



盈利能力提升，财务持续优化

——阳光城 2020 年中报点评

事件：阳光城发布 2020 中报，实现营业收入 241.2 亿元（增长+7.2%），归母净利润 17.0 亿元（增长+17.5%）。

经营业绩稳步增长，盈利能力有所提升。2020 上半年，公司实现营业收入 241.2 亿元（增长+7.2%），归母净利润 17.0 亿元（增长+17.5%）。归母净利润增速快于营收增速，主要系：营业税、城建税及土增税等减少，税金及附加占营收比重同比下降 3.5pct 至 5.9%；管控效率提升，销售及管理费用率合计下降 1.4pct 至 6.8%；结算项目权益比例提升，归母净利润占净利润比重上升 2.1pct 至 96.2%。上述因素使公司盈利能力有所提升，2020 上半年归母净利率较去年同期提升约 0.5pct 至 7.1%。另一方面，公司上半年销售额与去年同期基本持平，合同负债较 2019 年末增长约 6.1%至 850.2 亿元，为后续结算提供了保障。

优质区域布局加大，多元拓储优势持续。公司土地储备较为充裕，截至 2020 年中期，公司剩余可售建筑面积达 4993.8 万方，权益比例约 65.5%。区域布局方面，2020 上半年，公司加大了在优质地区的布局力度，位于长三角和珠三角的土储面积占比分别较 2019 年末提升 3.6pct 和 1.1pct，分别达 16.4%和 16.8%。拿地模式方面，公司继续发挥收并购能力优势，2020 年上半年获取的 527.5 万方土储建面中，40.4%为通过收并购方式获取；同时，公司一二级联动及产业联动等多元拿地渠道稳步推进，2019 年已锁定的 767 亿元在途货值中，上半年已确权 311 亿元。更为优质的区域布局或将对公司去化构成支持，较为丰富的拓储渠道亦将支撑公司持续获取土地资源，为业绩增长奠定基础。

现金流状况良好，杠杆水平继续下行。现金流方面，公司经营性现金流自 2017 年来持续为正；较为良好的回款使公司货币资金较 2019 年末提升 15.2%至 483.5 亿元，能够实现对短债的全额覆盖，现金短债比较 2019 年末略微提升约 0.03 倍至 1.28 倍。杠杆水平方面，公司净负债率近年持续下行，2020 年中期较 2019 年末下降 23.2pct 至 115.0%。融资方面，在上半年相对宽松的流动性环境下，公司平均融资成本较 2019 年末下降约 0.2pct 至 7.5%。持续优化的财务表现将有望助力公司经营更趋平稳。

维持“买入”评级，目标价人民币 9.9 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%。考虑到公司加大优质区域土储布局，多元拓储优势持续，上调 NAV 0.8%，维持折让 25%，上调目标价 0.8%至人民币 9.9 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 32.1%。（最新股价为 2020 年 8 月 19 日收盘价）

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

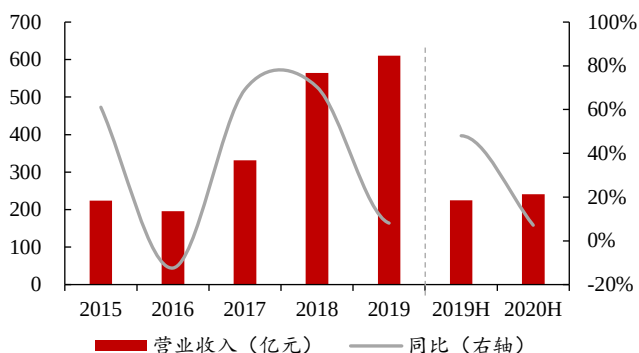
SFC CE Ref: BPK 789

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	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	14.83	10.13	7.61	5.72	4.23	3.19
PB	1.60	1.33	1.14	0.98	0.79	0.68



