

地产销售爆发 千亿征程启航

——阳光城（000671）2017年半年报点评

2017年08月24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	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司日前发布2017年半年报,本报告期末,公司实现营业收入75.25亿元,同比增长83.88%;归属于上市公司股东净利润3.28亿元,同比增长91.82%。公司合并报表总资产1,804.55亿,同比增加49.84%,净资产242.68亿元,较2016年底增长28.24%。公司整体平均融资成本7.14%,比上年同期下降1.28个百分点。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	14270.19	2332.62	1759.62	3366.83	12138.95	2422.76	5102.04
增长率(%)	114.85%	25.49%	-33.08%	-7.04%	-14.93%	3.86%	189.95%
毛利率(%)	22.61%	33.30%	30.85%	24.21%	20.04%	28.67%	21.42%
期间费用率(%)	3.02%	9.85%	14.62%	9.90%	3.16%	14.44%	7.76%
营业利润率(%)	9.63%	13.49%	9.02%	9.33%	10.53%	14.22%	7.11%
净利润(百万元)	1095.36	200.90	115.75	185.59	929.13	229.25	114.21
增长率(%)	59.29%	27.00%	-22.20%	-43.83%	-15.18%	14.11%	-01.33%
每股盈利(季度,元)	0.19	0.03	0.01	0.05	0.21	0.05	0.03
资产负债率(%)	80.42%	80.58%	82.61%	84.65%	84.29%	87.65%	86.55%
净资产收益率(%)	7.97%	1.43%	0.80%	1.08%	4.91%	1.18%	0.47%
总资产收益率(%)	1.56%	0.28%	0.14%	0.17%	0.77%	0.15%	0.06%

观点:

➤ **营业收入和经营活动产生的现金流均大幅上涨。**本报告期末,公司实现营业收入75.25亿元,同比增长83.88%;归属于上市公司股东净利润3.28亿元,同比增长91.82%。EPS为0.08元,同比增长100%。净利率大幅提升的主要原因是少数股东权益比例大幅下降。

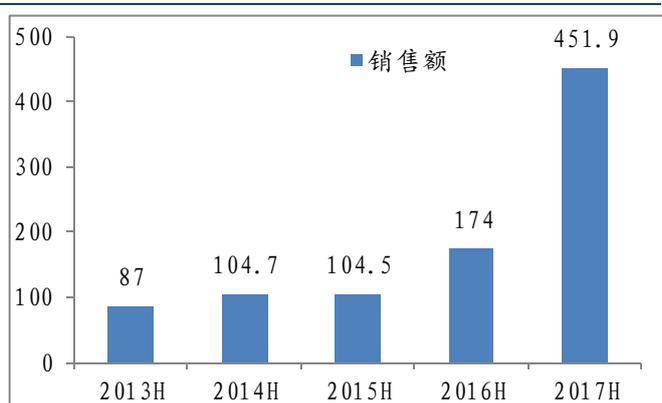
表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

（单位：亿元、百分比）

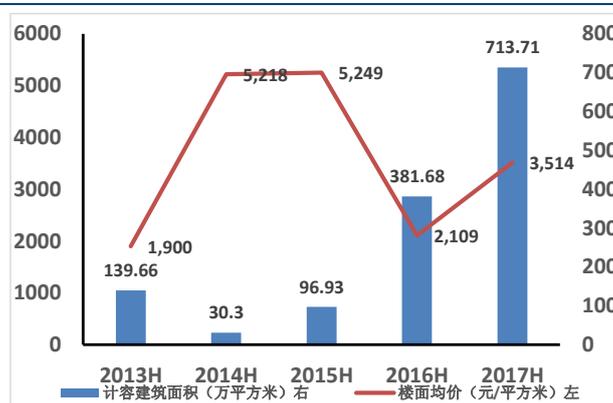
项目	2017H	2016H	变动比率	原因分析
净利润	3.43	3.17	8.46%	少数股东权益显著下降
营业收入	75.25	40.92	83.88%	结转面积大幅增加
资产负债率（%）	86.55	82.61	4.77%	杠杆水平小幅提升
费用比率（%）	9.91	11.90	-16.72%	控费能力有所加强
加权 ROE（%）	2.45	1.41	73.76%	盈利能力大幅增强
总资产	1804.55	835.04	116.11%	存货和现金资产大幅增长
货币资金	311.55	118.48	162.96%	经营现金流和融资现金流大幅增长
预收账款	352.50	172.63	104.19%	销售额同比大幅增加
一年内到期非流动负债	179.21	38.54	365.00%	负债集中到期
经营活动净现金流	59.11	-12.45	574.93%	销售回款大幅增加
稀释 EPS	0.08	0.04	100%	每股收益大幅增加

