



信用等级通知书

信评委函字[2019]G181-1号

正荣地产控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“正荣地产控股股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年七月二十二日

正荣地产控股股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	正荣地产控股股份有限公司
发行规模	不超过 11 亿元（含 11 亿元）
债券期限	本期债券品种一为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券采用固定利率形式
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券

概况数据

正荣地控	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	89.58	131.85	257.38	266.40
总资产（亿元）	867.60	1,073.83	1,359.77	1,341.45
总债务（亿元）	374.89	424.89	442.68	449.32
营业总收入（亿元）	153.09	205.54	264.83	44.10
营业毛利率（%）	25.44	23.60	25.04	26.14
EBITDA（亿元）	19.98	24.89	34.01	-
所有者权益收益率（%）	12.22	10.35	9.80	4.69
资产负债率（%）	89.67	87.72	81.07	80.14
总债务/EBITDA（X）	18.76	17.07	13.01	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.67	0.84	0.98	-
净负债率（%）	211.89	173.33	74.94	99.39

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年末及 2019.Q1 长期应付款中的购房尾款资产证券化款项已调整至长期债务；
3、正荣地控 2019.Q1 所有者权益指标已经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“正荣地产控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定正荣地产控股股份有限公司（以下简称“正荣地控”或“公司”）主体信用级别为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了正荣地控在深耕区域内较为明显的竞争优势、销售业绩快速增长、土地储备相对优质、杠杆水平下降，融资渠道进一步拓宽等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧，公司短期债务占比较高，面临再融资压力，以及未来新增土地储备需求或进一步加大其资本支出压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正面

- 区域内较为明显的竞争优势。公司自成立以来持续深耕海峡西岸经济区，在福州闽侯地区及江西深耕区域积累了较为丰富的房地产开发经验和成熟的房地产开发能力，具备较强的区域竞争优势。
- 销售业绩快速增长。得益于快速扩张的业务规模和良好的区域布局，公司签约销售金额实现快速增长，2016~2018 年分别实现签约销售金额 362.32 亿元、701.53 亿元、1,080.17 亿元，近三年年均复合增长率为 65.80%。
- 土地储备相对优质。近年来正荣地控持续在四大核心区域拓展项目，土地储备多位于一线及周边和核心二线城市。截至 2018 年末，公司约 74% 的土地储备位于一、二线城市，其中福州、苏州、济南、南京和天津等城市土地储备面积占比较大，整体区域布局较好。
- 杠杆水平下降，融资渠道进一步拓宽。近年来

正荣地控与多家银行等金融机构保持良好合作关系及积极拓展资本市场融资渠道的同时严格控制债务规模增长，并通过增资及增加少数股东权益方式提升所有者权益水平，净负债率得到明显下降。此外，正荣地控控股股东正荣地产集团有限公司在香港联交所的成功上市，进一步拓宽其融资渠道。

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

宗志敏 zhmzong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年7月22日

关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 短期债务占比较高，面临再融资压力。近年来随着土地资源储备的获取以及在建项目投资的推进，公司短期债务规模占比持续偏高，债务期限结构有待进一步优化调整，未来面临一定的再融资压力。
- 新增土地储备需求或给其带来一定资本支出压力。截至2019年3月末，公司土地储备可售面积为1,904.94万平方米，与其目前销售及开工情况相比，其土地储备规模略显不足，未来新增土地储备需求或进一步加大其资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

正荣地产控股股份有限公司（以下简称“正荣地控”或“公司”）原名正荣地产控股有限公司，成立于 2015 年 7 月，初始注册资本为 10 亿元，股东为正荣集团有限公司（以下简称“正荣集团”）。2015 年 12 月，公司增加注册资本至 26.37 亿元，新增注册资本分别由正荣集团以货币形式认缴出资人民币 10 亿元和上海荣津投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海荣津”）以货币形式认缴出资 6.37 亿元；2015 年 12 月，公司变更为现名。2017 年 6 月正荣集团将其持有 81.54% 的正荣地控股权转让给福州骏泰商业管理有限公司（以下简称“福州骏泰”），上海荣津将其持有 18.46% 的股权转让给福州华策企业管理有限公司（以下简称“福州华策”）。2018 年 6 月，股东对公司增资 31.5 亿元，福州骏泰和福州华策按原持股比例分别认缴 25.69 亿元和 5.81 亿元，均为货币出资且已到位。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 66 亿元，股东为福州骏泰和福州华策，分别持有公司的股权比例为 81.54% 和 18.46%，正荣地产集团有限公司（以下简称“正荣地产集团”）通过多层股权架构全资控股正荣地控，公司实际控制人为自然人欧宗荣、欧国强、欧国伟父子，三者为一致行动人。正荣地产集团于 2014 年在开曼群岛注册成立，系公司境外间接控股股东。2018 年 1 月 16 日，正荣地产集团在香港联交所成功上市，股票代码 6158.HK。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,359.77 亿元，所有者权益 257.38 亿元（含少数股东权益，下同），资产负债率为 81.07%。2018 年，公司实现营业收入 264.83 亿元，取得净利润 25.22 亿元。

截至 2019 年 3 月 31 日，公司资产总额 1,341.45 亿元，所有者权益 266.40 亿元（含少数股东权益，下同），资产负债率为 80.14%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.10 亿元，取得净利润 3.13 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

基本条款	
债券名称	正荣地产控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行总额	不超过 11 亿元（含 11 亿元）
债券期限	本期债券品种一为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券采用固定利率形式
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

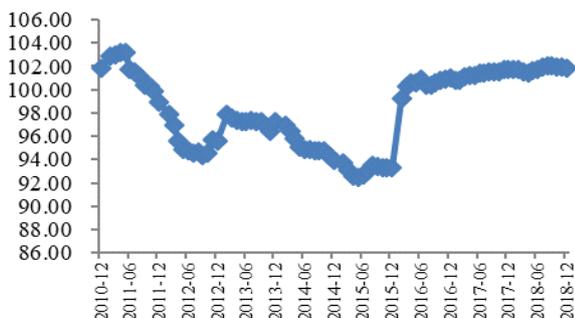
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持

续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升，9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月，国房景气指数小幅回落，12 月为 101.85 点，比 9 月份下降 0.16 点。

图 1: 2011~2018 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2: 2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53% 至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2% 和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9% 和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2: 2016~2018 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

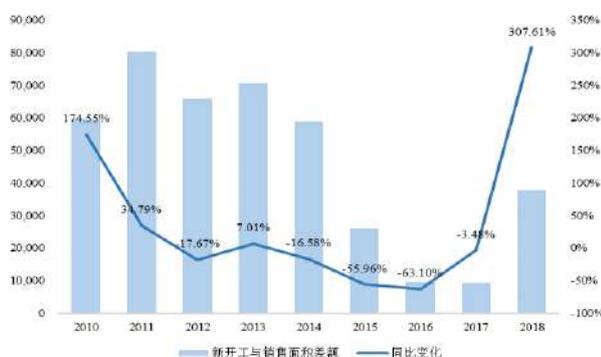
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增

长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。

图3：2010~2018年商品房新开工与销售面积差额

单位：万平方米

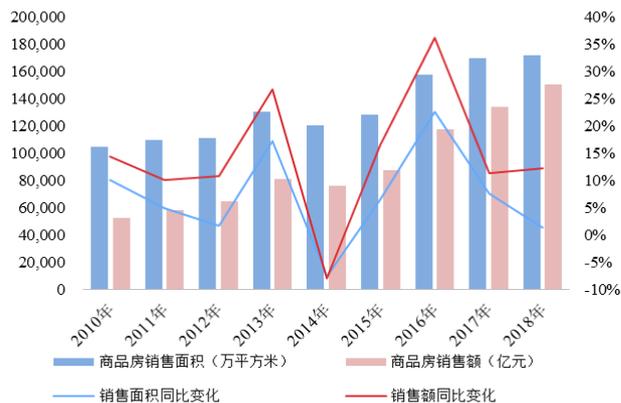


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.47个百分点，受房地产

调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售额同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售额同比增长0.7%。

