

2020年05月05日

业绩快速释放，分红率大幅提升

阳光城(000671)

事件概述

阳光城发布 2019 年年报，公司全年实现营业收入 610.4 亿元，同比+8.1%，实现归母净利润 40.2 亿元，同比+33.2%。

业绩持续稳增，盈利能力改善

2019 年公司实现营业收入 610.5 亿元，同比增长 8.1%，归母净利润 40.2 亿元，同比增长 33.2%；净利润增速高于营收增速主要系投资净收益达 8.14 亿元，较上年同期的 0.55 亿元大幅上升。报告期内，公司销售毛利率上升 0.52pct 至 26.58%，销售净利率上升 0.16pct 至 7.08%，盈利能力持续向好。

销售规模稳步增长，拿地强度减弱

2019 年公司销售金额 2110.3 亿元，同比增长 29.6%，位列克而瑞销售排行榜 13 位。报告期内，公司新增土储 1329 万平方米，对应总地价 698 亿元，同比增长 24.5%。拿地金额占销售金额 33.1%，较 18 年下降 1.3pct，投资强度小幅下滑。

财务杠杆显著优化，分红率大幅提升

截至报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 57.4%，较上年下降 3.43pct，净负债率为 135.0%，较去年降低 47.2pct，财务杠杆显著优化。2019 年分红 8.12 亿元，分红率较去年大幅提升 12.7 个百分点至 20.2%。

投资建议

阳光城销售与业绩快速增长，核心都市圈土储丰富，财务持续优化，融资成本改善。前期我们预测公司 20-21 年的 EPS 为 1.41/1.87 元，基于公司财务处理的审慎性，我们下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.35/1.76/2.10 元，对应 PE 分别为 5.2/4.0/3.3 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,470	61,049	80,951	104,265	128,559
YoY (%)	70.3%	8.1%	32.6%	28.8%	23.3%
归母净利润(百万元)	3,018	4,020	5,516	7,200	8,559
YoY (%)	46.4%	33.2%	37.2%	30.5%	18.9%
毛利率 (%)	26.1%	26.6%	26.7%	26.7%	26.6%
每股收益(元)	0.74	0.98	1.35	1.76	2.10
ROE	13.1%	15.0%	17.1%	18.2%	17.8%
市盈率	9.46	7.10	5.17	3.96	3.33

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格:
最新收盘价: 6.99

股票代码: 000671
52 周最高价/最低价: 8.58/5.7
总市值(亿): 286.08
自由流通市值(亿): 280.62
自由流通股数(百万): 4,014.57



分析师: 由子沛
邮箱: youzp@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100005

研究助理: 侯希得
邮箱: houxd@hx168.com.cn

相关研究

1. 销售逐步回稳，拿地力度加大

2020.04.09

正文目录

1. 业绩持续稳增，盈利能力改善	3
2. 销售规模稳步增长，拿地强度减弱	4
3. 财务杠杆显著优化，分红率大幅提升	5
4. 盈利预测与投资建议	7
5. 风险提示	7

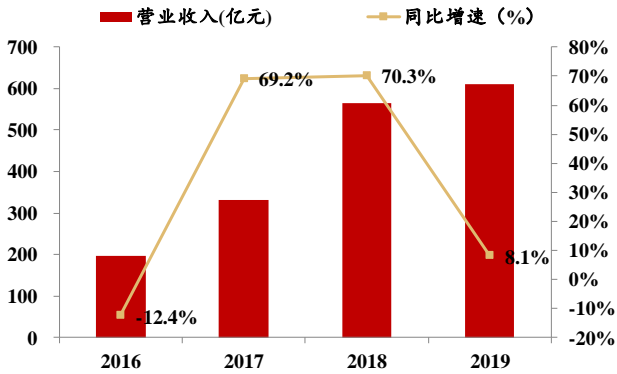
图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速	3
图 2 公司历年归母净利润及增速	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率	4
图 6 公司历年财务费用率	4
图 7 公司历年销售金额及增速	4
图 8 公司历年销售面积及增速	4
图 9 公司历年销售均价及增速	5
图 10 公司历年拿地面积与销售面积之比	5
图 11 公司新增土储能级分布	5
图 12 公司新增土储区域分布	5
图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债	6
图 14 公司历年现金短债比	6
图 15 公司历年货币资金及增速	6
图 16 公司历年经营性现金流净额及增速	6
图 17 公司历年分红总额及股利支付率	6

