

## 并购蓄力雄起 阳光洒满征程

——阳光城（000671）2016 年报点评

2017 年 04 月 17 日

强烈推荐/维持

阳光城

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

### 事件:

公司日前发布 2016 年报, 报告期内, 公司实现营业收入 195.98 亿元, 同比降 12.43%; 归属于上市公司股东净利润 12.30 亿元, 同比降 17.38%; 公司整体平均融资成本 8.42%, 比上年同期下降 1%; 报告期末, 公司合并报表总资产 1204.31 亿, 同比增加 72%, 净资产 189.24 亿, 同比增加 38%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 (百万元)	2629.37	3621.64	14270.19	2332.62	1759.62	3366.83	12138.95
增长率 (%)	140.48%	-13.37%	114.85%	25.49%	-33.08%	-7.04%	-14.93%
毛利率 (%)	27.07%	30.23%	22.61%	33.30%	30.85%	24.21%	20.04%
期间费用率 (%)	7.55%	5.96%	3.02%	9.85%	14.62%	9.90%	3.16%
营业利润率 (%)	8.85%	13.02%	9.63%	13.49%	9.02%	9.33%	10.53%
净利润 (百万元)	148.77	330.39	1095.36	200.90	115.75	185.59	929.13
增长率 (%)	354.52%	-27.16%	59.29%	27.00%	-22.20%	-43.83%	-15.18%
每股盈利 (季度, 元)	0.11	0.11	0.19	0.03	0.01	0.05	0.21
资产负债率 (%)	84.28%	87.41%	80.42%	80.58%	82.61%	84.65%	84.29%
净资产收益率 (%)	1.83%	4.30%	7.97%	1.43%	0.80%	1.08%	4.91%
总资产收益率 (%)	0.29%	0.54%	1.56%	0.28%	0.14%	0.17%	0.77%

### 观点:

- 营业收入和经营活动产生的现金流均大幅上涨。报告期内, 公司坚定“区域聚焦、深耕发展”的区域布局, 深耕沿海经济带, 择机进入战略机遇点, 重点布局最具发展潜力的成长性城市, 逐步形成3+1+X的战略布局 (长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市), 进一步树立和提升“阳光城”的品牌力。公司实现营业收入195.98亿元, 同比下降12.4%, 低于预期, 主要受项目结转周期的影响。但不改公司拥有的巨大土储对未来业绩大幅增长的支撑, 我们仍然看好公司未来两年业绩回归高速增长的路径。

在坚持房地产主业不动摇的前提下, 公司积极把握中国服务消费升级趋势, 稳步拓展教育行业的投资机会, 一方面促进公司转型升级, 培育新的业务增长点; 另一方面协同整合公司社区服务资源, 提升公司房地产项目附加价值, 与公司房地产主业形成协同发展的新态势。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

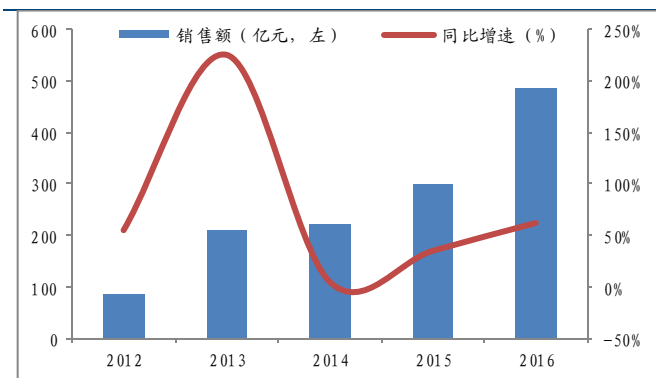
(单位: 亿元、百分比)

项目	2016	2015	变动比率	原因分析
净利润	14.31	17.32	-17.38%	受营收大幅减少影响
营业收入	195.98	223.80	-12.43%	项目结转周期所致
资产负债率 (%)	84.29	80.42	3.87%	杠杆水平小幅提升
费用比率 (%)	6.14	4.62	32.90%	财务费用大幅增加
加权 ROE (%)	9.75	20.42	-10.67%	净利润大幅降低
总资产	1204.31	701.73	71.62%	得益于存货大幅增长
货币资金	188.89	137.95	36.93%	现金流充足
预收账款	178.31	97.55	82.79%	预收账款大幅增加
一年内到期非流动负债	38.76	42.45	-8.69%	短期负债有所降低
经营活动净现金流	-25.81	-38.79	33.45%	通过公司债大量融资
稀释 EPS	0.30	0.43	-30.23%	每股收益大幅降低