图4：2010~2018年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

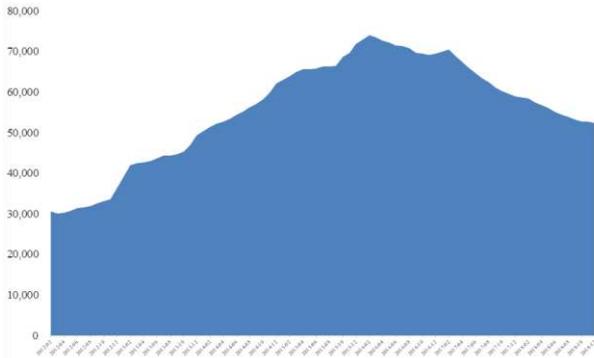
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售额79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售额33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售额31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售额5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年下降2.1个百分点。分城市能级来看，2018年12月，一线城市住宅均价达41,368元/平方米，较上年同期增长0.4%，增速同比下降1.0个百分点；二线城市住宅均价达13,582元/平方米，较上年同期增长7.1%，增速同比下降0.6个百分点；而三线城市住宅均价达9,061元/平方米，较上年同期增长8.7%，增速同比下降3.8个百分点¹。受2016年10月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分

别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67% 至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，

土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从2010年的不足20个大幅增加至近50个。2014年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。

2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼

区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有50余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018年6月，北京、上海等30个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018年8月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。2018年1月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年3月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并

举的住房制度。同年4月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年12月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒

的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松

的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67%和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和

126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28% 和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；2018 年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 8.99%，增速同比下降 0.43 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房

企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP20 房企销售额占比达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 4：2016-2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

较为明显的区域竞争优势

公司实际控制人欧宗荣于 1998 年在福州市开始投资组建正荣集团开展房地产业务，次年成立子公司江西省正荣房地产开发有限公司（以下简称“江西正荣”），自成立以来持续深耕海峡西岸经济

区，在福州市（尤其在闽侯地区）及江西区域积累了较为丰富的项目开发经验。同时，公司自全国化布局以来，加快长三角区域拓展，在苏州、南京等地区销售排名靠前。正荣地控是正荣地产集团境内房地产发展业务的唯一平台，继承了正荣集团丰富的经验和成熟的房地产开发能力。2018 年公司在福州、南昌、苏州、南京区域销售排名居于前十，具有较为明显的区域竞争优势。从土地储备来看，截至 2019 年 3 月末，公司在海西经济区的土地储备为 509.72 万平方米，占土地储备总额的 26.76%，其中福州区域在海西经济区的土地储备占比为 47.39%，江西区域（南昌、吉安、赣州和宜春）占海西经济区的土地储备的比重为 27.97%；此外公司在苏州、南京地区土地储备规模分别为 198.40 万平方米和 115.02 万平方米，占土地储备规模的比重分别为 10.42% 和 6.04%，为其区域竞争实力的保持提供支撑。

相对优质的土地储备

自 2013 年全国化布局以来，公司专注于四大核心区域内一、二线城市的住宅物业开发，主要开发以具有改善型住房需求的中等至中高收入家庭为对象的中高档住宅物业，在土地及项目储备的区位选择上以目标城市的优质地段为主。同时，公司与第三方合作，通过合营企业联合收购地块及联合开发物业项目，上述策略使得公司能够以较合理的价格收购较合意地段以进行扩张。截至 2019 年 3 月末公司在长三角经济区、海西经济区、中西部经济区和环渤海经济圈的 land 储备可售面积占比分别为 35.37%、26.76%、21.73% 和 14.22%，其中福州、苏州、济南、天津和南京等城市土地储备可售面积占比较大，分别为 12.68%、10.42%、7.16%、7.06% 和 6.04%，且约有 75.96% 的土地位于一、二线城市。相对优质的土地储备为公司未来经营业绩的保持提供了支持。

业务运营

公司主要从事住宅物业开发，并依托住宅项目拓展商业物业领域。作为正荣地产集团旗下境内开展房地产业务的唯一平台，正荣地控沿承正荣集团

18 年的地产开发经验，秉持“聚焦城市群发展、坚持城市深耕”的战略，目前已覆盖长三角、环渤海、中部、西部、海西、珠三角等六大区域，进入上海、南京、苏州、合肥、天津、济南、武汉、长沙、郑州、西安、成都、福州、南昌、佛山等 28 座城市。同时，公司立足“改善大师”的产品定位，为满足中高端改善型客户需求，打造出“正荣府”、“正荣紫阙台”及“正荣·云麓”三大产品品牌，以及上海虹桥正荣中心高端商办项目，西安正荣彩虹谷妇幼主题型商业项目等一系列商业物业产品系列。

表 5：2016~2018 年及 2019.Q1 公司营业收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2016	2017	2018	2019.Q1
物业销售	152.39	204.34	261.98	43.58
租金收入	0.50	0.78	1.14	0.29
物业管理收入	0.20	0.42	1.71	0.23
合计	153.09	205.54	264.83	44.10

注：物业管理收入包括物业管理服务收入及场地管理收入。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

得益于良好的销售情况，近年公司收入规模快速增长。2016~2018 年公司分别实现营业收入 153.09 亿元、205.54 亿元和 264.83 亿元，近三年复合增长率达 31.53%。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于物业销售，2016~2018 年物业销售收入占比分别为 99.54%、99.42% 和 98.92%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.10 亿元，同比增长 21.55%，物业销售收入占比为 98.82%。

房地产开发与销售

项目运营方面，2016~2018 年，公司新开工面积分别为 91.64 万平方米、404.00 万平方米和 1,368.18 万平方米，近年来公司房地产开发业务规模扩张迅速，公司加快开发进度，新开工面积增长幅度较大；同期，竣工面积分别为 370.13 万平方米、199.02 万平方米和 150.25 万平方米，其中 2018 年末竣工面积同比下降 24.51%，主要系公司前期开发节奏调整所致，竣工项目主要分布在南昌、莆田、上海、南京、福州等地，上述区域已竣工面积占比分别为 21.15%、16.61%、10.27%、9.41% 和 8.83%。2019 年 1~3 月，公司新开工面积为 85.11 万平方米，同期，竣工面积为 14.34 万平方米。

表 6: 2016~2018 年及 2019.Q1 公司房地产开发情况

单位: 万平方米、个

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
项目数量	50	91	145	155
新开工面积	91.64	404.00	1,368.18	85.11
竣工面积	370.13	199.02	150.25	14.34
期末在建面积	426.91	631.89	1,849.83	1,920.59

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 近年来正荣地控房地产项目销售规模呈现增长态势。2016~2018 年公司分别实现签约销售面积(全口径) 187.60 万平方米、379.54 万平方米和 644.3 万平方米, 近三年复合增长率为 85.32%; 分别实现签约销售金额(全口径) 392.92 亿元、701.53 亿元和 1,080.17 亿元, 近三年复合增长率为 65.80%。销售均价方面, 受区域布局变化影响, 近年来公司销售均价呈逐年下降趋势, 2016~2018 年分别为 19,429 元/平方米、18,484 元/平方米和 16,765 元/平方米。同期, 公司实现权益销售金额分别为 362.32 亿元、470.05 亿元和 561.42 亿元, 权益销售占比(权益销售金额/全口径签约销售金额) 分别为 92.21%、67.00%和 51.98%。近年来公司不断加大合作项目, 权益销售占比持续下降。2019 年 1~3 月, 公司签约销售面积及销售金额(全口径) 分别为 164.95 万平方米和 250.45 亿元, 签约销售均价为 15,184 元/平方米; 同期实现权益销售金额 144.21 亿元, 权益销售占比为

