

向阳光出发，成长步入快车道

——阳光城（000671）



核心观点

❖ 财务关注点：净负债率下行、现金流改善、盈利水平回升

公司 2012 年开启全国化布局，融资驱动催生规模扩张的同时，净负债率也随之提升。随着公司由高杠杆扩张向强经营增长转变，财务端已现改善迹象，2019H1 净负债率降至 142.6%，较 2018 年末下降 39.1 个百分点。凭借“保证回款、三收三支”的现金管理策略，2017 年经营性现金流转正。截至 2019 年三季度末，公司的预收账款达 882.1 亿元，覆盖 2018 年营业收入约 1.56 倍，业绩稳步释放。成本管控的强化，助力毛利率继续修复。

❖ 公司三大优势：销量弹性高、土储布局好、项目周转快

公司经过多年发展，目前已形成三大优势：**1、销售增速快、弹性高。**2017 年销售金额、销售面积同比增速分别为 87.9%、86.7%；2018 年以 1628.56 亿元的销售金额成功迈入“千亿俱乐部”，位列克而瑞销售排行榜第 14 位。2015-2018 年销售金额、销售面积复合增速分别为 75.7%、76.9%。**2、布局核心区域、土储成本低。**截至 2019 年中期末，公司剩余可售建筑面积 4396.35 万方，对应货值约 5466.8 亿元，可覆盖 2018 年销售金额 3.36 倍，处于行业较高水平。其中，大福建、长三角、珠三角、京津冀合计占比超五成。一、二线城市预计未来可售货值占比约 85.93%，土地储备面积占比约 76.20%。**3、项目快周转、高品质。**公司始终坚持“高周转、低成本”的运营模式，将项目拿地到开盘的时间控制在 6-8 个月，主要得益于项目规模适中（2016-2018 年，公司的中小型项目合计占比由 72.0% 提升至 88.8%），同时核心区域的项目依靠优质的社区服务、适中的销售价格等，具备高性价比属性。

❖ **投资建议：**公司目前处于由融资催化规模扩张向强化经营助力增长转变阶段，净负债率大幅下降、现金流持续改善。通过高效管控，盈利水平逐步提升。公司在销售弹性、土储布局及项目周转方面表现突出。根据 NAV 测算，RNAV 为 13.94 元，较当前股价折让 52%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.00、1.33、1.75 元/股，对应当前股价 PE 为 6.7、5.0、3.8 倍。给予“增持评级”。

❖ **风险提示：**房地产调控政策趋严，行业融资端持续收紧，销售不达预期等。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	56470	70215	91314	116992
+/-%	70%	24%	30%	28%
净利润(百万)	3018	4058	5403	7072
+/-%	46%	34%	33%	31%
EPS(元)	0.75	1.00	1.33	1.75
PE	9.0	6.7	5.0	3.8

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	房地产
报告时间	2019/11/18
前收盘价	6.67 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

王洪岩

证书编号：S1100119110001
021-68416608
wanghongyan@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、阳光城：高成长性精品地产运营商	5
1. 发展历程	5
2. 股权结构	6
二、公司财务焦点	7
2.1 净负债率大幅下降，债务结构持续优化	7
2.2 销售回款率稳步提升，现金流持续改善	9
2.3 盈利能力持续改善，业绩确定性强	10
三、公司三大优势	13
3.1 优势一：销售增速快、弹性高	13
3.2 优势二：土储布局好、成本可控	15
3.2.1 货值充裕、布局合理	15
3.2.1 多元获取土储资源，权益占比有所提升	18
3.3 优势三：项目快周转、定位准	22
四、估值与盈利预测	24
4.1 绝对估值	24
4.2 投资建议	25
4.3 风险提示	25
盈利预测	26

图表目录

图 1:	公司发展历程	6
图 2:	股权结构 (2019H1)	6
图 3:	资产负债率及净负债率	7
图 4:	公司 ROE (加权) 水平	7
图 5:	主流房企净负债率一览 (2019H1)	7
图 6:	公司有息负债规模	8
图 7:	公司短期偿债压力	8
图 8:	有息负债构成 (按到期时间 2019H1)	8
图 9:	有息负债构成 (按融资方式 2019H1)	8
图 10:	平均融资成本	9
图 11:	公司不同融资方式成本上下线	9
图 12:	经营活动现金流入、流出情况	10
图 13:	经营活动现产生的净现金流 (亿元)	10
图 14:	收到与支付往来款	10
图 15:	往来款净额 (亿元)	10
图 16:	营业收入及其同比	11
图 17:	归母净利润及其同比	11
图 18:	公司房地产业务毛利率持续提升	11
图 19:	主流房企毛利率水平 (2019H1)	11
图 20:	公司净利润及其增速	12
图 21:	少数股东损益及其占净利润比重	12
图 22:	公司销售管理费用率 (销售额口径)	12
图 23:	主流房企销售管理费用率 (2018)	12
图 24:	销售金额及其同比	13
图 25:	销售面积及其同比	13
图 26:	销售排名稳步提升 (销售金额口径)	13
图 27:	主流房企 2015-2018 年销售复合增速一览 (销售金额口径)	14
图 28:	2019Q3 销售构成 (按区域) 及其增速	14
图 29:	2019Q3 销售构成占比 (按区域)	14
图 30:	土地储备规模 (万方)	15
图 31:	2019H1 土地储备构成 (按区域)	15
图 32:	土储货值构成 (按城市能级)	15
图 33:	土储建面构成 (按城市能级)	15
图 34:	重点布局城市 GDP 同比	16
图 35:	重点布局城市产业结构	16
图 36:	住宅价格指数同比	16
图 37:	大福建区域布局	18
图 38:	长三角区域布局	18
图 39:	珠三角区域布局	18
图 40:	京津冀区域布局	18
图 41:	公司新增土储金额及面积	19

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42:	拿地金额/销售金额.....	19
图 43:	百城土地溢价率 (%)	19
图 44:	招拍挂获取土储支付方式.....	20
图 45:	并购获取土储支付方式	20
图 46:	拿地方式占比 (按金额)	20
图 47:	拿地方式占比 (按建面)	20
图 48:	累计土储整体楼面价 (元/平)	21
图 49:	累计土储分区域楼面价 (元/平)	21
图 50:	新增土储楼面价 (按方式) (元/平)	21
图 51:	新增楼面价/当期销售均价.....	21
图 52:	销售权益金额.....	22
图 53:	拿地及销售权益比.....	22
图 54:	新增土储项目构成 (按数量) (个)	22
图 55:	新增土储项目构成 (按规模、数量占比)	22
图 56:	绿色智慧家健康指标	23
图 57:	绿色智慧家 APP 操作界面	23
表格 1.	西安、杭州人才引进政策.....	17
表格 2.	2019 年新型城镇化建设重点任务	17
表格 3.	第二期股权激励内容梳理.....	24
表格 4.	主流房企跟投项目一览	24
表格 5.	NAV 估值 (以 2018 年房地产开发项目为基础)	25

一、阳光城：高成长性精品地产运营商

1. 发展历程

创立伊始、成功上市（1995-2004）：阳光控股成立于1995年，成立当年投资兴建了“福建阳光假日大酒店”，次年开发了“阳鸿新城”项目。2002年4月12日，福建阳光投资有限公司与福建省新湖集团公司签订《股权转让协议》，受让福建省新湖集团公司持有的石狮新发法人股2636.928万股，受让价格为每股1.93元，总金额人民币5083万元。股份转让完成后，福建阳光投资有限公司成为石狮新发第一大股东，持股占比27.71%。同年，公司在房地产业确定为主导产业的基础上，根据董事会决议受让福建阳光房地产开发有限公司24.13%的股权，使公司累计持有阳光房地产公司66.3%的股权，进一步巩固了房地产业在公司主营业务中的比例。2004年，公司证券简称由“石狮新发”变更为“阳光发展”，证券代码000671不变。

业务调整、地产再出发（2006-2011）：2006年，公司确定集中整合集团优质资源，推动房地产主业快速发展。2007年，构建以房地产业务为核心、以国际贸易业务为辅的业务体系。通过收购汇友源公司100%股权、华康实业59.70%股权资产项目、康嘉房地产100%股权巩固房地产业务。2009年证券简称变更为“阳光城”。2011年，公司继续坚持“区域聚焦、深耕发展”的战略，在重点发展福州及周边地区市场的同时，逐步完善区域布局。开发区域主要集中于福建、西安、咸阳、太原等全国二、三线城市。

深耕福建大本营、积极向外拓展（2012-2014）：2012年，阳光城集团地产管理总部迁至上海，全面开启全国化发展。2013年，福州公司实现销售金额111.5亿元，成为福州销冠。同年，公司将业务拓展至苏州，战略深耕长三角。2014年，蝉联福州销冠。进入杭州，长三角版图再扩张，“2+X”的全新区域布局成功实施，与大福建形成战略驱动“双引擎”。

版图继续扩张，规模稳步提升（2015-至今）：公司战略布局由“2+X”进一步拓展为“3+1+X”，在原有基础上增加京津冀、珠三角等区域。2015年，首个大型商业综合体西安阳光天地开业。2016年公司综合实力首进中国房企20强。2017年土地储备突破5000亿元，超八成位于一、二线城市。2018年实现销售金额1628亿元，位列中国地产TOP14。

