

# 阳光城（000671）：结转权益占比阶段性提升，拿地重回扩张区间

2020年08月21日

强烈推荐/维持

阳光城

公司报告

2020年8月20日，公司公布2020年中报，公司上半年实现营业收入241.2亿元，同比增长7.2%；实现归母净利润17.0亿，同比增长17.5%；实现经营性现金流净额153.9亿元，同比增76.9%。我们对公司上半年经营业绩点评如下：

**使用新收入准则和结转权益比提升带动公司归母净利率提升。**公司2020上半年归母净利润率7.1%，相较于去年同期提升0.6pct，盈利能力提高主因费用率降低（同比下降1pct）和结算权益比（同比提升2pct）提升。其中公司适用新收入准则将销售佣金资本化，降低了销售费用；另一方面，公司管理成本降低带动管理费用下降。公司并表项目结转权益比提升至96.2%，为2015年以来最高水平。

**经营杠杆之外，合作杠杆助力公司销售扩规模。**公司上半年全口径销售金额900.1亿元，同比去年基本持平。驱动上半年公司销售的是销售面积，同比增长3.5%，销售均价同比下降3.4%。公司2018年以来销售权益比下降，上半年权益比为64%，和去年同期持平。截止7月底，公司完成销售额1080亿元，伴随下半年公司积极推货，全年销售目标完成无虞。

**降低权益比以提升购地面积，拿地重回扩张区间。**公司上半年积极扩充土储，新购地549.2亿元，新增总建筑面积827.5万平。在增加购地投入资金的同时，公司降低权益比以提升拿地面积。上半年拿地权益比（面积口径）下降至64.1%，比2019年下降11.5pct，与此同时拿地力度（面积口径）提升至113.9%，比2019年提高39.8pct，公司在经历了2018年去库存后重新开始加库存。公司土储质优量足，截止上半年底公司可售土储4993.8万平，对2019年公司销售面积覆盖比达到2.9，且73.7%位于一二线，地货比仅为35.8%。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,470.09	61,049.37	76,890.07	96,431.28	120,621.90
增长率(%)	70.28%	8.11%	25.95%	25.41%	25.09%
归母净利润(百万元)	3,017.86	4,020.17	6,081.38	7,925.50	10,101.41
增长率(%)	75.30%	10.62%	47.84%	29.01%	26.55%
净资产收益率(%)	13.13%	15.03%	21.94%	22.43%	22.42%
每股收益(元)	0.66	0.91	1.49	1.94	2.47
PE	11.11	8.05	4.92	3.78	2.96
PB	1.29	1.12	1.08	0.85	0.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司是世界500强阳光控股投资，以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。2019年，公司凭借快速提升的企业综合实力及品牌价值，跻身行业15强。

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

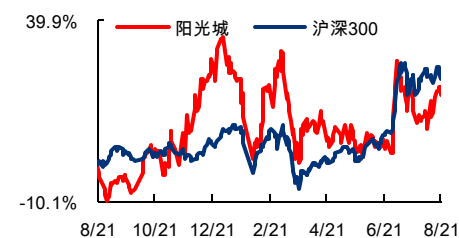
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	8.32-5.53
总市值(亿元)	300.28
流通市值(亿元)	294.18
总股本/流通A股(万股)	409,656/401,339
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.79

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

## 研究助理：曹钧鹏

010-66554065

caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14801190700038

## 研究助理：陈刚

010-66554028

chen\_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119080008

**杠杆结构继续优化，看好公司继续降杠杆。**截止上半年底，货币资金对短期有息负债覆盖比率进一步提升至 139.3%。净负债率（永续债计入权益）降至 115.0%，较 2019 年底下降 23.2pct。公司平均融资成本 7.5%，较 2019 年底下降 20BP。我们预计伴随公司业绩释放，所有者权益有望进一步增厚从而带动净负债率下降。

**优质土储+高周转是公司发展基石，下一步或向管理和合作求增长。**公司在 2017 年引入明星经理人朱荣斌和吴建斌后，积极学习龙头房企发展经验，坚持“三全”投资战略，地产主业不断做大。截止 2020 年 6 月底，公司可售土储 4993.8 万平，可满足公司 2-3 年开发需求，且 73.7%位于一二线。公司产品定位一二线城市郊区刚需和改善性需求，充分受益城市群和都市圈发展。运营方面，强调高周转，提高资金效率，公司从拿地到开盘平均仅需要 6-8 个月。公司项目偏重于中小盘，有利于公司提高周转速度。公司毛利率低于可比房企，我们预计公司除了借助新准则将销售佣金资本化以外，也将进一步提升管理效率，降低费用率，提升盈利能力。在有息杠杆和经营杠杆之外，公司也将借助于合作杠杆进一步寻求增长。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 60.8 亿元、79.3 亿元、101.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.5、1.9 和 2.5 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 1.1、0.8 和 0.7 倍。基于优质土储和强劲的运营能力，我们看好公司稳健增长，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**公司下半年销售目标难以实现的风险，公司结转不及预期的风险。

