

引入优质险资股东，业绩持续增长可期

——阳光城跟踪报告

事件：泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式，从公司第二大股东上海嘉闻受让公司 13.53% 的股份。

股权结构更趋多元，完善治理提供协同。此次股份转让后，泰康保险集团旗下的泰康人寿及泰康养老将合计持有公司约 13.54% 的股份，优质险资股东的成功引入在一定程度上体现了资本市场对公司的认可，并使公司股权结构更趋多元和市场化。**公司治理方面**，泰康人寿及泰康养老提名的董事将占上市公司全体董事总数的六分之一，或将使公司治理水平有所提升。**协同方面**，险资股东的引入或有望使公司融资结构进一步优化，泰康人寿及泰康养老或将与公司养老等业务产生协同，从融资及业务等方面共同支持公司未来的进一步发展。

长期业绩承诺彰显信心，充分激励提升运营效率。公司在本次引入长期股东时做出了未来十年的业绩承诺：以 2019 年归母净利润 40.2 亿元为基数，2020 至 2024 年公司归母净利润每年年均复合增速不低于 15%、平均年增长率不低于 18.13%；2026 及 2027 年归母净利润分别同比增长 10%，2028 及 2029 年分别同比增长 5%。**更长期限的业绩承诺彰显了公司对未来发展的信心，并将持续驱动公司业绩的增长。**同时，公司提出第三期员工持股计划，对核心管理团队提供激励，涉及员工人数不超过 30 人、计划份额不超过 8000 万份（占当前公司总股本约 1.95%），业绩考核指标与业绩承诺基本相符。**充分的激励能够提升核心团队的积极性，有望带动公司运营效率提升，为公司未来的增长和持续稳健发展提供保障。**

销售情况持续复苏，盈利提升财务优化。2020 年前 7 月，公司销售稳步复苏，前 7 月实现销售金额 1080.0 亿元（+1.8%），累计增速回正。2020 年上半年，管控效率提升、结算项目权益比例提升等因素共同驱使公司盈利能力有所提升，归母净利率较去年同期上升 0.5pct 至 7.1%；在盈利水平上升的同时，公司财务亦持续优化，与 2019 年末相比，公司现金短债比提升 0.03 倍至 1.28 倍、净负债率下降 23.2pct 至 115.0%、平均融资成本亦下降 0.2pct 至 7.5%。稳步复苏的销售、持续改善的盈利能力和财务状况将有望支持公司业绩持续高增。

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%。考虑到优质股东有望支持公司经营，长期的业绩目标和充分的激励有望提升公司运营效率，维持 NAV 折让 25%，目标价人民币 9.9 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 32.8%。（最新股价为 2020 年 9 月 9 日收盘价）

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

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

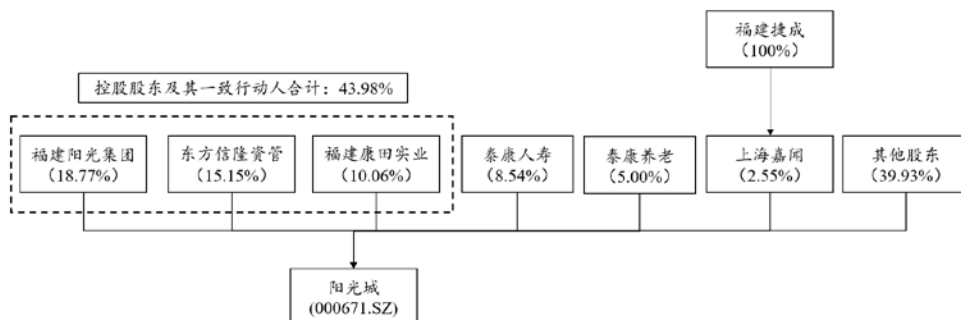
zhugelianxin@cwghl.com

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	14.75	10.08	7.57	5.69	4.21	3.17
PB	1.59	1.32	1.14	0.97	0.79	0.67

股权结构更趋多元，完善治理提供协同。此次股份转让后，泰康保险集团旗下的泰康人寿及泰康养老将合计持有公司约 13.54%的股份，优质险资股东的成功引入在一定程度上体现了资本市场对公司的认可，并使公司股权结构更趋多元和市场化。**公司治理方面**，泰康人寿及泰康养老提名的董事将占上市公司全体董事总数的六分之一，或将使公司治理水平有所提升。**协同方面**，险资股东的引入或有望使公司融资结构进一步优化，泰康人寿及泰康养老或将与公司养老等业务产生协同，从融资及业务等方面共同支持公司未来的进一步发展。

图 1：引入优质险资股东，公司股权结构更为多元



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：本次权益变动后

长期业绩承诺彰显信心，充分激励提升运营效率。公司在此次引入长期股东时做出了未来十年的业绩承诺：以 2019 年归母净利润 40.2 亿元为基数，2020 至 2024 年公司归母净利润每年年均复合增速不低于 15%、平均年增长率不低于 18.13%；2026 及 2027 年归母净利润分别同比增长 10%，2028 及 2029 年分别同比增长 5%。**更长期限的业绩承诺彰显了公司对未来发展的信心，并将持续驱动公司业绩的增长。**同时，公司提出第三期员工持股计划，对核心管理团队提供激励，涉及员工人数不超过 30 人、计划份额不超过 8000 万份（占当前公司总股本约 1.95%），业绩考核指标与业绩承诺基本相符。**充分的激励能够提升核心团队的积极性，有望带动公司运营效率提升，为公司未来的增长和持续稳健发展提供保障。**

