

所属行业	房地产
发布时间	2020 年 11 月 4 日

阳光城 (000671. SZ)

要现金流还是利润？阳光城如何权衡？

核心观点：

2017 年双斌进入阳光城管理层之后，企业内部进行了一系列改革，包括 2017 年提出后始终贯彻执行的“高周转、短平快”的经营方向，健全完善激励体系，建立了从集团到区域、从全局到项目、从股权激励到经营评价、项目共赢等多维度、多层次的激励考评体系，“双赢机制”持续完善。

各项努力下，阳光城发展进入快车道，2018 年以年度首家进入千亿房企的殊荣成功迈入千亿阵营，全年销售金额 1628 亿元。2019 年销售业绩继续保持向好态势，合约销售金额达到 2110 亿元。2020 年受新冠肺炎疫情影响，企业销售业绩增长受到制约，但从总量上看，企业总体规模达到 2000 亿相对比较确定，尽管未来成长速度会下滑，但规模总量大概率不会低于 2000 亿元。

业绩实现高增长的同时，跟随发展而来的问题也在显现，所以企业在保持业绩高增长的同时也需要警惕高增长带来的问题，并为未来的长期化发展做好投资规划铺排，不同区域内根据区域特点和企业资源实力做适宜性投资。

与销售业绩增长同步的是营业收入增长明显提速，但企业利润率尚在行业低位徘徊，其原因主要来自于企业的历史沉淀，以及收入与费用之间周期的不匹配性，各因素都在逐步改善，循序渐进而来，成效终将显现。

相关研究：

月度数据点评：7 月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019 年 7 月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019 年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019 年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019 战略年再延续	20190822
2019 年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

引言

企业要发展，要成长，就难免时时要做出选择，或长期与短期的选择，或现金流与利润的权衡，企业不同阶段的选择常常会产生不同的影响，也会指引企业走向不同的未来。阳光城也在长短期之间做选择，在现金流和利润之间做权衡。

2017年“双斌”进入阳光城管理层之后，企业内部进行了一系列改革，包括2017年提出后始终贯彻执行的“高周转、短平快”的经营方向，健全完善激励体系，建立了从集团到区域、从全局到项目、从股权激励到经营评价、项目共赢等多维度、多层次的激励考评体系，“双赢机制”持续完善。在各项努力下，阳光城的变化行业有目共睹，“规模上台阶”也在逐步实现，销售增长进入快车道，2018年以年度首家进入千亿房企的殊荣成功迈入千亿阵营，全年销售金额1628亿元。2019年销售业绩继续保持向好态势，合约销售金额达到2110亿元，长远角度来看，2000+亿元的规模大概率将维持。

在阳光城的规划中，短期的成长重要，长期的持续性也同样重要，短期的现金流实现是必须，长期的利润兑现也是必要，只是在长短期目标的实现上往往无法同步。相对而言，短期的目标更易实现，长期的愿景达成可能仍需耗费一番精力。

(1) 管理层的历史经验积累会一定程度决定企业未来的发展方向，“双斌”的加入确实为阳光城的快速发展带来了强劲动力。激励机制、城市下沉、合作共赢带动企业业绩实现高增长。伴随业绩的成长，企业的现金流状况也在逐步改善。

(2) 业绩实现高增长的同时，跟随发展而来的问题也在显现，所以企业在保持业绩高增长的同时也需要警惕高增长带来的问题，并为未来的长期化发展做好投资规划铺排，不同区域内根据区域特点和企业资源实力做适宜性投资。

(3) 由于历史因素沉淀，营业收入高速增长的同时，利润率却始终低位徘徊，随着各个因素的逐步改善，利润率提升的成效也将循序渐进而来，在利润率整体下滑的趋势之下，保证利润率的长期目标。

现阶段来看，规模的成长有效支撑了企业流量的实现和现金流状况有效改善，然而其处于低位的盈利性尚未有明显改善，长期的利润实现还是企业发展中亟需亟待解决和克服的难题。现金流的实现也将为利润的兑现提供基础。短期实现了成长，实现了流量，长期的持续发展才有可能，利润兑现才有可能。

长期、短期缺一不可，有了短期现金流的稳定支撑之后，企业才更容易理清企业内部各要素，实现要素之间的相互连通和有效循环，长期目标的实现才更有可能。企业当前所做及所需做，目的都在于保持短期流量稳定性，实现长期利润可能性。

目录

一、三大举措促成长，短期现金流目标实现	3
二、历史因素积淀，长期的利润仍需兑现	6
2.1 收入稳健增长，利润率仍在低位徘徊	6
2.2 地产收入占比超97%，但毛利润率维持低位	7
2.2 融资加速，利息资本化拔高存货成本	8

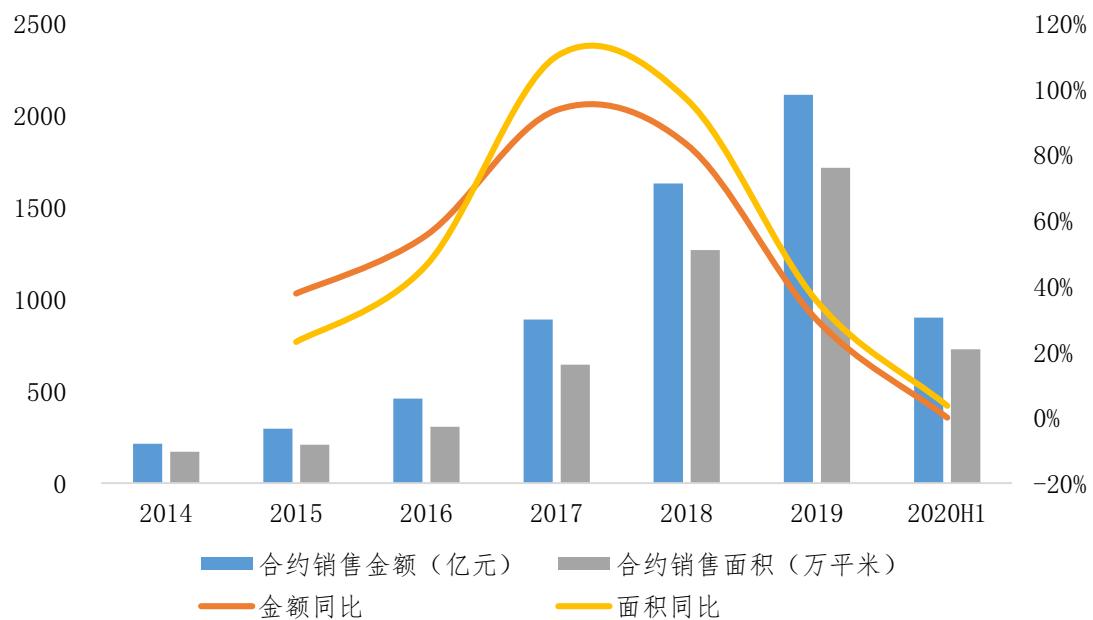
2.3 收益未达, 费用先行	9
三、三大强化, 保规模, 强效益.....	11
3.1 因区域化特征施策, 应强化投资决策核心要点	11
3.2 财务杠杆仍处高位, 需强化财务结构优化管理	13
3.3 权益占比有所牺牲, 当强化经营杠杆管控	14