1. 业绩持续稳增，盈利能力改善

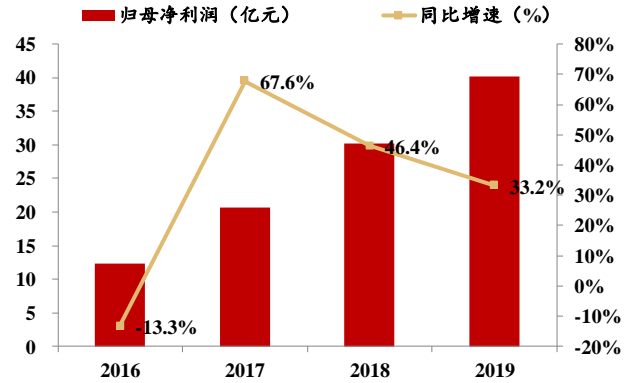
2019 年公司实现营业收入 610.4 亿元，同比增长 8.1%，归母净利润 40.2 亿元，同比增长 33.2%。报告期内，公司净利润增速高于营收增速主要系投资净收益达 8.14 亿元，较上年同期的 0.55 亿元大幅上升。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

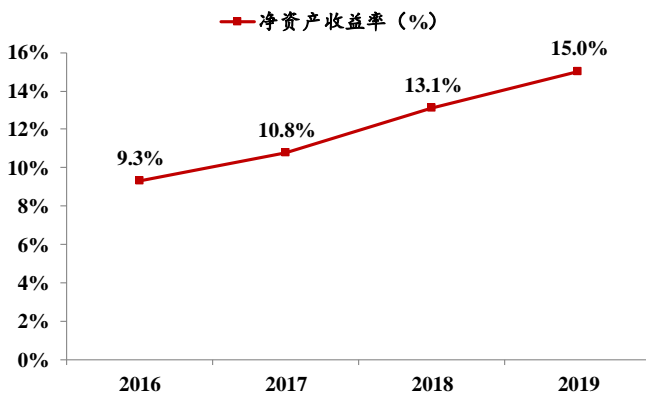
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

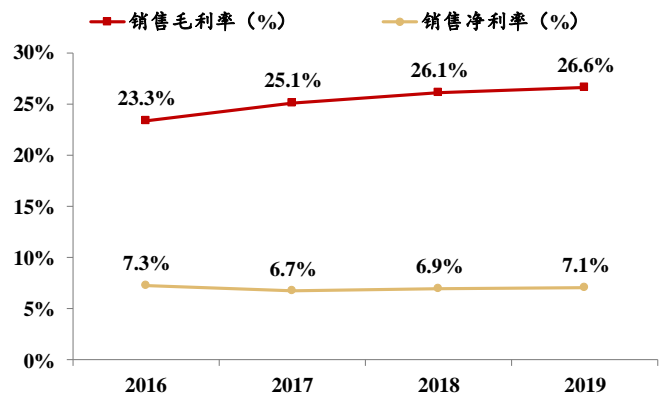
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 15.03%、26.58%、7.08%，较上年同期上升 1.90pct、0.52pct、0.16pct，盈利能力整体有所改善。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

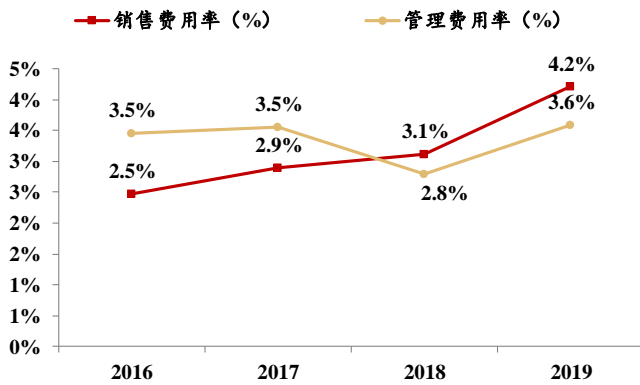
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

