

# 阳光城 (000671.SZ)

## 泰康入股，员工持股计划出台，长期业绩承诺信心充足

### 核心观点：

- **泰康系入股成二股东，十年业绩承诺信心充足。**20年9月9日晚，公司第二大股东向泰康人寿及泰康养老转让 5.55 亿股，占公司总股本 13.53%，全部完成后泰康系成为公司第二大股东，持股 13.61%。业绩承诺方面，公司以 19 年归母净利润为基数进行 10 年业绩承诺：(1) 2020-2024 年归母净利润年均复合增速不低于 15%，同时承诺前 5 年累计归母净利润不低于 341 亿元，实际 20-24 年年化复合增速需达到 18.1%；(2) 25-29 年业绩承诺为 102、112、123、129、136 亿元，对应前三年年均增速 10%，最后两年年均增速 5%。此外，公司此次业绩承诺由集团母公司兜底，期内任何一年年均业绩增速或累计总额低于承诺则由集团以现金对公司进行业绩补偿。分红方面，公司承诺未来每年分红率不低于 30%，预计公司未来十年分红总额不低于 283 亿元，累计分红/当期市值比例为 84%，投资价值及确定性较高。
- **第三期员工持股计划出台，核心员工七年激励。**根据 20 年员工持股计划，母公司阳光集团拟受让上海嘉闻 8000 万股公司股份（占总股本 1.95%）进行员工持股计划，存续期 7 年，激励对象为以董事长、总裁朱荣斌为首的 30 名核心管理人员，业绩考核以 19 年归母净利润为基数，20-23 年年均增速不低于 18.5%，24-26 年较前年增速分别不低于 18.5%、10%、10%。本次员工股权激励条件较泰康入股的业绩承诺更高，也充分激发员工的积极性，保证十年业绩承诺的可实现性。
- **预计 20-21 年 EPS 分别为 1.35 元/股、1.76 元/股。**预计公司 20/21 年归母净利润为 55/72 亿元，考虑公司历史平均估值水平，维持合理价值 10.80 元/股，对应 20 年 8.0XPE 估值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情影响公司项目销售；行业景气度下行影响公司销售及工程进度；公司地产结算进度不及预期；土地投资力度下降。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	56470	61049	87526	112779	131697
增长率（%）	70.3%	8.1%	43.4%	28.9%	16.8%
EBITDA（百万元）	7563	7718	10031	12659	15078
归母净利润（百万元）	3018	4020	5527	7204	8412
增长率（%）	46%	33%	37%	30%	17%
EPS（元/股）	0.74	0.98	1.35	1.76	2.05
市盈率（P/E）	11.1	8.3	6.1	4.6	4.0
ROE（%）	13.1%	15.0%	17.4%	18.5%	17.7%
EV/EBITDA	12.6	13.4	8.8	8.4	7.8

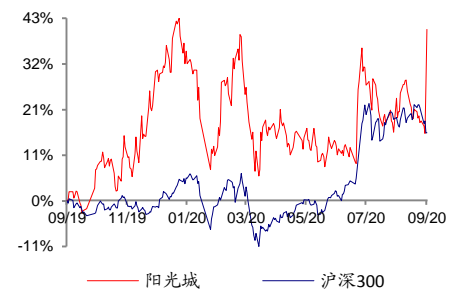
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	8.17 元
合理价值	10.80 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-10

### 相对市场表现



### 分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

### 分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622

guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

阳光城(000671.SZ):迎难而上 2020-08-21  
上，全面增长

阳光城(000671.SZ):新城市 2020-02-27  
布局发力，偿债压力下降

阳光城(000671.SZ):毛利率 2019-10-28  
持续改善，杠杆结构进一步优化

联系人：谢淼

xiemiao@gf.com.cn

## 一、泰康系入股成二股东，十年业绩承诺信心充足

2020年9月9日晚，阳光城发布公告，宣布泰康人寿及泰康保险受让公司股份事宜以及第三期员工持股计划草案。

根据股份转让合作协议及简式权益变动报告书，公司第二大股东通过股权转让协议向泰康人寿转让3.50亿股，向泰康养老转让2.05亿股，合计转让5.55亿股，占公司总股本13.53%，成交均价6.09元/股，总交易对价33.8亿元。由于此前泰康系通过泰康人寿及泰康资管保险产品合计持有公司31.5万股，因此全部转让完成后泰康系将成为公司第二大股东，持股13.61%。

