

阳光城 (000671.SZ)

阳光智博与万物云换股交易——理性抉择后的勇往直前

核心观点:

- **强强联合，协同发展。**8月5日晚，阳光城发布公告，物业公司“阳光智博”的全体股东以100%股权换取万物云4.8%的股份，阳光城有权在万物云上市前增持至5%以上，交易不涉及现金。对阳光城而言，换股与单独上市可以起到相似的作用。阳光智博21年前5月净利润1.08亿元，月均净利润同比20年增长50%。本次交易将为阳光智博带来较大评估增值。阳光城持有阳光智博72.4%的股权，预计带来一次性净资产增长。同时，考虑万物云上市后的增长和业绩提升，阳光城持有的万物云的股权价值还将稳定贡献投资收益。
- **不放弃资产管理赛道，拓宽新业务接口。**阳光城拟与万物云成立4个合资公司（万物云60%/阳光城20%/激励对象20%）承接阳光城后续交付项目，此外双方还将在智慧建造、社区商业、智慧城市、智慧安防等领域合作，双方取长补短，共同赋能新业务的运营培育。
- **稳健经营，平稳应对外部压力环境。**根据公司经营公告，阳光城上半年实现销售1013亿元，同比增长12.6%，完成2200亿元的目标压力较小。投资方面，公司上半年获取25宗资源，总地价245亿元（权益57%），拿地力度24%，一二线投资占比增加。
- **盈利预测与投资建议：**预计21-22年业绩分别为1.40元/股、1.52元/股。在当前复杂的地产行业和资本市场环境下，阳光城果断选择了一条多赢的道路。为公司带来长期价值回报，加速降档进度，提升物业效益。结合此前业绩对赌及两次股权激励行权条件，我们预计21-22年归母净利润规模为58亿元、63亿元，增幅分别为11%、9%，对应21年3.2xPE，22年3.0xPE。考虑到公司业务稳定性，维持合理价值9.79元/股不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行；公司地产结算进度不及预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	61049	82171	86996	89321	96908
增长率 (%)	8.1%	34.6%	5.9%	2.7%	8.5%
EBITDA (百万元)	7718	8585	9515	10040	11158
归母净利润 (百万元)	4020	5220	5789	6291	6817
增长率 (%)	33%	30%	11%	9%	8%
EPS (元/股)	0.97	1.26	1.40	1.52	1.65
市盈率 (P/E)	4.6	3.6	3.2	3.0	2.7
ROE (%)	15.0%	17.0%	16.1%	14.9%	13.9%
EV/EBITDA	13.4	9.2	6.8	7.4	5.4

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

4.50元

合理价值

9.79元

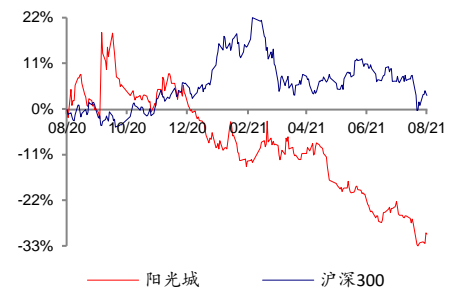
前次评级

买入

报告日期

2021-08-08

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-60750604



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001

021-38003642



lejiaodong@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009

021-60750620



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘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): 结算	2021-04-20
全力支持业绩，债务规模成本双降	
阳光城 (000671.SZ): 业绩	2021-01-20
高增略超市场预期，负债大幅下降成功降档	
阳光城 (000671.SZ): 投资	2020-11-04
收益带动业绩高增，稳负债同时维持规模增长	

一、强强联合，协同发展

8月5日晚，阳光城发布公告，物业公司“阳光智博”以100%股权换取万物云4.8%的股份（万物云向阳光智博增发），与万物云合并后，阳光城有权在万物云上市前增持至5%以上，交易不涉及现金。交易后阳光城将万物云股权按照其他权益工具投资入账，根据其公允价值与阳光智博长期股权投资账面值的差额确认收益，后续随万物云市值变动影响净资产。