一、三大举措促成长, 短期现金流目标实现

管理层的风格往往会影响企业的发展路径和方向, 管理层前期积累的经验和资源或多或少会应用于企业后期的发展战略中, 成功的经验或能将企业推向更远的地方。2017 年双斌由碧桂园走入阳光城, 自此阳光城已然开启了高增长之路。

2016 年之前, 阳光城规模有限, 根据亿翰智库数据, 2016 年全年合约销售金额约 460 亿元, 2017 年销售业绩近乎翻番, 全年销售业绩达到 890 亿元, 2018 年继续高歌猛进, 成功越过千亿门槛, 达到 1629 亿元, 行业地位进一步巩固, 2019 年再度发力, 全年业绩体量再突破, 如今阳光城已然是 2000 亿元规模阵营中稳定一员, 未来而言, 企业只会朝着 2000+ 亿的方向前进, 大概率不可能会允许规模低于 2000 亿元。

图表: 2014-2020H1 年阳光城销售业绩走势



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

备注: 销售业绩数据来源于年报, 非公布年份的数据来自亿翰智库。

从阳光城的发展逻辑来看, 2017 年开启高速进阶与“双斌”在前期的丰厚经验和资源积累密不可分:

(1) 跟投机制一定程度上成为业绩增长的正向推动力

在行业内，非所有人都会给予跟投机制正面评价，因其功利化利用人性。但跟投机制也非完全一无是处，跟投机制属于激励方式的一种，适度的激励机制能够将企业与个人利益捆绑，最大化发挥企业和员工的效能，既有助于企业的规模增长，也能满足员工的财富需求。

毫无疑问，阳光城也将此方式用于企业发展。2017年，阳光城推出项目跟投机制“合作共赢”计划，从2017年1月1日起，公司投资开发的房地产项目，允许由管理层团队（除公司董事、监事、高级管理人员外）及区域相关负责人、项目经营管理团队等自愿作为跟投人，跟投人组建“投资企业”，并通过该投资企业对公司的每一个新成立“项目公司”进行投资。“投资企业”为有限合伙企业，按照相关法律法规运作，其中公司占股不低于85%，投资企业占股不高于15%。合作共赢计划仍在稳步推进中，至2019年末，共有超240个项目仍处于跟投中，且尚未进行清算，至2020年6月末，尚未结算的跟投项目总数达到280个。

（2）适度下沉低能级城市，最大化挖掘城市价值

从阳光城的布局路径来看，2017年之前，阳光城的投资重心主要集中于一二线城市及福建区域的三四线城市，对低能级的下沉较少。2017年起，企业布局开始向更低能级城市倾斜，如长三角的嘉兴、绍兴、南通、启东、余姚、南通、海门、台州、金华、蚌埠等，内地区域也开始下沉进入梅州、黔南、泰安、同仁、南阳、柳州等，珠三角区域的湛江、茂名、惠州、佛山等。

为了既定的规模诉求，将布局的范围向更低能级城市拓展是企业的必然选择，当然，若毫无选择的下沉，大概率不会有助于企业业绩增长，反而会分散企业资源和精力。阳光城的下沉集中于核心城市群内，特别是长三角区域，其对于长三角的下沉和聚焦已有明显成效。2019年长三角区域销售业绩贡献约709亿元，同比增长53%，获得区域销售业绩贡献和业绩增速双第一。2020年前三季度，长三角区域销售业绩达到509.55亿元，仅次于内地区域的业绩贡献。

图表：2019-2020.9 不同区域销售业绩变动同比走势

区域	2019		2020年1-9月	
	合约销售金额同比	合约销售面积同比	合约销售金额同比	合约销售面积同比
大福建	19%	41%	1%	-10%
长三角	53%	37%	0%	-10%
珠三角	-2%	14%	-31%	-38%
京津冀	6%	32%	0%	-17%
内地	29%	37%	1%	-7%
合计	30%	35%	-2%	-11%

资料来源：亿翰智库，企业年报

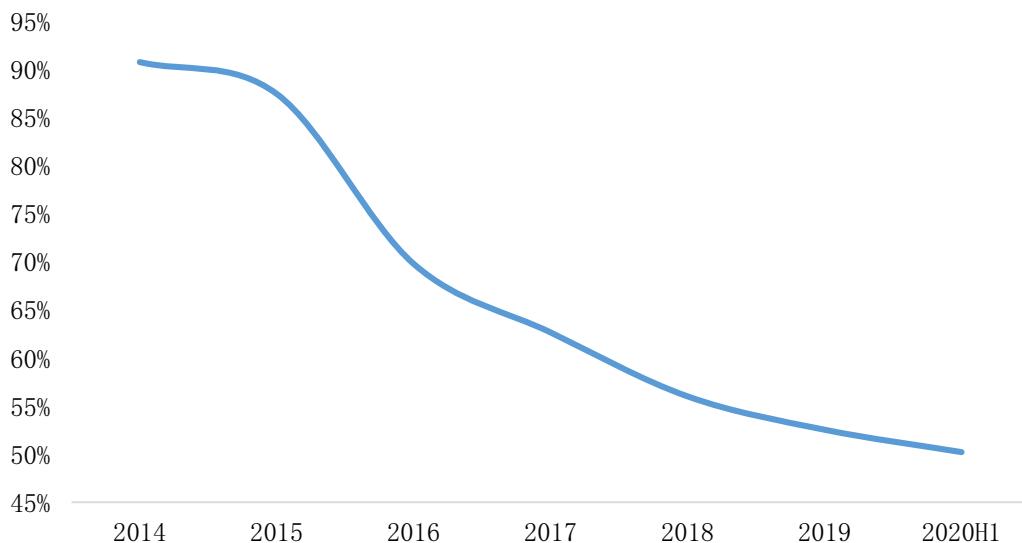
（3）合作共赢，借同行之力更上一层楼

由于房地产行业融资环境的变化，房企融资难度较前期有明显增加，而为缓解资金压力，房企往往会选择以合作方式进行项目获取和开发运营，在项目权益占比上具有更高的容忍度，阳光城在此潮流大势中同样牺牲了一定的权益占比以获取规模的快速增长。