57.58%。

表 7: 2016~2018 年及 2019.Q1 公司房地产开发业务经营情况

单位: 万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售面积	187.60	379.54	644.3	164.95
销售金额	392.92	701.53	1,080.17	250.45
销售均价	19,429	18,484	16,765	15,184
结算面积	137.47	151.59	150.07	28.41
结算金额	152.39	204.34	261.98	43.58
结算均价	11,085	13,480	17,458	15,336

注: 表中销售面积、销售金额为全口径数据; 结算面积、结算金额为并表口径数据。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从签约销售区域分布来看, 公司销售主要分布在长三角经济区和海西经济区, 2018 年公司在长三角经济区和海西经济区销售金额占比分别为 52.7%和 25.8%, 在环渤海经济圈和中西部经济区的销售占比分别为 5.6%和 15.9%。从各城市的销售情况来看, 2018 年公司在苏州、南京、南昌和上海(包含嘉兴)的销售金额占比较大, 分别为 18.6%、13.4%、12.8%和 10.5%。2019 年 1~3 月, 公司在长三角经济区和海西经济区销售金额占比分别为 44.79%和 23.50%, 在环渤海经济圈和中西部经济区的销售占比分别为 13.28%和 18.43%。从各城市的销售情况来看, 2019 年 1~3 月公司在苏州、南京、福州、上海(包含嘉兴)和南昌的销售金额占比较大, 分别为 15.74%、11.51%、10.78%、9.46%和 8.45%。

表 8: 2018 年公司签约销售区域分布情况

单位: 万平方米、亿元、元/平方米

	区域/城市	项目数量	签约销售面积	均价	签约销售金额	签约金额占比
长三角经济区	上海&嘉兴	12	56.18	20,143.41	113.17	10.5%
	南京	9	51.08	28,400.63	145.07	13.4%
	滁州	2	13.26	10,166.12	13.48	1.2%
	苏州	22	135.98	14,782.67	201.01	18.6%
	合肥	5	54.77	17,717.46	97.03	9.0%
中西部经济区	武汉	4	35.98	18,331.50	65.95	6.1%
	长沙	5	44.28	13,008.37	57.61	5.3%
	郑州	2	21.89	13,106.60	28.69	2.7%
	成都	1	6.81	8,000.00	5.45	0.5%
环渤海经济区	西安	1	9.03	15,900.00	14.36	1.3%
	济南	1	8.00	12,000.00	9.60	0.9%
	天津	6	20.02	25,253.89	50.56	4.7%
海西经济区	福州&南平	16	64.09	16,238.94	104.08	9.6%
	莆田	9	19.67	18,412.92	36.22	3.4%
	南昌	15	103.25	13,353.84	137.87	12.8%
合计		110	644.30	16,765.05	1,080.17	100.0%

注: 表中签约销售面积、签约销售金额为全口径数据。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

结算方面，得益于签约销售额持续增长及项目逐步结转，近年来公司房地产业务结算金额持续扩大。2016~2018 年房地产结算面积分别为 137.47 万平方米、151.59 万平方米和 150.07 万平方米；同期结算金额分别为 152.39 亿元、204.34 亿元和 261.98 亿元。结算均价方面，2016~2018 年公司结算均价分别为 11,085 元/平方米、13,480 元/平方米和 17,458 元/平方米，结算均价亦呈持续上升态势，主要系近年结转收入城市逐步集中于长三角地区均价较高的城市所致。结算区域分布方面，2018 年长三角经济区结算金额为 205.41 亿元，占结算金额总额的 78.5%；海西区域结算金额为 44.26 亿元，占结算金额总额的 16.9%。从城市来看，公司在南京、上海、福州、苏州和莆田等城市结算金额占比较大，分别为 43.4%、25.4%、9.9%、9.7%和 4.3%。2019 年 1~3 月，公司结算面积和结算金额分别为 28.41 万平方米和 43.58 亿元，同期结算均价为 15,336 元/平方米，公司在上海、南京、南昌、苏州和长沙等城市结算金额占比较大，分别为 31.69%、25.77%、15.37%、12.60%和 12.05%。

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司在建项目（含合营）规划总建筑面积合计 2,320.77 万平方米，在建面积为 1,920.59 万平方米，产品类型主要以住宅为主。项目区域分布方面，截至 2019 年 3 月末，公司在建项目在长三角经济区和海西经济区面积占比分别为 40.44%和 31.71%。从城市分布来看，公司 2019 年 3 月末在建项目面积占比前五大城市分别为苏州、福州、南京、合肥和济南，分别为 14.83%、13.96%、6.96%、6.81%和 6.70%。项目投资方面，截至 2019 年 3 月末，公司在建项目计划总投资合计 2,315.54 亿元，累计已投资 1,376.17 亿元，尚需投资 939.37 亿元。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目区域分布情况

单位：万平方米

	城市	在建建筑面积	占比
长三角经济区	苏州	284.74	14.83%
	南京	133.62	6.96%
	合肥	130.88	6.81%
	嘉兴	86.13	4.48%
	上海	53.57	2.79%
	滁州	34.23	1.78%
	徐州	26.98	1.40%
	无锡	20.65	1.08%
	六安	5.90	0.31%
	中西部经济区	武汉	70.35
长沙		66.42	3.46%
郑州		50.27	2.62%
西安		28.06	1.46%
襄阳		27.17	1.41%
重庆		11.31	0.59%
许昌		7.95	0.41%
环渤海经济区	济南	128.77	6.70%
	天津	127.10	6.62%
海西经济区	福州	268.11	13.96%
	莆田	96.30	5.01%
	南昌	84.59	4.40%
	吉安	62.18	3.24%
	赣州	60.90	3.17%
	漳州	15.81	0.82%
	泉州	11.56	0.60%
珠三角经济区	宜春	9.52	0.50%
	佛山	17.53	0.91%
总计		1,920.59	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营性物业方面，截至 2019 年 3 月末，公司已经投入使用的经营性房地产共有 6 个，包括莆田时代广场、莆田正荣财富中心、南昌大湖之都超市、福州财富中心、长沙财富中心和景恒广场。其中长沙财富中心和景恒广场为 2017 年新开业项目。出租率方面，除景恒广场外，其余项目出租率均维持在 90%以上，运营情况良好。租金收入方面，2016~2018 年公司经营性物业租金收入分别为 0.52 亿元、0.78 亿元和 1.11 亿元，呈逐年上升趋势，2019 年 1~3 月，公司经营性物业租金收入为 0.31 亿元。

表 10：2016~2018 年及 2019.Q1 公司已投入使用的投资性房地产经营情况

单位：平方米、万元

区域	项目名称	开业时间	2016 年			2017 年			2018 年			2019.Q1		
			可供出租的建筑面积	出租率	租金收入	可供出租的建筑面积	出租率	租金收入	可供出租的建筑面积	出租率	租金收入	可供出租的建筑面积	出租率	租金收入
莆田	莆田正荣时代广场	2012 年	32,681	100%	1,066.20	32,681	100%	997.95	32,681	100%	1,191.63	32,681	100%	319.01
莆田	莆田正荣财富中心	2015 年	107,140	95%	3,179.20	107,140	95%	4,124.92	107,140	96%	5,331.97	107,140	90%	1,451.79
南昌	大湖之都项目超市	2014 年	15,972	100%	918.90	15,972	100%	489.80	15,972	100%	556.30	15,972	100%	154.30
福州	福州财富中心	2016 年	40,787	90%	50.40	40,787	97%	1,303.82	40,787	98%	1,921.57	40,787	97%	600.78
长沙	长沙财富中心	2017 年	-	-	-	47,244	92%	836.35	47,244	92%	1,518.44	47,244	95%	311.83
西安	景恒广场	2017 年	-	-	-	76,700	69%	0.00	76,700	81%	577.81	76,700	83%	253.73
合计			196,580		5,215	320,524		7,753	320,524		11,098	320,524		3,091.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