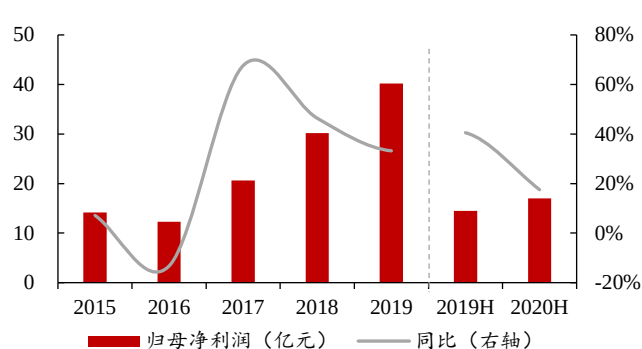
经营业绩稳步增长，盈利能力有所提升。2020 上半年，公司实现营业收入 241.2 亿元（增长+7.2%），归母净利润 17.0 亿元（增长+17.5%）。归母净利润增速快于营收增速，主要系：营业税、城建税及土增税等减少，税金及附加占营收比重同比下降 3.5pct 至 5.9%；管控效率提升，销售及管理费用率合计下降 1.4pct 至 6.8%；结算项目权益比例提升，归母净利润占净利润比重上升 2.1pct 至 96.2%。上述因素使公司盈利能力有所提升，2020 上半年归母净利率较去年同期提升约 0.5pct 至 7.1%。另一方面，公司上半年销售额与去年同期基本持平，合同负债较 2019 年末增长约 6.1%至 850.2 亿元，为后续结算提供了保障。

图 1：2020 上半年营业收入同比增长 7.2%



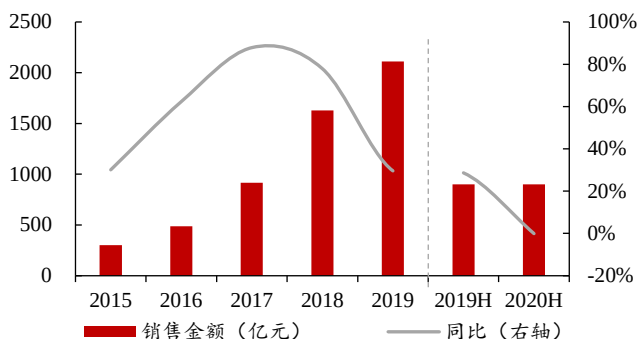
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2020 上半年归母净利润同比增长 17.5%



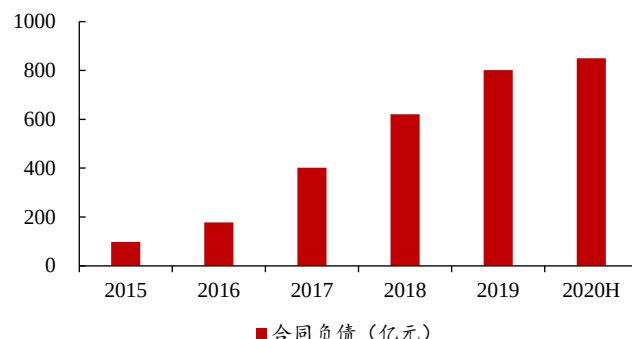
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：2020 上半年销售金额与去年同期基本持平



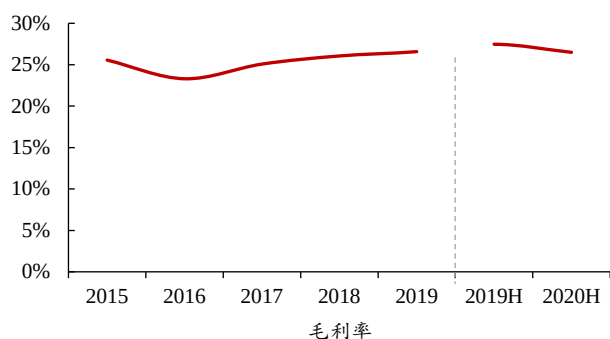
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：合同负债较 2019 年末预收款项增长约 6.1%



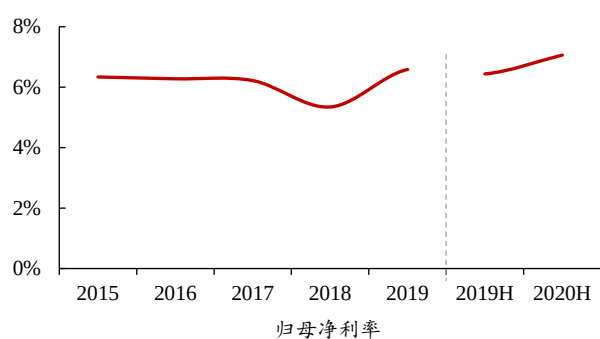
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：毛利率略有下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