图 1: 公司发展历程

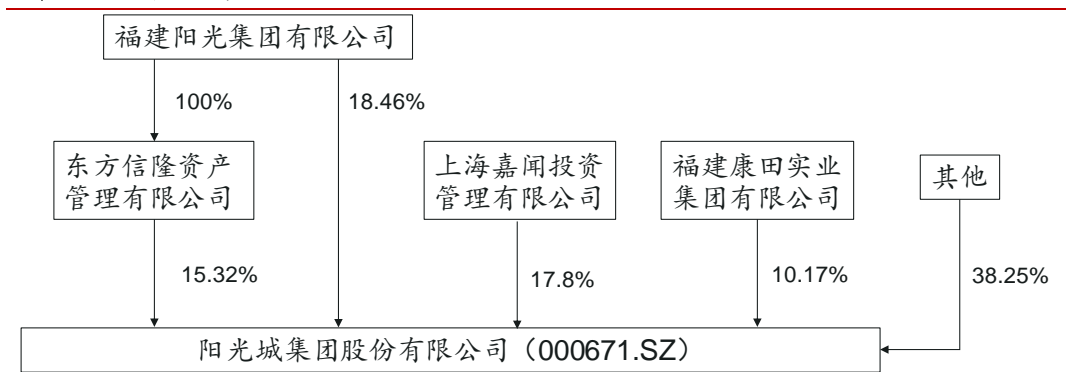


资料来源：公司官网、公司公告，川财证券研究所

2. 股权结构

截至 2019 年中期末，公司第一大股东为福建阳光集团有限公司，直接持股比例为 18.46%；第二大股东为上海嘉闻投资管理有限公司，持股比例为 17.8%；东方信隆资产管理有限公司（福建阳光集团有限公司的全资子公司）作为第三大股东持股 15.32%；福建康田实业集团有限公司（与阳光集团是一致行动人关系）持有 10.17%。公司实际控制人为福建阳光集团，合计持有 33.78%。

图 2: 股权结构（2019H1）



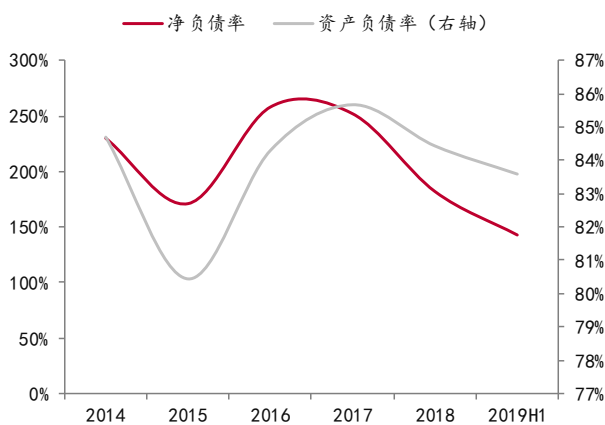
资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、公司财务焦点

2.1 净负债率大幅下降，债务结构持续优化

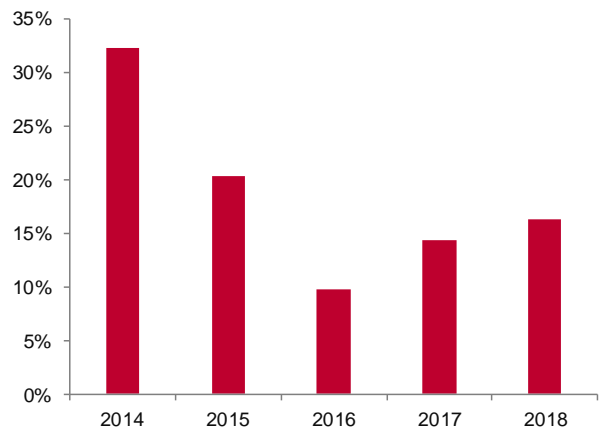
公司自 2012 年开启全国化布局，2014 年净负债率达 229.6%，随着布局的扩张，2016 年净负债率攀升至 257.7%，近两年公司对财务端的管控明显增强，净负债率也随之降至 2018 年的 181.7%，2019H1 进一步改善至 142.6%，较 2018 年末下降 39.1 个百分点，但较行业龙头，依然处于较高水平。值得注意的是，随着 2016-2018 公司杠杆率的大幅下降，公司 ROE 并未随之下滑，2018 年 ROE（加权）为 16.38%，较 2017 年提升 2.05 个百分点。

图 3： 资产负债率及净负债率



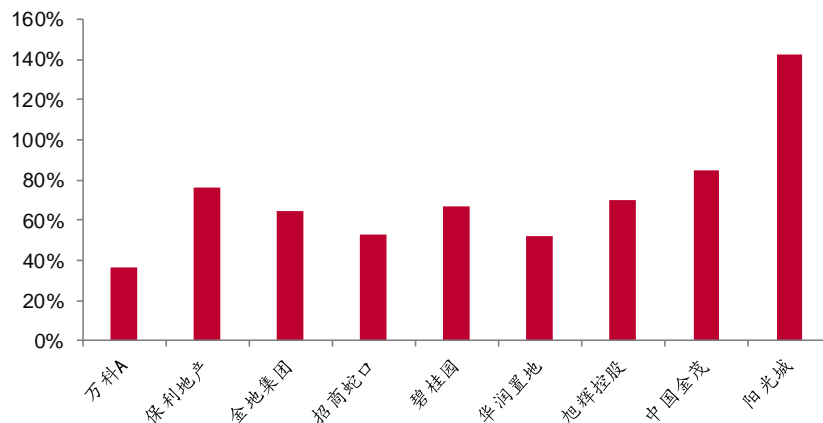
资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

图 4： 公司 ROE（加权）水平



资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

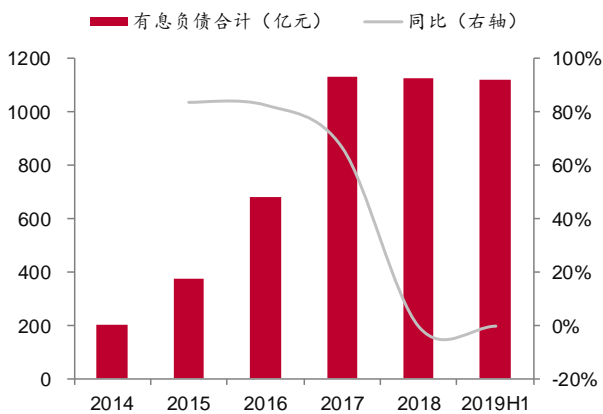
图 5： 主流房企净负债率一览（2019H1）



资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

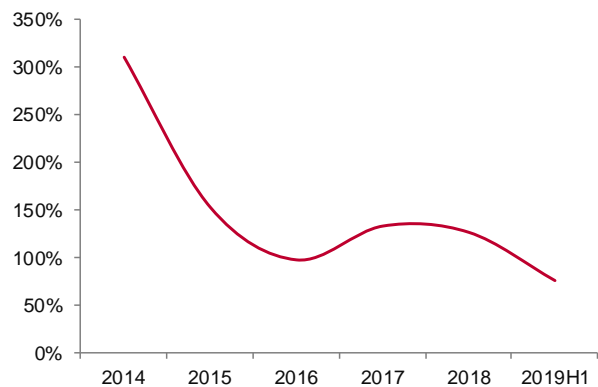
我们认为，公司净负债率下行的原因在于：**(1) 对于债务长短期的合理安排。**截至2019年中期末，公司有息负债规模1121.21亿元，近两年规模保持稳定。其中，短期（1年之内）有息负债341.61亿元，占有息负债比例较去年年末下降12.34个百分点至30.47%；1-2年有息负债406.65亿元，占比36.27%；2-3年有息负债344.23亿元，占比30.70%，1-3年合计占比较2018年提升20.56个百分点；3年以上的有息负债占比2.56%。长短期债务的调整，有效地缓解了公司短期偿债压力。**(2) 公司对于融资方式的调整。**2019H1有息负债中，银行贷款（利率3.60%-9.50%）、债券（利率4.50%-12.00%）的占比分别由2018年的28.8%、18.6%，提升至43.2%、25.8%。而融资成本在6.0%-12.5%的其他融资方式，占比则下降至31%。

图 6： 公司有息负债规模



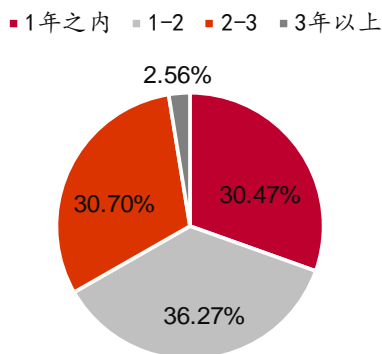
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7： 公司短期偿债压力



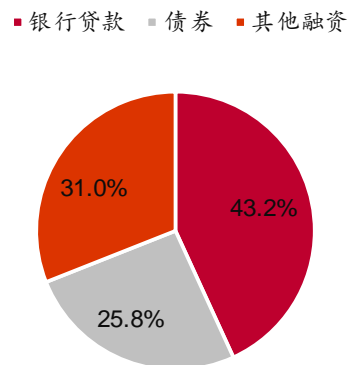
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 8： 有息负债构成（按到期时间 2019H1）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

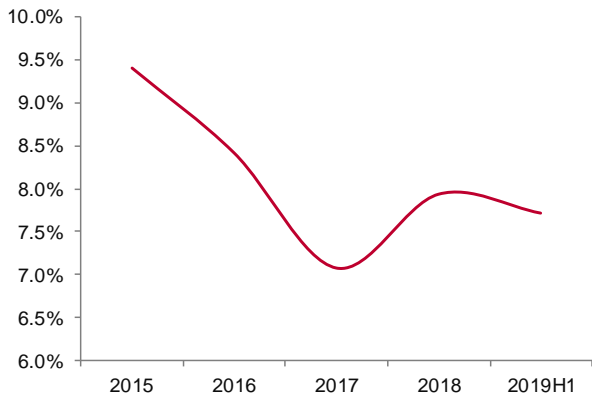
图 9： 有息负债构成（按融资方式 2019H1）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