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **冲击千亿规模的有力竞争者。**根据克而瑞数据，公司上半年签约销售额为**451.9亿元**，同比增长近**160%**，集中体现了近两年公司通过并购低价拿地和成功的全国城市布局调整效应，年内公司仍然有望冲击千亿规模，同时，为公司未来两年营收大幅增长奠定了坚实基础。

图 1：2017 年上半年公司签约销售额爆发式增长


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司近 5 年拿地情况


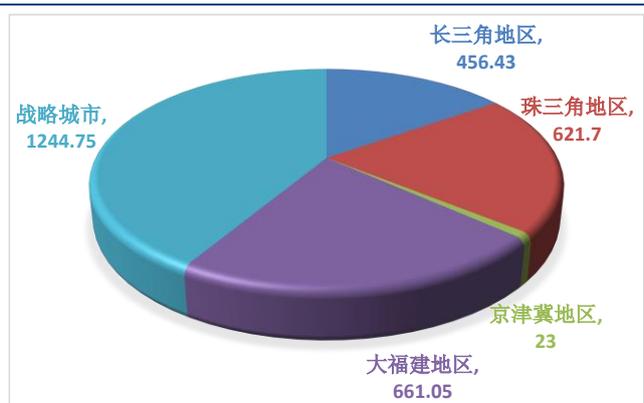
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **坚持3+1+X战略，并购加码降低拿地成本。**公司将继续深耕大本营福建区域，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，战略机会城市互为补充。2017年上半年公司通过权益和公开市场招拍挂获得64块地块，计容建面达713.71万平，拿地金额250.79亿元，其中**公司通过收购共计获得52宗地块，并购价款为211.56亿元，计容建面552.44万平方米**，大大降低土地成本。在长三角，阳光城揽入16个地块，新进入启东、嘉兴、余姚等中等规模的较发达城市；在大福建，将战略脚步迈向莆田、泉州等城市；在珠三角，成功揽入佛山绿岛湖项目和广州江湾新城项目，合计107.88万平方米；在京津冀，进一步深耕北京市场，斩获北京卧龙国际山庄项目等项目，其中北京卧龙国际山庄计容建面

高达56.15万平方米。

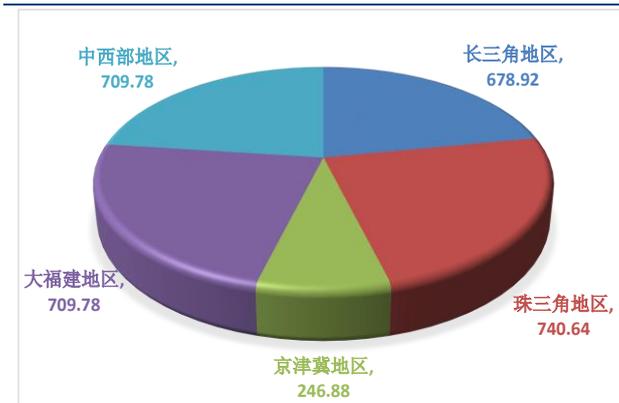
截止到2017年6月,公司在手项目总规划建筑面积为2596万方,未结算土地储备规模为2078万方,其中大福建、长三角、珠三角城市占比分别为21%、13%和27%。货值方面,公司目前在手未结算总货值为3086亿元,其中一线城市占比为31%,二线城市占比为58%,三线城市为11%。