从销售业绩数据上看，2018年销售业绩权益占比在70%以上，2019年销售业绩占比已降至64%。从财务报表所有者权益结构角度来看，归属于上市公司股东的所有者权益占比下

滑趋势明显，至2019年末数值已由2014年的91%降至53%；从现金流量表中吸收投资收到的现金结构可以看出，2017年至2019年子公司吸收少数股东投资收到的现金科目显著增加，三年绝对值分别达到37亿元、86亿元、53亿元。可见，为了规模成长之需，阳光城在权益占比上做了一定妥协，一方面弥补自身融资缺陷；另一方面与合作方共赢，实现业绩增长的同时，积累并学习相关经验。

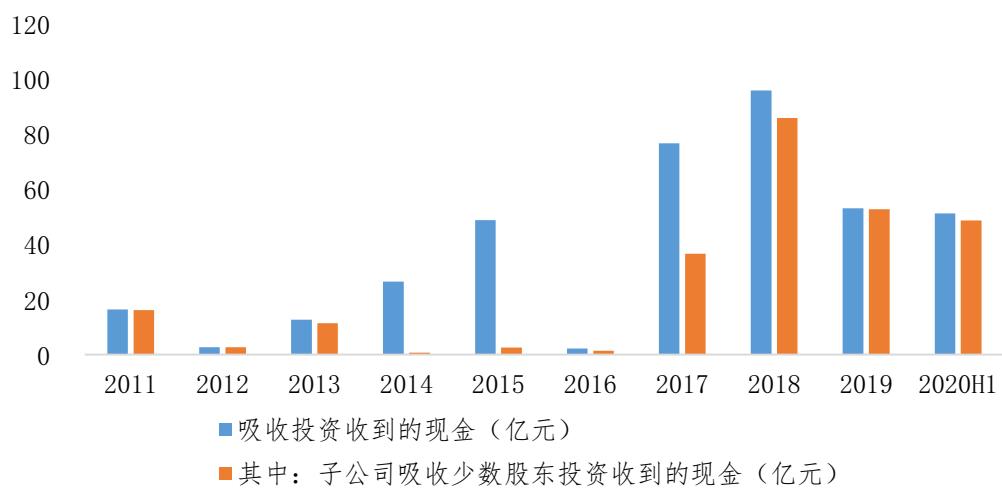
图表：2014-2020H1年阳光城归属于上市公司股东所有者权益占比



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：归属于上市公司股东的所有者权益占比=归属于上市公司股东的所有者权益/所有者权益*100%。

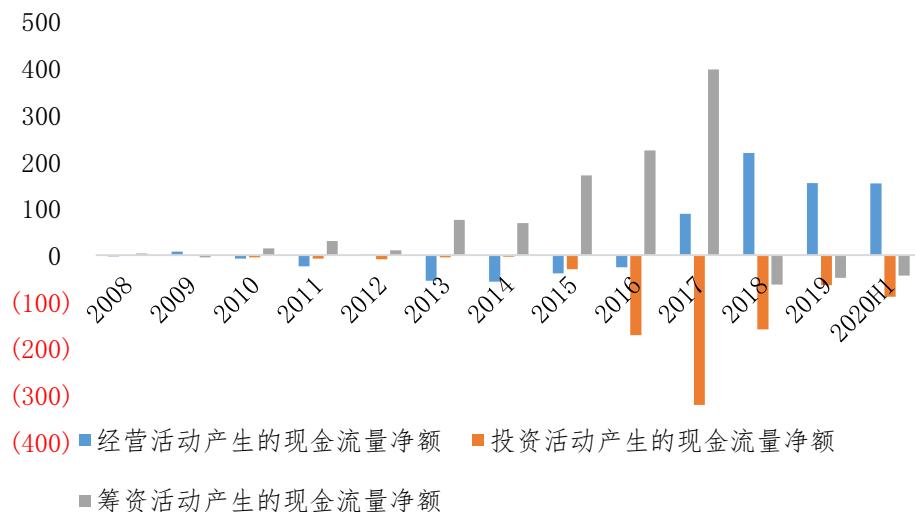
图表：现金流量表中吸收投资收到的现金情况



资料来源：亿翰智库，企业年报

伴随销售业绩的增长，企业现金流情况也在同步明显改善。从现金流量表中，现金流净额的变动来看，企业的现金流状况明显改善，2017年经营活动产生的现金流净额扭转了多年负值徘徊的局面，实现88亿元的经营性现金流入，此后一直保持正向变动趋势。从现金流的实现角度来看，企业短期的现金流在有序实现，而且阶段性成效显著。

图表: 2008-2020H1 阳光城现金净额走势 (亿元)



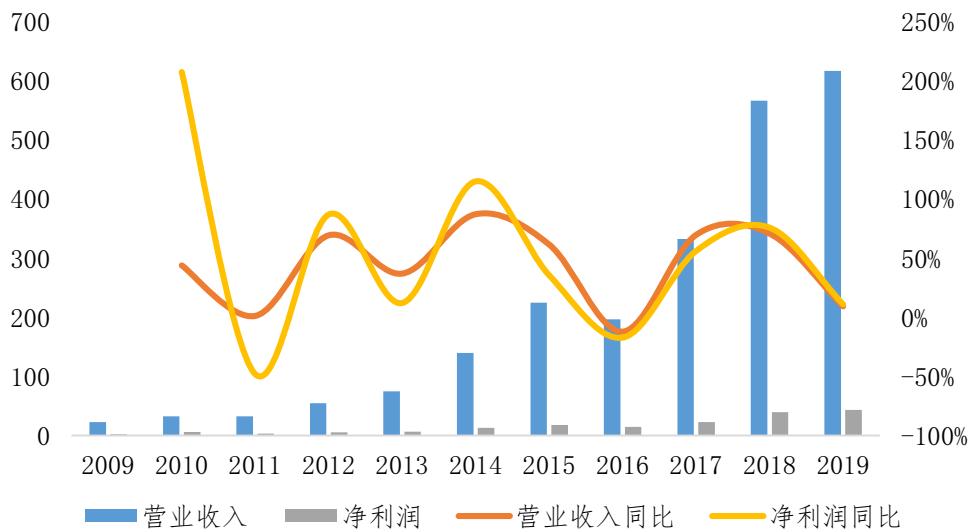
资料来源: 亿翰智库, 企业年报

二、历史因素积淀, 长期利润兑现仍需时间

2.1 收入稳健增长, 利润率仍在低位徘徊

从阳光城历年营业收入及净利润走势看, 总体上, 营业收入及净利润保持着增长态势, 但个别年份也因项目结转问题出现指标负增长。2017年、2018年由于前销售的高增长, 营业收入及净利润增长速度均处于高位, 2018年营业收入、净利润增速分别为70%、75%。2019年营业收入、净利润增长均有明显放缓, 全年涨幅分别为9%、11%。