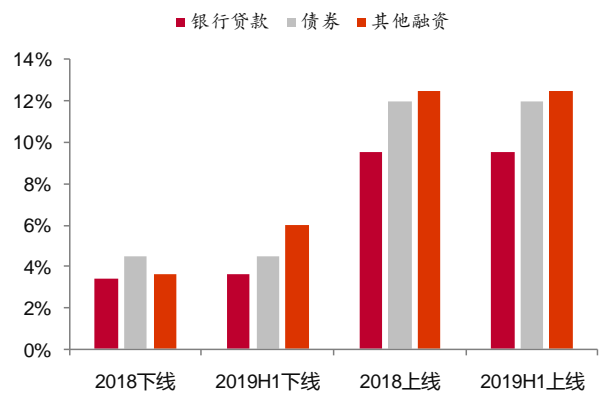
负债结构的调整除了带来降杠杆的效果外,也带来融资成本的下行。公司 2015 年平均融资成本达 9.41%, 2019H1 降至 7.72%。随着公司由提升杠杆催生规模扩张的方式,逐步向合理使用杠杆、重经营的模式转变,融资成本有望进一步改善。

图 10: 平均融资成本



资料来源:公司公告,川财证券研究所

图 11: 公司不同融资方式成本上下线

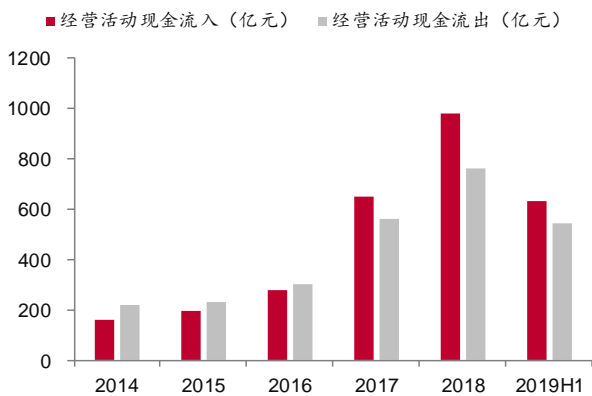


资料来源:公司公告,川财证券研究所

2.2 销售回款率稳步提升, 现金流持续改善

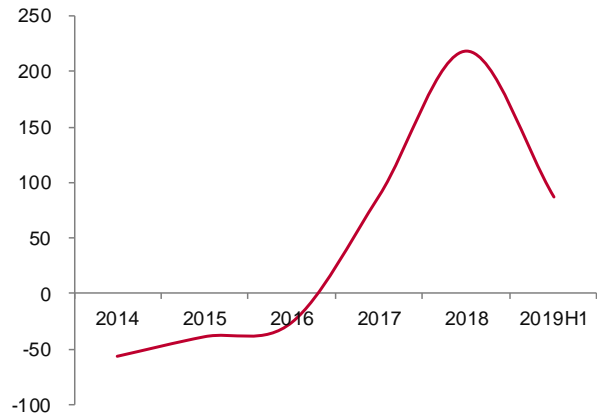
公司 2012 年经营活动净现金流为 1.1 亿元。随着布局扩张,土地投资力度加大,公司 2013 年经营活动现金流开始出现净流出现象。2013-2016 年,分别为 -54.66 亿元、-56.41 亿元、-38.79 亿元、-25.81 亿元。2017 年经营活动净现金流由负转正,当年为 88.19 亿元,2018 年继续提升至 218.31 亿元。现金流的改善主要来自于:(1)保证回款。公司的关注点由销售规模转为销售回款,调整经营奖励措施,2018 年平均回款率约 80.05%;(2)公司继续坚持“三收三支”的管理要求,增权益、降负债。收回联营合营企业、合作方往来款,增加经营活动现金流入。

图 12: 经营活动现金流入、流出情况



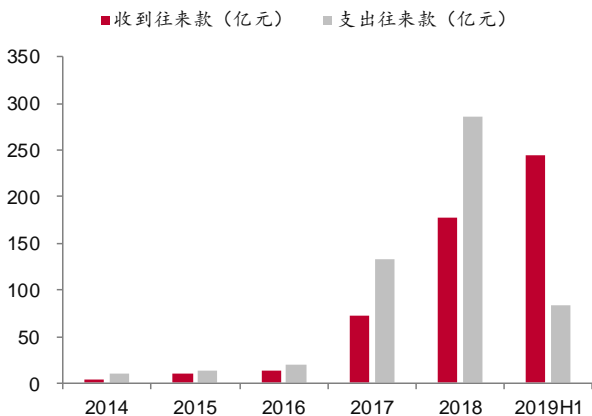
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 13: 经营活动现产生的净现金流 (亿元)



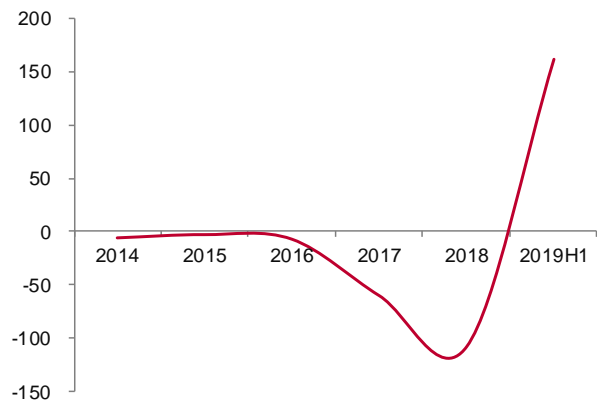
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 14: 收到与支付往来款



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 15: 往来款净额 (亿元)

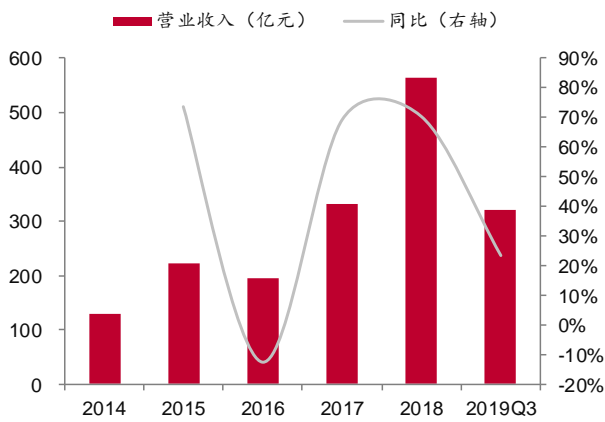


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

2.3 盈利能力持续改善, 业绩确定性强

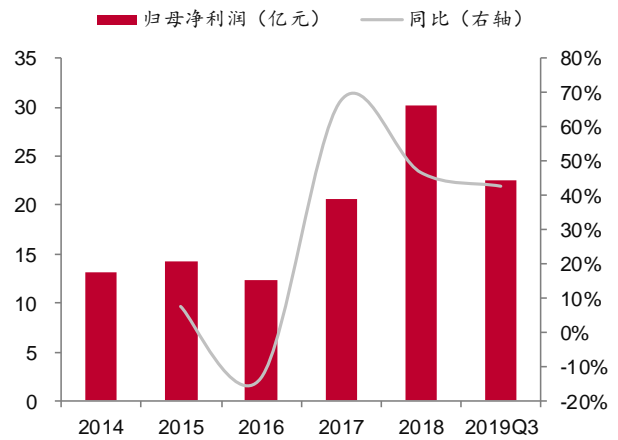
公司 2016-2018 年分别实现营业收入 196.0 亿元、331.6 亿元、564.7 亿元, 复合增速达 69.7%; 实现归母净利润 12.3 亿元、20.6 亿元、30.2 亿元, 复合增速达 56.7%。2019 年前三季度累计实现营收 320.3 亿元、归母净利润 22.5 亿元, 同比增速分别为 23.5%、42.6%。近两年, 公司归母净利润的大幅增长, 主要源于结算规模及结算质量的双提升。

图 16: 营业收入及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

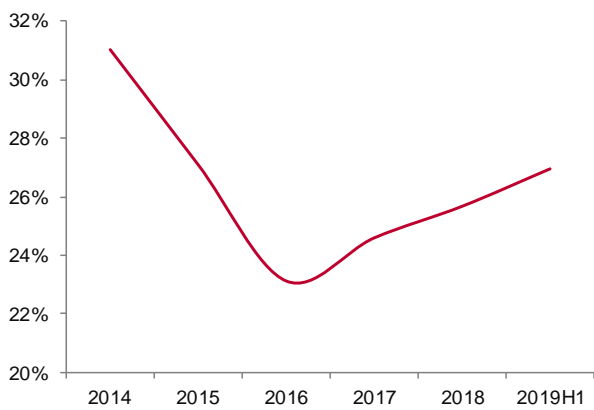
图 17: 归母净利润及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

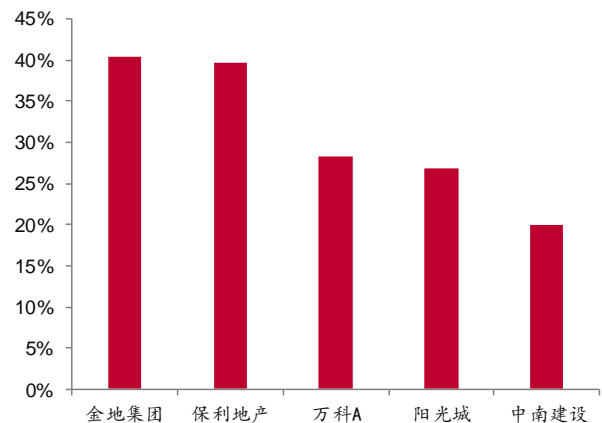
截至 2019 年三季度末, 公司的预收账款达 882.1 亿元, 覆盖 2018 年营收约 1.56 倍, 业绩稳步释放。公司 2016 年房地产业务毛利率降至近五年最低点 23.10%, 自 2017 年开始逐步修复, 2019 年中期房地产业务毛利率回升至 26.93%, 较龙头房企, 依然存在提升空间。