此外，9月9日上海嘉闻通过大宗交易以6.09元/股的价格减持公司股份4100万股，占总股本1.00%，减持及股转后上海嘉闻持股2.55%，成为公司的非重要股东。而控股股东阳光集团拟受让上海嘉闻8000万股用于第三期员工持股计划，全部完成后上海嘉闻持股2.445亿股，持股比例将进一步降低至0.6%。

表1：公司主要股东持股比例变动情况

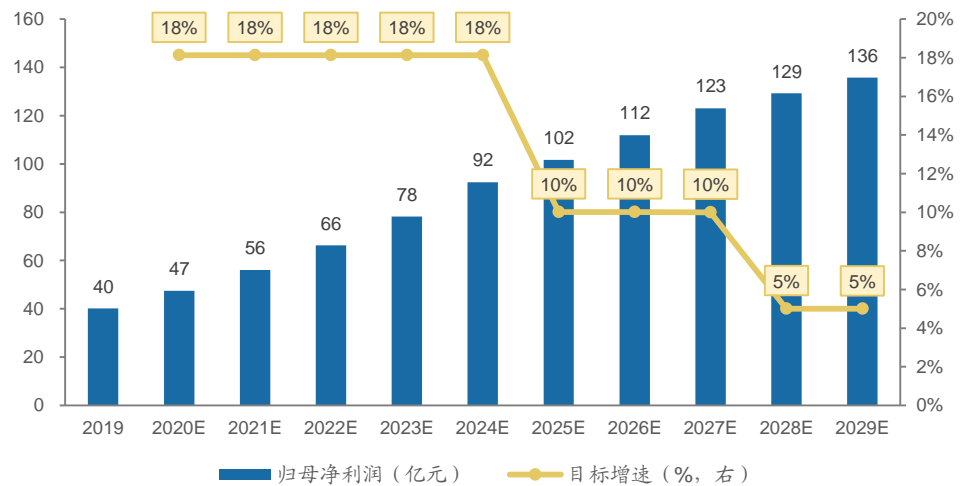
名称	本次权益变动前		本次权益变动后		员工持股计划实施后	
	数量（万股）	比例	数量（万股）	比例	数量（万股）	比例
泰康人寿	2.7	0.006%	34,972	8.54%	34,972	8.54%
泰康养老	0.0	0	20,502	5.00%	20,502	5.00%
泰康资产管理的保险资产管理产品	28.9	0.07%	29	0.07%	29	0.07%
<b>泰康系合计</b>	<b>31.5</b>	<b>0.076%</b>	<b>55,503</b>	<b>13.61%</b>	<b>55,503</b>	<b>13.61%</b>
上海嘉闻	70017	17.1%	10445	2.55%	2445	0.60%

数据来源：公司股份转让公告，简式权益变动报告书，广发证券发展研究中心

根据公司控股股东和泰康系的合作协议，公司将在业绩及补偿、分红、人员结构三方面进行承诺和调整。首先业绩方面，公司以19年归母净利润（40亿元）为基数进行了长达10年的业绩承诺：（1）2020-2024年归母净利润年均复合增速不低于15%，但由于公司同时承诺前5年累计归母净利润不低于341亿元，因此20-24年实际年化复合增速需达到18.1%，均匀增长则24年达到归母净利92亿，实现业绩翻倍；（2）公司承诺25-29年业绩为102、112、123、129、136亿元，对应前三年年均增速10%，最后两年年均增速5%。

2020-2029年十年累计承诺归母净利942亿元，是当前市值（304亿元）的3.1倍。此外值得注意的是，公司此次业绩承诺由集团母公司兜底，期内任何一年年均业绩增速或累计总额低于承诺则由集团以现金对公司进行业绩补偿，保证承诺业绩的全部顺利完成。

图 1：阳光城与泰康系合作协议业绩承诺（亿元）及对应增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分红方面，公司计划修订现金分红条款，未来每年至少进行一次现金分红，分红率不低于30%，按照10年累计归母净利942亿元计算，预计公司未来十年分红总额不低于283亿元，累计分红/当前市值（335亿元）比例达到84%，投资价值及确定性较高。人员结构方面，泰康入股后30日内公司将召开过股东大会提名2位泰康系董事候选人，董事会人数调整为12人，泰康系占比为六分之一。

