



财务持续优化，优质增长可期

——阳光城 2019 年报点评

业绩稳步增长，盈利能力提升。2019 年，公司实现营业收入 610.5 亿元（增长+8.1%），归母净利润 40.2 亿元（增长+33.2%）。归母净利润增速快于营收增速，主要系 2019 年毛利率提升 0.5pct 至 26.6%、结算项目中合联营项目占比上升导致对合联营公司的投资收益提升 1.17pct 至 1.16%、以及并表项目权益比例上升导致少数股东损益占净利润比重较 2018 年下降 15.8pct 至 7.0%。同时，由于近年销售增速较快（2017-2019 年分别增长 87.9%、77.9%和 29.6%），公司预收账款维持快速增长，2019 年达 801.1 亿元（2018 年：621.2 亿元），未结算资源丰富，能够对后续结算构成有力保障。

区域布局日趋均衡，拿地渠道更为丰富。公司土地储备总量较为充足，2019 年末未来可售建筑面积达 4101.2 万方。区域布局方面，公司积极拓展战略版图，剩余可售建筑面积中位于传统优势区域大福建及长三角的占比继续下降，分别为 13.9%和 12.8%，位于珠三角、京津冀及内地的则分别占 15.6%、4.6%和 53.0%，区域分布更趋平衡。拿地渠道方面，公司保持收并购优势，2019 年通过收并购获取的土储计容面积占比达 55.2%；另一方面，公司一二级联动、产业联动等拿地方式愈加成熟，已锁定约 421.5 万方土储。更趋均衡的区域布局将使公司销售来源更为多元，更为丰富的拿地方式将助力公司持续扩充优质土储，支持公司销售增长。

流动性持续优化，降杠杆成效显著。2019 年公司继续加强资金管控，财务状况进一步优化。流动性方面，公司经营性现金流自 2017 年来连续三年维持正值，货币资金保持增长，2019 年货币资金上升 10.9%至 419.8 亿元；2019 年公司债务总额较 2018 年下降 0.3%，同时短期债务占比较 2018 年下降 12.9pct 至 29.9%，货币资金对短期债务的覆盖倍数上升 0.47 倍至 1.25 倍，流动性有所改善。杠杆水平方面，2019 年公司净负债率较 2018 年下降约 44.0pct 至 138.2%，降杠杆成效显著。融资方面，公司 2019 年平均融资成本较 2018 年下降 23bp 至 7.71%，同时，优化的财务表现使公司首次获大公国际提升主体评级至 AAA，公司融资成本有望进一步下行。另外，近期公司继续积极开展资本运作，4 月发布公告称拟在境内外开展规模不超过人民币 260 亿元的融资，或将助力公司进一步优化资本结构，实现稳健的可持续发展。

维持“买入”评级，目标价人民币 9.8 元。维持公司 20/21 年 EPS 预测人民币 1.31 元/1.77 元，归母净利润同比增长 33.1%/35.1%。考虑到公司土地资源较为充足且拓储渠道更为丰富，财务状况改善显著，维持 NAV 折让 25%，上调目标价 5.9%至人民币 9.8 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 44.0%。（最新股价为 2020 年 4 月 23 日收盘价）

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

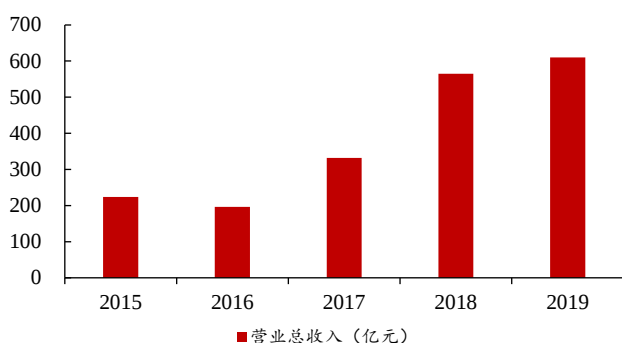
SFC CE Ref: BPK 789

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	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	9,577
(+/-)%	68%	46%	33%	33%	35%	33%
PE	15.58	7.02	8.63	5.19	3.89	2.93
PB	1.68	0.92	1.30	0.89	0.73	0.62