图 18: 公司房地产业务毛利率持续提升



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 19: 主流房企毛利率水平 (2019H1)

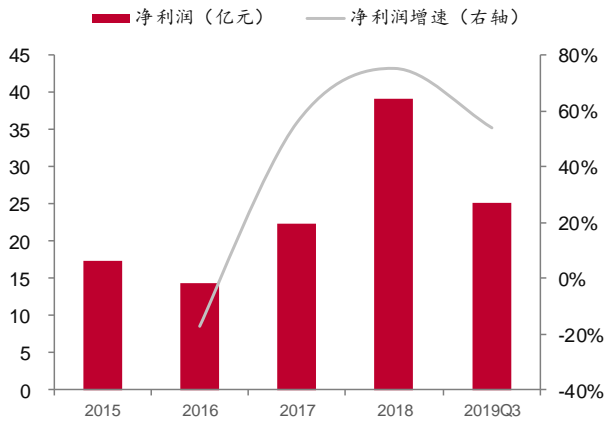


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

公司 2018 年少数股东损益 8.9 亿元, 占当期净利润比重达 22.8%, 主要由于前期拿地权益比下降所致。2019 年前三季度, 公司少数股东损益占净利润比重降至 10.4%。随着公司拿地权益比增加, 未来销售及结算权益比回升可期, 少数股东损益占净利润比重或随之继续下行。

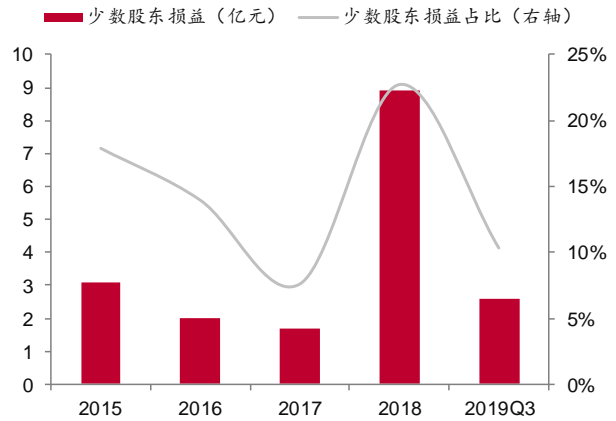
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20: 公司净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

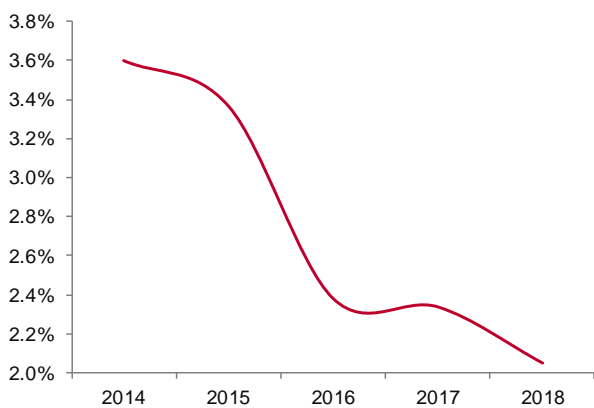
图 21: 少数股东损益及其占净利润比重



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

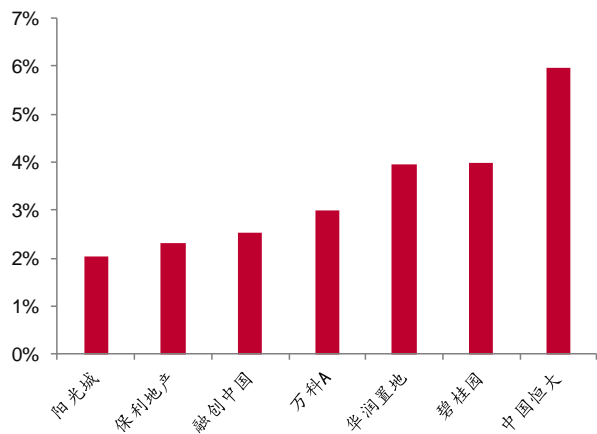
公司不断完善运营体系, 坚持“五圆”快速发展模型, 以“三升一降” (提升规模、速度、品质, 降低成本) 为核心, 加强前策工作, 保障人、财、地相结合。销售管理费用率 (销售金额口径) 由 2014 年的 3.60% 降至 2018 年的 2.05%, 成本管控能力持续提升。

图 22: 公司销售管理费用率 (销售金额口径)



资料来源: 克而瑞, 公司公告, 川财证券研究所

图 23: 主流房企销售管理费用率 (2018)



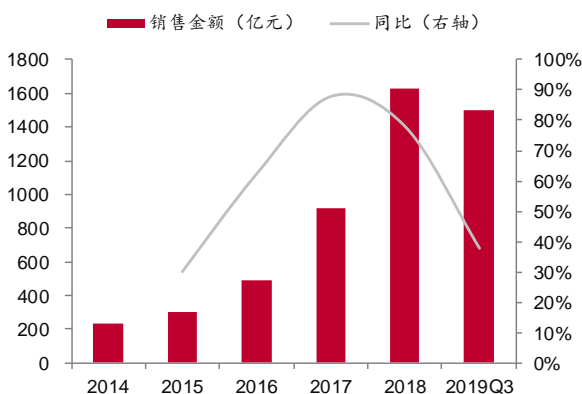
资料来源: 克而瑞, 公司公告, 川财证券研究所

三、公司三大优势

3.1 优势一：销售增速快、弹性高

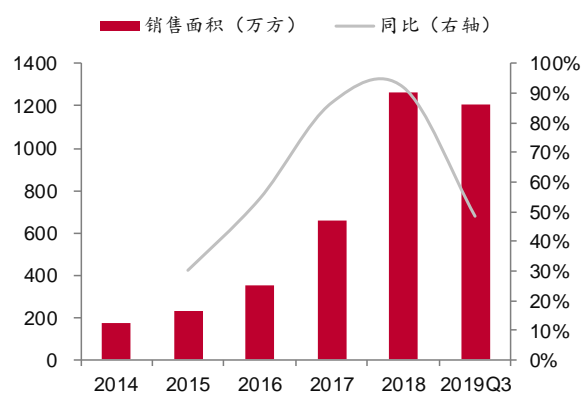
销售金额是公司规模提升的重要指标之一，房地产开发基本围绕着拿地，销售，结算展开。因此销售规模提升是拿地投入的结果，也是营收规模提升的前提。公司自 2012 年开启全国化布局，前期通过加杠杆助推土储规模的扩充。根据克而瑞销售榜单，公司 2015 年实现销售金额 300.1 亿元、销售面积 228.8 万方，同比分别增长 30.08%、30.15%；2017 年销售金额、销售面积同比增速达 87.9%、86.7%；2018 年以 1628.56 亿元的销售金额迈入房企“千亿俱乐部”，位列克而瑞销售排行榜第 14 位。2015-2018 年销售金额、销售面积复合增速分别为 75.7%、76.9%。

图 24： 销售金额及其同比



资料来源：克而瑞，公司公告，川财证券研究所

图 25： 销售面积及其同比



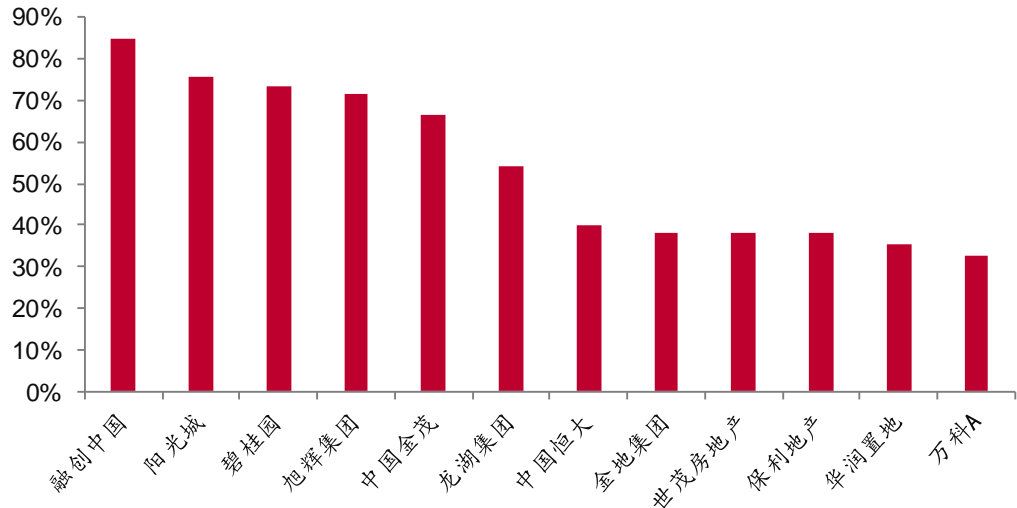
资料来源：克而瑞，公司公告，川财证券研究所

图 26： 销售排名稳步提升（销售金额口径）



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

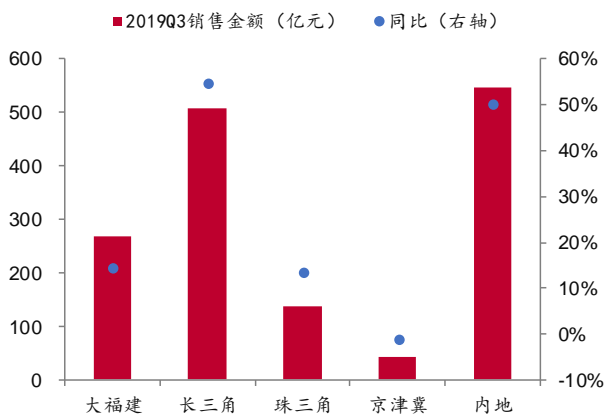
图 27: 主流房企 2015-2018 年销售复合增速一览 (销售面积口径)