而从泰康层面来看，本次投资阳光城是泰康系第二次入股地产公司，2016年6月泰康资管投资60亿元、以8.19元/股认购保利地产7.33亿股（占其总股本6.2%），截至2020年中报，泰康系持股保利地产比例仍为6.2%，4年内作为财务投资人持股稳定，持有期间持股部分市值上涨62亿元，分红收益15亿元，收益率达到129%。本次泰康投资阳光城的持股比例更高，时间更长，业绩承诺及后续条款清晰，充分表现泰康作为投资者对公司未来发展的信心。

## 二、第三期员工持股计划出台，核心员工七年激励

9月9日晚同期出台的还有公司第三期员工持股计划草案。根据计划，母公司阳光集团拟受让上海嘉闻8000万股公司股份（占总股本1.95%，预留30%）进行员工持股计划，存续期7年，激励对象为以董事长、总裁朱荣斌为首的30名核心管理人员，业绩考核以19年归母净利润为基数考核7年，其中20-23年归母净利年均增速不低于18.5%，24-26年较前年同比增速分别不低于18.5%、10%、10%。从业绩增速来看，本次员工股权激励对业绩要求较泰康入股的业绩承诺更高，公司通过股权激励对员工提出更高的要求，也充分激发员工的积极性，保证十年业绩承诺的可实现性。

此前18年公司进行过一次股权激励，存续期为4年，激励对象为核心高管及骨干成员共442人，激励股数占总股数比例为8.52%，其中高管激励股数占总股数1.04%，前两年业绩目标均已达成。本次激励范围更集中于核心高管，对其激励力度更高，

激励期更长，体现了公司稳定核心管理层，实现长期持续发展的决心和信心。

表2：18年股权激励、泰康业绩对赌、20年员工持股计划业绩承诺（亿元）及增速对比

	17A	18A	19A	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E
实际归母净利润	20.6	30.2	40.2										
18年股权激励		27.8	37.5	50.7	68.5								
泰康股权对赌	20.6	30.2	40.2	46.2	53.2	61.1	70.3	80.9	101.7	111.9	123.1	129.2	135.7
对应增速(%)				15%	15%	15%	15%	15%	26%	10%	10%	5%	5%
20年股权激励	20.6	30.2	40.2	47.6	56.5	66.9	79.3	93.9	103.3	113.7	125.0	137.5	151.3
对应增速(%)				18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>全满足情景预测</b>	<b>20.6</b>	<b>30.2</b>	<b>40.2</b>	<b>52.0</b>	<b>68.5</b>	<b>76.1</b>	<b>84.5</b>	<b>93.9</b>	<b>103.3</b>	<b>113.7</b>	<b>125.0</b>	<b>137.5</b>	<b>151.3</b>
对应增速(%)				29.3%	31.6%	11.1%	11.1%	11.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
对全口径销售需求	573	838	1117	1444	1902	2113	2347	2608	2870	3157	3473	3820	4202
分红比例(%)	9.8%	7.5%	20.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
分红规模(亿元)	2	2	8	16	21	23	25	28	31	34	38	41	45
<b>20-29年累计利润 贴现值(亿元)</b>	<b>606</b>												

数据来源：股份转让公告，股权激励公告，广发证券发展研究中心

备注：18年股权激励业绩口径为净利润（亿元），泰康股权对赌及20年股权激励业绩口径为归母净利润（亿元）

表3：2020年第三期员工持股计划激励对象及激励股份数（万股）

序号	姓名	职位	拟认购份额 (万份)	对应公司股份数量 (万股)	对应股份占公司 股份总数的比例
1	朱荣斌	执行董事长、总裁	2400	2400	0.59%
2	何媚	董事	500	500	0.12%
3	林贻辉	董事	500	500	0.12%
4	廖剑锋	董事	500	500	0.12%
5	吴建斌	执行副总裁	100	100	0.02%
6	阚乃桂	执行副总裁	100	100	0.02%
7	陈霓	财务总监	100	100	0.02%
8	徐懿婧	董事会秘书	50	50	0.01%
9	公司及子公司其他核心管理人员 (不超过20人) (不含预留份额的未来认购人)		1,350	1,350	0.33%
10	预留		2,400	2,400	0.59%
<b>合计(不超过30人)</b>			<b>8,000</b>	<b>8,000</b>	<b>1.95%</b>