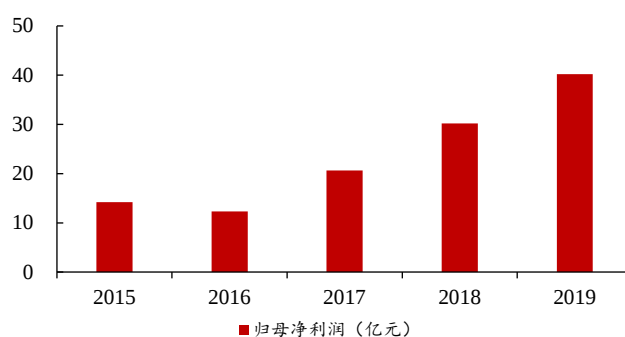
业绩稳步增长，盈利能力提升。2019 年，公司实现营业收入 610.5 亿元（增长+8.1%），归母净利润 40.2 亿元（增长+33.2%）。归母净利润增速快于营收增速，主要系 2019 年毛利率提升 0.5pct 至 26.6%、结算项目中合联营项目占比上升导致对合联营公司的投资收益提升 1.17pct 至 1.16%、以及并表项目权益比例上升导致少数股东损益占净利润比重较 2018 年下降 15.8pct 至 7.0%。同时，由于近年销售增速较快（2017-2019 年分别增长 87.9%、77.9%和 29.6%），公司预收账款近年维持快速增长，2019 年达 801.1 亿元（2018 年：621.2 亿元），未结算资源丰富，能够对后续结算构成有力保障。

图 1：2019 年营业收入增长 8.1%



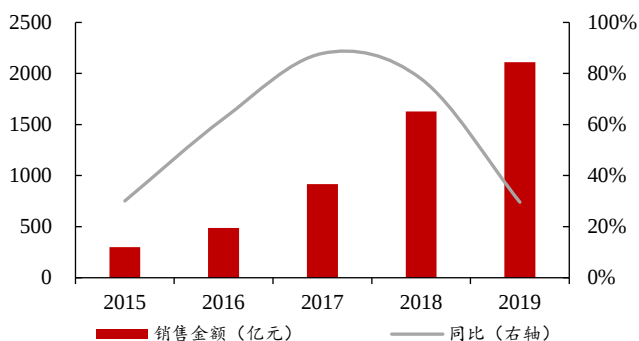
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2019 年归母净利润增长 33.2%



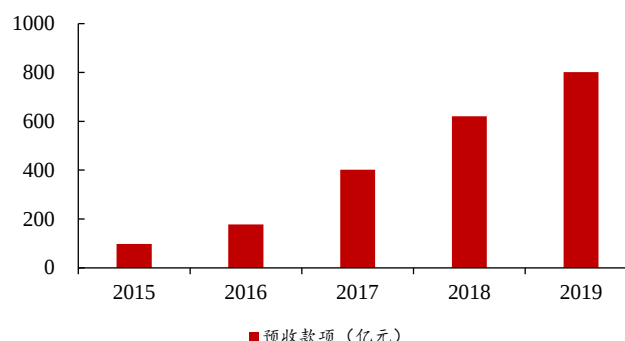
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：销售金额增长较快



