



2017-04-14

公司深度报告

买入/首次

阳光城 (000671)

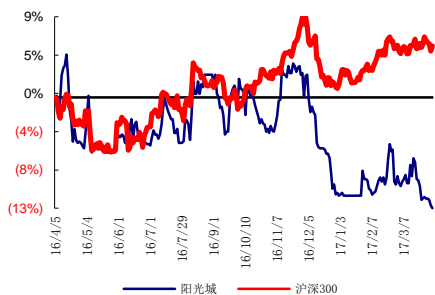
目标价: 7.5

昨收盘: 5.58

房地产 房地产开发 II

阳光城 (000671) -- 并购引领, 冲刺千亿

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,050/3,245
总市值/流通(百万元)	22,194/17,780
12个月最高/最低(元)	6.64/5.48

证券分析师: 周炯

电话: 010-88321586

E-MAIL: zhoujiong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511040001

我们认为, 阳光城是目前 500 亿级销售房企中最先可能冲进千亿房企阵营的公司之一。

看好阳光城的核心逻辑: 2015-2017 年以并购为主的大规模补货, 奠定千亿房企基础。2015-2017 年 3 月, 公司通过公开市场和并购拿地金额 543 亿元, 规划建面 1705 万 m²。其中, 并购金额 318 亿元, 占比 59%; 并购项目建面 1296 万 m², 占比 76%。

并购拿地两大优势: 降低成本, 加快周转。

储备充足, 冲刺千亿。截至 2017 年 1 季度, 公司共布局 18 城, 在手土地储备约 2200 万 m², 货值约 3500 亿元, 为公司 2017-2018 年冲刺销售千亿打下坚实基础。我们预计公司 2018 年将迈入千亿房企阵营, 2017 年和 2018 年销售将分别达到 800 亿元和 1000 亿元 (同增 64%和 25%)。

估值及评级。公司 RNAV 为 7.40 元, 2017 年 4 月 13 日收盘价 5.58 元, 较 RNAV 折价 25%。从市销比看, 2016 年销售 500 亿级房企平均市销比 0.58, 阳光城为 0.45, 比平均值低 22%, 低估明显。我们预测公司 2016 年和 2017 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.64 元, 动态市盈率分别为 12 倍和 9 倍, 首次给予公司买入评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(亿元)	139	224	308	434
(+/-%)	88	61	38	41
净利润(亿元)	13	14	18	26
(+/-%)	103	7	28	45
摊薄每股收益(元)	0.32	0.35	0.44	0.64
市盈率(PE)	17	16	12	9

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

1. 股东实力强大，助力公司成长	4
1.1 控股股东金融资源丰富，有力支撑公司融资体系	4
1.2 中民投入股，拓宽公司地产项目并购渠道	5
2. 看好阳光城的核心逻辑：2015-2017 年以并购为主的大规模补货，奠定千亿房企基础	6
2.1 并购引领，开启新成长	6
2.2 并购拿地两大优势：降低成本，加快周转	8
2.3 储备充足，冲刺千亿销售	8
3. 预计 2017 年销售 800 亿，2018 年冲 1000 亿	9
3.1 2016 年销售 487 亿，预计 2017-2018 年进入千亿房企阵营	9
3.2 营收和利润快速增长	10
3.3 资本结构与融资情况	12
4. 估值：RNAV 为 7.4 元，买入评级	13

图表目录

图表 1: 十大股东	4
图表 2: 实际控制人	4
图表 3: 控股股东产业布局	4
图表 4: 阳光金控布局	4
图表 5: 上海嘉闻为中民投旗下公司	5
图表 6: 中民投产业布局	5
图表 7: 2015 年开启新一轮大规模补货	6
图表 8: 拿地金额占销售比大幅回升	6
图表 9: 2015 年招拍挂	6
图表 10: 2015 年并购拿地	6
图表 11: 2016 年招拍挂	7
图表 12: 2016 年并购拿地	7
图表 13: 2017 年 Q1 招拍挂	7
图表 14: 2017 年 Q1 并购拿地	7
图表 15: 并购金额占比 (亿元)	7
图表 16: 并购建面占比 (万平)	7
图表 17: 并购显著降低拿地成本 (元/平米)	8
图表 18: 阳光城布局	8
图表 19: 项目布局 3+1+X	9
图表 20: 储备分布	9
图表 21: 2018 年销售冲千亿	10
图表 22: 收入快速增长	11
图表 23: 净利润快速增长	11
图表 24: 2016 年毛利率回升至 29%左右	11
图表 25: 销售净利率相对稳定	11
图表 26: 预收账款大幅增长	11
图表 27: 资产负债率	12
图表 28: 2016H1 融资结构	12
图表 29: 500 亿级房企市值销售比	13
图表 30: 公司项目估值汇总表 (万 m ² , 万元)	14