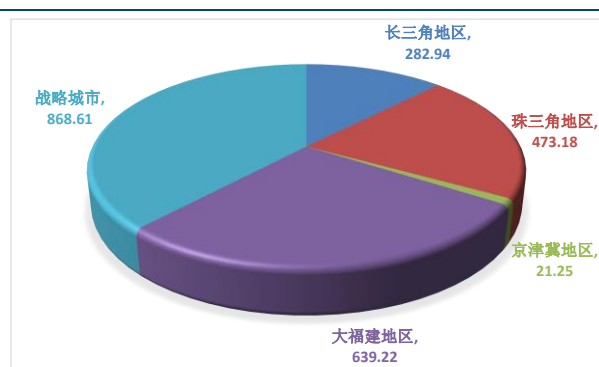
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **坚持区域聚焦, 落实“3+1+X”城市布局战略。**公司一如既往深耕大本营福建区域, 在福州取得销售额和销售面积双料冠军; 以上海、北京、深圳为核心, 坚持布局长三角、京津冀和珠三角的热点城市, 作为战略机会城市进入: 以西咸新区的土地布局为代表, 在政策红利续存及土地成本较低的前提下, 公司将充分发挥资源, 培养该等城市作为利润补充的战略机遇点。

在坚定不移地实施“3+1+X”战略布局的前提下, 面对当前及未来“面粉比面包贵的形势”, 公司积极通过招拍挂和并购两种方式, 切入有市场容量且有潜力的城市, 积极获取优质土地。

**图 1: 公司近 5 年房地产业务签约销售额及销售面积情况**


资料来源: 公司公告, 克而瑞数据, 东兴证券研究所

**图 2: 公司 2016 年土地储备分布**


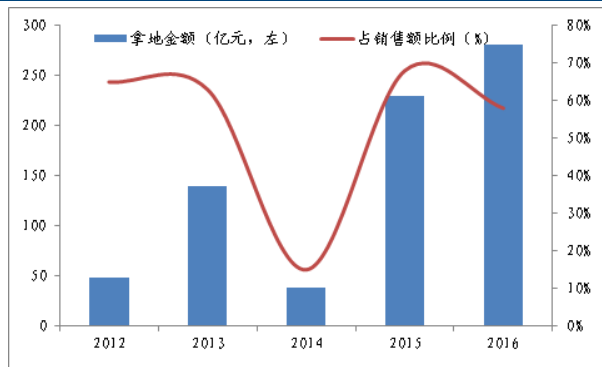
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **多元化拿地渠道, 显著降低拿地成本。**公司2016年拿地金额281亿元, 创历史新高, 占销售额比重高达57.7% (以克而瑞数据公布的2016年销售额为487亿元为基准计算), 获得的土地储备中, 面积约85%的比例为并购方式获得 (并购获得建面836万平, 2016年总计获得土储建面978万平), 所费金额只有125亿元 (2016年总计拿地金额281亿元), 其成本优势显而易见。我们认为, 公司在并购市场的动作走在市场的前列, 已经形成了一定程度的比较优势, 虽然在2017年多数房企都开始关注并购市场的大背景下,

公司仍然有可能依靠更加专业化的团队实现较好的收购成果。

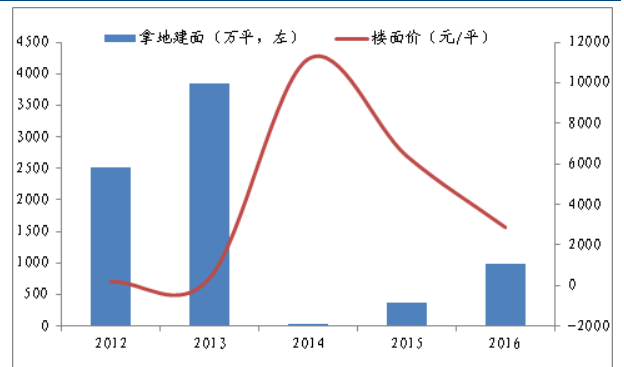
值得关注的是, 由于并购基金产生的财务费用无法进行资本化, 公司财务费用同比大增**86.2%**, 但随着并购项目开始进入结转周期, 公司2017年费用率有望回归下行通道。