数据来源：公司公告，中达证券研究

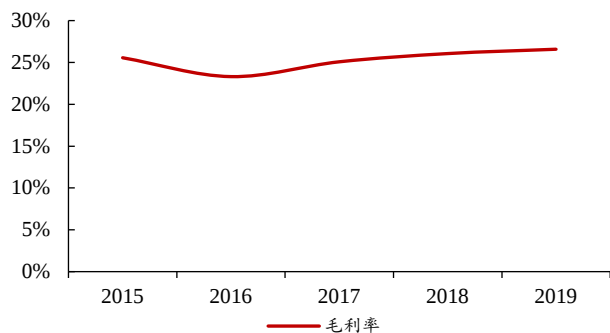
图 4：预收款项充足，充分保障后续结算



数据来源：公司公告，中达证券研究

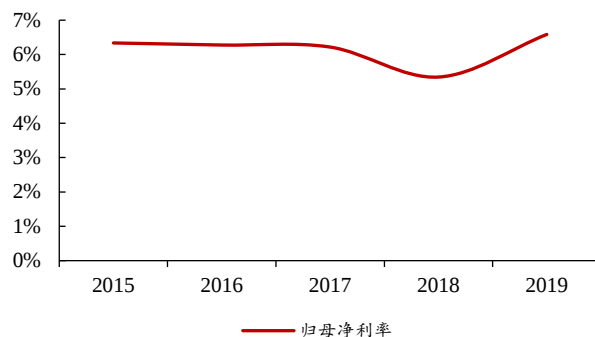


图 5：2019 年毛利率提升 0.5pct 至 26.6%



数据来源：公司公告，中达证券研究

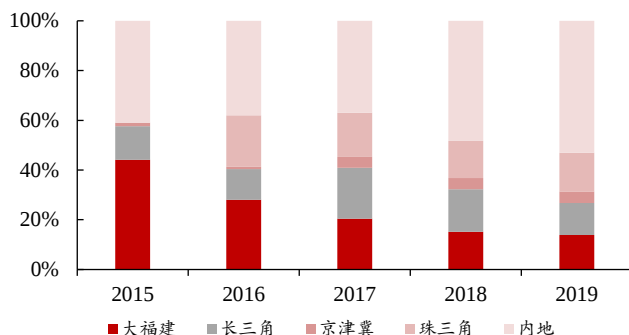
图 6：归母净利率提升 1.3pct 至 6.6%



数据来源：公司公告，中达证券研究

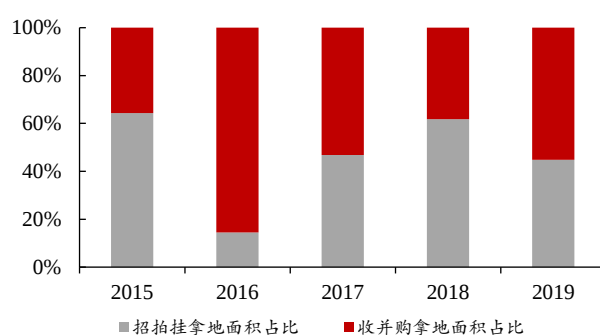
区域布局日趋均衡，拿地渠道更为丰富。公司土地储备总量较为充足，2019 年末未来可售建筑面积达 4101.2 万方。区域布局方面，公司积极拓展战略版图，剩余可售建筑面积中位于传统优势区域大福建及长三角的占比继续下降，分别为 13.9%和 12.8%，位于珠三角、京津冀及内地的则分别占 15.6%、4.6%和 53.0%，区域分布更趋平衡。拿地渠道方面，公司保持收并购优势，2019 年通过收并购获取的土储计容面积占比达 55.2%；另一方面，公司一二级联动、产业联动等拿地方式愈加成熟，已锁定约 421.5 万方土储。更趋均衡的区域布局将使公司销售来源更为多元，更为丰富的拿地方式将助力公司持续扩充优质土储，支持公司销售增长。