近年来公司加大拿地力度，土地储备量持续扩大。2016 年公司在南京、天津、福州、长沙、武汉等地获取 15 个项目，新增土地储备面积为 312.16 万平方米，大部分通过招拍挂方式获取。2017 年，公司战略性地收购高质量土地，在一、二线城市或具有高增长潜力城市获取 41 个项目，新进入的城市包括郑州、合肥、济南、嘉兴和滁州，当年新增土地储备面积和金额分别为 727.65 万平方米和 325.10 亿元，较上年分别上升 133.10% 和 82.39%。2018 年以来，公司继续加大拿地节奏，公司在苏州、济南、天津、南京、嘉兴、徐州、福州、南昌等城市新拓展项目 57 个，新增土地储备面积 1,114.20 万平方米，新增土地储备单价为 4,829 元/平方米，拿地方式多为合作开发模式。截至 2018 年末，公司土地储备总建筑面积²上升至 2,456 万平方米，较 2017 年末上升 60.94%，其中已售未交付面积为 606.9 万平方米，可售面积³为 1,849.10 万平方米，可售面积楼面均价为 4,892.65 元/平方米，权益后土

地储备总建筑面积(含已售未交付面积)为 1,298.99 万平方米。2019 年 1~3 月，公司新拓展项目 7 个，位于西安、天津、福州、泉州和徐州，新增土地储备面积 123.36 万平方米，新增土地储备单价为 6,402 元/平方米。截至 2019 年 3 月末，公司土地储备总建筑面积上升至 2,583 万平方米，其中已售未交付面积为 678 万平方米，可售面积为 1,904.94 万平方米，可售面积楼面均价为 4,608.60 元/平方米，权益后土地储备总建筑面积(含已售未交付面积)为 1,440.36 万平方米。与目前销售及开工情况相比，公司土地储备规模略显不足，未来新增土地储备需求或进一步加大其资本支出压力。

表 11：2016~2018 年及 2019.Q1 公司土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
新拓展项目	15	41	57	7
新增土地储备面积	312.16	727.65	1,114.20	123.36
新增土地储备单价	5,710.00	4,467.76	4,829	6,402
新增土地储备金额	178.24	325.10	538.02	78.98
期末土地储备总建筑面积	913	1,526	2,456	2,583

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司拥有项目的区域分布来看，公司土地储

² 土地储备建筑面积=已竣工项目未交付面积+在建项目未交付面积+拟建项目面积。

³ 可售面积=已竣工项目未售面积+在建项目未售面积+拟建项目面积。

备主要分布在四大核心区域的 28 个城市，2019 年 3 月末公司在长三角经济区、海西经济区、中西部经济区和环渤海经济圈的储备可售面积占比分别为 35.37%、26.76%、21.73% 和 14.22%，其中福州、苏州、济南、天津和南京等城市土地储备可售面积占比较大，分别为 12.68%、10.42%、7.16%、7.06% 和 6.04%，且约有 75.96% 的土地位于一、二线城市，土地储备相对优质。

表 12：截至 2019 年 3 月末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米

	城市	土地储备可售面积	占比
长三角经济区	苏州	198.40	10.42%
	南京	115.02	6.04%
	合肥	101.33	5.32%
	上海	77.09	4.05%
	徐州	64.90	3.41%
	嘉兴	52.80	2.77%
	六安	43.46	2.28%
	无锡	15.01	0.79%
	滁州	5.72	0.30%
中西部经济区	长沙	101.11	5.31%
	武汉	84.95	4.46%
	郑州	74.92	3.93%
	西安	70.57	3.70%
	重庆	51.80	2.72%
	襄阳	22.87	1.20%
	许昌	7.04	0.37%
	成都	0.75	0.04%
环渤海经济区	济南	136.35	7.16%
	天津	134.52	7.06%
海西经济区	福州	241.53	12.68%
	莆田	83.34	4.37%
	南昌	58.69	3.08%
	吉安	42.04	2.21%
	赣州	30.24	1.59%
	泉州	26.59	1.40%
	漳州	15.68	0.82%
珠三角经济区	宜春	11.61	0.61%
	佛山	36.61	1.92%
总计		1,904.94	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，公司房地产开发业务由海西经济区逐步向长三角等地区进行渗透，运营模式较为成熟，具备较强的区域品牌效应及竞争优势，同时，

公司加强了在一、二线城市的土地储备。但中诚信证评亦关注到，与目前销售及开工情况相比，公司土地储备规模略显不足，未来新增土地储备需求及储备项目后续建设投入，或进一步加大其资本支出压力。

公司治理

治理结构

作为集团境内房地产业务的唯一平台，正荣地控已根据《公司法》、《公司章程》等相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系；选举了公司董事并聘请了总经理、财务总监等高级管理人员，形成了有效制衡、独立运作的现代公司治理结构。

公司股东大会由全体股东组成，是正荣地控的权力机构，决议以股东决定的形式出具。根据《公司章程》，公司设立董事会，对股东大会负责，董事会由 5 名董事组成，董事会设董事长 1 人；公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘；公司在董事会下设总裁和三个委员会，分别为审计委员会、提名委员会和薪酬委员会。公司设置监事会，由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。根据《公司法》、《公司章程》等规定，监事会负责对董事以及高级人员进行监督，依法维护公司和公司全体股东的合法权益，对股东负责并报告工作；管理层负责组织实施股东会及董事决议事项，主持企业日常经营管理工作。

内部控制

公司在工程管理、财务管理、投资管理、运营管理等方面制订了详细而规范的管理制度文件。

成本管理方面，公司实行工程管理的三级管控体系，即股份公司工程成本部工程业务线、城市公司工程管理部与项目部；单项目或未单独成立工程管理部的城市公司，工程管理实行二级管控体系，即公司工程成本部工程业务线和城市公司工程部或项目部。同时，公司对造价线、工程线制定了内部奖惩措施，对工程工作检查也设置了考评及奖惩办法。

财务管理方面，公司制定了财务报销与支付管

理制度、财务信息系统管理办法、票据管理制度和现金管理制度等财务管理制度。此外，针对存货管理公司建立了以实现市场价值为基础的存货管理方法，即根据项目的估计可变现市值进行季度审核，并可能制定额外的或调整投资计划及产品定位、设计、销售价格及营销方案。

投资管理方面，投资发展部每年须根据公司的发展战略，在编制年度经营计划时，提出年度拓展计划，提出进入的备选城市、计划实施的项目类型等。投资发展部根据年度拓展计划，组织营销管理部负责对具体城市房地产市场进行系统研究与实地勘察，落实项目背景，形成《城市市场分析报告》，完成对该城市的基本判断。由公司总裁、副总裁、财务总监、工程技术总监、法律顾问以及审计监察部、投资发展部、营销管理部、工程造价部、计划财务部、资金管理部、产品研发部、子公司经营层等相关负责人组成专家委员会，负责对项目可行性研究报告进行审议，审议结果供董事长作决策参考。

战略规划

从区域战略来看，公司将加强在现有市场的领先地位，同时战略进军中国其他具有潜力的市场。为实现“聚焦城市群发展、坚持城市深耕”的战略，公司目前正扩大在该区域及城市的经济规模 and 市场份额。公司基于现有的地理位置和对房地产市场的增长潜力的判断，以其深耕战略、品牌效益、成熟经验有选择性地进军新城市，如北京、合肥、郑州等。