数据来源：员工持股计划草案，广发证券发展研究中心

此外，与其他地产公司激励机制相比，阳光城18、20年两次股权激励累计存续期达到10年，激励股份数量占总股数比重超过10%，激励对象以核心员工为主，人

数超过400人，覆盖面广，整体激励力度更大，激励时间更长，能够较好地维持公司整体稳定性，调动员工积极性，实现长期持续且稳定的发展。

表4：部分地产公司股权激励计划基本情况一览

证券代码	证券名称	发生日期	期限(年)	覆盖人数	授予股份数量 (万股)	占当时总股本比 重(%)
600325.SH	华发股份	2017/01/24	6	181人	817	0.7%
600576.SH	祥源文化	2017/05/27	4	71人	2200	3.5%
000056.SZ	皇庭国际	2017/07/26	5	56人	4024	3.5%
000615.SZ	京汉股份	2017/08/18	5	41人	1862	2.4%
002285.SZ	世联行	2017/08/30	4	746人	6000	2.9%
000797.SZ	中国武夷	2017/09/26	6	80人	907	0.9%
600565.SH	迪马股份	2017/11/11	3	260人	16021	6.6%
000573.SZ	粤宏远A	2017/11/25	4	67人	2545	4.1%
000926.SZ	福星股份	2017/12/09	4	58人	2770	2.9%
600466.SH	蓝光发展	2018/01/09	4	23人	12804	6.0%
002818.SZ	富森美	2018/01/16	4	163人	677	1.5%
600173.SH	卧龙地产	2018/01/20	4	62人	255	0.4%
600603.SH	广汇物流	2018/04/21	5	30人	2228	2.5%
000042.SZ	中洲控股	2018/05/16	4	68人	1973	3.0%
600340.SH	华夏幸福	2018/07/07	5	133人	5881	2.0%
<b>000671.SZ</b>	<b>阳光城</b>	<b>2018/07/10</b>	<b>5</b>	<b>442人</b>	<b>34500</b>	<b>8.5%</b>
000961.SZ	中南建设	2018/07/18	4	49人	23260	6.3%
600223.SH	鲁商发展	2018/08/09	5	267人	3003	3.0%
600565.SH	迪马股份	2019/02/26	3	152人	10800	4.5%
002314.SZ	南山控股	2019/03/21	6	63人	2610	1.0%
600658.SH	电子城	2019/04/11	10	92人	1119	1.0%
000961.SZ	中南建设	2019/05/30	5	486人	13837	3.7%
601155.SH	新城控股	2019/09/28	5	108人	1557	0.7%
600732.SH	爱旭股份	2020/02/26	6	287人	3600	2.0%
600565.SH	迪马股份	2020/07/07	3	123人	13436	5.5%
<b>000671.SZ</b>	<b>阳光城</b>	<b>2020/09/09</b>	<b>7</b>	<b>30人</b>	<b>8000</b>	<b>2.0%</b>

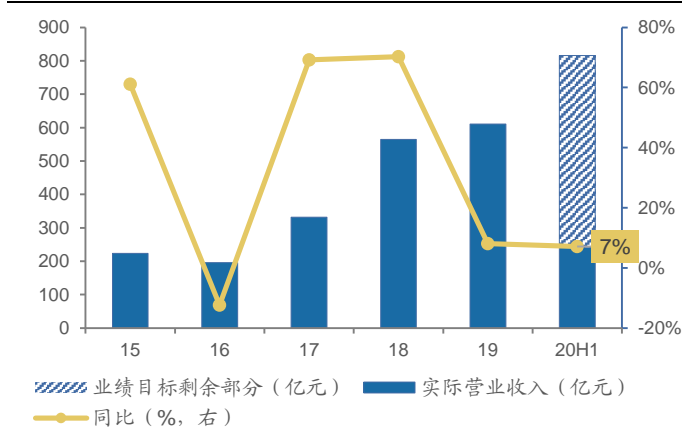
数据来源：Wind，公司股权激励公告，广发证券发展研究中心

### 三、经营情况稳定，拿地积极，在手储备充足

根据公司半年报及月度经营公告，20年上半年公司实现营业收入241亿元，同比增长7%，考虑18年股权激励条件，下半年营收目标不低于575亿元，同比增速不低于49%，而截至20H1公司账面预收账款余额为850亿元，对下半年业绩覆盖倍数为1.5x，保障较为充足。