图表: 2009-2019年阳光城营业收入及净利润走势 (亿元)

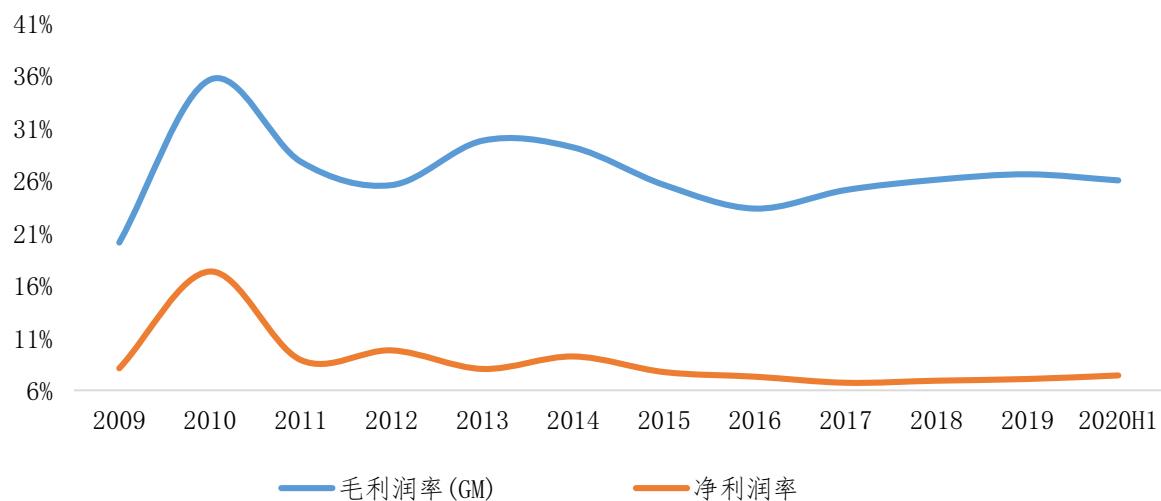


资料来源: 亿翰智库, 企业年报

行业利润率下滑似乎已成趋势和共识, 总体上看, 阳光城的利润率同样处于下滑状态。毛利润率和净利润率处于行业低位, 2015年开始毛利润率基本处于26%以内, 净利润率

率在 8%以内，2017 至 2018 年均不足 7%，2019 年净利润率虽较前期有所抬头，但改善幅度有限，达到 7.03%，而 EH50 房企的净利润率在 10%以上，阳光城的利润率水平在行业内处于低位。

图表：2009-2020H1 年阳光城利润率走势



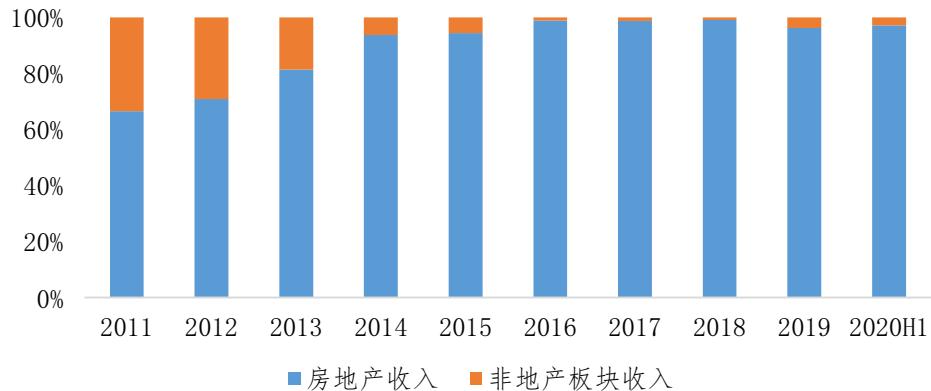
资料来源：亿翰智库、企业年报

从业绩增长、收入规模来说，阳光城的表现可圈可点，现金流目标有序实现，但其发展的最大短板—利润率仍在低位徘徊，而这于与企业自身的业务和历史遗留问题密不可分。

2.2 地产收入占比超 97%，但毛利润率维持低位

阳光城的现有业务包括房地产开发、商管、酒店、教育、建工等等，而从各业务的收入贡献来看，除房地产开发销售以外，其他业务尚未形成可观收入贡献，在整体营业收入中的占比在 3%以内，即房地产业务收入贡献率 97%以上，由于绝对值权重影响，所以企业利润率较低的原因必然在于房地产开发业务端。

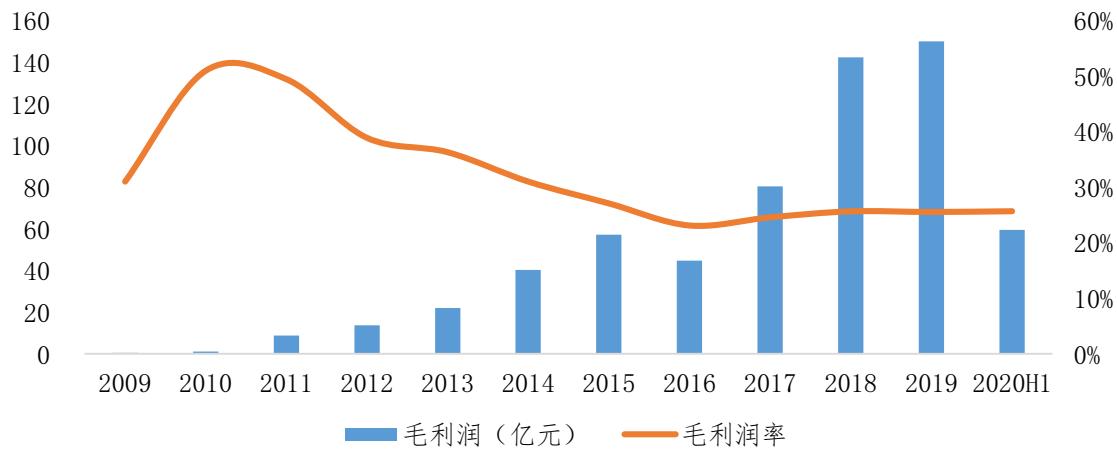
图表：阳光城收入分布占比



资料来源：亿翰智库、企业年报

通过拆分企业不同业务利润率，我们发现，其房地产业务毛利润率呈直降之势，2016年至2019年均低于26%，这是企业净利润率处于低位的主因。

图表：2009-2020H1年房地产业务毛利润率走势



资料来源：亿翰智库、企业年报

企业的利润主要来自收入与成本的差值，利润率处于低位，原因无外乎收入与费用成本两端，收入与费用结算的时滞、收入增长不及成本增长等情形下，利润率可能都无法有明显改善。

