

证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发 II

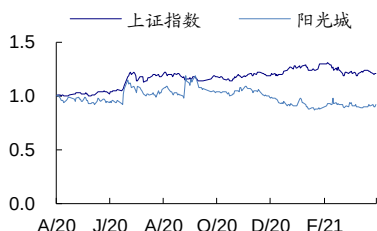
阳光城(000671)
买入

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,140/4,056
总市值/流通(百万元)	26,042/25,515
上证综指/深圳成指	3,399/13,680
12 个月最高/最低(元)	8.39/5.96

相关研究报告:

《阳光城-000671-2020 年三季报点评: 业绩增长良好, 财务持续优化》——2020-10-31
 《阳光城-000671-深度报告: 放慢脚步, 拥抱阳光》——2020-10-19
 《阳光城-000671-重大事件快评: 险资入主助力提升公司长期价值, 十年业绩承诺彰显信心》——2020-09-10
 《阳光城-000671-2020 年中报点评: 经营稳健, 品质提升》——2020-08-20
 《阳光城-000671-重大事件快评: 财务优化, 提质增效》——2020-05-12

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030001

联系人: 王静

电话: 021-60893314
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

业绩增长靓丽, 财务持续优化
● 营收、净利均衡高增, 精细化管理卓有成效

2020 年, 公司实现营业收入 822 亿元, 同比增长 34.6%; 归母净利润 52 亿元, 同比增长 29.9%, 符合预期。公司以利润为导向, 提升运营效率, 有效压降营销费率和管理费率, 同时注重投资人回报管理, ROE 和分红比例不断提升。预期公司未来将继续达成较好的业绩兑现度。

● 销售平稳增长, 土储质量较高

2020 年, 公司实现销售金额 2180 亿元, 同比上升 3.3%, 达成 2000 亿元的销售目标, 销售节奏及去化率保持稳定。公司稳健制定 2021 年销售目标为 2200 亿元。持续聚焦布局一二线城市群, 截至 2020 年末, 公司总土储建面 4252 万 m², 土储覆盖率为 278%, 合理适度; 可售货值 5627 亿元, 其中一二线城市可售货值占比 76%, 平均楼板价为 4366 元/平方米, 地货比为 31%, 仍维持在良好水平。

● 财务表现明显改善, 市场认可度进一步提升

截至 2020 年末, 公司净负债率降至 95%, 较上年末下降 43 个 pct, 剔除预收的资产负债率 79%, 现金短债比 1.53, “三道红线”由橙档降至黄档。基于不断优化的财务表现, 资本市场认可度进一步提升, 多家机构上调评级, 融资成本较上年下降 28 个 bp。

● 拟分拆物管公司上市, 符合公司整体利益

公司拟分拆控股物管子公司阳光智博至境外上市, 有利于提升公司物业板块自身的市场竞争能力, 进一步改善公司的财务状况, 并支撑公司保持较好的持续盈利能力, 符合公司股东的整体利益。

● 业绩增长靓丽, 财务持续优化, 维持“买入”评级

公司业绩增长靓丽, 财务持续优化, 预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 70、80 亿元, 对应 EPS 为 1.69、1.95 元, 对应最新股价的 PE 为 3.7、3.2 倍, 维持“买入”评级。

● 风险

公司开发物业销售、结算不及预期或市场调控超预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61,049	82,171	102,303	118,467	135,882
(+/-%)	8.1%	34.6%	24.5%	15.8%	14.7%
净利润(百万元)	4020	5220	6977	8049	9145
(+/-%)	33.2%	29.9%	33.6%	15.4%	13.6%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.26	1.69	1.95	2.21
EBIT Margin	12.4%	10.2%	9.2%	9.2%	9.2%
净资产收益率(ROE)	15.0%	17.0%	19.6%	19.5%	19.2%
市盈率(PE)	6.4	5.0	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	36.6	37.2	35.6	34.2	33.6
市净率(PB)	0.96	0.85	0.73	0.63	0.55

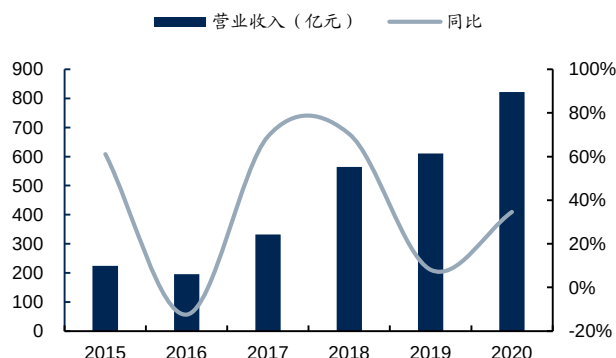
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收、净利均衡高增，精细化管理卓有成效