图 3: 公司截至 2017 年 6 月土地储备分布 (万平)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司截至 2017 年 6 月货值分布 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **多渠道降低融资成本。**公司在传统金融机构融资的基础上,充分利用资本市场直接融资工具,积极尝试并购基金、资产证券化、中期票据、永续中票、短期融资券、海外债等多种创新融资方式,上半年顺利完成32亿元中期票据的发行募集工作,整体平均融资成本7.14%,较去年同期融资成本8.78%降低1.28个百分点。
- **大股东增持彰显公司发展信心,员工持股提振士气,项目跟投使得公司上下齐心。**2017年4月14日,公司发布公告称控股股东阳光集团拟成立信托计划,并通过该信托计划账户在二级市场买入公司股票,自2017年5月2日起在12个月内增持股份不低于8100万股,累计增持比例不超过2%。截至本报告期末,公司第一期员工持股计划持有公司股份42,843,080股,第二期员工持股计划持有公司股份42,843,080股。

2017年5月通过了《关于项目跟投机制“合作共赢”计划的议案》,公司推出项目跟投机制“合作共赢”计划,促使员工与公司形成利益共同体,共同投资和开发项目,实现收益共享、风险共担。公司成立了集团跟投企业和区域跟投企业,预期员工持股和项目跟投计划将显著提升公司激励机制的有效性。

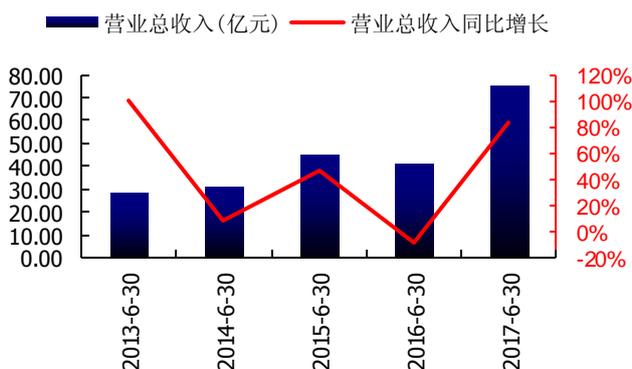
表 2: 公司前 10 大股东持股情况

股东名称	持股比例	持股数量（股）	报告期内股份变动情况
上海嘉闻投资管理有限公司	18.04%	730,519,480	-
福建阳光集团有限公司	17.51%	709,136,962	-
东方信隆资产管理有限公司	15.32%	620,370,947	64,466,087
福建康田实业集团有限公司	10.17%	411,785,923	-
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	3.23%	130,914,738	-
中国证券金融股份有限公司	2.01%	81,474,005	-
华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	1.93%	78,115,839	78,115,839
林荣	1.11%	45,082,447	35,940,672
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	1.06%	42,980,847	-
兴证证券资管-工商银行-兴证资管鑫众3号集合资产管理计划	1.06%	42,843,080	-

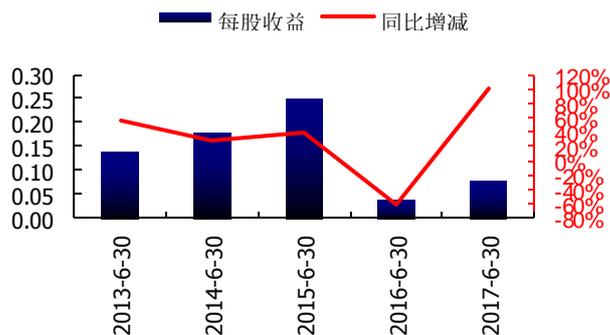
资料来源：公司 2017 年中报，东兴证券研究所

- **幼教+教育基金，为转型谋机会。** 公司大股东福建阳光集团在教育领域资源深厚，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。公司战略布局教育资源，有望同自身房地产业务形成协同效应。公司通过“社区+幼儿园”的创新模式，使得自身房地产项目价值得到大幅提升。公司设立房地产投资基金，设立海峡人寿保险公司进军寿险业，与陆家嘴信托等合作设立陆金朝阳资管等。未来公司有望借助投管公司平台和市场金融机构，全面提升金融运营能力，持续为地产开发提供稳定的现金流。

公司稳步拓展教育行业的投资机会，一方面促进转型升级，培育新的业务增长点；另一方面协同整合社区服务资源，提升房地产项目和社区的附加价值，与房地产主业形成协同发展的新态势。