2.2 融资加速，利息资本化拔高存货成本

为了支撑规模增长的诉求，企业的融资需求也较前期有明显加强。但是作为民营房企的阳光城在融资端的优势并不明显，融资成本处行业内高位。年度加权平均融资成本由2015年的9.41%改善至2019年的8%左右，但整体仍有较大改善空间。从融资结构上看，非银类贷款占比有所改善，2016年占比降至35%，其后由于行业融资环境趋紧，非银类贷款占比又有所上升，整体来看，融资难贵的历史遗留问题仍需要花较大功夫改善。

图表：阳光城集团融资结构分布（亿元）

	期末融资余额	整体融资成本	银行贷款	债券	非银行类贷款	非银占比
2015	372.4	9.41%	79.45	66.8	226.18	60.7%
2016	693.8	8.42%	294.88	153.54	245.35	35.4%
2017	1134.9	7.08%	449.57	232.03	453.29	39.9%
2018	1126.1	7.94%	324.15	209.96	592.02	52.6%
2019	1123.2	7.71%	531.06	312.05	280.10	24.9%
2020H1	1121.6	7.50%	495.41	377.32	248.88	22.19%

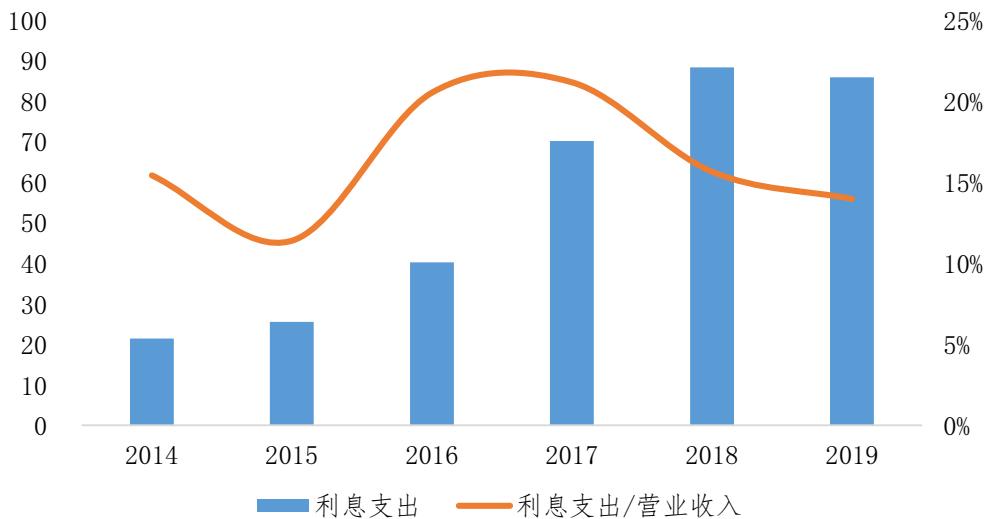
资料来源：亿翰智库，企业年报

融资成本高最大、最直接的影响便是侵蚀房企利润，较高的利息支出不仅会拔高财务费用支出，而企业也通常会通过资本化的方式将利息资本化计入存货，当然，无论是费用形式呈现，还是成本形式如存货科目陈列，都将对企业利润形成挤占。

从阳光城历年利息支出及利息资本化情况来看，借款费用资本化金额快速上涨，年化借款利率也保持上涨趋势，2018年达到9.42%，借款费用资本化金额/营业收入的比例在10%

以上, 2017 年达到 20%, 也就意味着单一的成本化的费用这一成本占营业收入的比例达到 20%, 这于行业内属于较高水平。若从利息支出角度出发, 利息支出占营业收入的比例超 10%, 2014 年至 2019 年平均占比为 16%, 属行业内绝对高位。

图表: 阳光城历年利息支出占营业收入的比例 (亿元)



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

2.3 收益未达, 费用先行

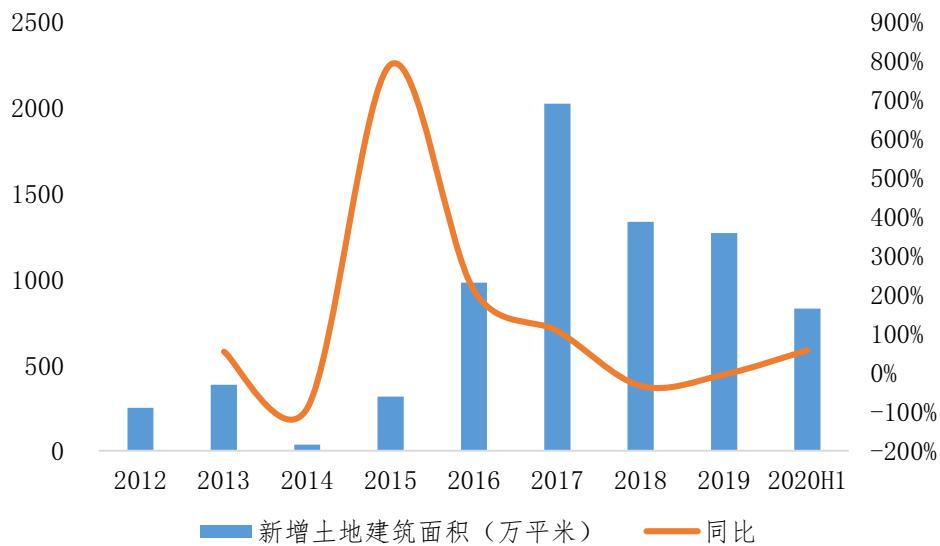
行业特有的结转机制决定了收入与费用之间的错位性。阳光城前期所拿项目议价能力有限, 进而结转项目价格上涨空间有限, 但是在企业规模增长的同时, 各项费用, 包括销售费用、管理费用、财务费用增长明显, 收入与费用增长之间存在明显的不一致性, 这显然也会进一步压缩企业利润空间。

2017 年前后行业刮起规模增长之风, 千亿目标设定成为众多房企的标准目标设定, 阳光城也在 2017 年前后开启快速增长之路, 新增土地储备明显增多, 无论是公开市场还是收并购市场明显发力, 并购、新设立子公司数量较多, 而且多数子公司在设立之初, 未能即期产生收益, 因此属于资金投入阶段, 但尚未产生收益。