图 1: 公司近 5 年拿地金额及占销售额比例



资料来源: 公司公告, 克而瑞数据, 东兴证券研究所

图 2: 公司近 5 年拿地建面及相应楼面价



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 公司本轮融资加速, 融资成本大大降低。公司充分利用资本市场的融资功能, 通过非公开增发、公司债、中期票据、资产证券化等创新金融工具, 进一步优化公司资产负债结构、降低融资成本。公司通过私募债 60 亿元和公募债 26 亿元的预案, 融资利率在4.5%-7.5%, 较以往融资成本有所降低, 本报告期内公司整体平均融资成本8.42%, 比上年同期下降1%。

表 2: 公司 2016 年发行债券和票据情况

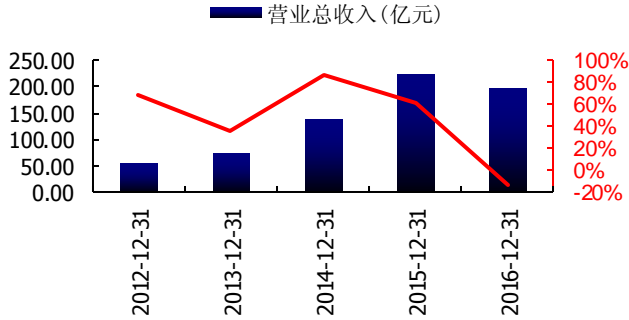
		利率	额度	到期日
非公开发行公司债	1 期	7.5%	22 亿	2019.6
	2 期	6.5%	31.1 亿	2019.7
	3 期	5.5%	6.9 亿	2019.8
公开发行公司债	1 期	4.8%	13 亿	2021.8
	2 期	4.5%	13 亿	2021.9

资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

- 拓展教育行业投资机会, 促进转型升级。公司及阳光城控股集团拟与深圳新奥投资基金管理有限公司合作发起设立教育产业并购基金, 规模不超过 30 亿。公司大股东福建阳光集团在教育领域资源深厚, 旗下阳光教育集团是国内规模最大的民办教育集团之一, 未来不排除将旗下教育资源注入上市公司的可能。

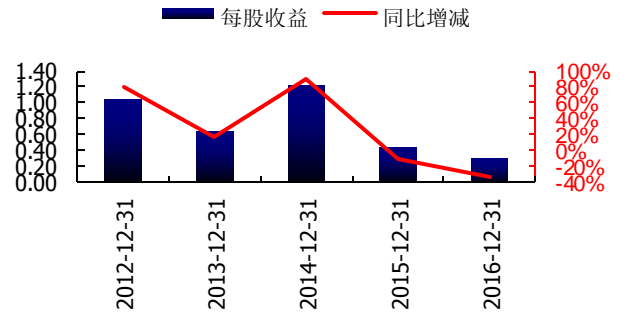
**风险提示: 地产调控趋严、地产销售不及预期、教育资产注入不及预期**

图 3: 营业收入情况



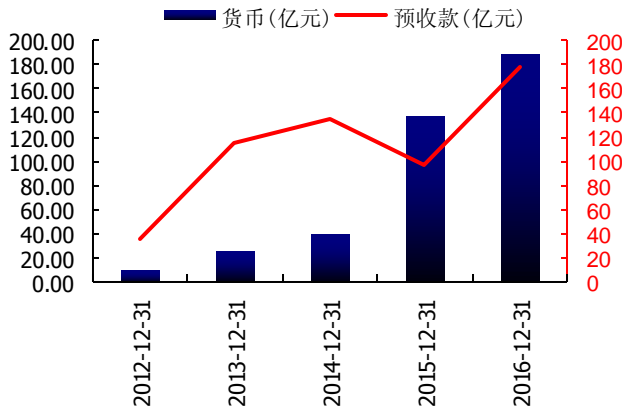
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



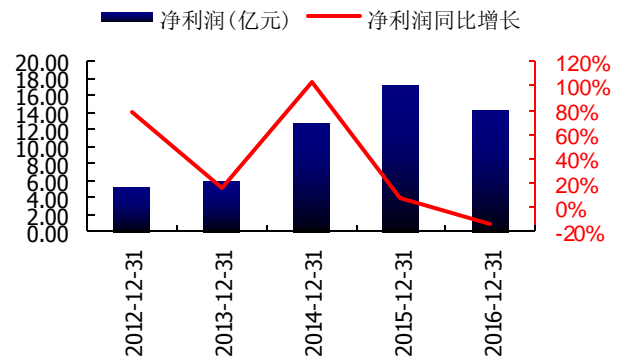
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