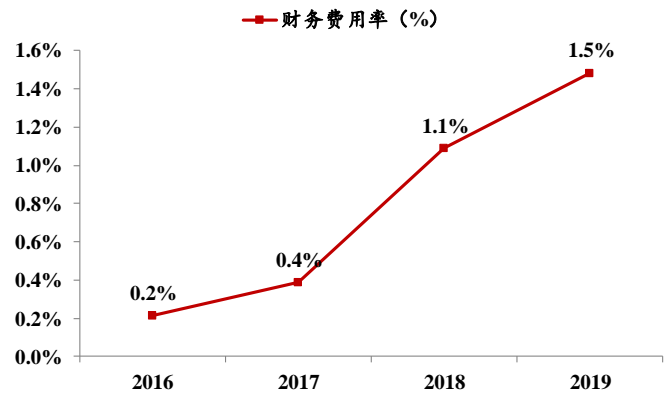
费用率方面，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 4.21%、3.58% 和 1.48%，分别较上年同期上升 1.10pct、0.79pct 和 0.40pct。公司费用率有所上升主要由于公司销售规模的扩大和报告期内新增较多即期发行的境内外债券融资，相关承销费等支出增加所致。

图5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司历年财务费用率



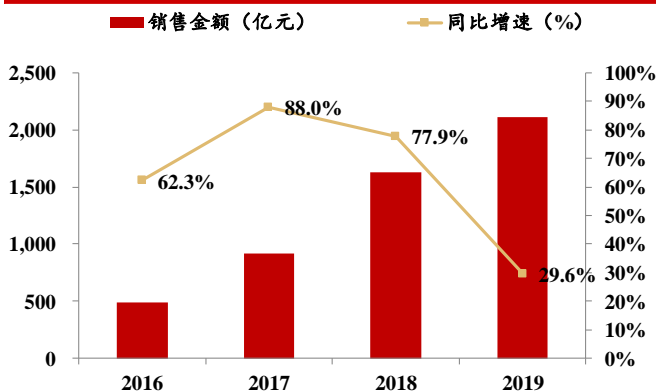
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 销售规模稳步增长，拿地强度减弱

2019年公司实现销售金额2110.3亿元，同比增长29.6%，实现销售面积1713.2万平方米，同比增长35.3%，销售均价12317.4元/平方米，同比降低4%。整体来看，公司销售规模增速在同行业中依旧较快，同时销售均价缓中稍降，综合实力有目共睹，在克而瑞2019年销售金额排名位列13位。

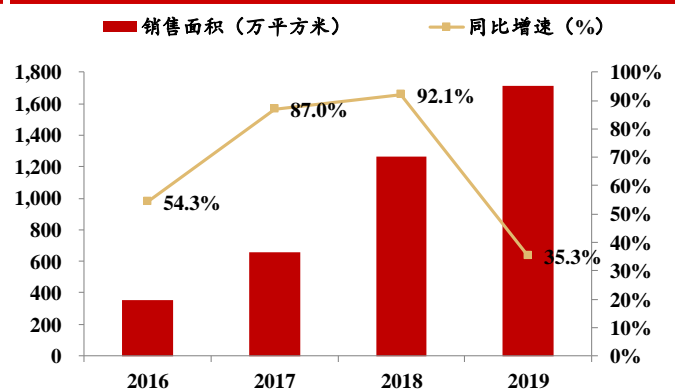
拿地方面，公司新增土地储备1329万平方米，与去年持平，对应拿地金额698亿元，同比提升24.5%。拿地金额占当期销售金额的33.1%，相较于18年下降1.3pct，投资强度小幅下滑。从新增土储的能级分布来看，公司在一、二线城市的拿地面积占比分别为2%、35%，三四线城市占比63%；从新增土储的区域分布来看，公司在长三角、京津冀、珠三角和中西部的拿地面积占比分别为19%、7%、19%和55%。公司逐渐形成了二线以上城市全覆盖、辐射三四线城市优质城市的布局。

