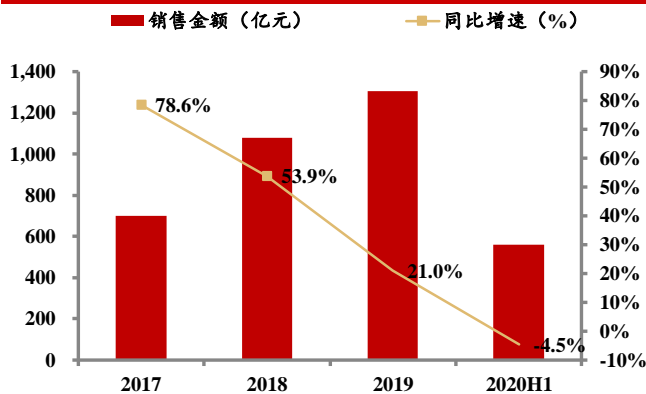


图8 公司历年销售面积及增速

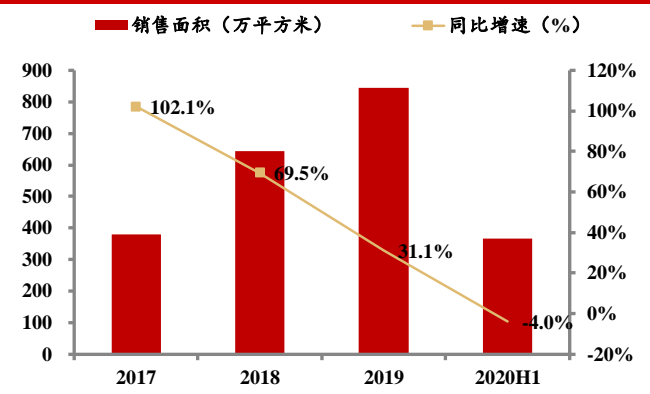


图 9 公司历年销售均价及增速

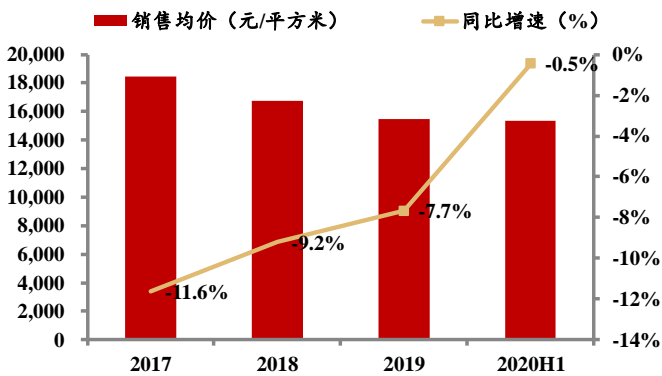


图 10 公司历年拿地金额与销售金额之比

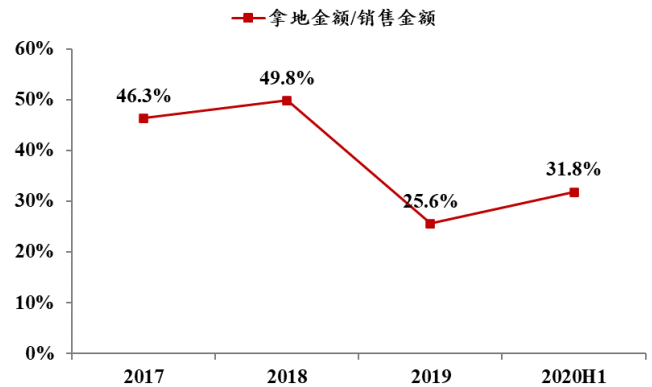


图 11 公司新增土储能级分布

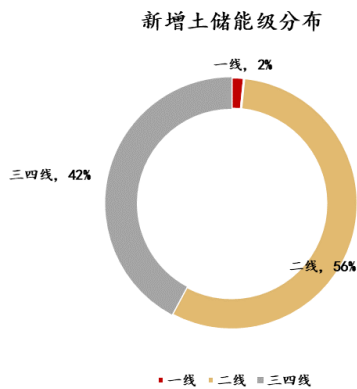
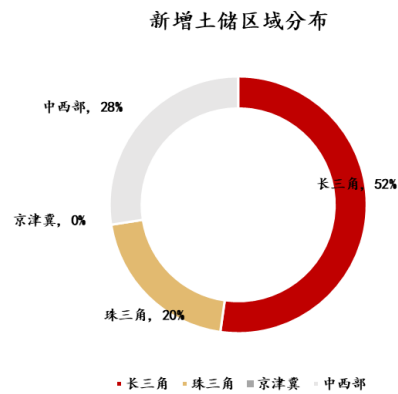