1. 股东实力强大，助力公司成长

1.1 控股股东金融资源丰富，有力支撑公司融资体系

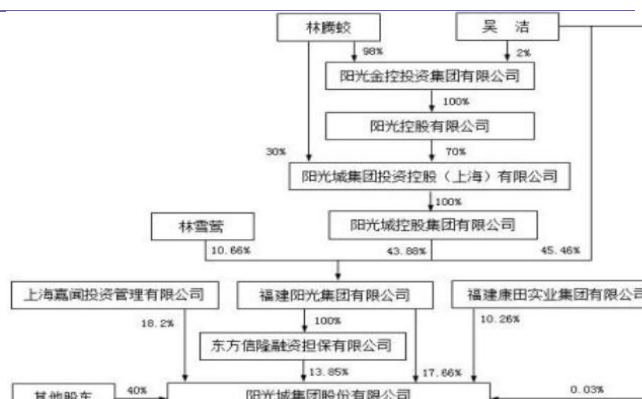
公司控股股东为福建阳光集团，实际控制人为自然人吴洁。第一大股东上海嘉闻为 2015 年 12 月通过定增引入的中民投旗下的战略投资者（发行价 6.16 元），持股 18.2%。

图表 1：十大股东

前 10 名股东持股情况			
股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
上海嘉闻投资管理有限公司	境内非国有法人	18.04%	730,519,480
福建阳光集团有限公司	境内非国有法人	17.51%	709,136,962
东方信隆资产管理有限公司	境内非国有法人	13.73%	555,904,860
福建康田实业集团有限公司	境内非国有法人	10.17%	411,785,923
民生加银基金—民生银行—中粮信托—中粮·新竹二号集合资金信托计划	其他	4.34%	175,746,923
上海兴全睿众资产—平安银行—兴全睿众阳光城 1 号分级特定多客户资产管理计划	其他	3.23%	130,914,738
中国证券金融股份有限公司	境内非国有法人	2.01%	81,474,005
万杏琰	境内自然人	1.56%	63,270,000
中国建设银行股份有限公司—华夏优势增长混合型证券投资基金	其他	1.11%	45,000,000
兴证证券资管—工商银行—兴证资管鑫众 5 号集合资产管理计划	其他	1.06%	42,980,847

资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 2：实际控制人



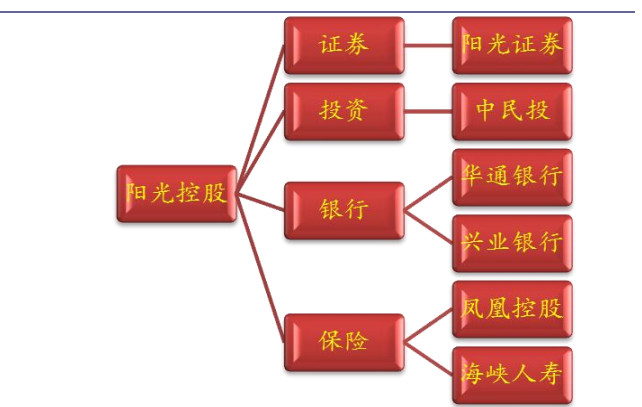
资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 3：控股股东产业布局



资料来源：阳光控股网站，太平洋证券

图表 4：阳光金控布局



资料来源：阳光控股网站，太平洋证券

控股股东金融资源丰富，有力支撑阳光城融资体系。公司控股股东福建阳光集团为集金控集团（银行、保险、证券）、教育集团（幼教连锁、K12 学校连锁及本科大学）、医疗集团（综合性医院及专科医院）、物产集团（能源、大宗商品）、阳光城集团（地产）等五大产业的大型投资控股集团。

银行板块，阳光金控发起设立民营银行华通银行，目前已正式开业；投资兴业银行 75 亿元，成为其民营第一大股东。保险板块，正式收购以色列三大保险巨头之一凤凰控股有限公司（Phoenix Holdings Ltd.），管理资产约 3000 亿元人民币；联合发起设立海峡人寿保险。证券板块，发起设