从主营业务的发展来看，公司将利用平衡及有条理的方式发展房地产项目，并同时关注增长的质量。公司将继续推行“逆周期土地收购策略”，以具有竞争力的成本取得更多优质地块；同时改进内部土地收购与评估程序，并进一步改善目标市场研究分析能力。公司将根据严格的内部审核程序开展全面深入的市场研究、可行性研究和预测后，方可作出土地收购决定。同时，公司将利用多元化的投资策略物色新增长机会。例如通过合营企业与其他第三方开发商合作或通过收购拥有土地使用权公司的股权向第三方收购土地。此外，公司拟进一步扩

大商业及多功能房地产开发，并由选择地增加投资物业组合，以维持均衡全面的业务组合。

从财务政策来看，公司将继续致力于审慎的财务政策及优化资本结构。公司计划继续坚持本身及行业财务政策以及审慎的财务及成本管理措施，致力于更有效地利用公司运营资金。公司已采纳并致力于改善各项措施，以控制成本并监控现金流量。公司将继续坚持营运方面所建立的动态可实现市场价值的库存管理办法，通过检讨资本负债比例及杠杆比率，更加密切地检查公司资本及负债水平。

财务分析

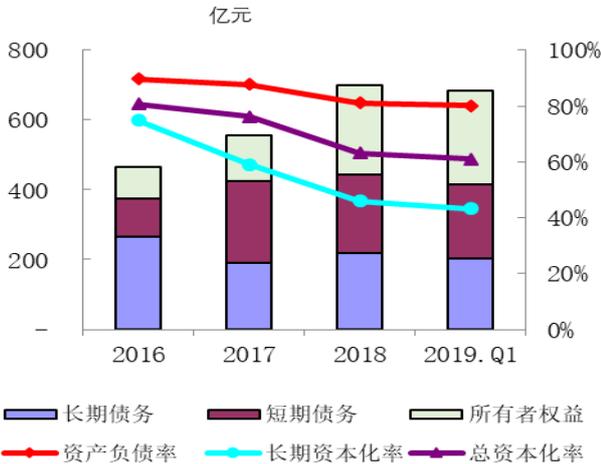
以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

近年公司业务发展较快，资产规模快速扩张。2016~2018 年末，公司总资产分别为 867.60 亿元、1,073.83 亿元和 1,359.77 亿元，近三年复合增长率为 25.19%；同期，公司负债总额分别为 778.01 亿元、941.97 亿元和 1,102.39 亿元，近三年复合增长率为 19.03%，亦呈快速增长趋势。所有者权益方面，得益于公司股东增资、利润留存及少数股东权益增加，其自有资本增长较快，2016~2018 年末公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 89.58 亿元、131.85 亿元和 257.38 亿元，近三年复合增长率为 69.50%。此外，公司 2017 年发行的永续债权融资计划计入了所有者权益中的其他权益工具，2017 年末金额为 29.74 亿元，占当期末所有者权益的比重为 22.56%，2018 年末金额为 30.08 亿元，占当期所有者权益的比重为 11.69%。财务杠杆方面，2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 89.67%、87.72% 和 81.07%；同期净负债率分别为 211.89%、173.33% 和 74.94%，若将永续债调整至负债，则公司 2017 年末资产负债率为 90.49%，净负债率为 223.83%，2018 年末资产负债率为 83.28%，净负债率为 84.86%，财务杠杆比率下降较为明显。截至 2019 年 3 月末，公司总资产规模为 1,341.45 亿元，

负债总额为 1,075.05 亿元，所有者权益为 266.40 亿元，资产负债率和净负债率分别为 80.14% 和 99.39%，若将永续债调整至负债，则公司 2019 年 3 月末资产负债率和净负债率分别为 82.38% 和 124.77%。

图 7：2016~2018 年及 2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 780.27 亿元、959.56 亿元和 1,215.19 亿元，占总资产的比重分别为 89.93%、89.36% 和 89.37%。公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和其他流动资产构成。具体来看，随着公司房地产开发项目规模的扩展，公司存货规模持续增长，2016~2018 年末，公司存货规模分别为 539.92 亿元、598.33 亿元和 746.60 亿元，近三年复合增长率为 17.59%；同期末公司货币资金规模分别为 185.07 亿元、196.34 亿元和 249.78 亿元，2018 年货币资金同比增长 27.22%，其中受限制的货币资金规模为 21.61 亿元；同期末，公司其他应收款规模为 29.27 亿元、118.12 亿元和 184.50 亿元，近三年复合增长率为 151.05%，随着合联营项目增多，公司其他应收款规模增长较快。2018 年末，公司一年以内的其他应收款占比为 96.08%，主要为应收关联方款项、应收少数股东款项和应收合作土地款，前五大应收对象为福州市瑞海投资有限公司、佛山迅茂房地产开发有限公司、武汉正荣正升置业有限公司、昆山广电鸿辉房地产开发有限公司和桐乡市豪礼投资管理有限公司，五项合计占全部其他应收款的比重为 22.60%；同期

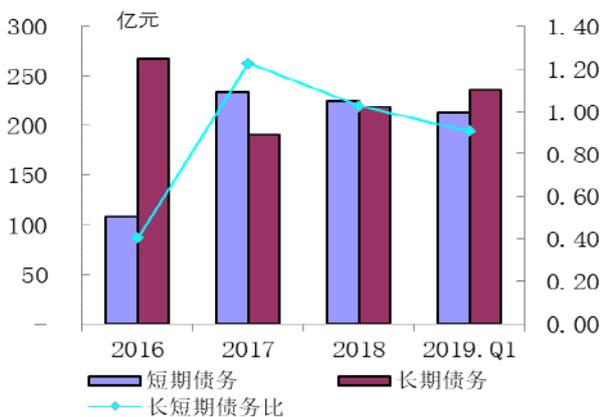
末，公司其他流动资产分别为 22.34 亿元、23.24 亿元和 32.39 亿元，近三年复合增长率为 20.41%，公司其他流动资产主要由房地产销售预缴税费构成。非流动资产方面，公司非流动资产主要为长期股权投资和投资性房地产，2016~2018 年末，公司长期股权投资分别为 0.47 亿元、16.12 亿元和 34.36 亿元，近三年复合增长率为 756.03%，公司合联营项目增多使得长期股权投资大幅增加；同期末公司投资性房地产为 74.22 亿元、85.43 亿元和 84.62 亿元，公司投资性房地产主要由持有型物业构成，2017 年公司新增长沙财富中心和景恒广场两处持有型物业使得投资性房地产规模较上年有所增加，2018 年与上年规模基本持平。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产为 1,197.24 亿元，占总资产的比重为 89.25%，其中存货、货币资金、其他应收款和其他流动资产规模分别为 756.38 亿元、184.54 亿元、222.07 亿元和 32.58 亿元。同期公司非流动资产规模为 144.20 亿元，占总资产的比重为 10.75%，其中为长期股权投资和投资性房地产规模分别为 34.13 亿元和 84.62 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。2016~2018 年，公司应付账款分别为 50.41 亿元、51.15 亿元和 82.13 亿元，近三年复合增长率为 27.64%，主要为应付工程款；同期末公司预收账款分别为 326.13 亿元、393.24 亿元和 459.84 亿元，近三年复合增长率为 18.74%，主要为房地产销售预收款项，随着公司房地产开发项目数量增长及销售进度的有序推进，公司预收账款规模持续扩大；同期末，公司其他应付款分别为 8.68 亿元、50.91 亿元和 83.08 亿元，近三年复合增长率为 209.32%，受合联营项目增长影响，公司其他应付款规模大幅增加，主要为应付合作土地款、少数股东款项及关联方款项，2018 年前五大应付对象为正款（上海）房地产开发有限公司、芜湖晋智房地产开发有限公司、保利（天津）房地产开发有限公司、上海盈樊贸易有限公司和中粮鸿云置业南京有限公司，五项合计占全部其他应付款的比重为 32.05%。截至 2019 年 3 月末，