资料来源: 克而瑞, 公司公告, 川财证券研究所

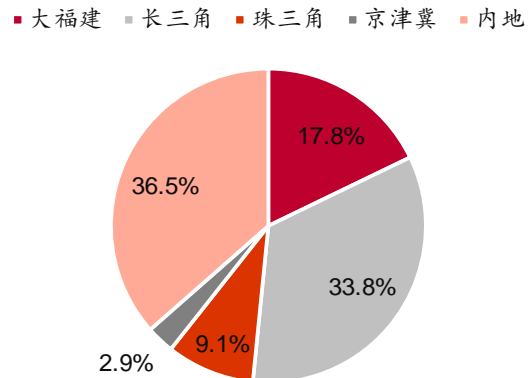
截至 2019 年三季度末, 公司实现销售金额 1502.1 亿元。其中, 公司大本营大福建区域贡献 267.79 亿元, 占比 17.8%, 较 2018 年下降 2.2 个百分点。长三角区域持续发力, 实现销售金额 507.06 亿元, 贡献占比较 2018 年提升 5.4 个百分点至 33.8%。2015-2018 年, 公司市占率 (销售面积口径) 由 0.18% 提升至 1.01%。公司一方面持续深耕福建大本营, 另一方面积极向外扩张, 随着扩张进程的稳步推进, 公司销售结构将进一步优化。

图 28: 2019Q3 销售构成 (按区域) 及其增速



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 29: 2019Q3 销售构成占比 (按区域)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

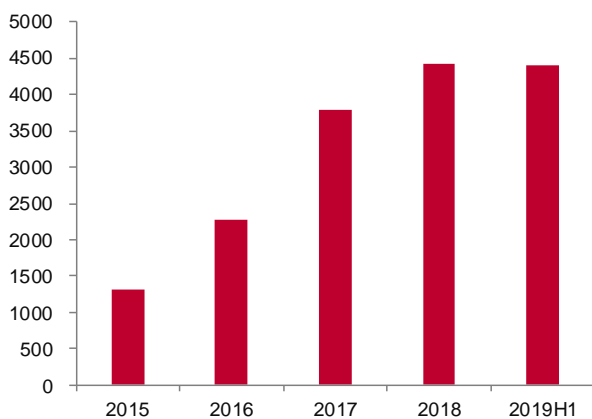
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2 优势二：土储布局好、成本可控

3.2.1 货值充裕、布局合理

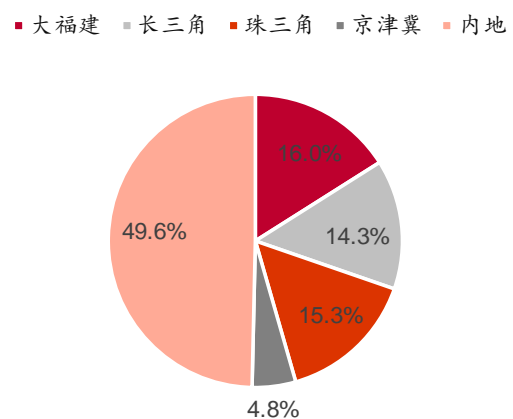
截至 2019 年中期末，公司土地储备，总占地面积 2967.8 万方，总建筑面积 7984.02 万方，剩余可售建筑面积 4396.35 万方。按照公司 2019 年上半年的平均售价估算，对应货值约 5466.78 亿元，可覆盖 2018 年销售金额约 3.36 倍，处于行业较高水平。其中，大福建区域 703.74 万方、长三角区域 628.83 万方、珠三角 670.81 万方、京津冀 210.57 万方，占比分别为 16%、14.3%、15.3%、4.8%，合计占比超五成；一、二线城市预计未来可售货值占比约 85.9%，土地储备面积占比约 76.2%。

图 30：土地储备规模（万方）



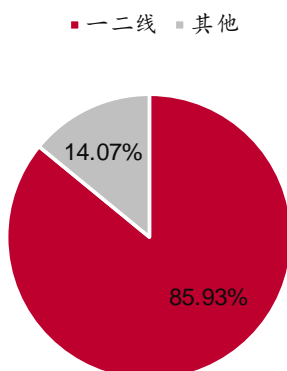
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31：2019H1 土地储备构成（按区域）



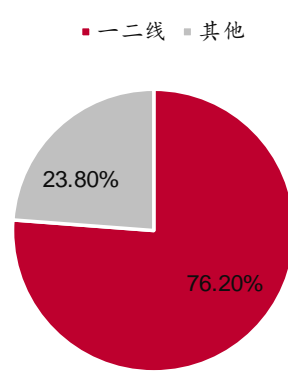
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 32：土储货值构成（按城市能级）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33：土储建面构成（按城市能级）

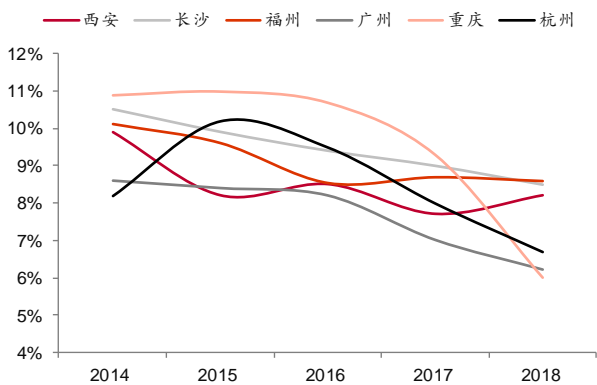


资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

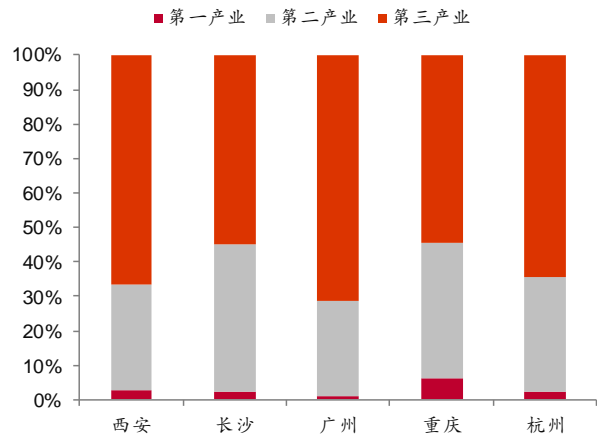
公司重点布局的一、二线城市普遍具备：(1) 经济较为发达，以第二、三产业为主。如，西安、长沙、福州、广州、重庆、杭州，2015-2018年GDP复合增速分别为8.1%、9.0%、8.6%、7.1%、8.6%、8.1%。从产业结构来看，2019年前三季度，公司重点布局城市二三产业GDP贡献占比均在93.5%以上。

图 34：重点布局城市 GDP 同比



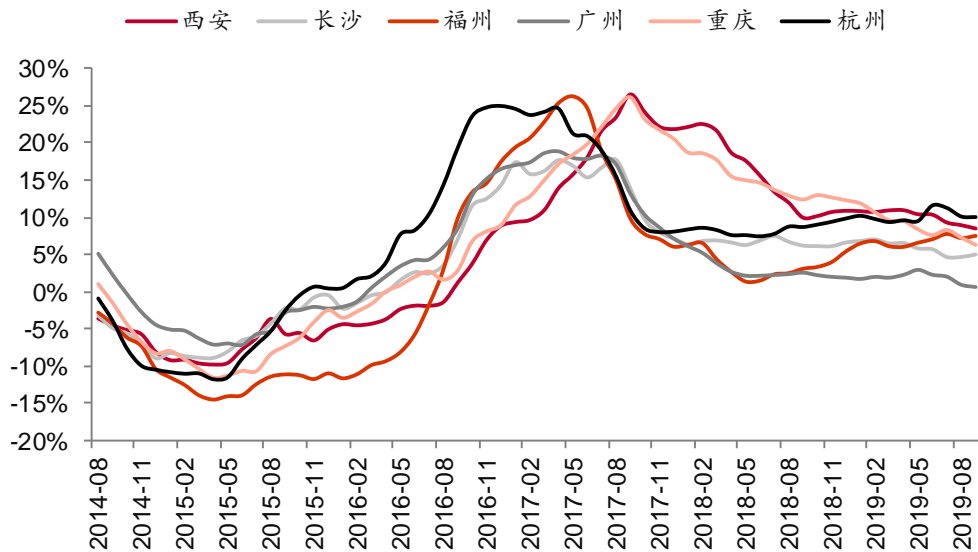
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：重点布局城市产业结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36：住宅价格指数同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

(2) 城市在经济发展方面具备较强的吸引力，辅以人才引进等政策，成功实现人口流入。如，西安、杭州相继发布《关于进一步放宽我市部分户籍准入条件的通知》、《关于贯彻落实稳子夜稳增长促进实体经济发展政策举措的通知》。

表格 1. 西安、杭州人才引进政策

时间	城市	内容
2019 年 2 月	西安	《关于进一步放宽我市部分户籍准入条件的通知》，对落户政策进行调整，学历落户、人才引进落户、投资创业落户、投靠直系亲属落户、安居落户。
2019 年 4 月	杭州	《关于贯彻落实稳子夜稳增长促进实体经济发展政策举措的通知》，强化引才育才保障与服务，全日制大学专科及以上人才，在杭工作并缴纳社保的，可直接落户。

资料来源：相关政府网站，川财证券研究所

2019 年 4 月份，发改委发布的《2019 年新型城镇化建设重点任务》，“常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，超大特大城市要大幅增加落户规模”的规定，扩大拥有购房资格人群，推动人口向核心都市圈集聚，释放潜在需求。