图7 公司历年销售金额及增速



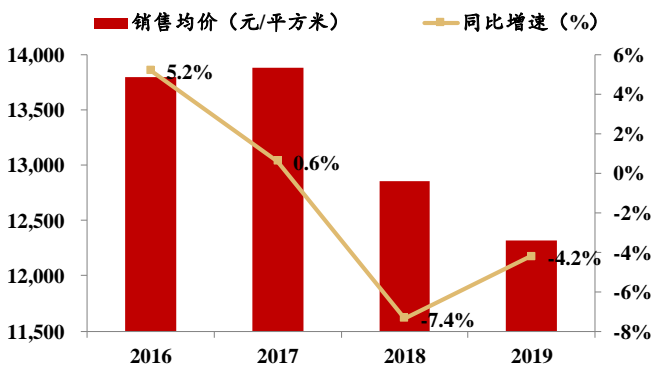
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司历年销售面积及增速



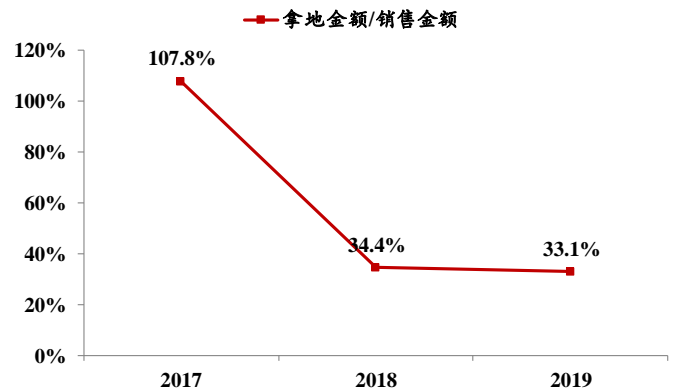
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司历年销售均价及增速



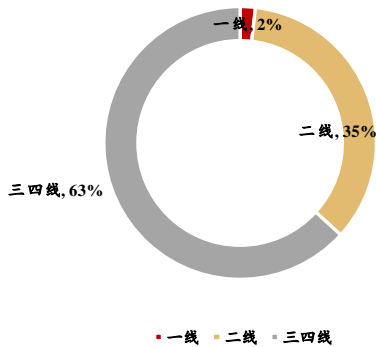
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 公司历年拿地面积与销售面积之比



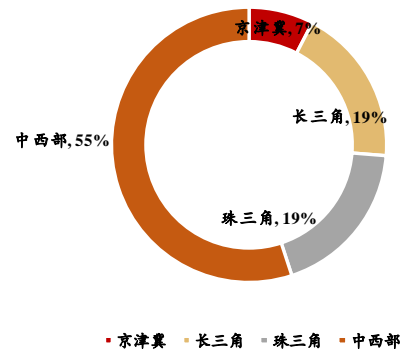
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图11 公司新增土储能级分布



