



累计降幅继续收窄，多元拓储保障增长

——阳光城 2020H1 销售点评

事件：阳光城 1-6 月累计实现合同销售金额 900.1 亿元，同比下降约 0.1%；累计合同销售面积 726.9 万平，同比增长约 3.5%；公司累计销售金额降幅继续收窄，销售表现与去年同期基本持平。

优质土储助力销售恢复，累计销售降幅持续收窄。阳光城 2020 年 6 月单月实现合同销售金额约 268.9 亿元，同比增长约 17.8%；合同销售面积约 173.3 万平，同比增长约 9.4%；当月合同销售均价约为 15511 元/平，上月为 11877 元/平。上半年累计实现合同销售金额约 900.1 亿元，同比下降约 0.1%（1-5 月为下降约 6.1%）；累计合同销售面积约 726.9 万平，同比增长约 3.5%（1-5 月为增长约 1.8%）；当年累计合同销售均价约为 12383 元/平，上月约为 11404 元/平，销售均价有所上升。公司土储货值多位于高能级城市，2019 年末位于一二线城市的预计未来可售货值占比达 72.6%，优质的土地储备为公司的销售恢复提供了支撑。

多元拓储奠定增长基础，融资成本有所下行。公司在巩固既有优势区域的同时继续推进全国化布局，6 月于上海、杭州、佛山、天津等地合计获取 12 个土地项目，新增计容面积 236.3 万平方米。拿地渠道方面，今年以来，公司继续保持多元拿地优势，根据公司月度经营情况公告，2020 年前 6 月，通过并购及其他方式获取的土地储备面积占比达 40.4%（2019 年前 6 月：30.2%），丰富的拿地模式使公司能够在招拍挂市场竞争激烈的环境下持续获取优质的土地资源，进而为销售增长奠定基础。融资方面，6 月公司发行 6 亿元 2+2 年期 6.6% 中期票据，7 月境外全资子公司完成发行 3 亿美元 2024 年到期 7.5% 高级无抵押定息债券，票面利率均低于公司 2019 年平均融资成本 7.71%，下行的融资成本有望使公司的财务状况持续改善，助力公司实现健康发展。

维持“买入”评级，目标价人民币 9.8 元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 1.31 元、1.77 元和 2.35 元，归母净利润同比增长 33.1%、35.1% 和 32.6%。考虑到公司土地储备较为优质，多元拿地模式优势显著，维持 NAV 折让 25%，目标价人民币 9.8 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 30.9%。（最新股价为 2020 年 7 月 13 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）

风险提示：行业调控政策及货币政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

阳光城
(000671.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

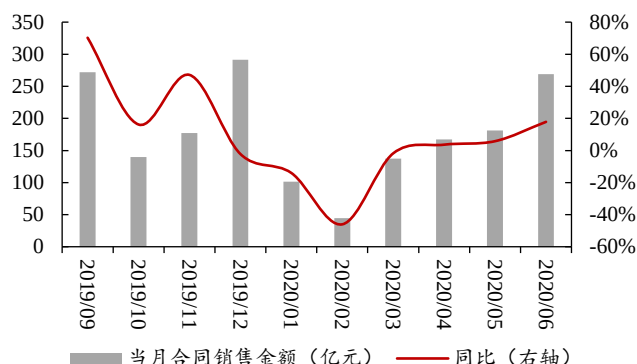
+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

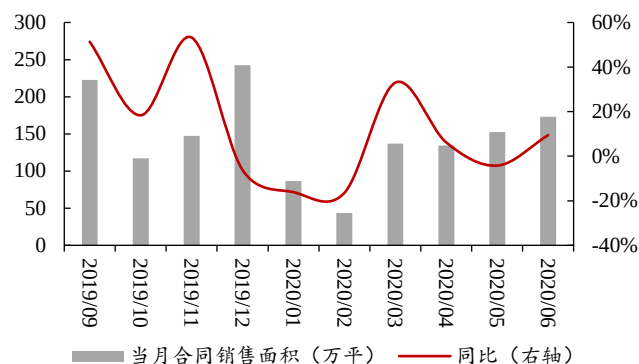
财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,163	56,470	61,049	82,063	111,630	150,834
(+/-)%	69%	70%	8%	34%	36%	35%
毛利润	8,316	14,715	16,226	22,042	29,615	39,760
归母净利润	2,062	3,018	4,020	5,349	7,226	9,584
(+/-)%	68%	46%	33%	33%	35%	33%
PE	14.81	10.12	7.60	5.71	4.23	3.19
PB	1.59	1.33	1.14	0.97	0.79	0.68