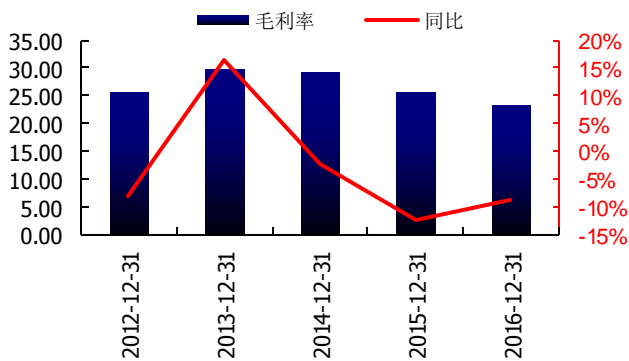
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



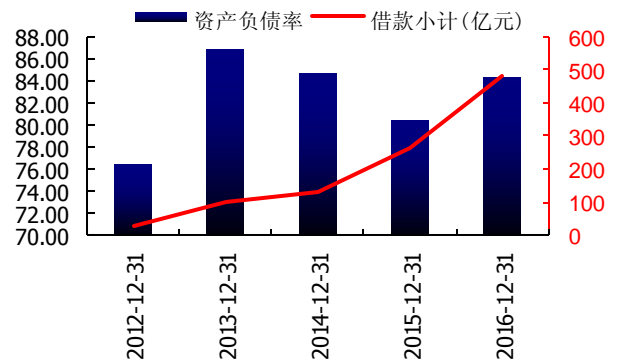
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况

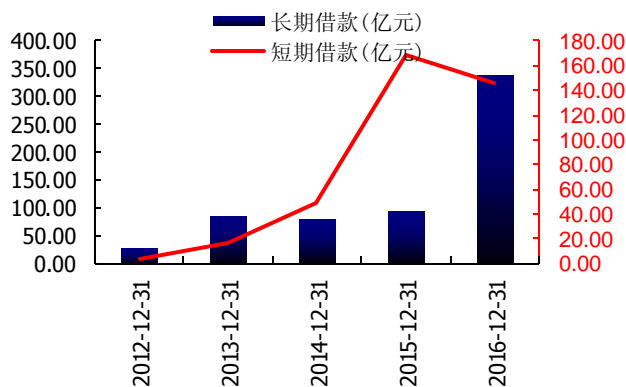


资料来源: 公司公告, 东兴证券

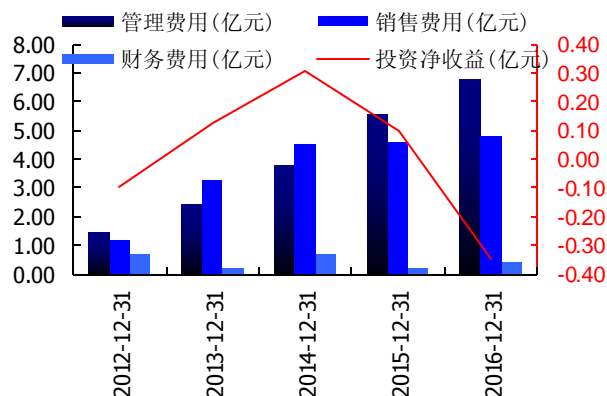
图 8: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 9: 贷款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