从子公司设立情况角度分析来看, 2017 年公司合并财务报表范围包括本公司及所属 294 家子公司。与 2016 年相比, 2017 年因设立或投资等方式取得 119 家子公司, 因非同一控制下合并增加 53 家子公司, 因处置对子公司的投资丧失控制权减少 5 家子公司; 2018 年新设立或处置子公司 310 家, 290 个收购及新设立子公司尚未产生收益, 2019 年新设立及处置子公司 210 家, 其中 171 家尚未产生收益, 注销子公司 10 家。

从其历年新增土地储备总量来看, 由于 2014 年的特殊性, 当年行业内普遍放缓投资节奏, 不具有分析的可比性, 抛开 2014 年而言, 阳光城的真正发力年在 2016 年, 当年新增土地储备总建筑面积近 1000 万平米, 同比增长 210%, 2017 年新增土地储备总建筑面积再翻番, 其后两年新增土地投资虽有收缩, 但新增土地建筑面积仍在 1300 万平米, 大手笔的投资需要企业更多的资金成本投入。

图表: 阳光城历年新增土地储备建筑面积 (万平米)

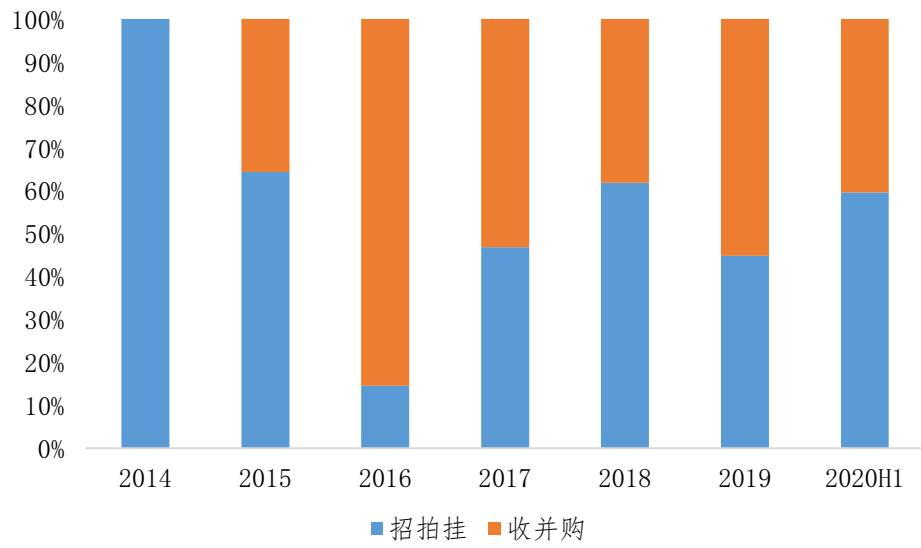


资料来源：亿翰智库，企业年报

除此之外，在阳光城的投资方式中，招拍挂和收并购是企业最常采用的两种方式，由于融资环境紧缩和土地成本的高企，为缓解资金压力，企业更多的倾向于以收并购方式获取土地资源，2014年至2019年收并购方式获取土地储备平均占比为54%，2016年达到85%，2014年至2020年上半年，收并购与招拍挂拿地总量基本五五开。

收并购方式拿地能够一定程度上减轻企业资金压力，但在项目结算阶段，也会因收并购溢价的存在而影响企业利润情况。

图表: 2014-2019 阳光城不同拿地方式获取土地储备占比情况



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：占比按新增土地储备建筑面积计算

三、三大强化，保规模，强效益

规模是行业对企业的最直观认知，直观认知之后，企业的发展质量才是行业的重点关注，仅有体量而无效率的企业在行业中也无法获得完全认可，而且于企业自身的长期化发展也助益，所以在规模实现一定高度时，以规模为基础寻求规模以上的精细化高效发展才应是企业的重点关注，即在现金流与利润之间求得平衡，短期与长期之间实现良性互联。

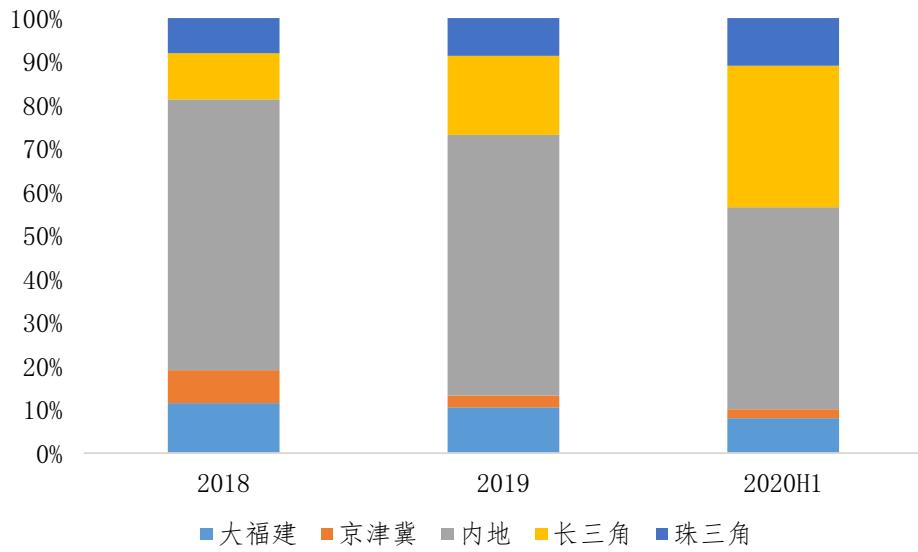
3.1 因区域化特征施策，应强化投资决策核心要点

规模的直观认知之下，由于销售业绩的高增长，阳光城获得了行业的更多关注，虽闽系出身，但在其销售业绩贡献和土储结构层面来看，阳光城已然发展重心并非完全在起家的福建区域，而是寻求发源地、总部所在的长三角区域、持续深耕的内地以及2016年才实现进驻的珠三角区域之间的综合发展。

中国地理空间范围内的各个区域都有其自身的特征和容量，无论是从经济实力、产业基础、还是人口支撑，长三角区域都是布局的首选，珠三角区域，特别是大湾区，由于政策导向，处于布局的风口，外来房企争相进驻。

分区域来看，阳光城的全国化布局主要在五大区域：大福建、长三角、珠三角、京津冀、内地，各区域之间也在不断向着均衡化方向发展，各个区域企业自身发展特点，发展方向和重心也有一定差异。