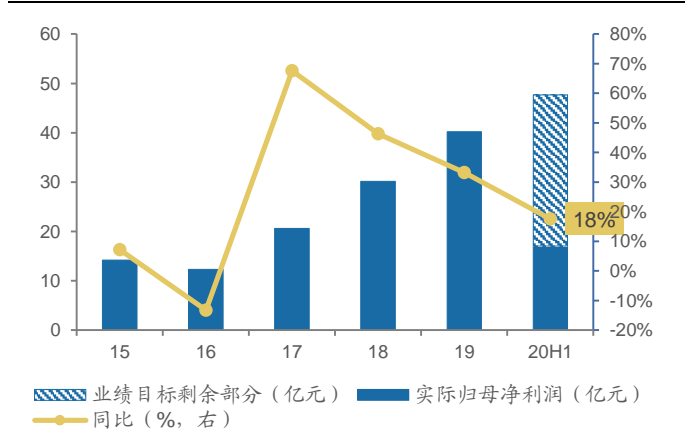
业绩层面，20年上半年公司实现归母净利润17亿元，同比增长18%，考虑泰康入股业绩承诺及员工持股计划业绩条件最高值，则下半年需实现归母净利润不低于31亿元，同比增速不低于19%，较上半年基本持平，全年完成目标概率较大。

图 2：阳光城营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

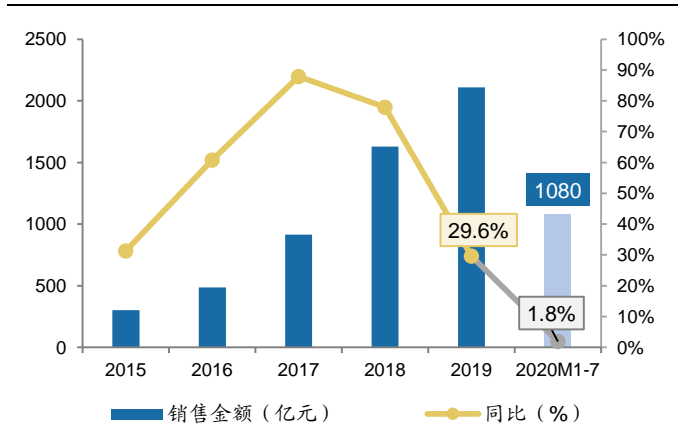
图 3：阳光城归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

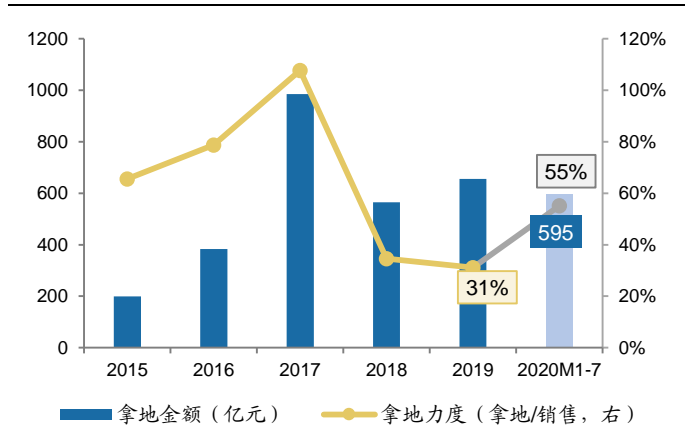
经营层面来看，20年前7个月，公司实现销售金额1080亿元，同比增长1.8%，疫情影响完全消化；拿地金额595亿元，对应拿地力度55%，较19年显著提升24pct。通过估算，预计截至7月末公司在手土储5036万方，对应去化周期3年，拿地积极、储备充足，充分保障未来业绩。

图 4：阳光城销售金额（亿元）及增速



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图 5：阳光城拿地金额（亿元）及拿地力度



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与估值

本次泰康入股一方面同时展现了投资者和公司自身对未来发展的信心，另一方面也为公司未来与泰康系在资金方面的合作形成良好基础，而长期的员工持股计划及稳定的核心管理层将成为未来实现业绩过程中的重要基石。

考虑两次股权激励计划和业绩对赌对于不同业绩释放节奏的要求，结合公司过去两年的规模增速，我们认为公司具备同时完成三个业绩目标的能力，20、21的业绩增速将大概率高于18.5%。