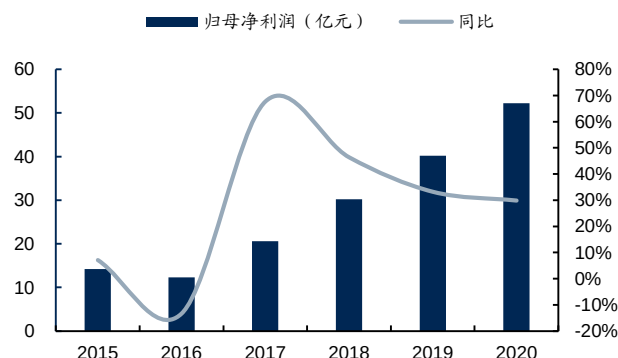
公司营收、净利实现均衡高速增长，符合预期。2020 年，公司实现营业收入 822 亿元，同比增长 34.6%；归母净利润 52 亿元，同比增长 29.9%。2020 年度公司轻松达成引战泰康的业绩承诺和员工持股计划的业绩考核要求，我们对公司未来继续达成较好的业绩兑现度寄予乐观期望。

图 1：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及同比（单位：亿元，%）

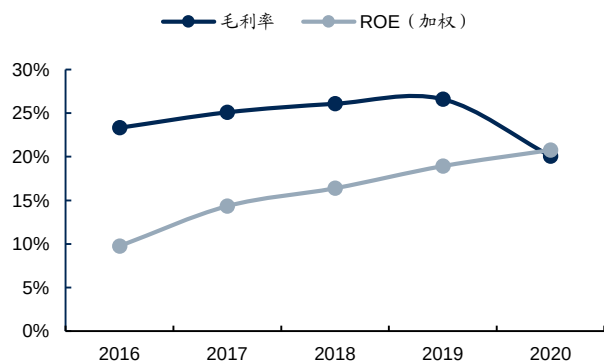


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司以利润为导向，提升运营效率，保障业绩目标的达成。虽随行业趋势，公司的毛利率也不免呈下降趋势，但公司坚持“三收三支、以收定投”，在保证安全性的基础上提升经营规模，弥补毛利率下降引起的利润额下滑。同时公司注重提高精细化管理能力，在线上营销、全员营销、产品力提升、管理“三精”的推动下，2020 年营销费率和管理费率分别同比下降 1.28 和 1.18 个百分点，保证盈利质量。

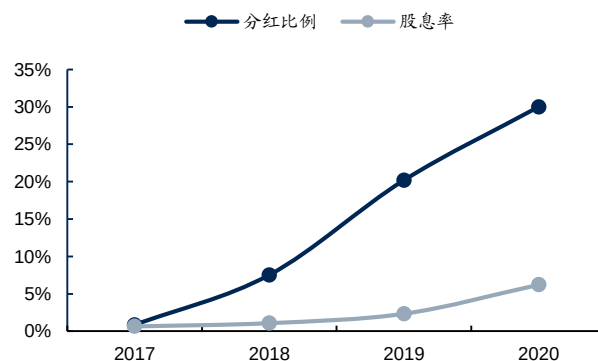
基于对运营端和融资端的有效管理，公司 ROE 稳步提升。从 2016 年不到 10% 到 2020 年达 20.76% 创近年来新高，取得了卓越进步。公司愈加注重对投资人的回报，分红比例持续提升，2020 年首次突破 30%，以最新股价计算股息率达 6.22%。

图 3：公司销售毛利率及加权 ROE（单位：%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分红比例及股息率（单位：%）