图表：2018-2020H1 阳光城新增土地储备区域分布



资料来源：亿翰智库，企业年报

(1) 长三角——强化投资，巩固优势

长三角是阳光城深耕重镇，2019年销售业绩超700亿元，业绩贡献最高，阳光城对于长三角区域也具有高度依赖性，特别是遭受不确定因素冲击时，长三角区域的整体抗风险能力无疑是较强的。

但就阳光城在长三角区域的土地储备来看，整体处于偏紧状态，2018年和2019年存续比分别为2.7年、1.4年，也就意味着截止2019年末，以2019年的销售速度来看，企业于

长三角区域的土地储备仅够支持不到 1.5 年的发展所需，定向补货已势在必行。否则企业在长三角区域的发展或面临严峻挑战，一方面，2019 年以来，本土房企对于长三角的布局深度不断加深，特别是规模型房企对于长三角区域的重视程度再度加深，通过各种方式不遗余力的补充土地资源；另一方面，外部房企也有意识的进入长三角区域内争抢资源和市场占有率，包括龙光集团、中国奥园均于 2020 年首次实现上海占位。

由长三角区域自身的劣势所在，抗风险能力较其他区域更强，房企对于长三角区域的布局意愿强烈，区域竞争强度可想而知，所以若不能顺利把握机会，实现资源的补足和话语权，对当前的阳光城来说，长三角区域的货值补充是当务之急。

(2) 大福建——加大力度，避规风险

福建区域是企业发家之地，也是企业业绩第三大贡献地，但就 2018 年销售业绩与土地储备的总体情况来看，于 2019 年末可供出售土地资源亦相对紧缺，存续比亦不足 2 年，所以，在大福建进行深耕化布局是企业谋求可持续发展的必然操作。

在大本营、发家地，企业已经在前期的发展中沉淀出一定的资源优势，当前阶段的发展重心就在于 **巩固好这种优势，并持续强化，做深做透每个据点**。而且当前福建区域来看，核心城市土地竞争也是异常激烈，地王项目时有出现，厦门更是在上半年出现首块百亿地王，楼面地价超 50000 元/平米，如此高的土地价格将进一步限制企业的利润腾挪空间。所以，对阳光城而言，不仅需考虑资源的补充，还需注意激烈竞争中的风险规避，并为利润释放留有空间。

(3) 珠三角——兼顾效率与速度，增强资源厚度

珠三角区域是阳光城集团的新战场，2016 年实现首进，经过 4 年发展，区域业绩贡献超 180 亿元，就销售业绩与土地储备情况来看，土地储备存续比近 5 年，土地资源相对充裕。对于企业在此区域的发展而言，重心在于保持一定的投资稳定性和持续性，同时需要兼顾到资金配置与效率问题，既需要投入一定资金进行新型资源的探索和获取，如涉足城市更新领域，增强企业的资源厚度和支撑力，也需要兼顾到资金的使用效率问题，若过度将资金投入到长期无法变现的业务中，那么于企业发展而言可能利好效应不大。

(4) 京津冀——加快去化，优化结构

整体来看，京津冀的销售业绩垫底，2018 年、2019 年销售业绩贡献均不足 60 亿元，土地储备总建筑面积约 189 万平米，2019 年土地储备存续比 4.6 年，资源储备相对充足。京津冀区域之所以发展滞后，主要原因在于两大方面：第一、区域整体经济发展水平欠佳，除北京、天津经济实力较强外，其他城市经济实力均有很大提升空间，因此区域整体抗风险能力较弱；第二、区域内政策调控严格，对于房地产市场发展造成极大制约。

所以，对于京津冀未来的发展来看，重心或在于快速实现货值的去化，避免资金的沉淀，并将资金用于核心城市的优势巩固上，提高资金的使用效率。

(5) 内地——一如既往，强化深耕

从销售业绩来看，内地是阳光城销售业绩的第一大来源，2018 年、2019 年销售业绩贡献分别超 600 亿元、700 亿元的，土地储备存续比在 3 年左右，相对合理。

对于内地的发展来看，阳光城未来的布局应做到以下几点：**第一、保持现有的投资力度，保证土地资源的充足性；第二、在选定的核心城市内做好深耕化发展，保持现有城市的深耕度；第三、不为规模增长而将布局范围下沉至需求基础支撑能力不足的更低能级城市。**

图表: 2018-2020H1 年不同区域销售业绩与土地储备分布 (亿元、万平米、年)

区域	2018			2019			2020H1		
	合约销售面积	剩余可售建筑面积	存续比	合约销售面积	剩余可售建筑面积	存续比	合约销售面积	剩余可售建筑面积	存续比
大福建	228.5	671.9	2.9	322.2	570.6	1.8	165.5	649.7	2.0
长三角	283.6	753.0	2.7	388.8	526.8	1.4	122.4	821.0	3.4
珠三角	119.2	656.9	5.5	136.3	641.3	4.7	45.2	837.4	9.3
京津冀	31.2	201.5	6.5	41.2	189.2	4.6	14.1	203.7	7.2
内地	603.9	2134.5	3.5	824.8	2173.2	2.6	379.7	2482.1	3.3
小计	1266.4	4417.8	3.5	1713.3	4101.2	2.4	726.9	4993.8	3.4

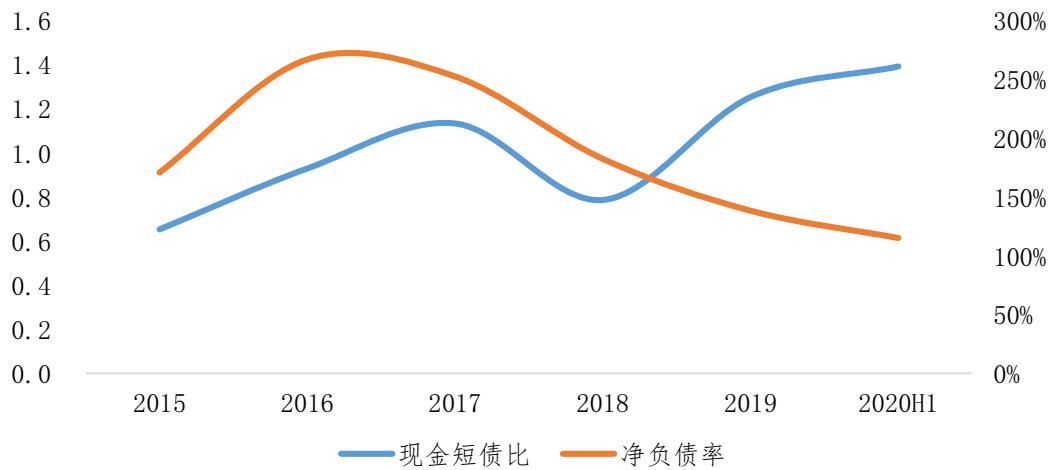
资料来源: 亿翰智库, 企业年报

备注: 2018/2019 存续比= (截止 2018/2019 年末剩余可售建筑面积) / (2018/2019 年合约销售面积); 2020H1 存续比= 截止 2020 年 6 月 30 日剩余可售建筑面积/2020 上半年合约销售面积/2。