图 7：公司区域布局更趋均衡



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：保持收并购优势，2019 年收并购拿地面积超五成

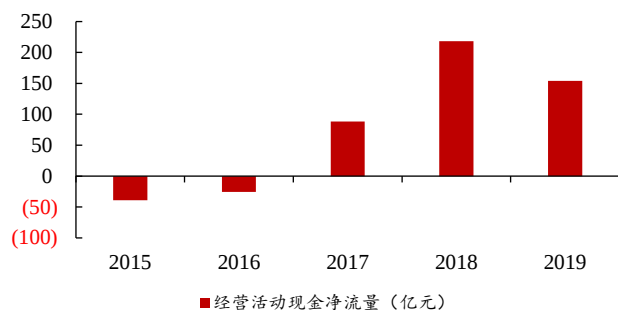


数据来源：公司公告，中达证券研究



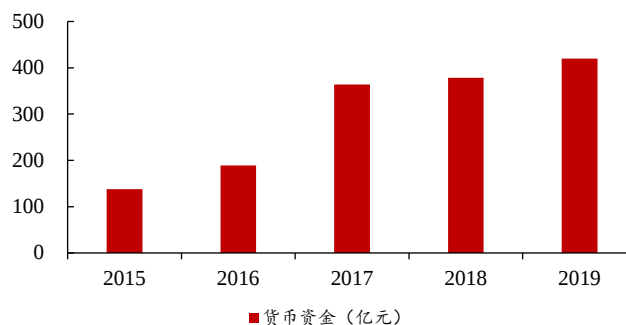
流动性持续优化，降杠杆成效显著。2019 年公司继续加强资金管控，财务状况进一步优化。流动性方面，公司经营性现金流自 2017 年来连续三年维持正值，货币资金保持增长，2019 年货币资金上升 10.9%至 419.8 亿元；2019 年公司债务总额较 2018 年下降 0.3%，同时短期债务占比较 2018 年下降 12.9pct 至 29.9%，货币资金对短期债务的覆盖倍数上升 0.47 倍至 1.25 倍，流动性有所改善。杠杆水平方面，2019 年公司净负债率较 2018 年下降约 44.0pct 至 138.2%，降杠杆成效显著。融资方面，公司 2019 年平均融资成本较 2018 年下降 23bp 至 7.71%，同时，优化的财务表现使公司首次获大公国际提升主体评级至 AAA，公司融资成本有望进一步下行。另外，近期公司继续积极开展资本运作，4 月发布公告称拟在境内外开展规模不超过人民币 260 亿元的融资，或将助力公司进一步优化资本结构，实现稳健的可持续发展。

图 9：经营性现金流 2017 年起维持正值



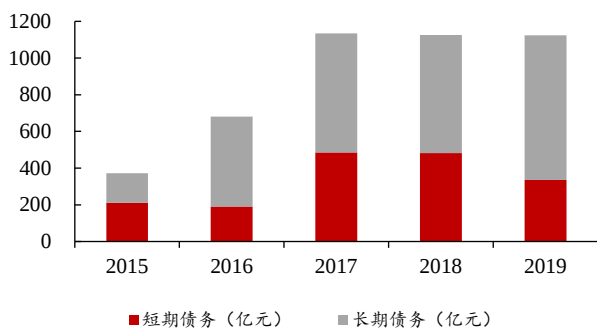
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：货币资金持续增长



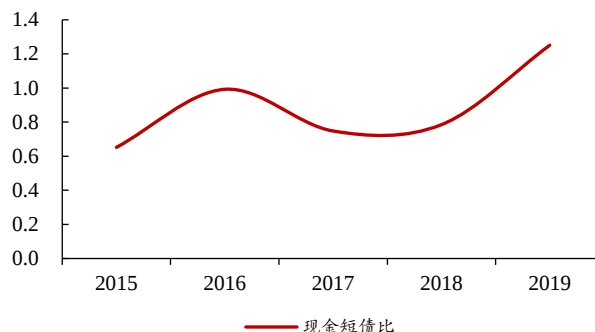
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：债务总额减少，债务结构优化



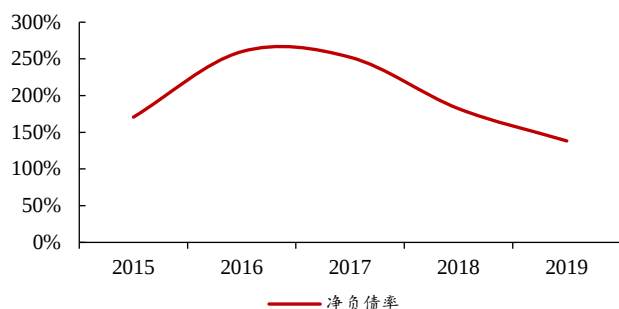
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：现金短债比提升，短期偿债压力更为可控



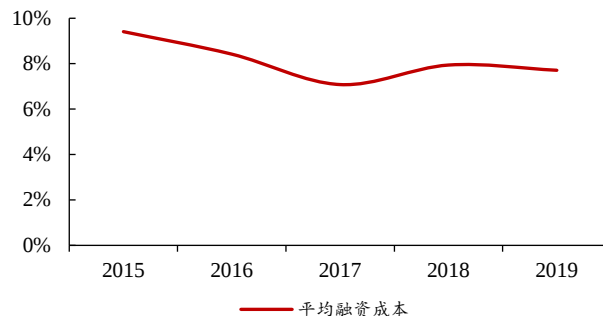
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 13：净负债率大幅下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：融资成本有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

维持“买入”评级，目标价人民币 9.8 元。维持公司 20/21 年 EPS 预测人民币 1.31 元/1.77 元，归母净利润同比增长 33.1%/35.1%。考虑到公司土地资源较为充足且拓储渠道更为丰富，财务状况改善显著，维持 NAV 折让 25%，上调目标价 5.9% 至人民币 9.8 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 44.0%。（最新股价为 2020 年 4 月 23 日收盘价）