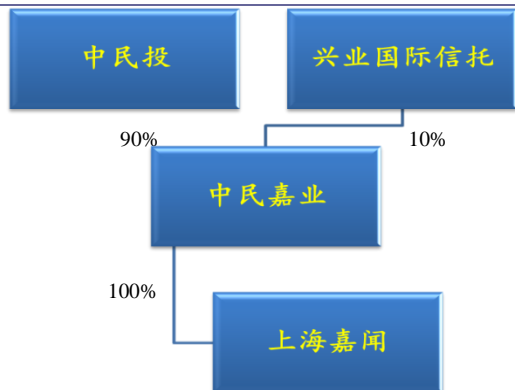
立阳光证券，设立申请已被证监会正式受理。投资板块，参与发起设立中民投。控股股东丰富的金融资源，将有力支撑阳光城融资体系，保驾护航公司进入千亿销售房企的阵营。

1.2 中民投入股，拓宽公司地产项目并购渠道

公司 2015 年 12 月完成增发，单一发行对象为上海嘉闻。共发行 7.31 亿股，发行价 6.16 元，募资 45 亿元。发行完成后，上海嘉闻成为公司第一大股东，持股 18.2%。

上海嘉闻是中民嘉业的全资子公司，中民嘉业的控股股东为中国民生投资。中民投由全国工商联和 59 家中国知名民营企业发起，注册资本 500 亿元，主要股东包括泛海集团、新希望集团、巨人集团等。我们认为，中民投入股阳光城，其强大的资金实力和股东资源背景，对于阳光城目前致力的通过并购获取土地储备的战略具有相当大的帮助。

图表 5：上海嘉闻为中民投旗下公司



资料来源：wind，太平洋证券

图表 6：中民投产业布局



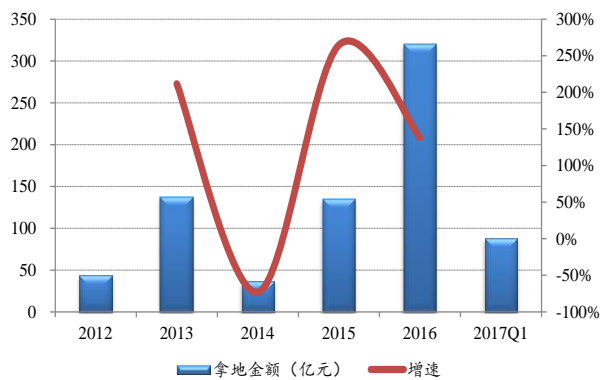
资料来源：中民投官网，太平洋证券

2. 看好阳光城的核心逻辑：2015-2017 年以并购为主的大规模补货，奠定千亿房企基础

2.1 并购引领，开启新成长

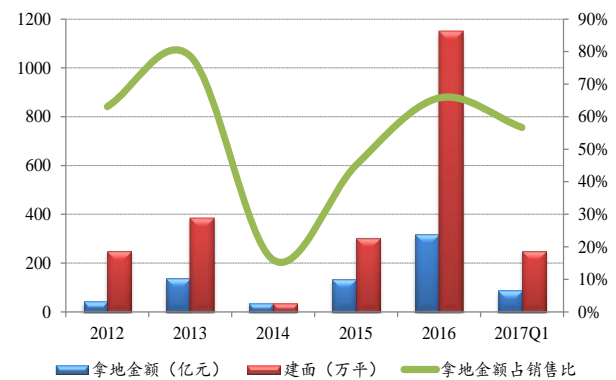
2015-2017 年 3 月，公司通过公开市场和并购拿地金额 543 亿元，规划建面 1705 万平方米。其中，并购金额 318 亿元，占比 59%；并购项目建面 1296 万平，占比 76%。

图表 7：2015 年开启新一轮大规模补货



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 8：拿地金额占销售比大幅回升



资料来源：公司公告，太平洋证券

拿地方式并购占比大幅提升。从金额看，2015 年招拍挂拿地 93 亿元，并购项目 5 个，金额 42 亿元，占总拿地金额 31%；2016 年，招拍挂 119 亿元，并购项目 8 个，202 亿元，并购占比大幅提高至 63%；2017 年一季度，招拍挂 13 亿，并购 75 亿，占比继续提升至 85%。从规划建面看，2015、2016 和 2017 年前 3 月，并购占比分别为 33%、89%和 67%。

