

阳光总在风雨之后、攻城徇地前所未有

——阳光城2016年报点评

■事件：公司14日公布2016年年报，全年实现营业收入195.98亿元，同比减少12.43%；实现归属于上市公司股东净利润12.30亿元，同比减少13.27%；基本EPS0.30元，同比减少31.82%。

■经营业绩稳定、已售未结充足：1) 经营业绩平稳：公司营收同比减少12.43%、业绩同比减少13.27%，主要缘于公司放慢竣工节奏且2015年上海项目结算量较大的缘故；2) 公司已售未结资源较多：公司2016年销售487亿，扣除认筹未签约销售金额超400亿，结算196亿，已售未结资源或接近100亿，为今后业绩提供保障，预收款大幅增长82.8%。

■毛利率有望恢复、融资成本持续下行：1) 毛利率有望恢复：公司过去三年毛利率有所下滑，目前约23.3%，一是结算结构原因，二是公司过去招拍挂项目多，目前通过并购公司项目成本将下行，公司毛利有望恢复；2) 融资成本持续下降：公司积极尝试并购基金、资产证券化、中期票据等多种创新融资方式，整体平均融资成本8.42%，比上年同期下降1%，公司中期票据58亿仅发行20亿，平均成本6.2%，今年继续推进将有效降低公司成本。

■并购拿地创历史，土储货值近3000亿：1) 区域聚焦，深耕发展：公司坚持“区域聚焦、深耕发展”的战略，形成“3+1+X”（长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市点）的区域布局；2) 创新拿地方式、并购拿地降低成本：在土地成本持续升高的背景下公司继续关注并购机会，通过购价款124.96亿元获取项目计容建面836万平方米，权益面积653万方，公司成本望因此下行。3) 累计土储面积2285万方，货值近3000亿元。公司2016年末土地储备计容建面达到2285万方，我们测算货值近3000亿元。

■销售高增长可期、估值近年创新低：1) 公司2017年可售货值1600亿、全年预计销售800亿：今年销售主要是福州、上海、杭州、厦门、长沙、北京，前三个城市均近100亿，全年预计700-800亿销售；2) 公司估值为近年新低：PB仅1.66倍创历史新低，公司PS仅0.45，为可比公司中最低，PEG仅0.36，远小于1，公司每股RNAV约12.2元，P/RNAV近0.45，折价近一半。

■大股东增持在即、员工持股低于市价：1) 大股东拟增持2%：控股股东拟5月2日起增持8100万股约2%；2) 股权激励和两期员工持股都没赚钱：一期员工持股2015年12月18日解禁，除权后成本约5.83元，目前并未减持结束，二期员工持股成本为6.06，解禁时间为2017年10月9日，相对现价折价明显，2012年股权激励计划成本约3.44元。

■投资建议：公司在低预期中或将逆境反转迎来阳光的2017，公司去年业绩稳定，大幅创新并购拿地方式，促毛利率回升，储备货值近3000亿，全年销售高增长继续，估值接近历史底部，RNAV折价近一半，全年营收和业绩有望高增长，我们预计公司17-19年公司EPS为0.44、0.55、0.65，维持“买入-A”评级，维持6个月目标价8.69元。

■风险提示：行业调控加剧、市场利率提升。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	22,380.0	19,598.0	27,747.1	27,867.6	32,004.0
净利润	1,418.2	1,230.1	1,763.3	2,246.0	2,646.2
每股收益(元)	0.35	0.30	0.44	0.55	0.65
每股净资产(元)	2.97	3.26	3.43	3.92	4.52

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	15.5	17.9	12.5	9.8	8.3
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2
净利润率	6.3%	6.3%	6.4%	8.1%	8.3%
净资产收益率	11.8%	9.3%	12.7%	14.1%	14.5%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.3%	1.1%	1.1%
ROIC	7.6%	4.2%	3.6%	3.2%	9.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