风险提示：地产调控趋严、项目开发不及预期、教育领域业务盈利不及预期
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



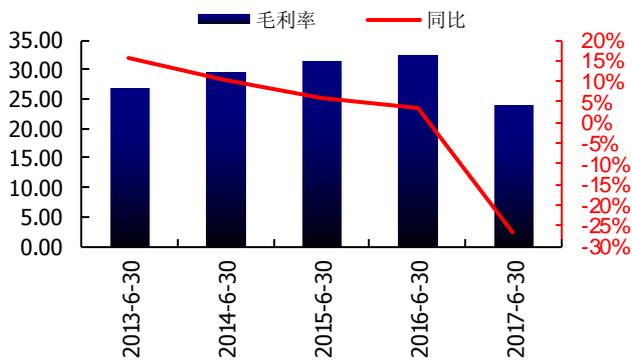
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



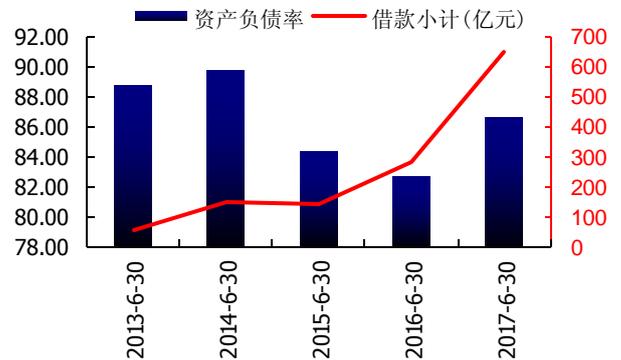
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



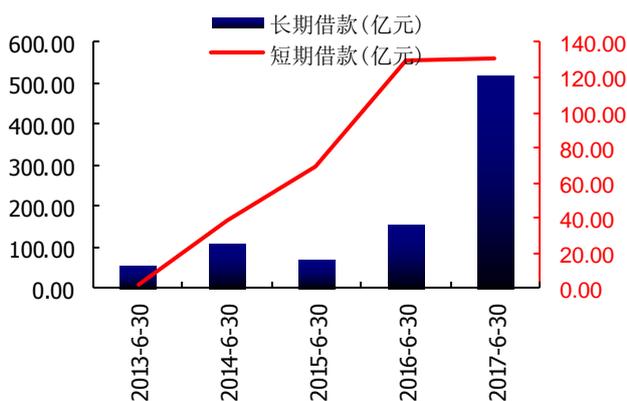
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 资产负债率情况



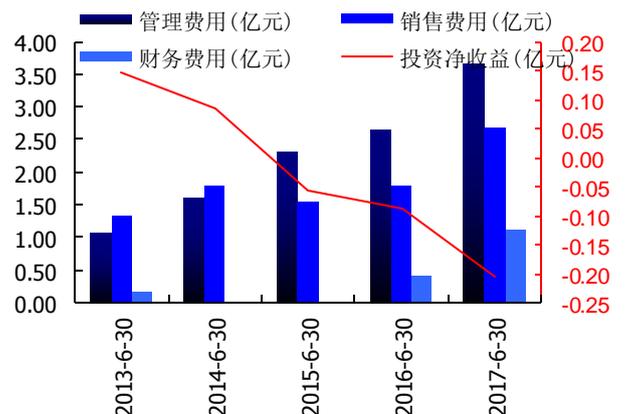
资料来源: 公司公告, 东兴证券

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，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。依靠低成本拿地优势和持续降低的融资成本，公司的盈利能力将得到改善，同时员工持股计划的解锁条件能够提供一定的安全边际。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和社区的附加价值，与公司房地产主业形成协同发展的新态势。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为307亿元、430亿元和582亿元，每股收益分别为0.5元、0.72元和0.94元，对应PE分别为11.09、7.77和5.97，维持公司“强烈推荐”评级。