对阳光城而言，换股与单独上市可以起到相似的作用。阳光智博20年业绩1.73亿元，21年前5月净利润1.08亿元，按照月均净利润计算同比20年增长50%。本次交易将为阳光智博带来较大评估增值。阳光城持有阳光智博72.4%的股权，预计带来一次性净资产增长。同时，考虑万物云上市后的增长和业绩提升，阳光城持有的万物云的股权价值还将稳定贡献投资收益。

表1：阳光智博财务数据（亿元）

	2020年12月31日（经审计）	2021年5月31日（未经审计）
总资产	14.24	15.98
总负债	8.01	8.54
净资产	6.24	7.32
	2020年1-12月	2021年1-5月
营业收入	13.72	7.81
净利润	1.73	1.08

数据来源：公司合作框架协议公告，广发证券发展研究中心

不放弃资产管理赛道，拓宽新业务接口。阳光城拟与万物云成立4个合资公司（万物云60%/阳光城20%/激励对象20%）承接阳光城后续交付项目，保留阳光智博品牌，同时设立新品牌。此外双方还将在智慧建造（阳光城并表）、社区商业、智慧城市、智慧安防等方面合作。阳光城利用现有资源，与万科进行联合孵化，双方取长补短，共同赋能新业务的运营培育，同时可以享受到20%新业务平台的股权。

万物云服增厚基本盘，提高服务密度。对万科云服而言，二者城市重合度高达97%，阳光智博项目的注入将进一步提升万科云服的服务密度，增加公司的业绩和管理规模。以20年末数据计算，万物云在管面积5.66亿平米，阳光智博（3016万方）将增厚5.3%，万物云合约面积7.51亿平米，阳光智博（6712万方）将增厚8.9%。在业绩方面的带动效用将更加明显。

表2：万物云及阳光智博管理面积情况（亿平米）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
万物云							
在管面积						4.50	5.66
合约面积	1.03	2.15	3.56	4.16	5.30	6.40	7.51
合约储备保障倍数						0.42	0.33
阳光智博							
在管面积						0.19	0.30
合约面积						0.53	0.67
合约储备保障倍数						1.82	1.23
阳光智博/万物云							
在管面积						4.1%	5.3%
合约面积						8.2%	8.9%
合并							
在管面积						4.69	5.96
合约面积						6.93	8.18
合约储备保障倍数						0.48	0.37

数据来源：阳光智博招股书，万科A年报，广发证券发展研究中心

表3：万物云及阳光智博收入及利润情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
万物云							
营业收入（亿元）	33.0	41.4	56.8	85.9	111.7	142.9	182.0
住宅物业服务	31.5	36.4	49.1	72.4	89.7	102.9	119.0
非业主增值/内部交易	11.4	12.0	12.7	12.2	13.7	15.9	27.7
商业物业及设施服务	1.5	5.0	7.8	13.4	20	35	53.1
智慧城市服务					2	5	9.9
收入同比（%）		25.5%	37.2%	51.1%	30.1%	27.9%	27.4%
住宅物业服务		15.5%	34.7%	47.7%	23.8%	14.7%	15.6%
商业物业及设施服务		233.7%	55.4%	72.3%	48.9%	75.0%	51.8%
智慧城市服务						150.0%	98.2%
收入占比（%）							
住宅物业服务	95.4%	87.9%	86.3%	84.4%	80.3%	72.0%	65.4%
商业物业及设施服务	4.6%	12.1%	13.7%	15.6%	17.9%	24.5%	29.2%
智慧城市服务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	3.5%	5.4%
毛利率（%）-对外	15.7%	23.1%	22.1%	18.7%	18.6%	18.6%	18.3%
经营利润率（%）	12.7%	10.8%	10.2%	10.8%	10.6%	10.0%	9.5%
阳光智博							
营业收入（亿元）					1.6	9.8	13.7
住宅物业服务					-	8.1	11.9
商业物业管理及运营					1.6	1.6	1.9
收入同比（%）						528.2%	40.1%