表 1：公司长期业绩承诺彰显未来发展信心

时间	业绩承诺	对应同比增速
2020-2024	归母净利润每年年均复合增长率不低于 15%且前 5 年累积归母净利润数不低于 340.59 亿元（即，为达到前 5 年累积归母净利润数公司归母净利润平均年增长率应高于 18.13%）	-
2025	归母净利润 101.72 亿元	-
2026	归母净利润 111.90 亿元	10%
2027	归母净利润 123.08 亿元	10%
2028	归母净利润 129.24 亿元	5%
2029	归母净利润 135.70 亿元	5%

数据来源：公司公告，中达证券研究

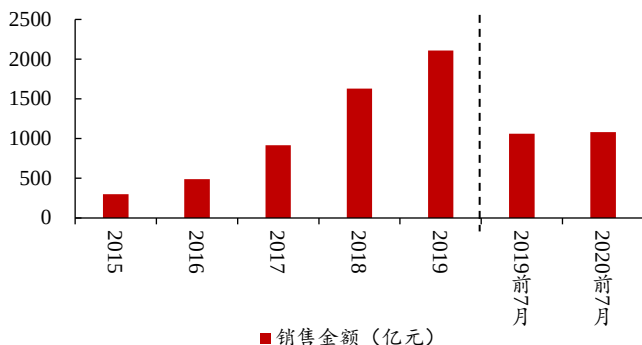
表 2：第三期员工持股计划业绩考核指标与业绩承诺基本相符，充分激励提升核心团队积极性

解锁时点	业绩考核指标
自最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 48 个月	以 2019 年上市公司归母净利润为基数，2020 年-2023 年归母净利润年平均增长率不低于 18.5%
自最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 60 个月	2024 年归母净利润同比 2023 年归母净利润增长率达到 18.5%
自最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 72 个月	2025 年归母净利润同比 2024 年归母净利润增长率达到 10%
自最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 84 个月	2026 年归母净利润同比 2025 年归母净利润增长率达到 10%

数据来源：公司公告，中达证券研究

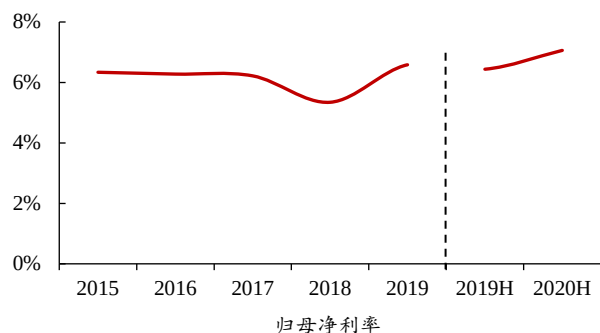
销售情况持续复苏，盈利提升财务优化。2020 年前 7 月，公司销售稳步复苏，前 7 月实现销售金额 1080.0 亿元（+1.8%），累计增速回正。2020 年上半年，管控效率提升、结算项目权益比例提升等因素共同驱使公司盈利能力有所提升，归母净利率较去年同期上升 0.5pct 至 7.1%；在盈利水平上升的同时，公司财务亦持续优化，与 2019 年末相比，公司现金短债比提升 0.03 倍至 1.28 倍、净负债率下降 23.2pct 至 115.0%、平均融资成本亦下降 0.2pct 至 7.5%。稳步复苏的销售、持续改善的盈利能力和财务状况将有望支持公司业绩持续高增。

图 2：2020 年前 7 月销售金额增速回正



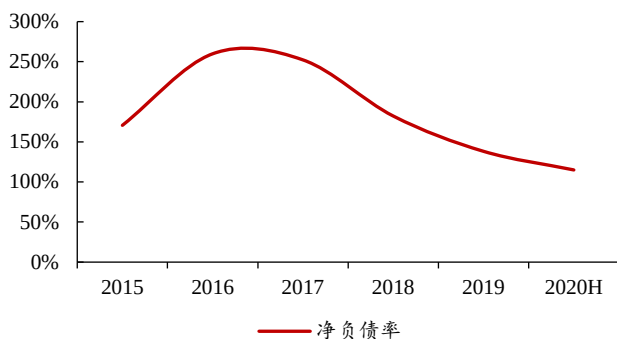
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司归母净利率近年有所提升



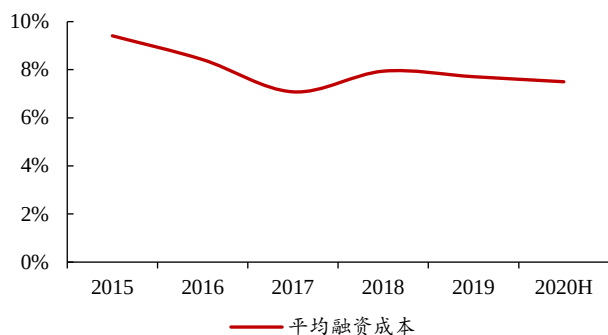
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：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 5：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%。考虑到优质股东有望支持公司经营，长期的业绩目标和充分的激励有望提升公司运营效率，维持 NAV 折让 25%，目标价人民币 9.9 元，对应 2020 年 7.5 倍 PE，较现价空间达 32.8%。（最新股价为 2020 年 9 月 9 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 3：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
9 月 9 日股价 (元/股)	7.43
NAV 折让	43.53%

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；公司销售结算或出现一定波动。

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。