图表 9：2015 年招拍挂

项目	城市	地价 (亿)	建面 (万平)	楼面地价 (元/平)
阳光愉景	福州	11.47	11.46	10009
漳州角美	漳州	13.09	27.25	4804
翡丽湾	晋江	4	23.19	1725
杨浦 101	上海	17.3	3.51	49288
杭州上塘	杭州	12.3	8.14	15111
苏州赏湖	苏州	10.04	10.68	9401
通州台湖	北京	18.73	11.78	15900
洋太花园	西安	3.99	81.81	488
欣阳花园	西安	1.76	25.13	700
合计		92.68	202.95	15177

资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 10：2015 年并购拿地

项目	城市	收购价 (亿)	建面 (万平)	楼面地价 (元/平)
翡丽海岸	厦门	8.9	31.53	2823
丽景湾	上海	12.5	6.37	19623
萧山上府	杭州	16.5	19.45	8483
角直项目	苏州	3.8	25.5	1490
蔷薇溪谷	西安	0.12	17.78	67
合计		41.82	100.63	8105

资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 11: 2016 年招拍挂

项目	城市	地价 (亿)	建面 (万平)	楼面地价 (元/平)
福州百兴	福州	5.15	17.08	3015
萧山项目	杭州	13.85	6.98	19842
余姚项目	宁波	2.03	14.01	1449
顺义项目	北京	7.5	3.91	19182
东莞项目1	东莞	6.39	8.21	7783
佛山项目	佛山	1.08	1.44	7500
成都项目	成都	10.78	11.23	9599
鼓楼项目	福州	15.5	7.15	21678
萧山项目	杭州	17.81	13.95	12767
郑州项目	郑州	28.24	31.82	8875
东莞项目2	东莞	10.37	6.76	15340
合计		118.7	122.54	11548

资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 12: 2016 年并购拿地

项目	城市	收购价 (亿)	建面 (万平)	楼面价 (元/平)
广晟海韵 (49%)	广州	4.21	48.76	1762
长沙中泛 (85%)	长沙	29.5	270.06	1285
太古地块 (90%)	广州	12.67	62.94	2237
雅苑项目 (90%)	广州	3.66	92.85	438
苏州项目	苏州	15.9	36.96	4302
南沙项目 (50%)	广州	20.49	246.37	1663
晋安项目 (50%)	福州	10.42	73.44	2838
浙江中大	武汉、成都	104.69	196.7	5322
合计		201.54	1028.08	2481

资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 13: 2017 年 Q1 招拍挂

项目	城市	地价 (亿)	建面 (万平)	楼面地价 (元/平)
郑州项目1	郑州	10.52	50.28	2092
郑州项目2	郑州	2.8	33.39	839
合计		13.32	83.67	1465

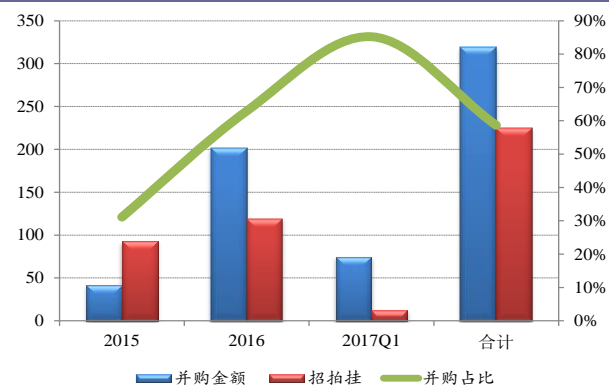
资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 14: 2017 年 Q1 并购拿地

项目	城市	收购价 (亿)	建面 (万平)	楼面地价 (元/平)
汉国项目	广州	31.81	28.62	11115
顺德项目 (51%)	顺德	2.9	43.18	1317
信业项目	上海	16.89	9.86	17130
信业项目	佛山	22.95	85.51	2684
合计		74.55	167.17	8061