3.2 财务杠杆仍处高位, 需强化财务结构优化管理

从阳光城的财务杠杆情况来看, 其杠杆率持续徘徊在高位, 2016 年、2017 年均超 200%, 处于行业高位, 企业也在着力进行财务优化, 并取得理想成效, 2019 年末, 净负债率已由 2016 年的 266.8% 降至 138.2%, 至 2020 年上半年, 净负债率降至 115%, 现金短债进一步上升至 1.39 倍。但总体而言, 未来财务优化工作仍任重道远。

图表: 2015-2020H1 年阳光城现金短债比及净负债率走势



资料来源: 亿翰智库, 企业年报

备注: 左坐标为现金短债比, 右坐标为净负债率。

我们认为对于阳光城而言, 杠杆率盘踞高位有其历史原因, 融资的难题需循序渐进改善, 想要即时有明显的改善或不切实际。但是就改善负债情况而言, 企业仍有着力点存在:

第一、加快项目去化, 增强自有资金的使用效率, 减轻外部资金的依赖, 特别是高成本非标融资的依赖。融资环境不断趋紧的态势已然明朗, 总量上, 存量上, 增量上, 结构上的融资监管多管齐下, 目标落于严控行业融资, 最小化风险爆发概率。“三道红线”针对房地

产企业设定明显标准，分类别压制企业杠杆，控制房企有息负债总量及增长，10月银保监会信托部日前向各地银保监局下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道，切实加强房地产信托风险防控工作。种种政策的出台意味着外部资金的获取难度将不断提升，只有企业自身的现金回流才是企业发展最可靠的保障，短期内对于现金流的追求是必然之选，只有具备了短期的造血能力，才能谋求长期的效益型发展，才能实现对利润目标的诉求。

第二、适时的战略投资者的引入不失为降低杠杆水平的一大较优方式，但也需警惕业绩承诺无法实现的风险。2020年战投引入工作取得实质性进展，2020年9月9日，阳光城转让集团13.53%的股份于泰康人寿和泰康养老，其中泰康人寿受让8.54%的股份，泰康受让股份数为5%，转让价款合计为33.78亿元，此外，阳光城还就公司治理安排、未来业绩承诺及管理层激励等方面进行约定，具体如下：

(1) **提名董事**—选举泰康人寿及泰康养老提名的两名董事候选人成为上市公司董事；
(2) **10年业绩承诺**—公司每年至少进行一次现金分红、每年度以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的30%；以2019年公司归属于上市公司股东的净利润40.2亿元为基础，公司归母净利润应满足以下要求：前5年（即2020年至2024年）公司归母净利润每年年均复合增长率不低于15%且前5年累积归母净利润数不低于340.59亿元，即为达到前5年累积归母净利润数公司归母净利润平均年增长率应高于18.13%，2025年、2026年、2027年、2028年、2029年承诺归母净利润数分别为101.72亿元、111.90亿元、123.08亿元、129.24亿元、135.70亿元。如出现任一会计年度的年均复合增长率低于15%，则阳光集团应对公司进行现金补偿；

(3) **管理层激励**—阳光集团公开承诺促成上市公司成立覆盖核心管理团队的员工持股计划受让上海嘉闻所持有上市公司8000万股份，并将向员工持股计划提供部分资金支持。

此次交易的达成对阳光城将形成显著的利好效应，一则优化股东结构，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本，为利润的释放提供空间；二来，有效降低企业杠杆率水平；第三、通过合作，提高企业的资源接触面，为发展蓄力。

从协议内容可以看出，此次合作对阳光城而言也有一定的严峻挑战，10年的业绩承诺实现可能非易事。我们认为，或是由于疫情冲击和“三道红线”政策的双重刺激加速了此次协议的签署，由于销售业绩的放缓和融资的全方位穿透监管，企业的融资和成长都将受到严重制约，只有企业自身杠杆率调整至合理安全水平，企业自身转圜的余地才更大。

第三、开拓融资渠道，降低融资成本，提高利润空间。阳光城由于融资端的弊端存在，利息支出对于利润的侵蚀较为严重，为了更好的实现规模成长和利润释放，企业在融资渠道开拓上仍需再加努力。

3.3 权益占比有所牺牲，当强化经营杠杆管控

放低权益比例是企业为应对行业发展，外部挑战所做的适应性战略调整，毫无疑问，权益比例的牺牲确实为企业的成长带来明显利好效应，不仅缓解了资金压力，促进了业绩增长，也能从与同行的合作中学习相关经验，增强品牌效应，隐性利好效应更强。

适度的权益比例对于企业而言利好效应是明显的，阶段性适用性较高，但当超过一定限度时，于企业带来的利好作用也将是边际递减的：第一、营业收入和利润规模无法匹配全力口径销售业绩总量，过低的权益占比可能会导致企业出现外强中干的情况；第二、过低的权益比例不仅不利于树立品牌效应，还有可能于消费者的主观意识中形成负面印象。

所以，对于企业而言，当合作或者借力已对企业发展带来明显利好，且企业已在合作中巩固并强化了自身的实力之后，注重有品质、有质量的发展是企业都应当重点考量的问题，既需要保持一定的体量，也需要着重提高发展的效率和质量问题，提高合作项目权益占比，真正的能在城市中赢得一席之地。

除此之外，房地产行业利润率下滑的长期趋势已显，依靠单一的流量型业务发展模式恐无法保证企业长期效益型发展的持续性，除了凭借高周转的业务模式赢得流量，赢得现金之外，还需适度投入一定资源至利润型业务，如此，企业远期发展基础才足够厚，沉淀才足够丰富。

企业从无到有的发展过程中，总会有因各种各样的不确定因素而带来的历史遗留问题存在，或是融资的弊端，或是利润的短板，抑或是费用管控的弱项，对企业而言，这些问题可能需要时间克服、消化、改善，循序渐进的推进。

阳光城固然有其弱势所在，但凭借企业自身的努力和实力所在，历史遗留的问题会在阶段内逐步消化解决。以阳光城当前的行业排位和影响力来看，只有在现有的规模体量之下，做好前期的投资决策安排，控制好成本支出，做好融资规划，解决融资难贵问题，发展并培养出利润型业务，那么利润率低位的历史弊端大概率会成为历史，企业长远的未来还是崭新的。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予以特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

亿翰智库二维码