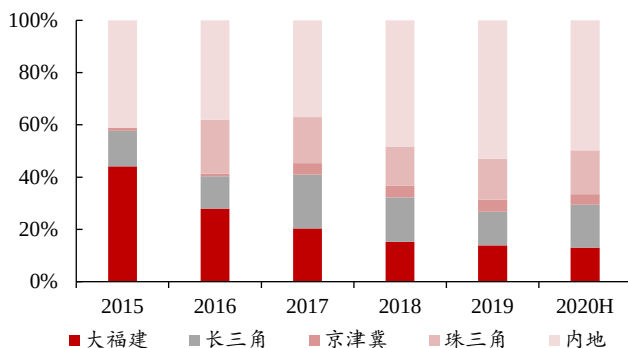
图 6：归母净利率有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

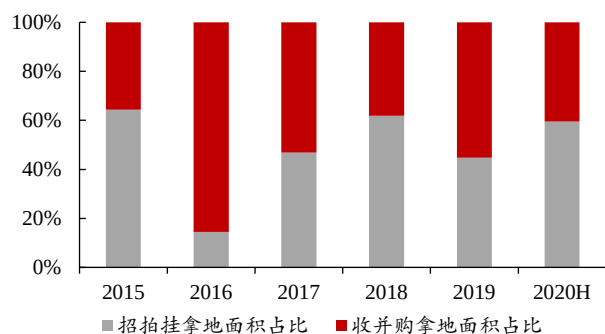
优质区域布局加大，多元拓储优势持续。公司土地储备较为充裕，截至 2020 年中期，公司剩余可售建筑面积达 4993.8 万方，权益比例约 65.5%。区域布局方面，2020 上半年，公司加大了在优质地区的布局力度，位于长三角和珠三角的土储面积占比分别较 2019 年末提升 3.6pct 和 1.1pct，分别达 16.4%和 16.8%。拿地模式方面，公司继续发挥收并购能力优势，2020 年上半年获取的 527.5 万方土储建面中，40.4%为通过收并购方式获取；同时，公司一二级联动及产业联动等多元拿地渠道稳步推进，2019 年已锁定的 767 亿元在途货值中，上半年已确权 311 亿元。更为优质的区域布局或将对公司去化构成支持，较为丰富的拓储渠道亦将支撑公司持续获取土地资源，为业绩增长奠定基础。

图 7：长三角、珠三角土储面积占比有所扩大



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：2020 上半年年收并购拿地面积超四成

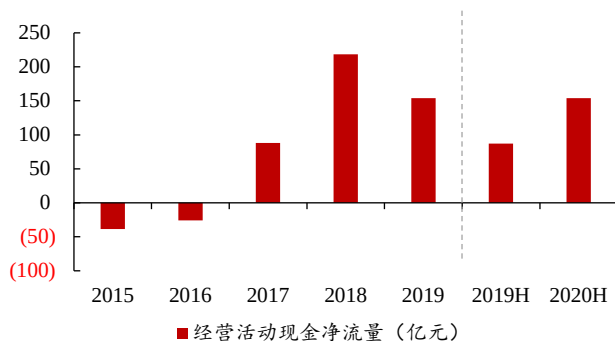


数据来源：公司公告，中达证券研究



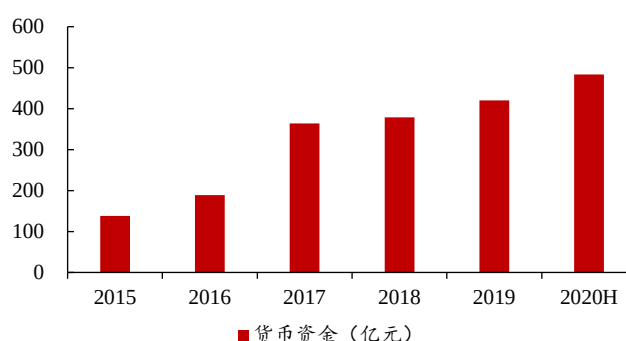
现金流状况良好，杠杆水平继续下行。现金流方面，公司经营性现金流自 2017 年来持续为正；较为良好的回款使公司货币资金较 2019 年末提升 15.2% 至 483.5 亿元，能够实现对短债的全额覆盖，现金短债比较 2019 年末略微提升约 0.03 倍至 1.28 倍。杠杆水平方面，公司净负债率近年持续下行，2020 年中期较 2019 年末下降 23.2pct 至 115.0%。融资方面，在上半年相对宽松的流动性环境下，公司平均融资成本较 2019 年末下降约 0.2pct 至 7.5%。持续优化的财务表现将有望助力公司经营更趋平稳。