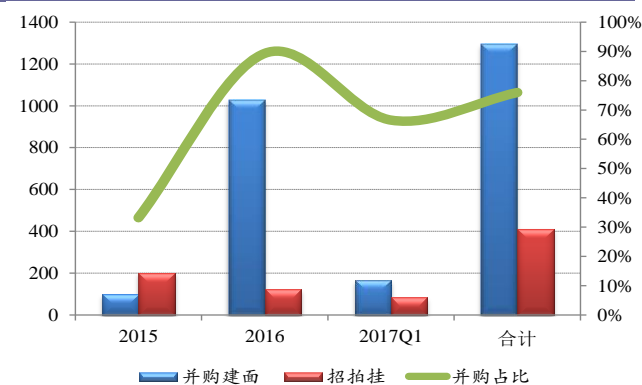
资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 15: 并购金额占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 16: 并购建面占比 (万平)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券

2.2 并购拿地两大优势：降低成本，加快周转

加快周转。房企并购获取的土地项目，一般处于开发前期或中期，手续较全，或属于在建工程，并购后，注入优质管理资源和打通资金渠道后，可显著加快项目开发周期。阳光城 2015 年和 2016 年并购的项目，很多当年就可实现销售。

降低成本。公司 2015 年并购项目平均楼面地价 8105 元/平米，公开市场招拍挂 15177 元/平米，并购比招拍挂下降 47%；2016 年并购平均楼面价 2481 元/平米，招拍挂 11548 元/平米，降低 79%。

图表 17：并购显著降低拿地成本（元/平米）

	并购	公开市场	成本下降
2015	8105	15177	47%
2016	2481	11548	79%
2017Q1	8061	1465	

资料来源：WIND，太平洋证券

注：2017 年一季度招拍挂拿地两项目均位于郑州，地价相对较低

2.3 储备充足，冲刺千亿销售

布局：3+1+X，进入 18 城。阳光城项目战略布局，领跑大福建，深耕长三角、京津冀和珠三角，并择机进入优质战略机会城市。2016 年在已布局北京、上海、深圳、福州等 9 个重点城市的同时，新进入广州、佛山、东莞、长沙、成都、郑州、武汉、南昌 8 个核心城市，2017 年 1 季度新进顺德，至此公司共进入 18 城。

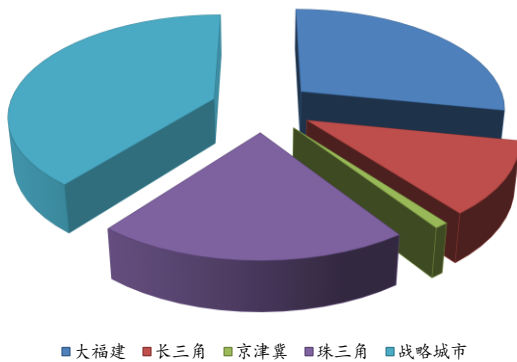
图表 18：阳光城布局



资料来源：公司网站，太平洋证券

储备充足，冲刺千亿。截至 2017 年 1 季度，公司共布局 18 城，在手土地储备约 2200 万平米，货值约 3500 亿元，为公司 2017-2018 年冲刺销售千亿打下坚实基础。其中，以福州、厦门为主的福建大本营储备 638 万 m²，占比 28%；以上海、杭州、苏州等为代表的长三角 258 万 m²，占比 11%；2016-2017 年新拓展的广州等珠三角区域 461 万 m²，占比 20%；西安、武汉、成都、郑州、南昌等战略机会城市 892 万 m²，占比 39%；北京等京津冀区域 21 万 m²，占比 1%。

图表 19：项目布局 3+1+X



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 20：储备分布

	计容建面 (万 m ²)	占比
大福建	638.09	28%
长三角	258.49	11%
京津冀	21.25	1%
珠三角	461.01	20%
战略城市	892.46	39%
合计	2271.30	100%