公司应付账款、预收款项和其他应付款规模分别为 53.36 亿元、475.88 亿元和 69.08 亿元。

从债务规模来看，2016~2018 年末公司总债务分别为 374.89 亿元、424.89 亿元和 442.68 亿元，近三年复合增长率为 8.67%，同期长短期债务比分别为 0.40 倍、1.23 倍和 1.02 倍；截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模为 449.32 亿元，长短债务比为 0.91 倍，公司债务期限结构有待进一步优化。

图 8：2016~2018 年及 2019.Q1 公司债务期限结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从所有者权益的构成来看，截至 2018 年末，公司所有者权益为 257.38 亿元，主要由股本、资本公积、未分配利润、其他权益工具和少数股东权益构成，年末金额分别为 66.00 亿元、24.72 亿元、47.70 亿元、30.08 亿元和 79.64 亿元，同比分别增长 91.30%、2.61%、81.06%、1.14%和 643.56%。2018 年公司股本增长幅度较大，主要系公司 2018 年 6 月增加注册资本 31.5 亿元；同期公司未分配利润同比增长 81.06%，主要系随着公司业绩持续增长，利润留存规模加大；此外，公司合联营项目增多使得少数股东权益大幅上升。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 266.40 亿元，股本、资本公积、未分配利润、其他权益工具和少数股东权益规模分别为 66.00 亿元、24.81 亿元、51.01 亿元、30.08 亿元和 85.25 亿元。

总体来看，随着近年公司房地产开发业务持续扩大，公司资产规模上升较快，得益于股东增资、利润留存和少数股东权益增长，公司所有者权益大幅增长，财务杠杆比率下降明显。但中诚信证评亦关注到，公司有息债务中短期债务占比较高，债务

期限结构有待进一步优化调整。

流动性

随着业务规模的扩大，近年公司流动资产规模呈上升趋势。2016~2018 年末，公司流动资产分别为 780.27 亿元、959.56 亿元和 1,215.19 亿元，占当期末总资产的比重分别为 89.93%、89.36%和 89.37%。从流动资产结构看，公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成，2016~2018 年末，公司货币资金和存货合计占各期末流动资产的比重分别为 92.92%、82.82%和 81.99%，随着公司其他应收款规模扩大，货币资金和存货合计占流动资产的比重呈逐年下降趋势；同期末公司其他应收款规模分别为 29.27 亿元、118.12 亿元和 184.50 亿元，占流动资产的比重分别为 3.75%、12.31%和 15.18%。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产规模为 1,197.24 亿元，占总资产的比重为 89.25%，货币资金和存货合计占流动资产的比重为 78.59%，其他应收款占流动资产的比重为 18.55%。

表 13：2016~2018 年及 2019.Q1 公司流动资产情况

	单位：%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
流动资产/总资产	89.93	89.36	89.37	89.25
存货/流动资产	69.20	62.35	61.44	63.18
货币资金/流动资产	23.72	20.46	20.55	15.41
(货币资金+存货)/流动资产	92.92	82.82	81.99	78.59

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，由于公司业务拓展较为迅速，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模增长较快，2016~2018 年末公司存货净额分别为 539.92 亿元、598.33 亿元和 746.60 亿元，近三年复合增长率为 17.59%。从存货结构来看，2018 年末公司存货中开发产品和开发成本占比分别为 15.67%和 83.68%。2018 年末公司开发产品主要集中在上海、福州、南昌、莆田、苏州、南京等地，莆田正荣·润璟、虹桥·正荣府一期、南昌正荣·润园、天津正荣·润璟湾一期和苏州正荣·国领等住宅项目开发产品账面价值较大且竣工时间较早，应持续关注其后续去化情况。

表 14: 2016~2018 年末公司存货结构

	2016	2017	2018
存货 (亿元)	539.92	598.33	746.60
开发产品 (亿元)	95.96	161.82	116.98
开发产品/存货 (%)	17.77	27.05	15.67
开发成本 (亿元)	376.22	408.92	624.73
开发成本/存货 (%)	69.68	68.34	83.68

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

周转效率方面, 公司通过施行动态可变现市值存货管理方法, 提升存货周转速度, 2016~2018 年公司存货周转效率分别为 0.24 次、0.28 次和 0.30 次, 同期总资产周转率分别为 0.21 次、0.21 次和 0.22 次, 整体周转率水平尚可。

表 15: 2016~2018 年公司周转率相关指标

	单位: 次/年		
	2016	2017	2018
存货周转率	0.24	0.28	0.30
总资产周转率	0.21	0.21	0.22

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2016~2018 年, 公司经营性净现金流分别为 26.40 亿元、-18.74 亿元和 18.37 亿元, 受益于房地产销售回款大幅增加, 2018 年公司销售商品提供劳务现金流入 339.37 亿元, 同比增长 21.41%, 使得 2018 年公司经营活动现金流实现净流入。同期, 公司经营活动净现金流与短期债务的比分别为 0.24 倍、-0.08 倍和 0.08 倍。2019 年 1~3 月, 公司经营性净现金流为-10.78 亿元, 销售商品提供劳务现金流入为 60.19 亿元, 经营活动净现金流与短期债务的比为-0.20 倍。

货币资金方面, 2016~2018 年末, 公司货币资金分别为 185.07 亿元、196.34 亿元和 249.78 亿元, 公司年末持有的货币资金规模总体保持在总资产的 18% 以上; 同期货币资金/短期债务分别为 1.72 倍、0.84 倍和 1.11 倍, 货币资金能够对短期债务形成覆盖。2019 年 1~3 月, 公司货币资金规模为 184.54 亿元, 较 2018 年末下降 26.12%, 占总资产的比重下降至 13.76%, 主要系拿地支出增加所致, 同期货币资金/短期债务为 0.86 倍, 公司货币资金对短期债务难以形成覆盖。

表 16: 2016~2018 年及 2019.Q1 公司部分流动性指标

	单位: 亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	185.07	196.34	249.78	184.54
经营活动现金流净额	26.40	-18.74	18.37	-10.78
经营净现金流/短期债务 (X)	0.24	-0.08	0.08	-0.20
货币资金/短期债务 (X)	1.72	0.84	1.11	0.86

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

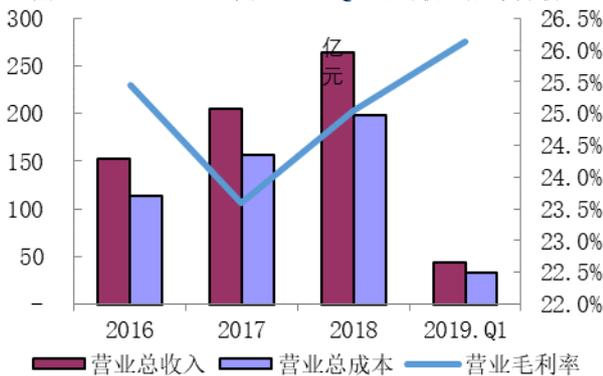
资产受限方面, 截至 2018 年末公司受限制资产共计 561.94 亿元, 主要为受限制的货币资金、存货、固定资产、长期股权投资及投资性房地产, 对应受限账面价值分别为 12.62 亿元、503.56 亿元、5.16 亿元、0.55 亿元和 40.05 亿元, 公司受限资产占总资产的比重为 41.33%。截至 2019 年 3 月末公司受限制资产共计 574.44 亿元, 受限制的货币资金、存货、固定资产、长期股权投资及投资性房地产账面价值分别为 11.37 亿元、517.31 亿元、5.16 亿元、0.55 亿元和 40.05 亿元, 公司受限资产占总资产的比重为 43.04%, 公司受限资产占比较高。