图 12 公司新增土储区域分布



3. 财务持续优化，融资成本下降

截至报告期末，公司资产负债率和净负债率分别为 82.73% 和 90.18%，较 19 年末增长 1.08pct 和下降 7.36pct，杠杆率有所优化。报告期末，公司在手现金及现金等价物为 335.81 亿元，同比增长 33.9%，现金短债比为 1.76，较去年末上升 0.34，短期偿债风险较低。此外，报告期内公司于境内、外市场新增融资的成本均有所下降，加权平均融资成本进一步下降至 7.0%。中诚信国际信用评级及大公国际资信评估给予本公司信用评级均为最高的 AAA 级别。

图 13 公司历年资产负债率

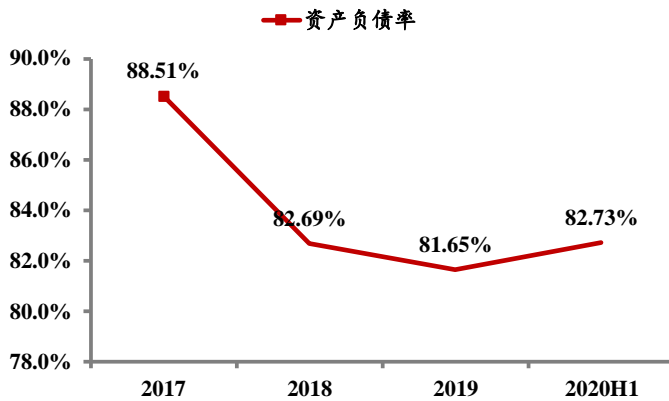


图 14 公司历年净负债率

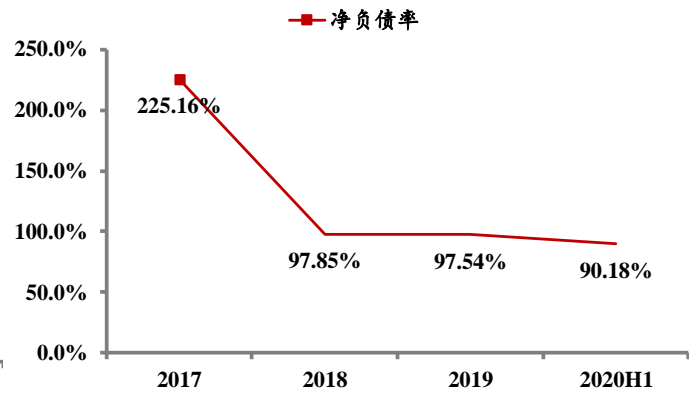


图 15 公司历年现金及现金等价物

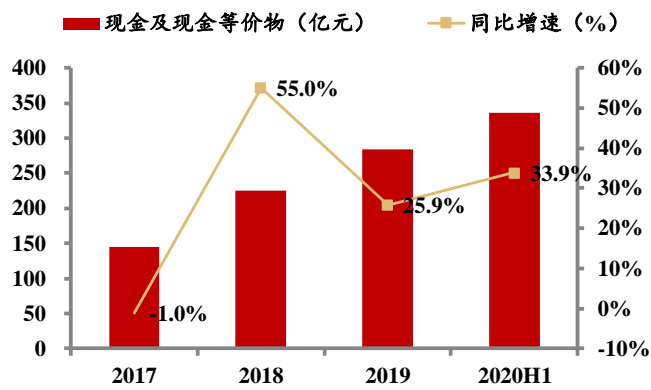
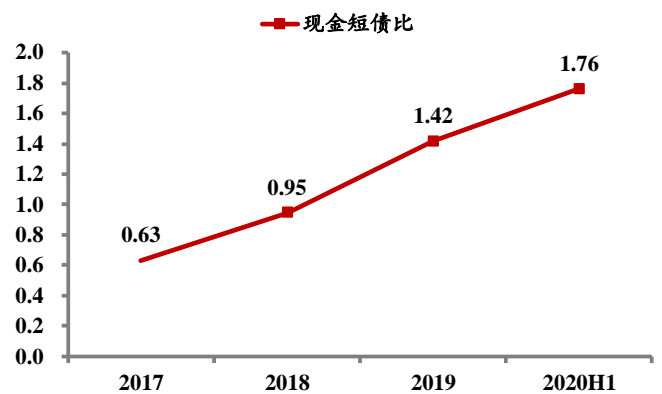


图 16 公司历年现金短债比



4. 盈利预测与投资建议

正荣地产业绩稳增，销售持续增长，土储布局优化，财务状况稳健。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.69/0.82/1.05 元，对应 PE 为 5.8/4.9/3.8 倍（1 港币兑换 0.8827 元人民币），首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 1 可比公司估值表

股票简称	最新收盘价	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
万科 A	27.81	3.35	4.03	4.81	5.66	8.30	6.90	5.78	4.91
金科股份	9.91	1.06	1.36	1.62	1.91	9.35	7.29	6.12	5.19
中南建设	9.60	1.10	1.91	2.39	2.76	8.73	5.03	4.02	3.48
正荣地产	4.01	0.57	0.69	0.82	1.05	8.61	5.77	4.86	

以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发
证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。