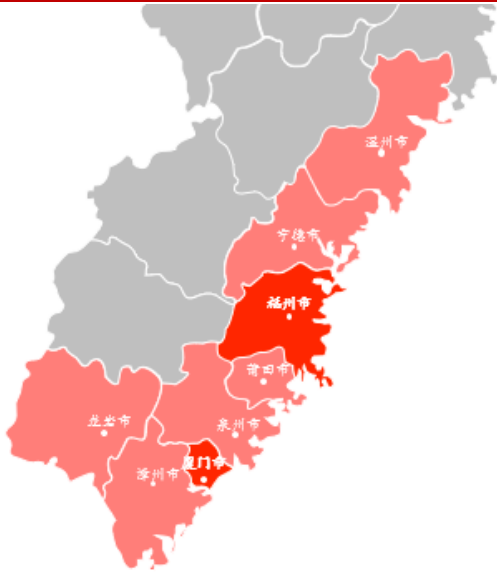
表格 2. 2019 年新型城镇化建设重点任务

时间	内容
2019 年 4 月	继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。

资料来源：相关政府网站，川财证券研究所

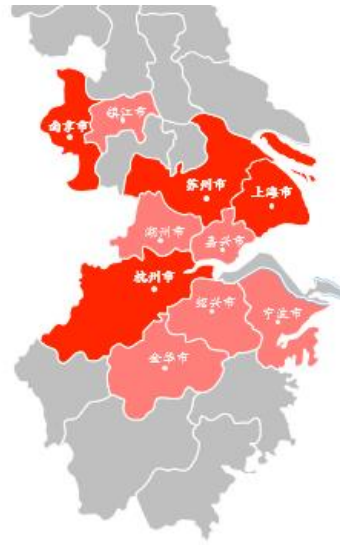
公司在深耕一、二线核心城市的同时，逐步向周围三四线卫星城扩张，如：大福建区域的漳州，珠三角的佛山、东莞，长三角的嘉兴等等。随着城镇化进程的持续推进，我国目前已处于由单核热点城市逐步向区域性城市群发展的阶段。这些城市除了受益于区域性崛起带来的机会以外，同时还享受核心城市的溢出效应。

图 37: 大福建区域布局



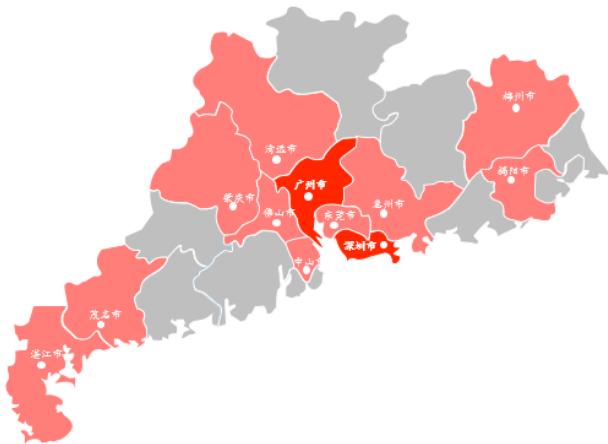
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 38: 长三角区域布局



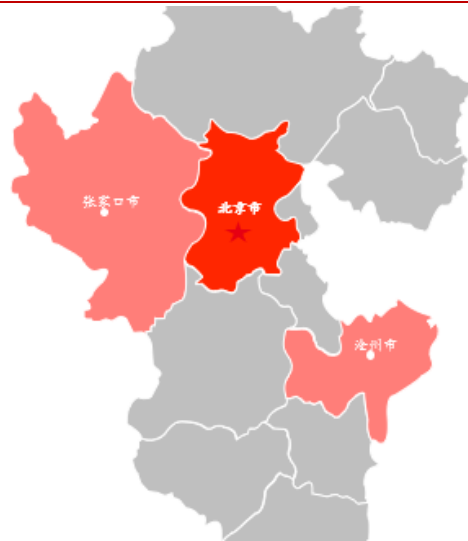
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 39: 珠三角区域布局



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 40: 京津冀区域布局



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

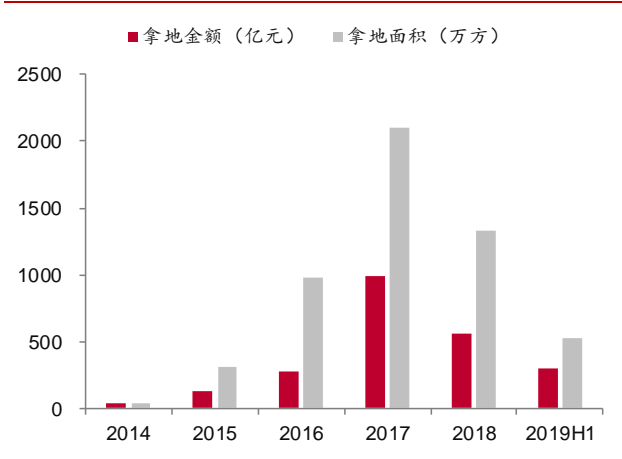
3.2.1 多元获取土储资源，权益占比有所提升

公司 2015 年拿地力度大幅提升，当年拿地金额约 134.58 亿元，相当于 2014 年拿地金额的 3.6 倍，占比当年销售金额的 44.8%。2017 年公司拿地力度再次较前值大幅提升，当年拿地金额约 986.4 亿元，占比当年销售金额的 107.8%。2018 年开始拿地金额/销售金额稳定在 33% 左右。根据百城土地溢价率来看，土地市场在 2016 年热度大幅提升，达到近几年高点，随后 2017 年下半年开

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

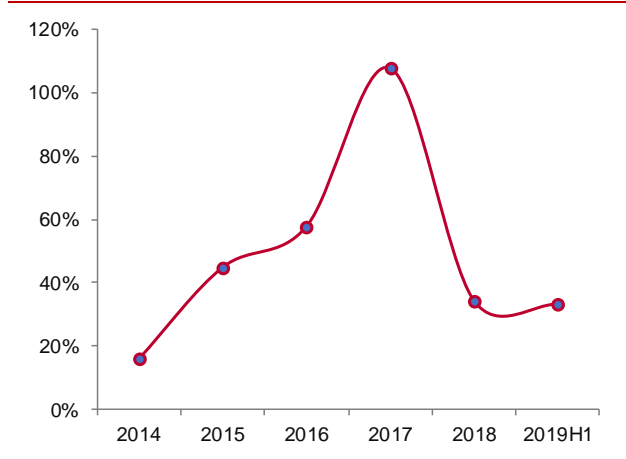
始降温。公司精准的择时能力及逆周期拿地的策略，使公司在实现规模扩张的同时，锁定成本。

图 41: 公司新增土储金额及面积



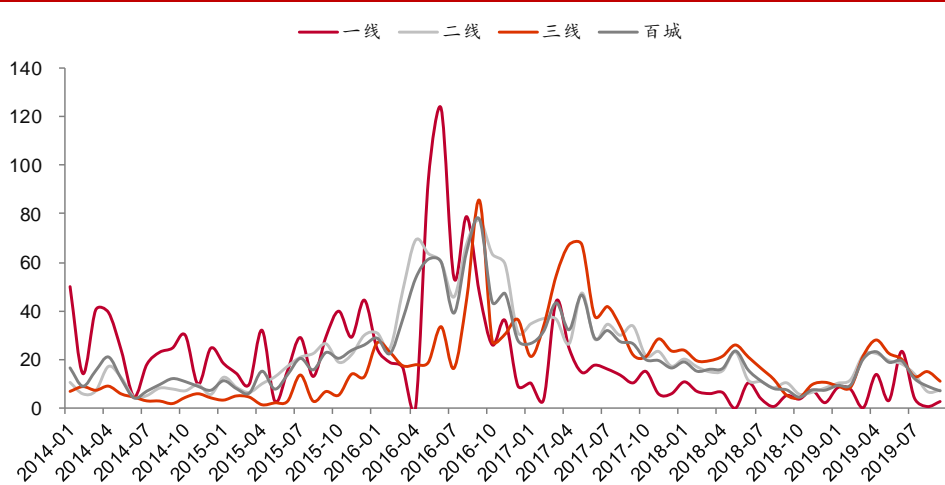
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 42: 拿地金额/销售金额



资料来源: 克而瑞, 公司公告, 川财证券研究所

图 43: 百城土地溢价率 (%)

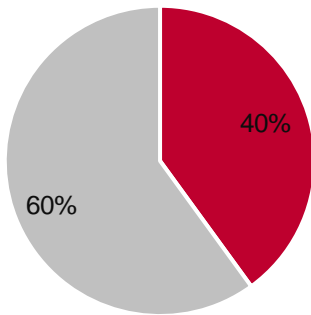


资料来源: Wind, 川财证券研究所

2015 年开始, 公司在招拍挂市场进行土储资源获取的同时, 开始尝试收并购等方式进行货值补充。多元化的拿地渠道, 一方面缓解地价抬升给公司带来的资金负担, 招拍挂普遍采取自有资金 (40%)、银行贷款 (60%) 进行支付, 而并购交易获取土地自有资本比例在 20% 左右; 另一方面, 通过并购获取的项目地块普遍具备位置优越、价格合理等特点。