图 9：经营性现金流近年持续为正



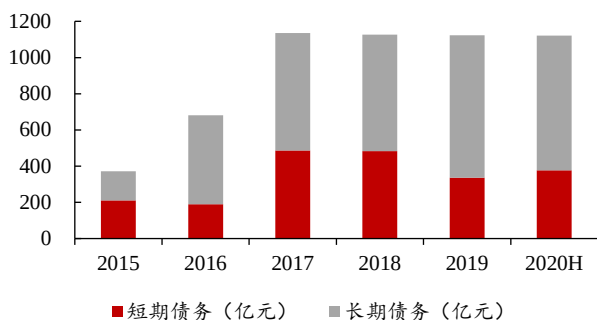
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：货币资金较 2019 年末增长 15.2%



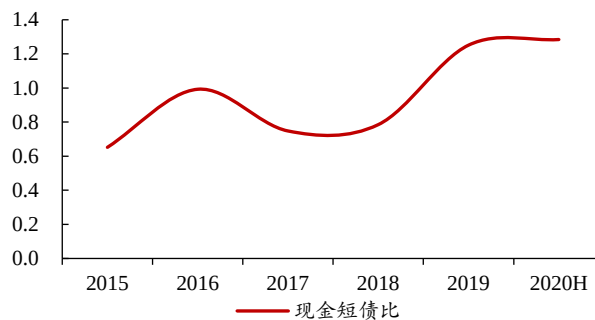
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：债务总额基本持平，短债占比略有提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

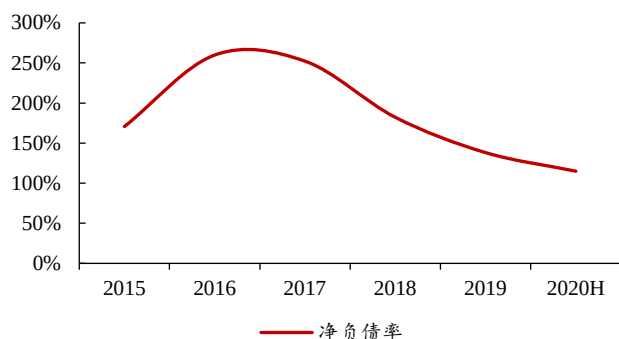
图 12：公司在手现金能够全额覆盖短期债务



数据来源：公司公告，中达证券研究

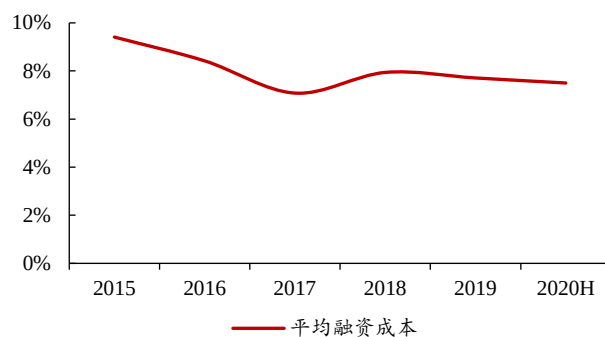


图 13：公司净负债率继续下行



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：融资成本较去年末下降约 20bp 至 7.5%



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 9.9 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%。考虑到公司加大优质区域土储布局，多元拓储优势持续，上调 NAV 0.8%，维持折让 25%，上调目标价 0.8%至人民币 9.9 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 32.1%。（最新股价为 2020 年 8 月 19 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）

表 1：阳光城 NAV 约人民币 13.16 元/股

NAV 估值（人民币亿元）	2020
NAV 增厚（亿元）	260.10
归母净资产（亿元，2020 年中）	278.67
NAV 合计（亿元）	538.77
总股本（最新，亿股）	40.95
每股 NAV（元/股）	13.16
8 月 19 日股价（元/股）	7.47
NAV 折让	43.23%

数据来源：中达证券研究

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。



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	-1,999
利息收入	314	394	843	874	1,011
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	18,749
所得税	2,483	2,449	3,787	5,109	6,768
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
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	46,868
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	502,963
流动负债合计	156,838	176,758	211,375	262,324	338,768
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	29,722
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

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	18,749
营运资本变动	16,395	9,741	1,828	221	-420
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
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	4,739
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	2,062
其他	-13,626	-11,790	-2,347	-1,704	-4,969
融资性现金流合计	-6,291	-4,861	-820	929	-2,906
现金变动合计	-332	4,115	345	2,713	1,832
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	46,868

财务分析 (%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	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%	6.4%
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%	32.6%
EPS 增长率	46.4%	32.2%	33.0%	35.1%	32.6%
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	9.63
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	11.14
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。