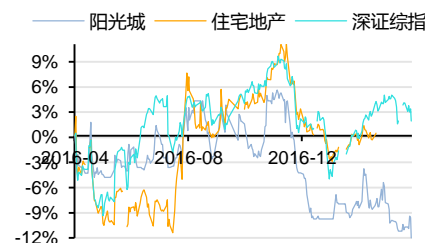
6个月目标价：8.69元

股价(2017-04-14) 5.43元

交易数据

总市值(百万元)	21,991.90
流通市值(百万元)	17,632.45
总股本(百万股)	4,050.07
流通股本(百万股)	3,247.23
12个月价格区间	5.43/6.52元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.11	-9.82	-14.32
绝对收益	-7.02	-2.51	-13.91

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

阳光城：阳光城三季度报点评	2016-10-31
阳光城：幼教已振、譬如破竹	2016-06-20
阳光城：阳光城2015年年报点评	2016-04-01

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,380.0	19,598.0	27,747.1	27,867.6	32,004.0	成长性					
减:营业成本	16,659.6	15,030.6	20,349.0	20,191.3	23,880.2	营业收入增长率	61.1%	-12.4%	41.6%	0.4%	14.8%
营业税费	2,107.6	1,246.6	2,674.8	2,361.1	1,987.5	营业利润增长率	25.2%	-12.0%	44.7%	23.6%	16.1%
销售费用	456.8	483.8	826.9	588.0	675.3	净利润增长率	7.1%	-13.3%	43.3%	27.4%	17.8%
管理费用	554.5	678.2	613.2	674.4	857.7	EBITDA 增长率	21.9%	-10.7%	51.7%	23.0%	13.6%
财务费用	23.2	41.6	220.8	244.2	176.4	EBIT 增长率	22.0%	-11.2%	52.3%	22.7%	13.4%
资产减值损失	238.9	75.2	84.9	108.0	126.7	NOPLAT 增长率	28.4%	-15.6%	54.5%	26.4%	12.3%
加:公允价值变动收益	-	58.7	-	-	-	投资资本增长率	55.1%	79.4%	42.1%	-61.4%	168.0%
投资和汇兑收益	9.6	-34.8	12.5	-4.2	-8.8	净资产增长率	94.1%	37.7%	5.4%	12.3%	12.7%
营业利润	2,349.0	2,066.0	2,989.9	3,696.3	4,291.4	利润率					
加:营业外净收支	11.4	-12.6	-13.0	-17.9	-14.5	毛利率	25.6%	23.3%	26.7%	27.5%	25.4%
利润总额	2,360.4	2,053.4	2,976.9	3,678.5	4,276.9	营业利润率	10.5%	10.5%	10.8%	13.3%	13.4%
减:所得税	627.7	622.0	872.5	1,000.2	1,192.4	净利润率	6.3%	6.3%	6.4%	8.1%	8.3%
净利润	1,418.2	1,230.1	1,763.3	2,246.0	2,646.2	EBITDA/营业收入	10.7%	10.9%	11.7%	14.3%	14.1%
						EBIT/营业收入	10.6%	10.8%	11.6%	14.1%	14.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	2	8	10	13	14
货币资金	13,795.0	18,888.9	21,728.8	19,593.7	22,502.0	流动营业资本周转天数	465	892	975	783	697
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	913	1,677	1,641	1,499	1,393
应收账款	2,306.1	8,677.2	6,616.1	7,505.1	9,423.3	应收账款周转天数	30	101	99	91	95
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	623	1,076	1,166	1,049	971
预付账款	8,593.0	10,780.9	3,802.6	7,526.9	5,209.2	总资产周转天数	936	1,751	1,719	1,586	1,482
存货	42,382.7	74,720.7	105,040.4	57,387.4	115,213.4	投资资本周转天数	468	907	996	807	721
其他流动资产	899.2	1,493.0	1,196.1	1,632.0	1,721.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	260.0	-	-	-	ROE	11.8%	9.3%	12.7%	14.1%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	1.2%	1.5%	2.7%	1.9%