表 3: 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
流动资产合计	67976	114561	157118	215280	292022	营业收入	22380	19598	30671	42970	58181
货币资金	13795	18889	27604	38673	52363	营业成本	16660	15031	22865	31295	42682
应收账款	572	805	1260	1766	2391	营业税金及附加	2108	1247	2454	3438	4655
其他应收款	1734	7872	12319	17259	23369	营业费用	457	484	767	1074	1455
预付款项	8593	10781	14211	18905	25307	管理费用	554	678	1073	1504	2036
存货	42383	74818	100231	137184	187098	财务费用	23	42	94	163	224
其他流动资产	899	1493	1493	1493	1493	资产减值损失	238.88	75.23	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	2197	5870	4124	4042	3959	公允价值变动收益	0.00	58.72	60.00	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	营业利润	2349	2066	3398	5416	7050
无形资产	10	15	13	12	10	营业外收入	15.98	38.58	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	572	1761	0	0	0	营业外支出	4.53	51.19	45.00	45.00	45.00
资产总计	70173	120431	161242	219321	295980	利润总额	2360	2053	3393	5411	7045
流动负债合计	40211	52151	86876	122687	176311	所得税	628	622	1018	1623	2114
短期借款	16918	14571	48734	70199	104412	净利润	1733	1431	2375	3788	4932
应付账款	5399	6910	9397	12861	17540	少数股东损益	315	201	334	874	1138
预收款项	9755	17831	25499	36241	50787	归属母公司净利润	1418	1230	2041	2914	3793
一年内到期的非流	4245	3876	0	0	0	EBITDA	2394	2143	3575	5662	7357
非流动负债合计	16220	49355	53990	73927	93927	BPS (元)	0.44	0.30	0.50	0.72	0.94
长期借款	9400	33790	53790	73790	93790	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	6681	15252	0	0	0						
负债合计	56431	101506	140866	196614	270239	成长能力					
少数股东权益	1728	5721	6055	6930	8068	营业收入增长	61.08%	-12.43%	56.50%	40.10%	35.40%
实收资本(或股本)	4015	4050	4050	4050	4050	营业利润增长	25.17%	-12.05%	64.47%	59.38%	30.17%
资本公积	3600	3627	3627	3627	3627	归属于母公司净利润	7.14%	-13.27%	65.93%	42.75%	30.20%
未分配利润	3876	6999	7203	7495	7874	获利能力					
归属母公司股东权	12014	13203	16182	17639	19536	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	70173	120431	163104	221183	297842	净利率(%)	7.74%	7.30%	7.74%	8.81%	8.48%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.02%	1.02%	1.27%	1.33%	1.28%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.80%	9.32%	12.61%	16.52%	19.42%
经营活动现金流	-3879	-2581	-26196	-28696	-38322	偿债能力					
净利润	1733	1431	2375	3788	4932	资产负债率(%)	80%	84%	86%	89%	91%
折旧摊销	22.01	35.54	0.00	82.77	82.77	流动比率	1.69	2.20	1.81	1.75	1.66
财务费用	23	42	94	163	224	速动比率	0.64	0.76	0.65	0.64	0.60
应收账款减少	0	0	-455	-505	-625	营运能力					
预收帐款增加	0	0	7668	10742	14545	总资产周转率	0.38	0.21	0.22	0.22	0.22
投资活动现金流	-2996	-17114	1741	-80	-80	应收账款周转率	44	28	30	28	28
公允价值变动收益	0	59	60	0	0	应付账款周转率	5.18	3.18	3.76	3.86	3.83
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	10	-35	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.30	0.50	0.72	0.94
筹资活动现金流	17096	22445	33170	39845	52092	每股净现金流(最新)	2.55	0.68	2.15	2.73	3.38
应付债券增加	0	0	-15252	0	0	每股净资产(最新摊)	2.99	3.26	4.00	4.36	4.82
长期借款增加	0	0	20000	20000	20000	估值比率					
普通股增加	2731	35	0	0	0	P/E	12.70	18.63	11.09	7.77	5.97
资本公积增加	1211	27	0	0	0	P/B	1.87	1.71	1.40	1.28	1.16
现金净增加额	10221	2750	8715	11069	13690	EV/EBITDA	19.17	33.24	27.29	22.60	22.90

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。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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”。

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。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。