总体来看, 受公司销售回笼、项目建设投入以及拿地支出影响, 近年来公司经营活动现金流及期末手持货币资金规模有所波动, 但考虑到公司项目储备较为优质, 其后续的销售回款可对其流动性形成良好支撑。

盈利能力

随着近年来房地产业务规模持续扩大, 公司营业收入保持增长趋势。2016~2018 年, 公司营业收入分别为 153.09 亿元、205.54 亿元和 264.83 亿元。毛利方面, 2016~2018 年公司综合毛利率分别为 25.44%、23.60% 和 25.04%。2019 年 1~3 月, 公司营业收入为 44.10 亿元, 综合毛利率为 26.14%。截至 2018 年末, 公司预收账款为 459.84 亿元, 同比增长 16.93%, 截至 2019 年 3 月末, 公司预收账款为 475.88 亿元, 较为丰富的已售待结算资源较好地保障了公司未来经营业绩。

图 9：2016~2018 年及 2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2016~2018 年，公司期间费用支出分别为 13.48 亿元、16.42 亿元和 14.90 亿元，主要由销售费用和管理费用构成。其中，2018 年公司期间费用支出为 14.90 亿元，同比下降 9.26%，主要系 2018 年公司实现利息收入 2.69 亿元，同比增长 95.15%，导致财务费用大幅下降。同期，公司期间费用占营业总收入的比重分别为 8.80%、7.99% 和 5.62%，公司期间费用控制能力逐年增强。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 4.10 亿元，占营业总收入的比重为 9.30%。

表 17：2016~2018 年及 2019.Q1 公司期间费用情况

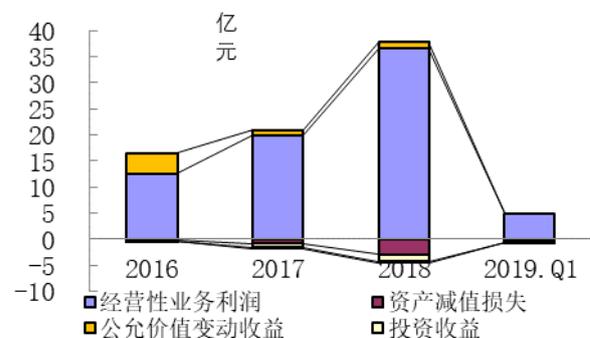
	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	5.87	6.41	8.77	1.76
管理费用	4.30	5.80	8.53	2.88
财务费用	3.31	4.21	-2.40	-0.54
三费合计	13.48	16.42	14.90	4.10
营业总收入	153.09	205.54	264.83	44.10
三费收入占比	8.80	7.99	5.62	9.30

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 12.56 亿元、20.01 亿元和 36.57 亿元，得益于主营业务收入规模的持续扩大和良好的期间费用控制能力，公司经营性业务利润上升较快；同期公允价值变动收益分别为 3.96 亿元、0.88 亿元和 1.25 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动收益；同期资产减值损失分别为 -0.20 亿元、-0.74 亿元和 -2.83 亿元，主要为存货跌价损失；同期投资收益分别为 -0.07 亿元、-0.76 亿元和 -1.42 亿元，主要为按权益法核算的长期股权投资损失；同期营业外损益分别为 -0.08 亿

元、-0.27 亿元和 -0.18 亿元，主要为罚款支出、赔偿客户支出和捐赠支出。综上，2016~2018 年正荣地控实现利润总额分别为 16.18 亿元、19.13 亿元和 33.40 亿元，净利润分别为 10.95 亿元、13.64 亿元和 25.22 亿元，同期所有者权益收益率分别为 12.22%、10.35% 和 9.80%，2018 年公司所有者权益收益率较 2017 年有所下降主要系股东增资及利润留存导致所有者权益增加所致。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 4.43 亿元，其中经营性业务利润、投资收益和营业外损益分别为 5.02 亿元、-0.56 亿元和 -0.03 亿元，同期实现净利润 3.13 亿元，所有者权益收益率为 4.69%。

图 10：2016~2018 年及 2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于营业收入规模的快速上升和良好的期间费用控制能力，公司经营性业务获利能力逐年增强，整体盈利能力趋强。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2018 年末，公司总债务为 442.68 亿元，同比增长 4.19%，其中短期债务为 224.06 亿元，同比下降 4.29%，长期债务 218.61 亿元，同比增长 14.58%，长短债务比为 1.02 倍，同比下降 0.20 倍，但仍有待进一步优化调整。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模为 449.32 亿元，长短债务比为 0.91 倍。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额及财务性利息支出构成，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 19.98 亿元、24.89 亿元和 34.01 亿元，呈增长态势。偿债能力指标方面，2016~2018 年末公司总债务/EBITDA 分别为 62.19 倍、89.91 倍和 13.01 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 0.24

倍、0.13 倍和 0.98 倍，EBITDA 对债务利息保障能力有所提升。

表 18：2016~2018 年及 2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	69.28	110.03	224.06	213.67
总债务（亿元）	222.15	216.72	442.68	449.32
EBITDA（亿元）	3.57	2.41	34.01	-
资产负债率（%）	84.32	87.18	81.07	80.14
净负债率（%）	216.22	154.83	74.94	99.39
经营净现金流/总债务（X）	-0.09	0.11	0.04	-0.10
总债务/EBITDA（X）	62.19	89.91	13.01	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.24	0.13	0.98	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好合作关系，截至 2019 年 3 末，公司取得 451.01 亿元的银行授信额度，已使用 330.90 亿元，尚有 120.11 亿元未使用。另外，公司境外间接控股股东正荣地产集团的成功上市亦有助于其进一步拓宽融资渠道。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保为 68.69 亿元，占所有者权益的比例为 25.78%，均为对合联营企业提供担保。

总体而言，近年来随着土地资源储备的获取以及在建项目投资的推进，加之其短期债务规模占比较高，债务期限结构有待进一步优化，正荣地控面临一定的资本支出压力和再融资压力。不过，近年来公司销售业绩不断上升，营业收入和利润水平亦持续上升，资本结构得到改善，以及充足的已售未结算资源及较为优质的土地储备，均能够对其未来经营业绩及债务偿还提供有力支撑。

结 论

综上，中诚信证评评定正荣地产控股股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“正荣地产控股股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于正荣地产控股股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