图 44: 招拍挂获取土储支付方式

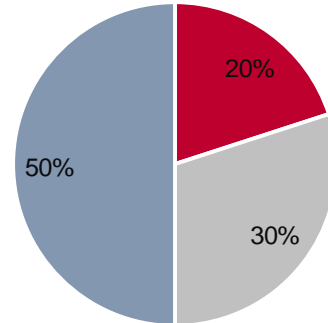
■ 自有资金 ■ 银行贷款



资料来源: 雪球网, 川财证券研究所

图 45: 并购获取土储支付方式

■ 自有资金 ■ 银行贷款 ■ 债权对价

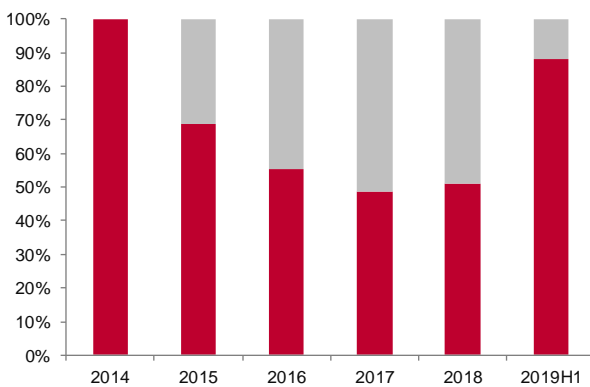


资料来源: 雪球网, 川财证券研究所

2015 年以前, 公司主要通过招拍挂市场进行土地资源的获取; 2016 年地价上涨后, 公司加大并购方式获取土地的力度, 当年招拍挂金额、并购金额占比分别为 55.6%、44.4%; 2017 年并购拿地金额占比进一步提升至 51.3%, 较前值增加 6.9 个百分点。公司灵活调整拿地方式, 招拍挂、收并购结合使用, 有效应对土地市场带来的变化。

图 46: 拿地方式占比 (按金额)

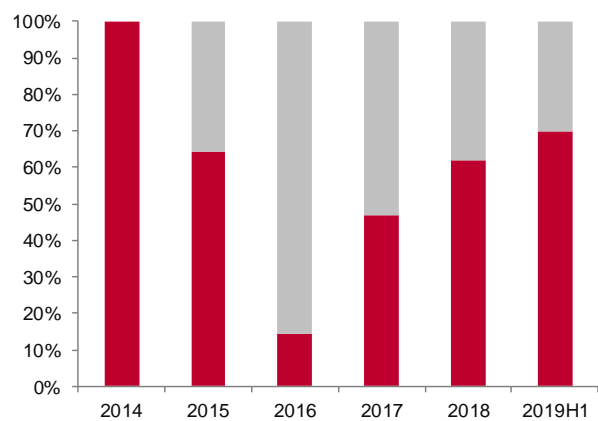
■ 招拍挂拿地金额 ■ 并购拿地金额



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 47: 拿地方式占比 (按建面)

■ 招拍挂拿地面积 ■ 并购拿地面积



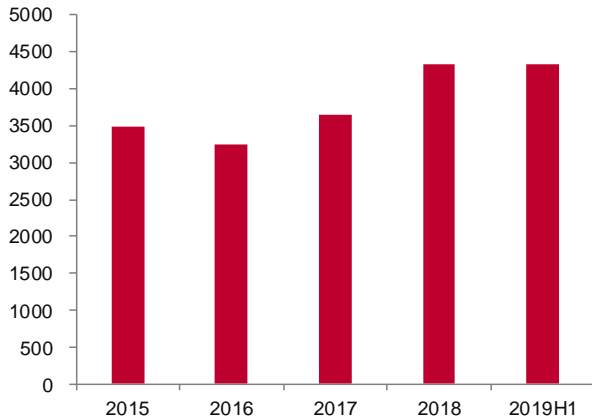
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

截至 2019 年中期末, 分区域来看, 大福建区域楼面价为 5307.7 元/平、长三角 8727.9 元/平、京津冀 6469.48 元/平、珠三角 4224.78 元/平、内地区域

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

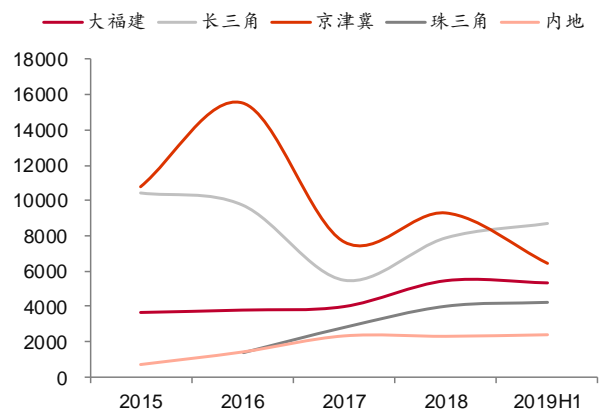
2384.15 元/平，公司累计土储整体楼面价为 4322.2 元/平。从新增土储来看，2019 年上半年招拍挂拿地楼面价约 7158 元/平，而并购方式拿地楼面价仅为 2220.6 元/平，整体新增土储楼面价 5669.2 元/平。多元化的拿地方式，有效实现土地成本管控。

图 48: 累计土储整体楼面价 (元/平)



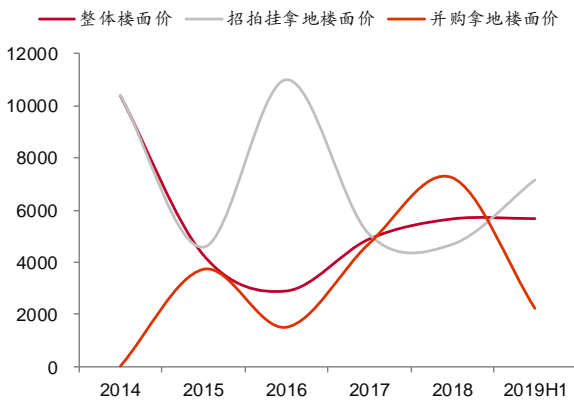
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 49: 累计土储分区域楼面价 (元/平)



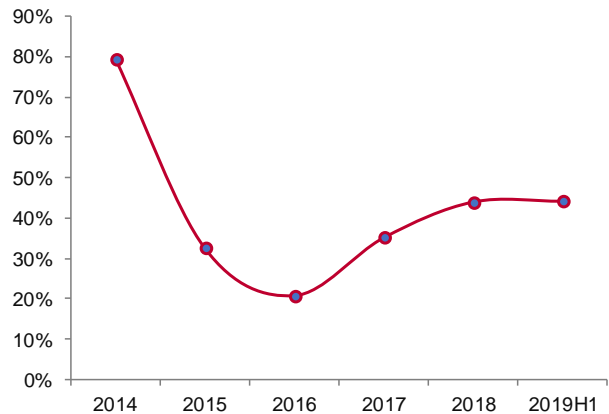
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 50: 新增土储楼面价 (按方式) (元/平)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 51: 新增楼面价/当期销售均价

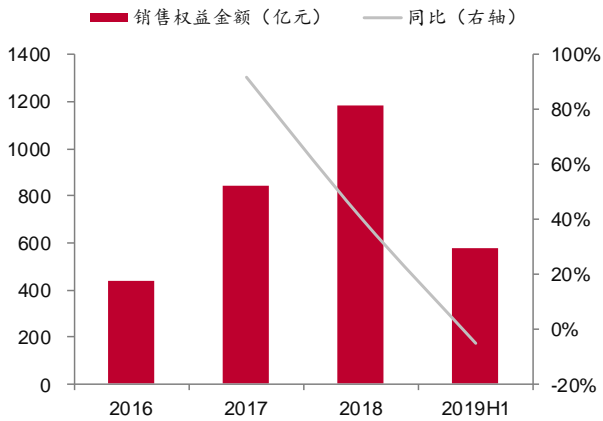


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

近几年，房企间合作开发的方式较为普遍。合作开发带来优质资源、缓解资金压力、分担风险的同时，也会对公司的权益占比产生一定的影响。公司 2016 年销售金额权益比达 90%，2017 年进一步升至 92%，随着权益占比相对较低的土地项目陆续开售，2019H1 销售权益比降至 64.1%。公司在 2018 年之后，主动增加新增土储的权益比，后续销售权益有望回升。

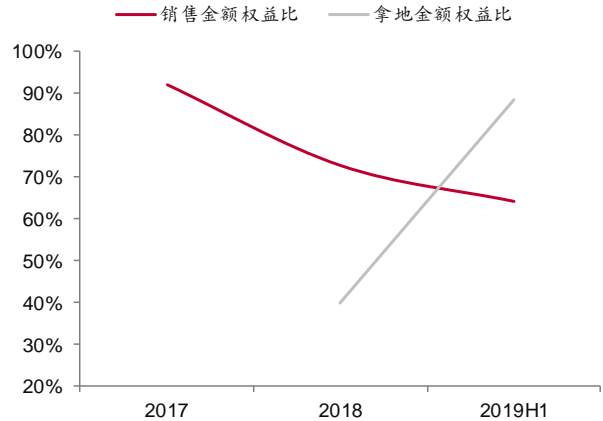
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 52: 销售权益金额



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 53: 拿地及销售权益比

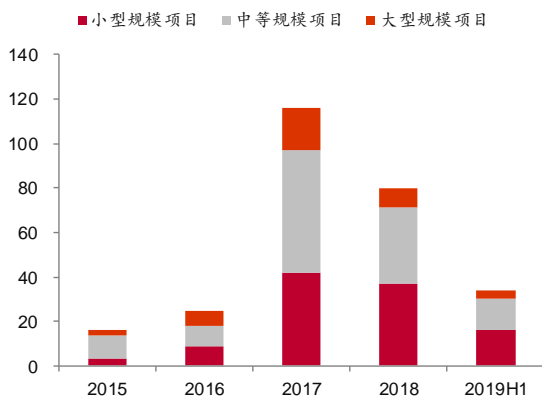


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

3.3 优势三: 项目快周转、定位准

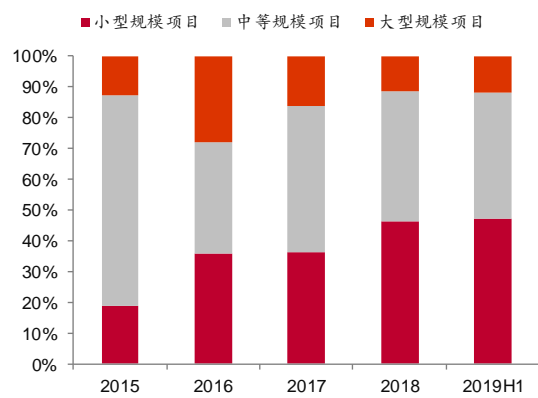
中小型规模项目占比高, 周转速度优于大盘项目。公司始终坚持“高周转、低成本”的运营模式, 实现有质量的增长, 将项目拿地到开盘的时间控制在 6-8 个月, 处于行业较高水平。公司实现快周转, 除了土储布局安排合理, 项目所在城市具备良好的市场基础以外, 还得益于项目规模适中, 去化速度较大盘项目快; 产品定位准确。我们以公司新增土储项目的建面规模进行划分, 2016-2018 年, 公司的中小型项目合计占比由 72.0% 提升至 88.8%。

