

拿地积极，业绩、盈利稳定上升

——阳光城（000671）2020 中报点评



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

事件

公司发布 2020 年半年报：2020 上半年公司实现营业收入 241.20 亿元，同比增长 7.15%；实现归母净利润 17.03 亿元，同比增长 17.53%；基本每股收益 0.37 元，同比增长 19.35%。第二季度实现营业收入 174.05 亿元，同比增长 5.46%；实现归母净利润 12.70 亿元，同比增长 11.31%。

点评

❖ 疫情影响销售，业绩和盈利水平保持稳定增长

2020 上半年，公司实现营业收入、归母净利润增速分别为 7.15% 和 17.53%；公司加权平均净资产收益率 6.92%，与去年同期持平。从营收地域来看，西北、华北地区总营收 57.28 亿元，同比增长 411.89%。报告期内，公司实现合约销售金额 900.09 亿元，同比降低 0.07%，合约销售面积 726.88 万方，同比增长 3.52%。主要下降原因系受到疫情影响，但已经基本恢复上年同期水平。其中，权益合约销售金额 579.74 亿元，权益比约 64.41%。从销售区域分布来看，大福建区域实现合约销售金额 317.09 亿元，占比较上年同期增加 17.31 个百分点至 35.22%。长三角、珠三角、京津冀合计占比约 25.95% 较上年下降 22.38 个百分点。其中，长三角占比下降 18.83 个百分点至 17.60%。费用管控良好，销售费用同比下降 9.12%，管理费用同比下降 13.27%。受疫情影响，公司聚焦核心城市群，重点围绕大福建区域，战略效果良好，顺利度过疫情影响阶段，公司各项经营恢复甚至超过上年同期水平。

❖ 多渠道积极获取土储，加强投资，为公司后续发展保驾护航

拿地方面，公司通过招拍挂、收并购、一级土地整理、三旧改造、特色小镇以及战略合作等方式进行资源获取。2020 上半年公司新增土地储备 827.53 万平方米，同比增加 57.11%，占比同期销售面积的 113.84%；对应总地价 327.95 亿元，同比增长 20.23%，占比同期销售金额的 45.12%。截至 2020 年 6 月，公司拥有土地储备 4993.77 万平方米，相应累计成本地价 4430.79 元/平方米，占比 2020 年 6 月销售均价的 35.78%。其中，一二线城市预计未来可售货值占比 73.71%，形成了二线以上城市全覆盖，并且辐射机会型三四线城市的良好布局。长期股权投资 212.63 亿元，同比增长 43.2%，主要系对联营合营企业投资。2020 上半年公司积极拿地，增加优质土储，减弱周期性影响，同时对联营、合营企业增加投资，为公司后续发展提供充足保障。

❖ 负债结构优化，现金流状况持续改善

截至 2020 上半年，公司净负债率约 114.98%，较 2019 年底下降 23.22 个百分点。货币资金 483.50 亿元，同比增长 11.64%，对短债（短期借款+一年内到期的非流动性负债）达到全额覆盖，覆盖率为 128.41%。有息负债规模

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司动态
所属行业 | 房地产
报告时间 | 2020/8/21
前收盘价 | 17.47 元
公司评级 | 增持评级

📌 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
chenli@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 32 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

1121.61 亿元。其中，短期有息债务规模 376.52 亿元，占有息负债比例为 33.57%，非银融资占比较去年年末的 24.94% 继续下降至 22.19%，公司在实现资产规模和优质土储均增加的同时，负债结构持续优化。平均回款率为 80.12%，实现经营性净现金流入 153.85 亿元，现金流状况持续改善。

❖ 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，拿地积极，并在疫情期间加强对联营、合营企业投资。净负债率持续下降、现金流状况稳定。通过优秀的成本管控，盈利水平稳定上升。公司土储充足，布局良好。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别 0.94、1.17、1.40 元/股，对应当前股价 PE 为 7.93、6.39、5.32 倍。维持“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				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	61049	65933	73186	87823
+/-%	8%	8%	11%	20%
净利润(百万)	4020	3858	4789	5747
+/-%	33%	-4%	24%	20%
EPS(元)	0.98	0.94	1.17	1.40
PE	8.63	7.9	6.4	5.3

资料来源：公司 2019 年度报告，盈利预测时间 2020 年 8 月 20 日、川财证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	272499	286513	322922	349555	营业收入	61049	65933	73185	87823
现金	41978	85688	103894	131678	营业成本	44823	48790	54889	65867
应收账款	1168	1338	1724	1927	营业税金及附加	3915	4227	4692	5631
其他应收款	37996	5028	6383	7212	营业费用	2569	2637	3079	3695
预付账款	6005	0	0	0	管理费用	2188	2307	2561	3073
存货	175839	186771	202836	200546	财务费用	906	1039	1098	1317
其他流动资产	9515	7688	8085	8192	资产减值损失	-588	300	0	0
非流动资产	35053	29823	31421	31510	公允价值变动收				
长期投资	14848	10837	11918	12046	益	-9	0	0	0
固定资产	4149	4044	3926	3802	投资净收益	814	437	499	531
无形资产	994	1192	1338	1501	营业利润	6827	5630	6864	8237
其他非流动资					营业外收入	84	67	45	72
产	15061	13750	14239	14162	营业外支出	140	167	45	72
资产总计	307552	316336	354343	381065	利润总额	6771	5530	6864	8237
流动负债	176758	179998	210500	228851	所得税	2449	1382	1716	2059
短期借款	7746	12656	11851	11435	净利润	4321	4148	5148	6178
应付账款	17322	18657	24242	27391	少数股东损益	301	289	359	431
其他流动负债	151690	148685	174407	190025	归属母公司净利				
非流动负债	79895	79462	79801	79704	润	4020	3858	4788	5746
长期借款	66519	66519	66519	66519	EBITDA	7919	7121	8564	10135
其他非流动负					EPS (元)	0.98	0.94	1.17	1.40
债	13376	12943	13282	13185					
负债合计	256653	259460	290301	308555	主要财务比率				
少数股东权益	24154	24865	25764	26818	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	4083	4083	4083	4083	成长能力				
资本公积	3889	3889	3889	3889	营业收入	8.1%	8.0%	11.0%	20.0%
留存收益	13159	24040	30319	37740	营业利润	6.1%	-17.5%	21.9%	20.0%
归属母公司股					归属于母公司净				
权益	26744	32012	38279	45693	利润	33.2%	-4.0%	24.1%	20.0%
负债和股东权益	307552	316337	354344	381066	获利能力				
					毛利率(%)	26.6%	26.0%	25.0%	25.0%
					净利率(%)	6.6%	6.2%	7.0%	7.0%
					ROE(%)	15.0%	12.7%	13.7%	14.3%
					ROIC(%)	5.5%	4.6%	3.6%	4.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	83.5%	81.9%	84.2%	86.8%
					净负债比率(%)	38.35%	40.50%	33.22%	35.63%
					流动比率	1.54	1.64	1.51	1.38
					速动比率	0.54	0.42	0.31	0.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.24	0.23	0.23
					应收账款周转率	49	53	51	49
					应付账款周转率	2.71	2.74	2.97	2.78
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊				
					薄)	0.91	0.94	1.17	1.40
					每股经营现金流				
					(最新摊薄)	3.77	-12.02	5.77	-18.54
					每股净资产(最新				
					摊薄)	6.55	7.22	8.24	9.47
					估值比率				
					P/E	8.63	7.93	6.39	5.32
					P/B	1.02	1.01	0.88	0.76
					EV/EBITDA	11	23	17	23

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：000000029399

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