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图12 公司新增土储区域分布

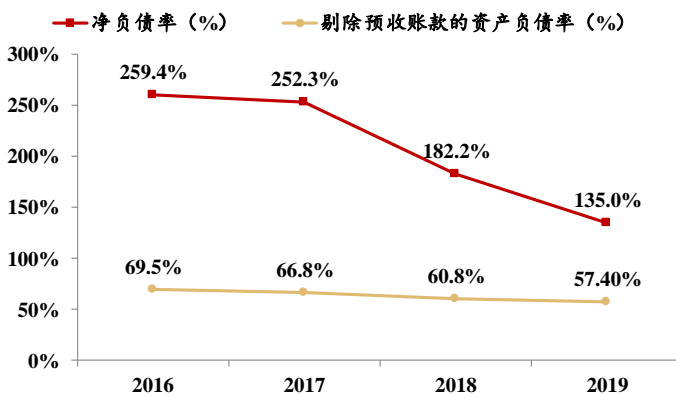


资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 财务杠杆显著优化，分红率大幅提升

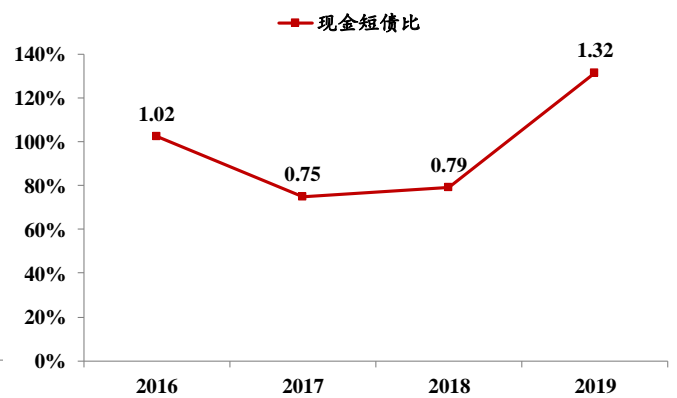
截至报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 57.4%，较上年下降 3.43pct，净负债率为 135.0%，较去年降低 47.2pct，财务杠杆显著优化。此外，公司在手货币资金 419.7 亿元，同比增长 10.9%，现金短债比为 1.32，较去年末提升 0.53，短期偿债风险较低；公司实现经营性现金净流入 154.0 亿元，同比减少 29.5%，经营性现金流连续 3 年为正。分红方面，2019 年分红金额为 8.12 亿元，分红率较去年大幅提升 12.7 个百分点至 20.2%。

图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债



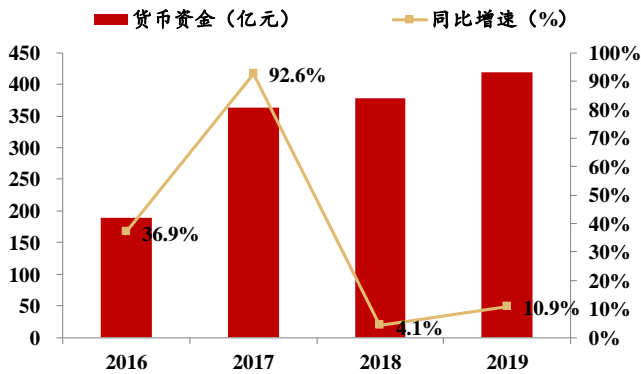
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司历年现金短债比



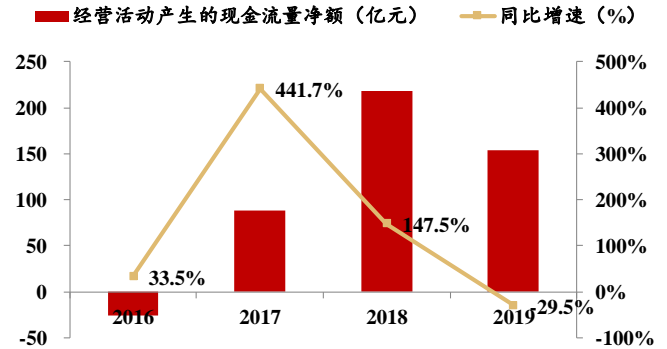
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 公司历年货币资金及增速



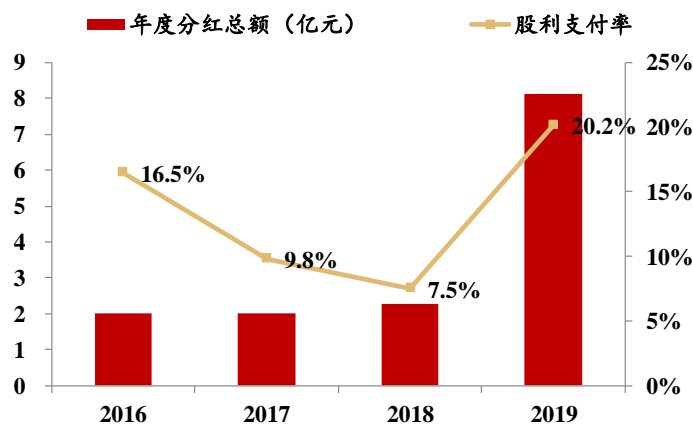
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 公司历年分红总额及股利支付率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