合理价值方面，按照公司十年业绩承诺，8%贴现率计算贴现价值为606亿，按照当前地产板块平均NAV折价率30%计算，则贴现价值也在423亿。我们预计公司20/21年归母净利润为55/72亿元，对应动态PE为6.1x/4.6x，维持前期合理价值10.80元/股，对应估值8.0x，维持“买入”评级。

表5: 阳光城盈利预测

主要指标	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (亿元)	196	332	565	610	875	1128	1317
增速 (%)	-12%	69%	70%	8%	43%	29%	17%
地产结算金额 (亿元)	194	319	554	588	850	1100	1286
增速 (%)	-8%	65%	74%	6%	45%	29%	17%
其他业务收入 (亿元)	2	13	10	23	25	28	31
增速 (%)	-81%	423%	-16%	119%	10%	10%	10%
销售金额 (亿元)	487	915	1629	2110	2110	2321	2553
增速 (%)	61%	88%	78%	30%	0%	10%	10%
并表回款 (亿元)	274	550	775	767	1013	1277	1404
并表回款率	56%	60%	48%	36%	48%	55%	55%
预收账款 (亿元)	178	402	621	801	933	1090	1208
结算金额 (亿元)	194	319	554	588	881	1119	1286
结算金额/预收账款	198%	179%	138%	95%	110%	120%	118%
净利率水平	7.3%	6.7%	6.9%	7.1%	7.3%	7.3%	7.3%
少数股东损益占比	14.1%	7.5%	22.7%	7.0%	13.5%	12.5%	12.5%
归母净利润 (亿元)	12.3	20.6	30.2	40.2	55.27	72.04	84.12
增速 (%)	-13%	68%	46%	33%	37%	30%	17%
EPS (元/股)	0.30	0.50	0.74	0.98	1.35	1.76	2.05
PE (倍)	27.2	16.2	11.1	8.3	6.1	4.6	4.0

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

备注：表内公司市值及股本数量为2020年9月10日数据

## 五、风险提示

行业景气度下行影响公司销售及工程进度；公司地产结算进度不及预期；公司未来结算毛利率或随行业下降；土地投资力度下降。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>235,376</b>	<b>272,499</b>	<b>314,374</b>	<b>410,607</b>	<b>527,133</b>
货币资金	37,848	41,978	23,741	34,820	46,200
应收及预付	48,953	45,169	50,056	59,605	61,537
存货	142,172	175,839	231,472	307,077	410,292
其他流动资产	6,402	9,513	9,105	9,105	9,105
<b>非流动资产</b>	<b>28,021</b>	<b>35,053</b>	<b>41,503</b>	<b>49,183</b>	<b>58,512</b>
长期股权投资	9,300	14,848	18,375	22,739	28,139
固定资产	3,336	4,149	4,357	4,618	4,895
在建工程	16	47	914	1,746	2,551
无形资产	867	1,040	1,040	1,040	1,040
其他长期资产	14,501	14,968	16,817	19,039	21,887
<b>资产总计</b>	<b>263,397</b>	<b>307,552</b>	<b>355,877</b>	<b>459,790</b>	<b>585,646</b>
<b>流动负债</b>	<b>156,838</b>	<b>176,758</b>	<b>238,766</b>	<b>306,766</b>	<b>409,542</b>
短期借款	17,647	7,746	343	7,267	8,756
应付及预收	108,627	143,209	216,837	283,917	377,036
其他流动负债	30,564	25,803	21,586	15,582	23,751
<b>非流动负债</b>	<b>65,529</b>	<b>79,895</b>	<b>60,294</b>	<b>87,973</b>	<b>101,439</b>
长期借款	51,418	66,519	46,506	73,736	86,640
应付债券	12,985	12,253	12,253	12,253	12,253
其他非流动负债	1,126	1,123	1,535	1,984	2,547
<b>负债合计</b>	<b>222,367</b>	<b>256,653</b>	<b>299,059</b>	<b>394,739</b>	<b>510,981</b>
股本	4,050	4,082	4,095	4,095	4,095
资本公积	3,575	3,889	4,995	6,435	8,118
留存收益	9,577	13,159	17,568	23,331	30,060
归属母公司股东权益	22,979	26,744	31,801	39,004	47,416
少数股东权益	18,051	24,154	25,017	26,046	27,248
<b>负债和股东权益</b>	<b>263,397</b>	<b>307,552</b>	<b>355,877</b>	<b>459,790</b>	<b>585,646</b>