资料来源：公司公告，太平洋证券

3. 预计 2017 年销售 800 亿，2018 年冲 1000 亿

3.1 2016 年销售 487 亿，预计 2017-2018 年进入千亿房企阵营

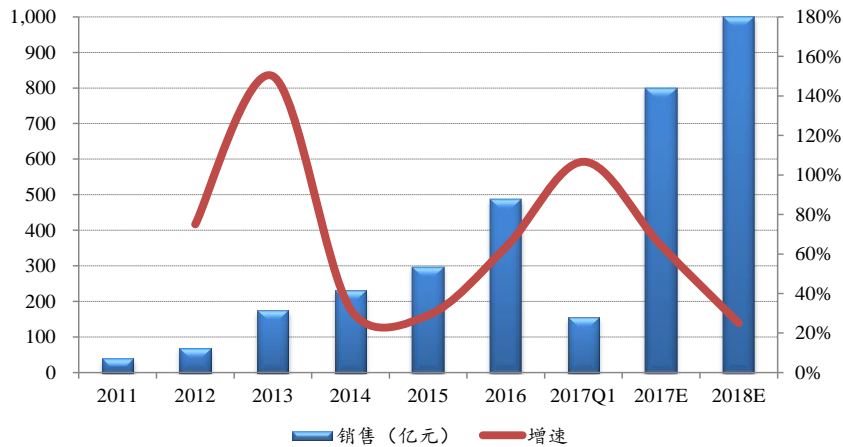
开启新成长。阳光城一度被认为是成长型房企的代表，销售从 2011 年不到 50 亿，2013 年达到 175 亿。但公司在 2014-2015 年销售增长开始放缓，2014 年和 2015 年增速分别只有 32%和 29%。我们认为，主要原因在于一方面和市场环境有关，更重要的原因在于公司 2014 年当年的拿地规模大幅萎缩。2014 年公司拿地金额只有 37 亿元，建面 35 万 m²，同比 2013 年大幅下降 73%和 91%，拿地金额更是低于 2012 年。

2015 年开始新一轮以并购为主的大规模补货，销售将重启高成长，2018 年有望进入千亿房企阵营。

2015 年和 2016 年公司拿地金额分别为 135 和 320 亿元，同比分别大幅增长 265%和 138%，2017 年 1 季度拿地 88 亿元。拿地规模的回升，奠定了公司销售重回高成长轨道的坚实基础。公司 2016 年和 2017 年 1 季度销售金额分别达到 487 亿元和 155 亿元，同比分别大幅增长 63%和 107% (2016 年和 2017 年 1 季度销售数据为第三方机构统计数据)。2015 年-2017 年 1 季度，公司总拿地金额

达到 543 亿元，新增储备建面 1705 万 m^2 ，公司目前在手储备约 2200 万 m^2 ，货值约 3500 亿元。我们预计公司 2018 年将迈入千亿房企阵营，2017 年和 2018 年销售将分别达到 800 亿和 1000 亿元（同增 64%和 25%）。

图表 21：2018 年销售冲千亿



资料来源：公司公告，太平洋证券

注：2016 年和 2017 年一季度销售数据为第三方机构统计数据

3.2 营收和利润快速增长

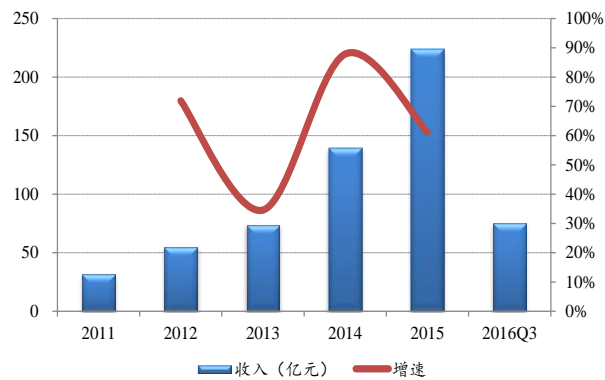
营收和利润快速增长。伴随着公司销售规模的迅猛增长，收入和利润也快速增长。公司营业收入从 2011 年 32 亿元，增长到 2015 年 224 亿元，复合增长率达到 48%；归母净利润从 2011 年 3.12 亿元，增长到 2015 年 14.18 亿元，CAGR 为 35%。

公司 2015 年归母净利润同比增长只有 7%，明显低于营业收入的增速 61%。主要原因有两点：一是毛利率有所下降，从 2014 年 29.14%下降到 2015 年的 25.56%；二是 2015 年的少数股东损益较多。剔除少数股东损益影响，公司 2015 年净利润同比增长 35%。

毛利率和净利率相对稳定。近 4 年，除了 2015 年由于结转结构的原因导致毛利率小幅下滑之外，公司毛利率基本稳定在 29%左右。销售净利率基本稳定在 8%-9%左右，2016 年 Q3 小幅下滑的主要原因在于当期的期间费用率增长较快。