长期股权投资	143.3	1,002.2	1,313.1	1,730.7	2,259.8	ROIC	7.6%	4.2%	3.6%	3.2%	9.3%
投资性房地产	1,245.8	2,057.0	2,742.6	3,656.9	4,460.6	费用率					
固定资产	211.1	684.5	883.2	1,143.3	1,423.3	销售费用率	2.0%	2.5%	3.0%	2.1%	2.1%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	2.5%	3.5%	2.2%	2.4%	2.7%
无形资产	10.4	14.9	11.5	8.0	4.6	财务费用率	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	0.6%
其他非流动资产	586.7	1,851.2	1,176.3	804.3	364.4	三费/营业收入	4.6%	6.1%	6.0%	5.4%	5.3%
资产总额	70,173.3	120,430.5	144,510.8	100,988.3	162,581.7	偿债能力					
短期债务	16,917.8	14,571.5	19,018.3	18,620.2	25,432.9	资产负债率	80.4%	84.3%	86.2%	77.8%	84.5%
应付账款	6,710.7	12,532.0	7,119.7	13,895.4	11,371.1	负债权益比	410.6%	536.4%	624.8%	351.2%	544.3%
应付票据	381.6	-	330.1	104.2	398.3	流动比率	1.69	2.20	2.71	1.47	2.21
其他流动负债	16,201.3	25,048.0	24,594.5	31,183.4	32,579.6	速动比率	0.64	0.76	0.65	0.57	0.56
长期借款	9,399.6	33,790.4	58,358.0	-	53,142.1	利息保障倍数	102.11	50.60	14.54	16.14	25.33
其他非流动负债	6,820.1	15,564.4	15,152.4	14,802.1	14,422.7	分红指标					
负债总额	56,431.2	101,506.2	124,572.9	78,605.2	137,346.7	DPS(元)	0.05	-	0.07	0.06	0.06
少数股东权益	1,727.6	5,721.4	6,062.6	6,494.9	6,933.2	分红比率	15.1%	0.0%	16.0%	10.4%	8.8%
股本	4,014.8	4,050.1	4,050.1	4,050.1	4,050.1	股息收益率	1.0%	0.0%	1.3%	1.1%	1.1%
留存收益	7,561.2	8,604.1	9,825.2	11,838.1	14,251.7						
股东权益	13,742.1	18,924.4	19,937.9	22,383.1	25,235.0						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,732.7	1,431.4	1,763.3	2,246.0	2,646.2	EPS(元)	0.35	0.30	0.44	0.55	0.65
加:折旧和摊销	16.4	25.1	23.3	36.8	52.0	BVPS(元)	2.97	3.26	3.43	3.92	4.52
资产减值准备	238.9	75.2	-	-	-	PE(X)	15.5	17.9	12.5	9.8	8.3
公允价值变动损失	-	-58.7	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2
财务费用	30.6	140.2	220.8	244.2	176.4	P/FCF	3.8	6.4	6.0	-16.0	6.1
投资损失	-9.6	34.8	-12.5	4.2	8.8	P/S	1.0	1.1	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	314.5	201.3	341.1	432.3	438.3	EV/EBITDA	25.0	34.1	30.4	10.3	21.5
营运资金的变动	-4,692.3	-4,763.4	-26,161.7	55,520.9	-58,319.2	CAGR(%)	15.6%	29.2%	18.0%	15.6%	29.2%
经营活动产生现金流量	-3,878.7	-2,581.2	-23,825.7	58,484.5	-54,997.5	PEG	1.0	0.6	0.7	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	-2,995.9	-17,113.9	-631.8	-1,212.0	-1,141.0	ROIC/WACC	1.2	0.6	0.5	0.5	1.4
融资活动产生现金流量	17,095.6	22,444.9	27,297.3	-59,407.6	59,046.8	REP	1.4	1.8	2.0	2.4	0.7
						业绩和估值指标					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034