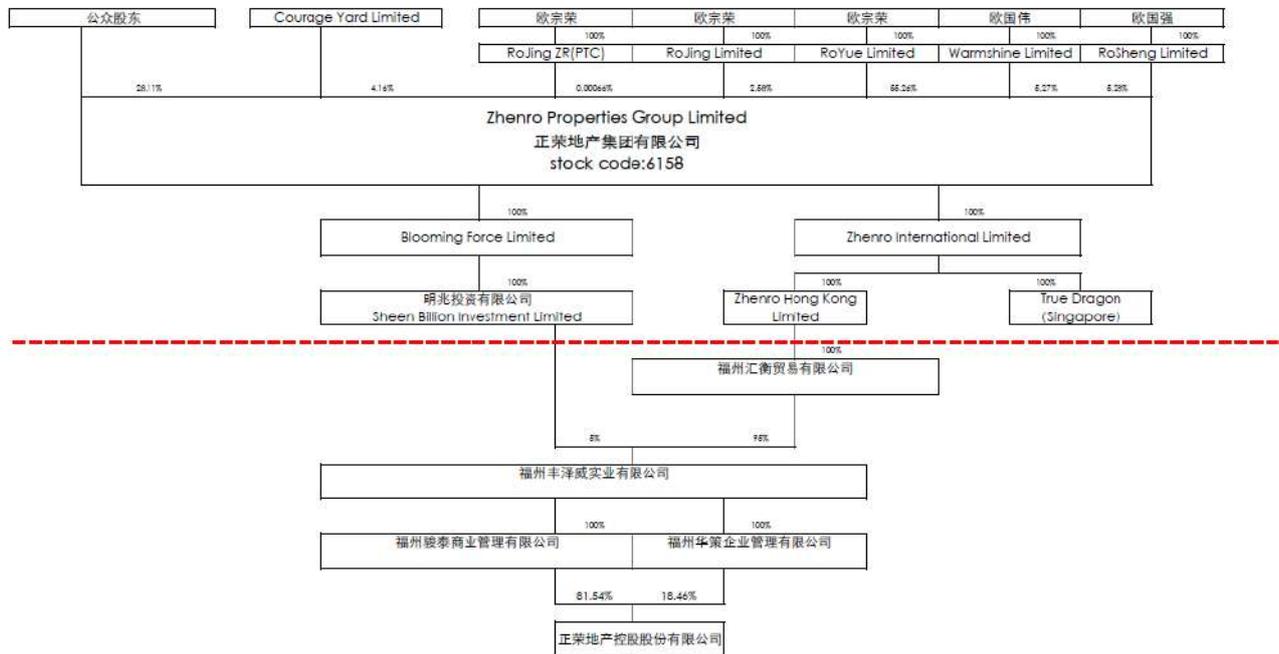
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

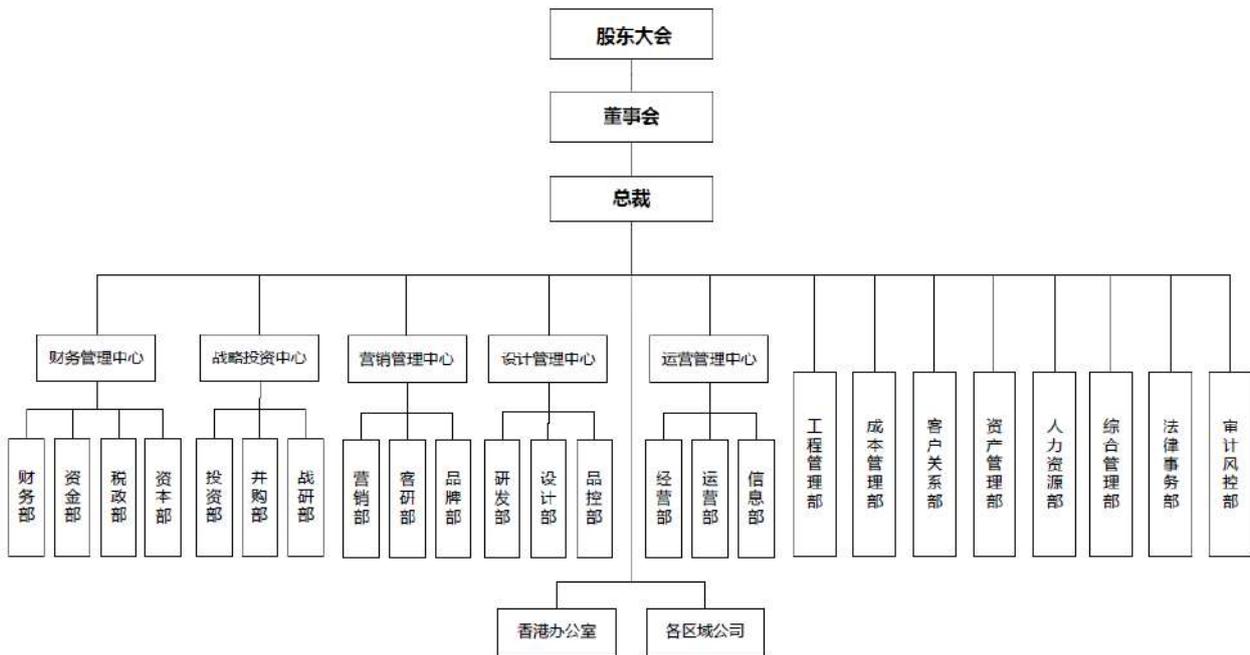
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：正荣地产控股股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：正荣地产控股股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：正荣地产控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,850,669.98	1,963,441.59	2,497,808.49	1,845,434.04
应收账款净额	1,020.45	1,560.49	3,415.11	2,934.79
存货净额	5,399,243.93	5,983,290.94	7,466,038.43	7,563,759.29
流动资产	7,802,704.26	9,595,585.29	12,151,937.05	11,972,419.23
长期投资	4,689.40	161,695.73	343,629.73	341,289.77
固定资产合计	746,438.83	858,251.66	927,673.13	926,492.84
总资产	8,675,975.42	10,738,250.85	13,597,700.20	13,414,458.07
短期债务	1,078,505.60	2,340,944.08	2,240,620.24	2,136,708.71
长期债务	2,670,368.27	1,907,942.19	2,186,143.96	2,356,461.77
总债务（短期债务+长期债务）	3,748,873.87	4,248,886.27	4,426,764.21	4,493,170.48
总负债	7,780,138.35	9,419,726.63	11,023,859.41	10,750,474.97
所有者权益（含少数股东权益）	895,837.07	1,318,524.22	2,573,840.79	2,663,983.10
营业总收入	1,530,939.32	2,055,355.62	2,648,322.56	440,962.90
三费前利润	260,422.80	1,870,567.66	514,617.33	91,175.23
投资收益	-720.51	-7,611.80	-14,221.73	-5,578.72
净利润	109,452.59	136,449.60	252,200.57	31,266.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	199,781.48	248,938.43	340,143.34	-
经营活动产生现金净流量	264,035.88	-187,391.94	183,726.36	-107,768.85
投资活动产生现金净流量	26,536.65	-367,386.09	-305,899.82	-3,369.39
筹资活动产生现金净流量	1,053,462.57	484,885.80	614,427.12	-452,346.98
现金及现金等价物净增加额	1,344,035.10	-69,892.23	492,253.65	-563,485.22
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	25.44	23.60	25.04	26.14
所有者权益收益率（%）	12.22	10.35	9.80	4.69
EBITDA/营业总收入（%）	13.05	12.11	12.84	-
速动比率（X）	0.48	0.48	0.53	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	-0.04	0.04	-0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	0.24	-0.08	0.08	-0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	0.88	-0.64	0.53	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.67	0.84	0.98	-
总债务/EBITDA（X）	18.76	17.07	13.01	-
资产负债率（%）	89.67	87.72	81.07	80.14
总债务/总资本（%）	80.71	76.32	63.23	62.78
长期资本化比率（%）	74.88	59.13	45.93	46.94
净负债率（%）	211.89	173.33	74.94	99.39

注：1、所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；
 2、2018 年末及 2019.Q1 长期应付款中的购房尾款资产证券化款项已调整至长期债务；
 3、正荣地控 2019.Q1 所有者权益收益率等指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

正荣地产控股股份有限公司公开发行公司债券

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人	闫衍
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围	证券市场资信评级、贷款企业资信等级评估,企业资信评价服务,企业形象策划,企业咨询服务,电子高科技产品开发经营,附一支。



【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



中国证券监督管理委员会(公章)



公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

2017年12月12日

编号:ZPJ001

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



樊春裕，证件号码:320681198502280826于2012年06月16日参加证
券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012063103240001



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



樊春裕，证件号码:320681198502280826于2012年06月17日参加证
券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012063103239904



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宗志敏, 证件号码:32068219940904896X, 于2013年09月15日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20130932683927032

2013年09月

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宗志敏, 证件号码:32068219940904896X, 于2013年09月14日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20130932603043032

2013年09月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宗志敏, 证件号码:32068219940904896X, 于2018年09月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20180931000091063850310000

2018年09月