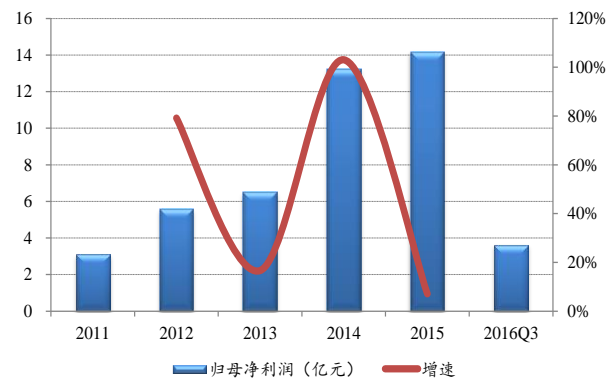
预收账款大幅增长。2016 年 Q3，预收账款 215 亿元，较 2015 年期末增长 119%。

图表 22: 收入快速增长



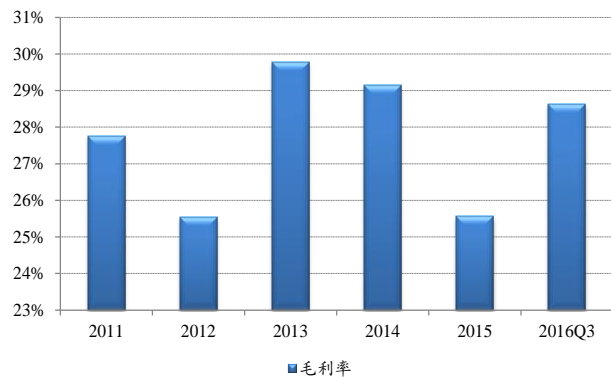
资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 23: 净利润快速增长



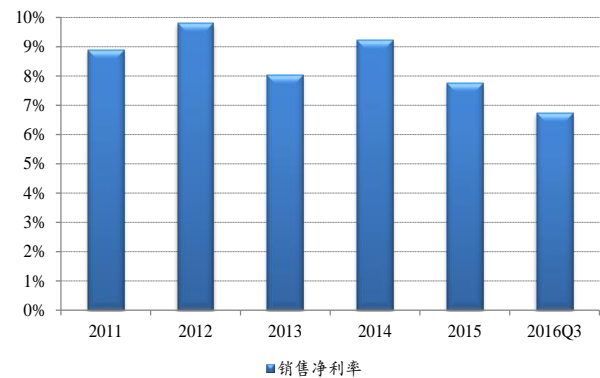
资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 24: 2016 年毛利率回升至 29%左右



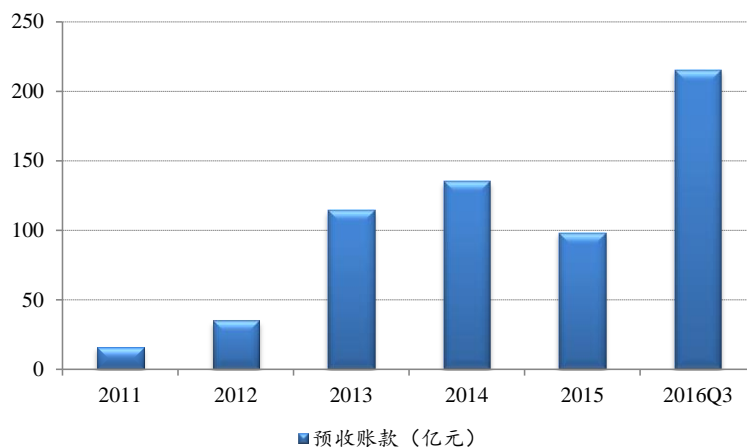
资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 25: 销售净利率相对稳定