图 1：公司 6 月单月合同销售金额增速继续提升



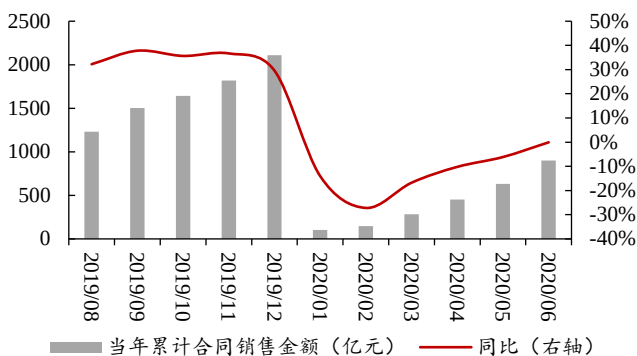
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 6 月单月合同销售面积增速有所提升



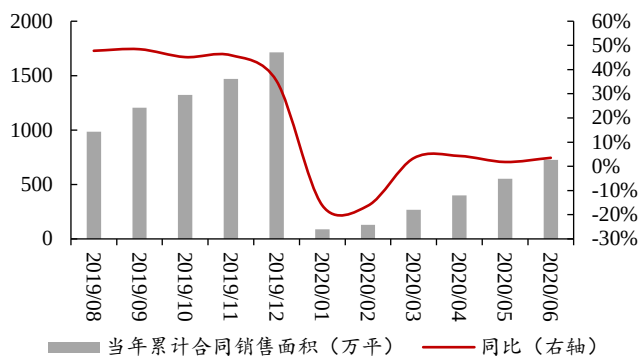
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司前 6 月累计合同销售金额降幅持续收窄



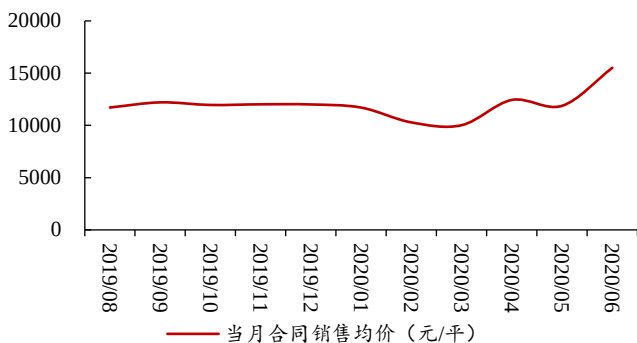
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司前 6 月累计合同销售面积同比增长约 3.5%



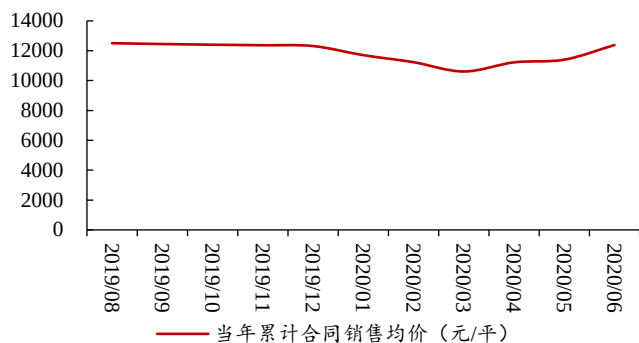
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司 6 月当月合同销售均价有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司前 6 月累计合同销售均价有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：阳光城 NAV 约人民币 13.02 元/股

NAV 估值 (人民币亿元)	2020
NAV 增厚 (亿元)	265.61
归母净资产 (亿元, 2019)	267.44
NAV 合计 (亿元)	533.05
总股本 (最新, 亿股)	40.94
每股 NAV (元/股)	13.02
7 月 13 日股价 (元/股)	7.46
NAV 折让	42.70%