表 1：阳光城 NAV 约人民币 13.06 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)	40.83
每股 NAV (元/股)	13.06
4 月 23 日股价 (元/股)	6.80
NAV 折让	47.92%

数据来源：中达证券研究

风险提示：

调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	56,470	61,049	82,063	111,630	150,834
营业成本	-41,755	-44,823	-60,021	-82,014	-111,074
毛利润	14,715	16,226	22,042	29,615	39,760
销售费用	-1,757	-2,569	-3,447	-4,633	-6,184
管理费用	-1,577	-2,188	-2,889	-3,851	-4,978
EBIT	7,416	7,555	10,455	14,099	19,246
利息支出	-673	-998	-1,546	-1,719	-2,006
利息收入	314	394	843	874	1,002
投资收益	55	814	1,325	1,420	1,053
其他收入	57	40	0	0	0
税前利润	6,389	6,771	10,490	14,154	18,734
所得税	2,483	2,449	3,787	5,109	6,763
少数股东损益	889	301	1,354	1,818	2,394
归母净利润	3,018	4,020	5,349	7,226	9,577
股权数	4,050	4,082	4,083	4,083	4,083
EPS	0.75	0.98	1.31	1.77	2.35

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	8,575	11,621	13,622	15,941	18,457
其他非流动资产	10,145	8,584	12,709	14,655	16,205
长期股权投资	9,300	14,848	18,258	23,769	29,082
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
应收账款	1,256	1,169	1,596	2,202	2,934
现金	37,848	41,978	42,323	45,036	47,598
其他流动资产	54,100	53,513	60,634	71,703	103,364
总资产	263,397	307,552	357,981	413,283	503,693
流动负债合计	156,838	176,758	211,375	262,324	339,508
长期借款	51,418	66,519	73,519	71,008	72,735
其他非流动负债	0	0	0	0	0
递延所得税	1,126	1,123	1,202	1,333	1,450
非流动负债合计	65,529	79,895	89,756	85,065	89,321
少数股东权益	18,051	24,154	25,508	27,326	29,720
归属母公司股东权益	22,979	26,744	31,341	38,567	45,144
总负债和权益合计	263,397	307,552	357,981	413,283	503,693

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	6,389	6,771	10,490	14,154	18,734
营运资本变动	16,395	9,741	1,828	221	-420
其他	-953	-1,115	-2,811	-4,185	-5,171
经营性现金流合计	21,831	15,396	9,507	10,190	13,143
投资	-9,738	-5,632	-5,413	-7,831	-7,829
其他	-6,133	-787	-2,930	-577	-578
投资性现金流合计	-15,872	-6,419	-8,343	-8,407	-8,408
自由现金流	5,959	8,977	1,164	1,783	4,736
每股自由现金流	1.47	2.20	0.29	0.44	1.16
权益融资	9,593	5,314	5	0	0
债权融资	-2,258	1,615	1,523	2,634	2,802
其他	-13,626	-11,790	-2,347	-1,704	-4,975
融资性现金流合计	-6,291	-4,861	-820	929	-2,173
现金变动合计	-332	4,115	345	2,713	2,562
期初现金	32,795	32,447	41,978	42,323	45,036
期末现金	32,447	36,691	42,323	45,036	47,598

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	26.1%	26.6%	26.9%	26.5%	26.4%
经营利润率	13.1%	12.4%	12.7%	12.6%	12.8%
归母净利率	5.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.3%
营收增长率	70.3%	8.1%	34.4%	36.0%	35.1%
EBIT 增长率	106.7%	1.9%	38.4%	34.9%	36.5%
归母净利润增长率	46.4%	33.2%	33.1%	35.1%	32.5%
EPS 增长率	46.4%	32.2%	33.0%	35.1%	32.5%
每股净资产	5.67	6.55	7.68	9.45	11.06
利息覆盖倍数	11.01	7.57	6.76	8.20	9.60
净负债资本率	70%	54%	48%	46%	43%
净负债率	182%	138%	123%	106%	94%
总资产周转率	0.24	0.21	0.25	0.29	0.33
资产权益比	11.46	11.50	11.42	10.72	11.16
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。投资者在作出投资决策时，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。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作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。