**附表: 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		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	235376	272499	350284	468432	618219	<b>营业收入</b>	56470	61049	76890	96431	120622
货币资金	37848	41978	78531	121583	179132	<b>营业成本</b>	41755	44823	56614	71330	89280
应收账款	1251	1168	1587	1917	2444	营业税金及附加	3964	3915	4930	6183	7735
其他应收款	41744	37992	47850	60011	75065	营业费用	1757	2569	3235	4058	5075
预付款项	5953	6005	11666	19512	29333	管理费用	1577	2188	2755	3456	4322
存货	142172	175839	201640	254052	317985	财务费用	614	906	1027	396	-107
其他流动资产	6402	7105	9006	11351	14254	研发费用	0	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	28021	35053	39014	44676	52642	资产减值损失	432.07	-588.23	-10.00	0.00	0.00
长期股权投资	9300	14848	14997	15072	15373	公允价值变动收益	-49.52	-9.47	0.00	0.00	0.00
固定资产	3336	4149	3817	3486	3154	投资净收益	54.54	814.09	1900.00	2200.00	2400.00
无形资产	822	994	934	878	825	加: 其他收益	56.54	39.84	39.84	39.84	39.84
其他非流动资产	5433	3002	3032	3062	3093	<b>营业利润</b>	6433	6827	10279	13250	16757
<b>资产总计</b>	263397	307552	389299	513107	670861	营业外收入	59.95	83.59	87.77	94.79	102.37
<b>流动负债合计</b>	156838	176758	252216	368125	515907	营业外支出	104.20	139.54	142.33	153.72	166.02
短期借款	17647	7746	0	0	0	<b>利润总额</b>	6389	6771	10225	13191	16693
应付账款	15814	17322	21579	27188	34030	所得税	2483	2449	3836	4949	6263
预收款项	504960	577820	654710	751141	871763	<b>净利润</b>	3906	4321	6389	8242	10430
一年内到期的非流动负债	30273	24174	27800	33360	41700	少数股东损益	889	301	307	316	329
<b>非流动负债合计</b>	65529	79895	79897	79866	79790	归属母公司净利润	3018	4020	6081	7925	10101
长期借款	51418	66519	66519	66519	66519	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	12985	12253	12375	12499	12624		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	222367	256653	332114	447990	595698	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	18051	24154	24462	24778	25107	营业收入增长	70.28%	8.11%	25.95%	25.41%	25.09%
实收资本(或股本)	4050	4082	4082	4082	4082	营业利润增长	75.04%	6.11%	50.58%	28.90%	26.47%
资本公积	3575	3889	3889	3889	3889	归属于母公司净利润增长	46.36%	33.21%	51.27%	30.32%	27.45%
未分配利润	9147	12587	18161	25425	34683	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	22979	26744	27723	35339	45056	毛利率(%)	26.06%	26.58%	26.37%	26.03%	25.98%
<b>负债和所有者权益</b>	263397	307552	389299	513107	670861	净利率(%)	6.92%	7.08%	8.31%	8.55%	8.65%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	1.15%	1.31%	1.56%	1.54%	1.51%
						ROE(%)	13.13%	15.03%	21.94%	22.43%	22.42%
<b>经营活动现金流</b>						<b>偿债能力</b>					
净利润	3906	4321	6389	8242	10430	资产负债率(%)	84%	83%	85%	87%	89%
折旧摊销	243.73	186.79	398.02	400.97	404.66	流动比率	1.5	1.54	1.39	1.27	1.20
财务费用	614	906	1027	396	-107	速动比率	0.59	0.55	0.59	0.58	0.58
应收账款减少	-727	83	-419	-330	-527	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	464809	72860	76890	96431	120622	总资产周转率	0.24	0.21	0.22	0.21	0.20
<b>投资活动现金流</b>	-15872	-6419	-74	-3898	-6007	应收账款周转率	64	50	56	55	55
公允价值变动收益	-50	-9	0	0	0	应付账款周转率	4.59	3.68	3.95	3.95	3.94
长期投资减少	0	0	-2276	-5669	-7882	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	55	814	1900	2200	2400	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.91	1.49	1.94	2.47
<b>筹资活动现金流</b>	-6291	-4861	-6426	4826	7989	每股净现金流(最新摊薄)	-0.08	1.01	8.95	10.55	14.10
应付债券增加	4407	-732	123	124	125	每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.55	6.79	8.66	11.04
长期借款增加	-4857	15101	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	32	0	0	0	P/E	11.11	8.05	4.92	3.78	2.96
资本公积增加	27	314	0	0	0	P/B	1.29	1.12	1.08	0.85	0.66
<b>现金净增加额</b>	-332	4115	36553	43052	57549	EV/EBITDA	14.48	12.49	4.97	1.48	-1.67

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评：地产复苏强于经济，销售量价齐升得验证	2020-07-17
行业深度报告	房地产行业报告：以越秀 REIT 案例为起点纵览全球 REITs 发展，透视内地公募 REITs 破冰之旅	2020-05-21
行业普通报告	房地产：龙头具有更扎实的阿尔法，板块超额收益亦值得期待	2020-05-11
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业格局变化之年，龙头更占优	2020-04-27
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业基本面数据如期边际修复，后续需求端政策微调可期	2020-04-21
行业深度报告	物业管理：龙头快速增长的现金牛行业	2020-04-21
行业普通报告	东兴证券房地产行业 3 月统计局数据点评：供给驱动销售复苏，单月投资增速回正	2020-04-20

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

## 研究助理简介

### 曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

### 陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年7月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526