**图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

### 结论:

公司坚定“区域聚焦、深耕发展”的区域布局,项目储备方面,除深耕已有区域外,公司将实现切入珠三角,同时加大并购力度,逐步形成3+1+X的战略布局(长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市),进一步树立和提升“阳光城”的品牌力。在坚持房地产主业不动摇的前提下,公司积极把握中国服务消费升级趋势,稳步拓展教育行业的投资机会,一方面促进公司转型升级,培育新的业务增长点;另一方面协同整合公司社区服务资源,提升公司地产项目的附加价值,与其形成协同发展的态势。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为346亿元、413亿元和46亿元,每股收益分别为0.62元、0.85元和1.09元,对应PE分别为8.72、6.35和4.97,维持公司“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	67976	114561	161279	166727	188171	<b>营业收入</b>	22380	19598	34616	41219	46316
货币资金	13795	18889	20770	24731	27789	<b>营业成本</b>	16660	15031	26135	30296	33116
应收账款	572	805	948	1129	1269	营业税金及附加	2108	1247	2423	2885	3242
其他应收款	1734	7872	13904	16556	18603	营业费用	457	484	727	866	973
预付款项	8593	10781	16008	22067	28690	管理费用	554	678	865	1030	1158
存货	42383	74721	107405	99603	108874	财务费用	23	42	216	336	324
其他流动资产	899	1493	2244	2640	2946	资产减值损失	238.88	75.23	250.00	250.00	250.00
<b>非流动资产合计</b>	2197	5870	4124	4042	3959	公允价值变动收益	0.00	58.72	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	143	1002	1002	1002	1002	投资净收益	9.56	-34.75	20.00	20.00	20.00
固定资产	211.14	684.47	603.19	521.91	440.63	<b>营业利润</b>	2349	2066	4019	5576	7273
无形资产	10	15	13	12	10	营业外收入	15.98	38.58	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	572	1761	0	0	0	营业外支出	4.53	51.19	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	70173	120431	165403	170769	192130	<b>利润总额</b>	2360	2053	4034	5591	7288
<b>流动负债合计</b>	40211	52151	98567	94566	105444	所得税	628	622	1210	1677	2187
短期借款	16918	14571	65238	55656	60914	<b>净利润</b>	1733	1431	2824	3914	5102
应付账款	5399	6910	8592	9960	10887	少数股东损益	315	201	302	453	679
预收款项	9755	17831	21293	25415	30046	归属母公司净利润	1418	1230	2522	3461	4422
一年内到期的非流	4245	3876	0	0	0	EBITDA	2394	2143	4318	5994	7680
<b>非流动负债合计</b>	16220	49355	45990	51927	57927	<b>BPS (元)</b>	0.44	0.30	0.62	0.85	1.09
长期借款	9400	33790	45790	51790	57790	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	6681	15801	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	56431	101506	144557	146493	163372	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1728	5721	6023	6476	7156	营业收入增长	61.08%	-12.43	76.63%	19.07%	12.37%
实收资本(或股本)	4015	4050	4050	4050	4050	营业利润增长	25.17%	-12.05	94.55%	38.72%	30.45%
资本公积	3600	3627	3627	3627	3627	归属于母公司净利润	105.04%	37.21%	105.04%	37.21%	27.79%
未分配利润	3876	4820	6182	8051	10439	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	12014	13203	14823	17799	21603	毛利率(%)	25.56%	23.31%	24.50%	26.50%	28.50%
<b>负债和所有者权益</b>	70173	120431	165403	170769	192130	净利率(%)	7.74%	7.30%	8.16%	9.49%	11.02%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.02%	1.02%	1.52%	2.03%	2.30%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.80%	9.32%	17.01%	19.44%	20.47%
<b>经营活动现金流</b>	-3879	-2581	-41321	8594	-7027	<b>偿债能力</b>					
净利润	1733	1431	2824	3914	5102	资产负债率(%)	80%	84%	87%	86%	85%
折旧摊销	22.01	35.54	0.00	82.77	82.77	流动比率	1.69	2.20	1.64	1.76	1.78
财务费用	23	42	216	336	324	速动比率	0.64	0.76	0.55	0.71	0.75
应收账款减少	0	0	-143	-181	-140	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	3462	4122	4632	总资产周转率	0.38	0.21	0.24	0.25	0.26
<b>投资活动现金流</b>	-2996	-17114	1531	-230	-230	应收账款周转率	44	28	39	40	39
公允价值变动收益	0	59	0	0	0	应付账款周转率	5.18	3.18	4.47	4.44	4.44
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	10	-35	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.30	0.62	0.85	1.09
<b>筹资活动现金流</b>	17096	22445	41670	-4403	10315	每股净现金流(最新)	2.55	0.68	0.46	0.98	0.76
应付债券增加	0	0	-15801	0	0	每股净资产(最新摊)	2.99	3.26	3.66	4.39	5.33
长期借款增加	0	0	12000	6000	6000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	2731	35	0	0	0	P/E	12.34	18.10	8.72	6.35	4.97
资本公积增加	1211	27	0	0	0	P/B	1.81	1.67	1.48	1.24	1.02
<b>现金净增加额</b>	10221	2750	1881	3962	3058	EV/EBITDA	18.90	33.19	25.99	17.47	14.70

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。