数据来源：公司公告，中达证券研究



损益表						现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	56,470	61,049	82,063	111,630	150,834	税前利润	6,389	6,771	10,490	14,154	18,749
营业成本	-41,755	-44,823	-60,021	-82,014	-111,074	营运资本变动	16,395	9,741	1,828	221	-420
毛利润	14,715	16,226	22,042	29,615	39,760	其他	-953	-1,115	-2,811	-4,185	-5,183
						经营性现金流合计	21,831	15,396	9,507	10,190	13,146
销售费用	-1,757	-2,569	-3,447	-4,633	-6,184	投资	-9,738	-5,632	-5,413	-7,831	-7,829
管理费用	-1,577	-2,188	-2,889	-3,851	-4,978	其他	-6,133	-787	-2,930	-577	-578
EBIT	7,416	7,555	10,455	14,099	19,246	投资性现金流合计	-15,872	-6,419	-8,343	-8,407	-8,408
利息支出	-673	-998	-1,546	-1,719	-1,999	自由现金流	5,959	8,977	1,164	1,783	4,739
利息收入	314	394	843	874	1,011	每股自由现金流	1.47	2.20	0.29	0.44	1.16
投资收益	55	814	1,325	1,420	1,053	权益融资	9,593	5,314	5	0	0
其他收入	57	40	0	0	0	债权融资	-2,258	1,615	1,523	2,634	2,062
税前利润	6,389	6,771	10,490	14,154	18,749	其他	-13,626	-11,790	-2,347	-1,704	-4,969
所得税	2,483	2,449	3,787	5,109	6,768	融资性现金流合计	-6,291	-4,861	-820	929	-2,906
少数股东损益	889	301	1,354	1,818	2,396						
归母净利润	3,018	4,020	5,349	7,226	9,584	现金变动合计	-332	4,115	345	2,713	1,832
股权数	4,050	4,082	4,083	4,083	4,083	期初现金	32,795	32,447	41,978	42,323	45,036
EPS	0.75	0.98	1.31	1.77	2.35	期末现金	32,447	36,691	42,323	45,036	46,868

资产负债表						财务分析 (%)					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	8,575	11,621	13,622	15,941	18,457	毛利润率	26.1%	26.6%	26.9%	26.5%	26.4%
其他非流动资产	10,145	8,584	12,709	14,655	16,205	经营利润率	13.1%	12.4%	12.7%	12.6%	12.8%
长期股权投资	9,300	14,848	18,258	23,769	29,082	归母净利率	5.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%
非流动资产合计	28,021	35,053	44,589	54,365	63,743						
存货	142,172	175,839	208,839	239,976	286,054	营收增长率	70.3%	8.1%	34.4%	36.0%	35.1%
应收账款	1,256	1,169	1,596	2,202	2,934	EBIT 增长率	106.7%	1.9%	38.4%	34.9%	36.5%
现金	37,848	41,978	42,323	45,036	46,868	归母净利润增长率	46.4%	33.2%	33.1%	35.1%	32.6%
其他流动资产	54,100	53,513	60,634	71,703	103,364	EPS 增长率	46.4%	32.2%	33.0%	35.1%	32.6%
总资产	263,397	307,552	357,981	413,283	502,963						
流动负债合计	156,838	176,758	211,375	262,324	338,768	每股净资产	5.67	6.55	7.68	9.45	11.06
长期借款	51,418	66,519	73,519	71,008	72,735	利息覆盖倍数	11.01	7.57	6.76	8.20	9.63
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净负债资本率	70%	54%	48%	46%	43%
递延所得税	1,126	1,123	1,202	1,333	1,450	净负债率	182%	138%	123%	106%	94%
非流动负债合计	65,529	79,895	89,756	85,065	89,321	总资产周转率	0.24	0.21	0.25	0.29	0.33
少数股东权益	18,051	24,154	25,508	27,326	29,722	资产权益比	11.46	11.50	11.42	10.72	11.14
归属母公司股东权益	22,979	26,744	31,341	38,567	45,152						
总负债和权益合计	263,397	307,552	357,981	413,283	502,963	ROA	1.2%	1.4%	1.6%	1.9%	2.1%
						ROE (平均)	14.3%	16.2%	18.4%	20.7%	22.9%
						ROCE	3.0%	3.4%	3.9%	4.9%	6.1%



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。投资者在做出投资决策时，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。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做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。