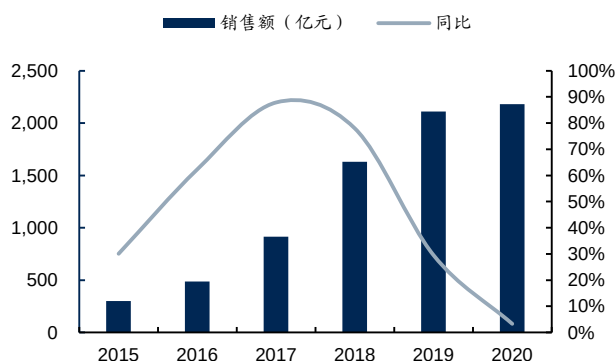


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

销售平稳增长，土储质量较高

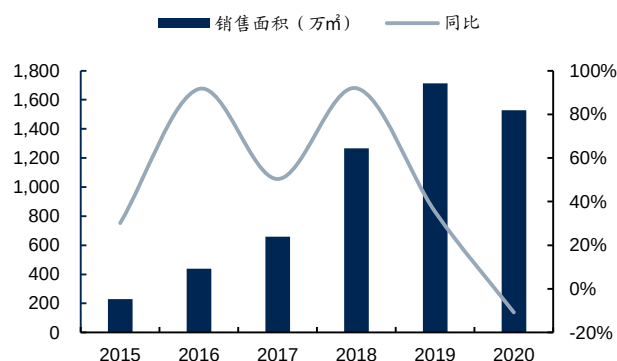
2020 年，公司实现销售金额 2180 亿元，同比上升 3.3%，达成 2000 亿元的销售目标；实现销售面积 1529 万 m²，同比下降 10.8%，销售节奏及去化率保持稳定。公司稳健制定 2021 年销售目标为 2200 亿元。

图 5：公司销售金额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

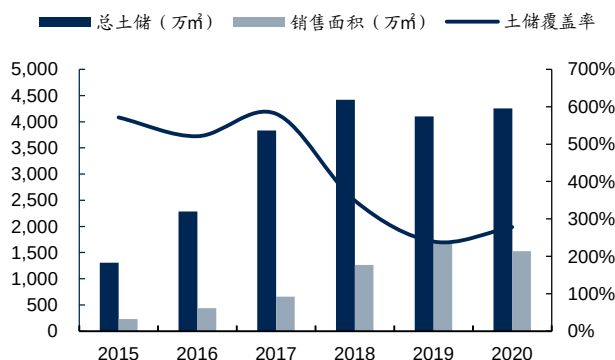
图 6：公司销售面积及同比（单位：万 m²，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司聚焦布局一二线高增长城市群。2020 年，公司新增土储计容建面 1115 万 m²，新增货值约 1802 亿元，其中一二线城市货值占比 70%。截至 2020 年末，公司拥有总土储建面 4252 万 m²，土储覆盖率为 278%合理适度；可售货值 5627 亿元，其中一二线城市可售货值占比 76%，平均楼板价为 4366 元/平方米，地货比为 31%，仍维持在良好水平。

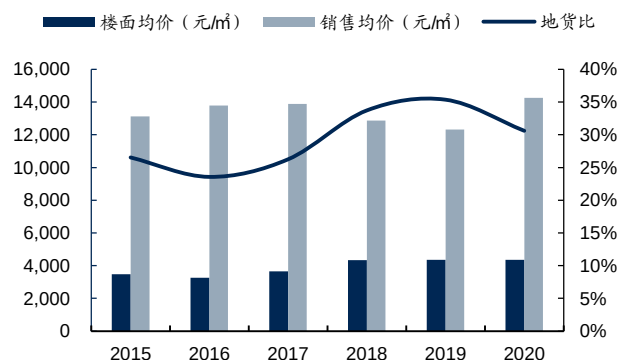
图 7：公司总土储建面及土储覆盖率（单位：万 m²，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

备注：土储覆盖率=总土储建面/销售面积

图 8：公司总土储楼面均价及地货比（单位：元/m²，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

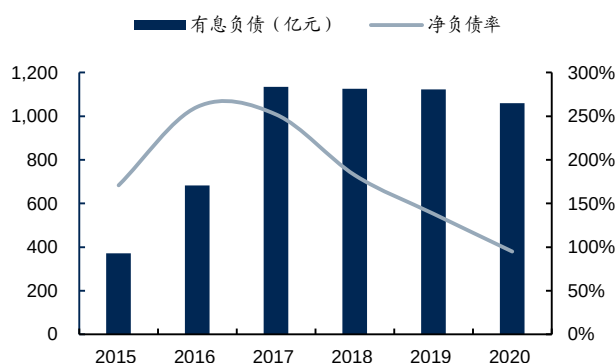
备注：地货比=总土储楼面均价/销售均价

财务表现明显改善，市场认可度进一步提升

公司先于“三道红线”监管要求主动压降管理财务风险。公司早在 2017 年就提出“去杠杆、调结构”，控制有息负债增速，调整有息负债结构。截至 2020 年末，公司有息负债总额进一步收缩，净负债率降至 95%，较上年末下降 43 个 pct，剔除预收的资产负债率 79%，现金短债比 1.53，“三道红线”由橙档降至黄档。2021 年公司争取向“绿档”迈进。