图 54: 新增土储项目构成 (按数量) (个)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 55: 新增土储项目构成 (按规模、数量占比)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

“品质提升+适中售价”对首置、首改客户具备吸引力。公司在跨入“千亿房企”行列后，意识到项目品质的提升对于增加公司核心竞争力起着重要的作用。2019年上半年，公司继续推进绿色智慧家的产品提升，拟定产品适配标准 1.2 版本，编制室内空气品质管控指引、软装空气品质管控指引及绿色智慧家工程实施管控要点，开发落地绿色智慧家 APP，升级开放绿色智慧家展厅，如杭州富阳悦江府、合肥悦澜府等。公司客户群主要定位为 首置、首改群体，高品质的项目叠加适中的价格，使得公司项目在同一区域内众多龙头房企项目中脱颖而出。

图 56: 绿色智慧家健康指标



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 57: 绿色智慧家 APP 操作界面



资料来源：公司官网，川财证券研究所

“市场化的股权激励+大力度的跟投制度”有效提升执行力。2018年9月实施的股权激励计划，总数为 34500 万股，占当时总股本的 8.5186%，期权初始行权价格（股票转让价格）为 6.16 元，派息后的行权价格调整为 6.10 元。授予对象包含公司董事和高级管理人员、中层管理人员及其他核心业务骨干人员，合计 424 人（调整后）。行权业绩条件为以 2017 年为基础，2018-2021 年营收及净利润增长分别不低于 35%、82%、146%、232%，对应 2019-2021 年，业绩考核需实现归母净利润约 37.53 亿元、50.73 亿元、68.46 亿元。公司实施的股权激励涵盖范围广，核心骨干人数为 416 人（调整后），占总人数的 98.1%，有效的增强公司核心团队的凝聚力，为公司由融资驱动扩张过渡到强管理、强业务的经营扩张起到重要的推动作用。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 第二期股权激励内容梳理

项目	内容
行权价格（元/股）	6.10
授予人数	424
授予对象	公司董事和高级管理人员、中层管理人员及其他核心业务骨干人员
行权业绩条件	第一个行权期：2018 年营收、净利润较 2017 年增长不低于 35%；第二个行权期：2019 年营收、净利润相比 2017 年增长不低于 82%；第三个行权期：2020 年营收、净利润相比 2017 年增长不低于 146%；第四个行权期：2021 年营收、净利润相比 2017 年增长不低于 232%。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2016 年开始，主流房企纷纷选择跟投制度实现项目运营效率的提升，相较于央企来说，民企的力度更大。其中，阳光城的“合作共赢”、碧桂园的“同心共享”具有一定的代表性。公司制定的“合作共赢”计划，即项目跟投计划，意在调动公司上下全体员工积极性，实现股东和员工的共赢。截至 2019 年中期末，公司合并范围内开放跟投项目 108 个。在跟投上限、项目范围、跟投人员的制定上，公司力度高于多数龙头房企。

表格 4. 主流房企跟投项目一览

公司名称	跟投项目	跟投人员	跟投上限
阳光城	所有房地产项目	集团管理层、区域和项目主要负责人（强制跟投）、其他员工（自愿跟投）、董监事及高管限制参与	不超过项目资金峰值的 15%
碧桂园	所有房地产项目	集团和区域管理层（强制跟投）、其他自愿跟投	集团不超过峰值的 5%、区域不超过峰值的 10%
保利地产	-	董监事不参与	不超过项目资金峰值的 10%
招商蛇口	城市公司操盘开发，通过市场化方式获得的销售型项目	项目核心管理人员（强制跟投）、区域总部、城市公司、项目正式员工自愿跟投	不超过项目资金峰值的 5%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、估值与盈利预测

4.1 绝对估值

我们对公司房地产项目开发，采取 NAV 估值法进行计算。以公司 2018 年底

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

房地产开发项目为基础，房地产开发业务的净权益增加值为 334.94 亿元，叠加 2018 年底归属于母公司股东净资产后，合计 NAV 为 564.73 亿元，合计每股 RNAV 为 13.94 元。

表格 5. NAV 估值（以 2018 年房地产开发项目为基础）

项目净权益增加值（亿元）	334.94
2018 年末归母净资产（亿元）	229.79
NAV（亿元）	564.73
总股本（亿股）	40.50
RNAV（元）	13.94

资料来源：Wind，川财证券研究所

4.2 投资建议

公司目前处于由杠杆催化规模扩张向强化经营有质量的增长转变阶段，净负债率大幅下降、现金流持续改善。通过高效管控，盈利水平逐步提升。公司在销售弹性、土储布局及项目周转方面表现突出。根据 NAV 测算，RNAV 为 13.94 元，较当前股价折让 52%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.00、1.33、1.75 元/股，对应当前股价 PE 为 6.7、5.0、3.8 倍。给予“增持评级”

4.3 风险提示

房地产调控政策收紧

若公司重点布局的城市，房地产调控政策收紧，可能带来公司销售不达预期的风险；

行业资金端收紧

若行业资金端收紧，存在公司竣工、结算规模不达预期的风险，进而影响公司的业绩增速。

盈利预测

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	235376	261625	307370	355864
现金	37848	63151	82207	98109
应收账款	1251	1408	1830	2386
其他应收款	41744	5163	6721	8609
预付账款	5953	0	0	0
存货	142172	186862	211161	241282
其他流动资产	6408	5041	5452	5477
非流动资产	28021	20569	22211	22736
长期投资	9300	5442	6134	6431
固定资产	3336	3218	3095	2970
无形资产	822	1077	1332	1545
其他非流动资产	14562	10831	11650	11790
资产总计	263397	282194	329581	378599
流动负债	156838	163515	198669	234396
短期借款	17647	17055	17311	17282
应付账款	15814	19024	25083	32944
其他流动负债	123377	127436	156275	184170
非流动负债	65529	73302	79875	85743
长期借款	51418	60549	67243	72825
其他非流动负债	14111	12752	12631	12918
负债合计	222367	236816	278544	320138
少数股东权益	18051	18523	19159	19991
股本	4050	4050	4050	4050
资本公积	3575	3575	3575	3575
留存收益	9577	19203	24208	30790
归属母公司股东权益	22979	26855	31878	38470
负债和股东权益	263397	282194	329581	378599

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	21831	20717	15068	13784
净利润	3906	4530	6040	7903
折旧摊销	244	196	206	210
财务费用	614	4217	3071	2179
投资损失	-55	-45	-52	-50
营运资金变动	16349	10497	5988	3534
其他经营现金流	772	1321	-184	7
投资活动现金流	-15872	5739	-1526	-627
资本支出	87	0	0	0
长期投资	7513	-6030	1249	381
其他投资现金流	-8272	-291	-277	-246
筹资活动现金流	-6291	-1153	5513	2746
短期借款	240	-593	256	-29
长期借款	-4857	9131	6694	5581
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	27	0	0	0
其他筹资现金流	-1701	-9692	-1437	-2806
现金净增加额	-348	25303	19056	15903

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	56470	70215	91314	116992
营业成本	41755	49271	66121	86354
营业税金及附加	3964	5038	6602	8396
营业费用	1757	2060	2728	3498
管理费用	1577	2216	2831	3589
财务费用	614	4217	3071	2179
资产减值损失	432	222	252	272
公允价值变动收益	-50	27	18	9
投资净收益	55	45	52	50
营业利润	6433	7264	9780	12763
营业外收入	60	47	49	50
营业外支出	104	97	101	100
利润总额	6389	7214	9728	12713
所得税	2483	2684	3688	4810
净利润	3906	4530	6040	7903
少数股东损益	889	472	636	832
归属母公司净利润	3018	4058	5403	7072
EBITDA	7291	11676	13057	15153
EPS (元)	0.75	1.00	1.33	1.75

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	70.3%	24.3%	30.1%	28.1%
营业利润	74.8%	12.9%	34.6%	30.5%
归属于母公司净利润	46.4%	34.5%	33.1%	30.9%
获利能力				
毛利率(%)	26.1%	29.8%	27.6%	26.2%
净利率(%)	5.3%	5.8%	5.9%	6.0%
ROE(%)	13.1%	15.1%	16.9%	18.4%
ROIC(%)	4.6%	8.7%	10.4%	12.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	84.4%	83.9%	84.5%	84.6%
净负债比率(%)	44.67%	43.81%	40.54%	36.87%
流动比率	1.50	1.60	1.55	1.52
速动比率	0.59	0.45	0.48	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.26	0.30	0.33
应收账款周转率	63	52	55	55
应付账款周转率	3.37	2.83	3.00	2.98
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.00	1.33	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	5.39	5.12	3.72	3.40
每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.63	7.87	9.50
估值比率				
P/E	8.95	6.66	5.00	3.82
P/B	1.18	1.01	0.85	0.70
EV/EBITDA	13	8	7	6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004