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>56,470</b>	<b>61,049</b>	<b>87,526</b>	<b>112,779</b>	<b>131,697</b>
营业成本	41,755	44,823	66,668	86,515	101,639
营业税金及附加	3,964	3,915	5,163	6,362	7,045
销售费用	1,757	2,569	3,301	3,998	4,035
管理费用	1,577	2,188	2,581	3,476	4,145
研发费用	946	1,067	0	0	0
财务费用	614	906	1,836	1,804	2,433
资产减值损失	432	588	-347	0	0
公允价值变动收益	-50	-9	-10	-10	-11
投资净收益	55	814	742	919	1,137
<b>营业利润</b>	<b>6,433</b>	<b>6,827</b>	<b>9,057</b>	<b>11,533</b>	<b>13,526</b>
营业外收支	-44	-56	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6,389</b>	<b>6,771</b>	<b>9,057</b>	<b>11,533</b>	<b>13,526</b>
所得税	2,483	2,449	2,668	3,300	3,912
<b>净利润</b>	<b>3,906</b>	<b>4,321</b>	<b>6,389</b>	<b>8,233</b>	<b>9,614</b>
少数股东损益	889	301	863	1,029	1,202
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,018</b>	<b>4,020</b>	<b>5,527</b>	<b>7,204</b>	<b>8,412</b>
EBITDA	7,563	7,718	10,031	12,659	15,078
EPS (元)	0.74	0.98	1.35	1.76	2.05

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>21,831</b>	<b>15,396</b>	<b>24,250</b>	<b>-6,221</b>	<b>2,282</b>
净利润	3,906	4,321	6,389	8,233	9,614
折旧摊销	146	162	218	231	245
营运资金变动	6,273	4,700	13,107	-18,073	-12,028
其它	11,506	6,212	4,535	3,388	4,452
<b>投资活动现金流</b>	<b>-15,872</b>	<b>-6,419</b>	<b>-4,893</b>	<b>-5,000</b>	<b>-5,874</b>
资本支出	-87	-58	-1,967	-1,371	-1,375
投资变动	-8,466	-6,145	-2,926	-3,629	-4,499
其他	-7,319	-216	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-6,291</b>	<b>-4,861</b>	<b>-37,594</b>	<b>22,300</b>	<b>14,972</b>
银行借款	64,686	80,108	286	48,449	43,781
股权融资	9,593	5,314	0	0	0
其他	-13,626	-11,790	-5,961	-5,850	-7,590
<b>现金净增加额</b>	<b>-348</b>	<b>4,244</b>	<b>-18,237</b>	<b>11,079</b>	<b>11,380</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>32,795</b>	<b>32,447</b>	<b>36,691</b>	<b>18,454</b>	<b>29,533</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>32,447</b>	<b>36,691</b>	<b>18,454</b>	<b>29,533</b>	<b>40,913</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	70.3%	8.1%	43.4%	28.9%	16.8%
营业利润增长	75.0%	6.1%	32.7%	27.3%	17.3%
归母净利润增长	46.4%	33.2%	37.5%	30.3%	16.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.1%	26.6%	23.8%	23.3%	22.8%
净利率	6.9%	7.1%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE	13.1%	15.0%	17.4%	18.5%	17.7%
ROIC	4.2%	4.6%	7.3%	7.6%	8.0%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	84.4%	83.5%	84.0%	85.9%	87.3%
净负债比率	181.5%	135.0%	97.4%	111.3%	111.9%
流动比率	1.50	1.54	1.32	1.34	1.29
速动比率	0.56	0.51	0.31	0.28	0.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	0.21	0.26	0.28	0.25
应收账款周转率	63.65	50.49	41.04	29.73	24.52
存货周转率	0.31	0.28	0.33	0.32	0.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	0.98	1.35	1.76	2.05
每股经营现金流	5.39	3.77	5.92	-1.52	0.56
每股净资产	5.67	6.55	7.77	9.53	11.58
<b>估值比率</b>					
P/E	11.08	8.32	6.05	4.64	3.98
P/B	1.44	1.25	1.05	0.86	0.71
EV/EBITDA	12.63	13.40	8.85	8.36	7.76



## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：研究助理，上海交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 郑日诚：财政部财政科学研究所硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。