资料来源: 公司公告, 太平洋证券

图表 26: 预收账款大幅增长



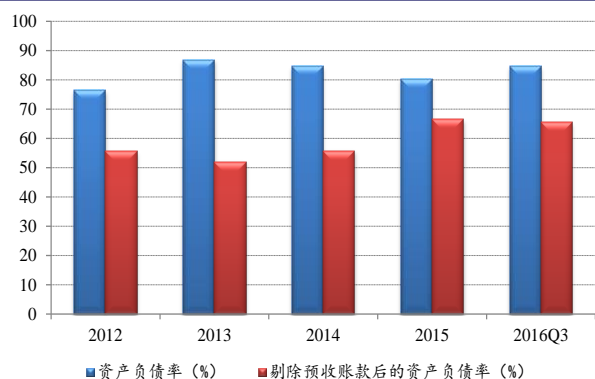
资料来源: wind, 太平洋证券

3.3 资本结构与融资情况

2016 年上半年期末融资余额 412 亿元，融资成本区间在 4.99%-11.6%，平均融资成本 8.78%，较 2015 年下降 0.63 个百分点。

近三年，公司资产负债率处于 80%-85% 区间，2016H1 为 85%。剔除预收款项后的资产负债率处于 55%-65% 区间，2016H1 为 65%。

图表 27：资产负债率



资料来源：wind，太平洋证券

图表 28：2016H1 融资结构

融资种类	期末融资余额 (亿元)		整体平均融资成本	利息资本化金额 (亿元)			
	412.31		8.78%	16.13			
	2016 年半年期末 融资余额 (亿元)	融资成本区间	融资期限结构				
			1 年之内 (包含 1 年内到期)	1-2 年	2-3 年	3 年以上	
银行贷款 (亿元)	82.44	4.99%-10%	34.95	18.69	27.8	1	
债券 (亿元)	88.79	5.18%-8%		12.86	26.62	49.31	
其他非银行融资	241.08	6.0%-11.6%	132.78	76.65	31.65		
合计	412.31	4.99%-11.6%	167.73	108.2	86.07	49.31	

资料来源：公司公告，太平洋证券

4. 估值：RNAV 为 7.4 元，买入评级

公司 RNAV 为 7.4 元，2017 年 4 月 13 日收盘价 5.58 元，较 RNAV 折价 25%。

从市销比看，2016 年销售 500 亿级房企平均市销比 0.58，阳光城为 0.45，比平均值低 22%，低估明显。

盈利预测及评级。我们预测公司 2016 年和 2017 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.64 元，动态市盈率分别为 12 倍和 9 倍，首次给予公司买入评级。

图表 29：500 亿级房企市值销售比

	市值 (亿)	销售 (亿)	市销比
新城控股	356	685	0.52
蓝光发展	196	376	0.52
华发股份	193	370	0.52
中南建设	262	502	0.52
泰禾集团	220	400	0.55
滨江集团	223	338	0.66
金科股份	316	430	0.73
荣盛发展	621	484	1.28
平均			0.58
阳光城	221	487	0.45

资料来源：wind，太平洋证券（平均值为剔除荣盛发展后的数值）

图表 30：公司项目估值汇总表（万m²，万元）

	未结算面积	NAV
福州奥体阳光花园	2.2	4029
福州凡尔赛宫B	20	31377
福州大都会	72	86148
福州山与海	23	28169
福州翡丽湾	25	26212
福州愉景花园	11	12613
福州长乐翡丽湾	17	9286
福州长乐花满墅	35	19494
宁德丽兹公馆	10	5408
晋江翡丽湾	20	9029
角美凡尔赛宫	34	15045
龙岩林隐天下	8	4300
厦门翡丽海岸	19	31523
上海MODO	15	36027
上海丽景湾PLUS	8	32469
上海杨浦大桥101	5	20459
上海滨江悦	7	28004
苏州阳光天地	27	35626
苏州愉景湾	11	14981
苏州丽景湾	36	45828
苏州丽景湾PLUS	11	14981
杭州萧山上府	19	38875
杭州上塘	8	19225
北京通州台湖	12	42802
西安丽兹公馆	41	29936
西安蔷薇溪谷	16	5537
西安巴塞阳光	13	5292
西安蔷薇溪谷C4	16	6057
西安小镇3期	18	8487
西安沣太花园	90	42147
西安上林雅苑	60	28822
西安耀泓家园	32	15265
西安欣阳花园	30	14411
兰州林隐天下	33	14646
太原翡丽湾	45	22751
太原金融中心	13	11638
福州百兴	17	14507
杭州萧山1	7	17602
宁波余姚	14	6327
北京顺义	4	10140
东莞1	8	8522
成都1	11	12426
福州鼓楼	7	13330
杭州萧山2	14	20335
郑州1	32	26460
东莞2	7	9251
广州海韵	24	26555
长沙中泛	230	99139
广州太古	57	59522
广州雅苑	84	75970
苏州项目	37	23201
广州南沙	123	112480
福州晋安	37	26101
郑州2	50	25029
郑州3	33	9154
广州汉国	29	46613
顺德项目	20	13179
上海信业	10	31327
佛山信业	85	59248
浙江中大	197	210169
2016Q3净资产		1223513
NAV		2996999

资料来源：wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。