阳光城销售与业绩快速增长，核心都市圈土储丰富，财务持续优化，融资成本改善。前期我们预测公司 20-21 年的 EPS 为 1.41/1.87 元，基于公司财务处理的审慎性，我们下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.35/1.76/2.10 元，对应 PE 分别为 5.2/4.0/3.3 倍，维持公司“增持”评级。

5. 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	61,049	80,951	104,265	128,559	净利润	4,321	5,931	7,826	9,384
YoY (%)	8.1%	32.6%	28.8%	23.3%	折旧和摊销	187	330	345	363
营业成本	44,823	59,329	76,479	94,427	营运资金变动	9,741	-9,606	-11,164	-13,480
营业税金及附加	3,915	5,355	6,882	8,549	经营活动现金流	15,396	3,175	3,419	2,804
销售费用	2,569	3,481	4,483	5,657	资本开支	45	-122	-128	-127
管理费用	2,188	2,914	3,764	4,680	投资	-5,632	0	0	0
财务费用	906	1,291	1,256	1,349	投资活动现金流	-6,419	1,012	1,309	1,352
资产减值损失	-588	-600	-633	-640	股权募资	5,314	1	0	0
投资收益	814	1,133	1,437	1,478	债务募资	80,108	2,000	2,000	2,000
营业利润	6,827	9,178	12,285	14,836	筹资活动现金流	-4,861	-5,001	-5,161	-5,321
营业外收支	-56	-53	-57	-57	现金净流量	4,244	-814	-434	-1,165
利润总额	6,771	9,125	12,228	14,779	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	2,449	3,194	4,402	5,394	成长能力				
净利润	4,321	5,931	7,826	9,384	营业收入增长率	8.1%	32.6%	28.8%	23.3%
归属于母公司净利润	4,020	5,516	7,200	8,559	净利润增长率	33.2%	37.2%	30.5%	18.9%
YoY (%)	33.2%	37.2%	30.5%	18.9%	盈利能力				
每股收益	0.98	1.35	1.76	2.10	毛利率	26.6%	26.7%	26.7%	26.6%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	7.1%	7.3%	7.5%	7.3%
货币资金	41,978	41,164	40,730	39,565	总资产收益率 ROA	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%
预付款项	6,005	8,118	10,392	12,860	净资产收益率 ROE	15.0%	17.1%	18.2%	17.8%
存货	175,839	202,370	253,113	300,096	偿债能力				
其他流动资产	48,678	64,682	79,181	95,985	流动比率	1.54	1.49	1.43	1.40
流动资产合计	272,499	316,334	383,416	448,507	速动比率	0.51	0.50	0.45	0.42
长期股权投资	14,848	14,848	14,848	14,848	现金比率	0.24	0.19	0.15	0.12
固定资产	4,149	3,249	2,296	1,316	资产负债率	83.5%	83.8%	84.5%	84.6%
无形资产	994	1,014	1,039	1,066	经营效率				
非流动资产合计	35,053	34,193	33,290	32,359	总资产周转率	0.20	0.23	0.25	0.27
资产合计	307,552	350,528	416,706	480,866	每股指标 (元)				
短期借款	7,746	7,746	7,746	7,746	每股收益	0.98	1.35	1.76	2.10
应付账款及票据	20,396	25,779	33,753	41,459	每股净资产	6.55	7.90	9.67	11.76
其他流动负债	148,617	178,277	226,655	271,725	每股经营现金流	3.77	0.78	0.84	0.69
流动负债合计	176,758	211,802	268,154	320,930	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	66,519	68,519	70,519	72,519	估值分析				
其他长期负债	13,376	13,376	13,376	13,376	PE	7.10	5.17	3.96	3.33
非流动负债合计	79,895	81,895	83,895	85,895	PB	1.30	0.88	0.72	0.59
负债合计	256,653	293,697	352,049	406,825					
股本	4,082	4,083	4,083	4,083					
少数股东权益	24,154	24,570	25,196	26,021					
股东权益合计	50,899	56,831	64,657	74,041					
负债和股东权益合计	307,552	350,528	416,706	480,866					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。