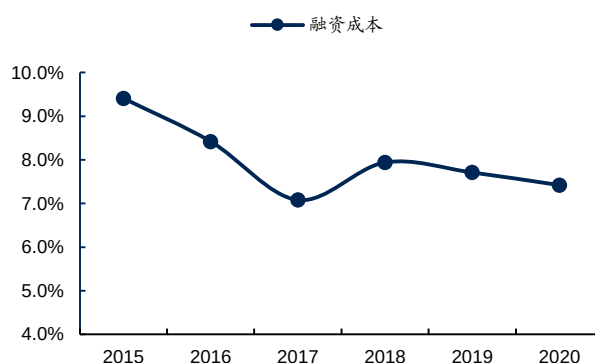
基于不断优化的财务表现，公司资本市场认可度进一步提升。穆迪将公司主体评级从 B2 上调至 B1，惠誉将公司债项评级从 B 上调至 B+，中诚信将公司评级展望从稳定调升至正面。2020 年公司债券新发成本及估值下行 200-300bp，带动公司融资成本持续下降，2020 年为 7.42%，较上年下降 28 个 bp。

图 9：公司有息负债金额及净负债率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：公司融资成本（单位：%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

拟分拆物管公司上市，符合公司整体利益

公司拟分拆控股物管子公司阳光智博至境外上市。阳光智博的主营业务为物业管理服务、商业物业管理及运营服务，上市后公司仍将继续维持对阳光智博的控股权。此举不仅有利于提升公司物业板块自身的市场竞争能力，也能进一步改善公司的财务状况，并支撑公司保持较好的持续盈利能力和良好的发展前景，符合公司股东的整体利益。

业绩增长靓丽，财务持续优化，维持“买入”评级

公司业绩增长靓丽，财务持续优化，预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 70、80 亿元，对应 EPS 为 1.69、1.95 元，对应最新股价的 PE 为 3.7、3.2 倍，维持“买入”评级。

风险

公司开发物业销售、结算不及预期或市场调控超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	49805	59217	60251	56000	营业收入	82171	102303	118467	135882
应收款项	42266	52621	60935	69893	营业成本	65690	82866	95958	110064
存货净额	187118	190609	207079	237663	营业税金及附加	3703	4611	5339	6124
其他流动资产	19490	22507	26063	29894	销售费用	2402	2977	3436	3927
流动资产合计	301488	327763	357137	396259	管理费用	1978	2443	2811	3205
固定资产	4301	3929	3554	3178	财务费用	840	657	682	797
无形资产及其他	976	937	898	859	投资收益	2391	1250	1250	1250
投资性房地产	15424	15424	15424	15424	资产减值及公允价值变动	908	0	0	0
长期股权投资	30114	45114	60364	75864	其他收入	(1707)	0	0	0
资产总计	352302	393167	437376	491583	营业利润	9149	10000	11491	13014
短期借款及交易性金融负债	29722	30000	32000	40468	营业外净收支	(329)	(300)	(300)	(300)
应付款项	30884	38122	44177	50702	利润总额	8820	9700	11191	12714
其他流动负债	157437	184693	213972	245512	所得税费用	3329	2425	2798	3179
流动负债合计	218043	252815	290149	336681	少数股东损益	271	298	344	391
长期借款及应付债券	72508	72508	72508	72508	归属于母公司净利润	5220	6977	8049	9145
其他长期负债	2494	3494	4494	5494					
长期负债合计	75002	76002	77002	78002	现金流量表 (百万元)				
负债合计	293045	328817	367151	414683		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	28564	28773	29014	29287	净利润	5220	6977	8049	9145
股东权益	30693	35577	41211	47613	资产减值准备	207	(59)	(64)	(69)
负债和股东权益总计	352302	393167	437376	491583	折旧摊销	187	550	558	564
					公允价值变动损失	(908)	0	0	0
					财务费用	840	657	682	797
					营运资本变动	23889	18572	7930	(4378)
					其它	(7242)	268	305	343
					经营活动现金流	21354	26307	16778	5605
					资本开支	(1368)	(80)	(80)	(80)
					其它投资现金流	(401)	0	0	0
					投资活动现金流	(17721)	(15080)	(15330)	(15580)
					权益性融资	12232	0	0	0
					负债净变化	(13291)	0	0	0
					支付股利、利息	(1566)	(2093)	(2415)	(2744)
					其它融资现金流	13765	278	2000	8468
					融资活动现金流	623	(1815)	(415)	5725
					现金净变动	3824	9413	1033	(4251)
					货币资金的期初余额	41978	49805	59217	60251
					货币资金的期末余额	49805	59217	60251	56000
					企业自由现金流	27936	26097	16600	5527
					权益自由现金流	28410	25883	18089	13398

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032