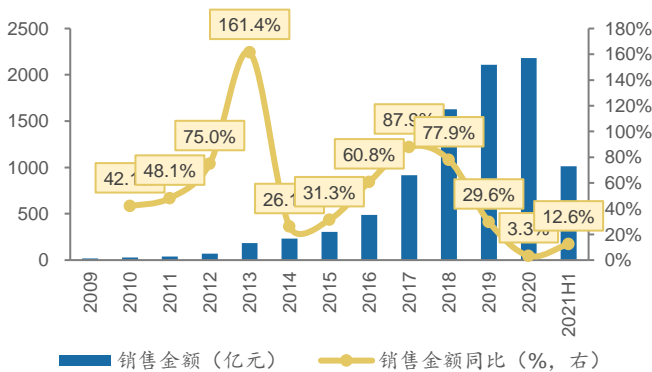
住宅物业服务							45.8%
商业物业管理及运营						5.9%	12.3%
收入占比 (%)							
住宅物业服务						83.1%	86.5%
商业物业管理及运营					100.0%	16.9%	13.5%
毛利率 (%)						42.6%	27.9%
住宅物业服务						23.9%	29.6%
商业物业管理及运营					42.6%	47.9%	49.8%
销管费用率 (%)						29.9%	17.9%
经营利润率 (%)						12.7%	10.0%
归母净利润 (亿元)						0.2	0.8
归母净利润同比 (%)							366.3%
归母净利率 (%)						10.8%	12.6%

数据来源：阳光智博招股书，万科A年报，广发证券发展研究中心

二、稳健经营，平稳应对外部压力环境

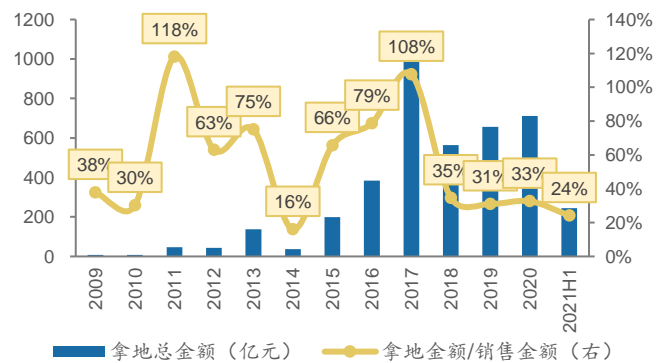
21年上半年阳光城稳健经营，平稳应对外部压力环境。根据公司经营公告，阳光城上半年实现销售1013亿元，同比增长12.6%，完成2200亿元的目标压力较小。投资方面，公司上半年获取25宗资源，总地价245亿元（权益57%），总建面453万方，金额及面积口径的拿地力度分别为24%、72%，一二线占比增加，三四线投资占比从20年的50%下降至27%，西部、长三角是投资最多的区域，占比分别为39%、34%。

图1：阳光城销售金额及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图2：阳光城拿地金额及拿地力度



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

在当前复杂的地产行业和资本市场环境下，阳光城果断选择了一条多赢的道路。为公司带来长期价值回报，加速降档进度，提升物业效益。结合此前业绩对赌及两次股权激励行权条件，我们预计21-22年归母净利润规模为58亿元、63亿元，增幅分别为11%、9%，对应21年3.2xPE，22年3.0xPE。

合理价值方面，考虑到公司业务稳定性，给予21年7.0xPE估值，维持合理价值9.79元/股不变，维持“买入”评级。

四、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。

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	272,499	301,488	402,257	571,031	725,727	
货币资金	41,978	49,805	33,000	48,400	55,902	
应收及预付	45,169	52,290	38,470	66,562	32,864	
存货	175,839	187,118	322,416	447,697	628,590	
其他流动资产	9,513	12,275	8,371	8,371	8,371	
非流动资产	35,053	50,814	61,944	75,754	91,781	
长期股权投资	14,848	30,114	37,351	46,673	57,874	
固定资产	4,149	4,269	4,482	4,751	5,036	
在建工程	47	32	925	1,783	2,612	
无形资产	1,040	1,018	1,018	1,018	1,018	
其他长期资产	14,968	15,382	18,168	21,529	25,241	
资产总计	307,552	352,302	464,201	646,785	817,508	
流动负债	176,758	218,043	334,036	486,091	658,499	
短期借款	7,746	3,713	1,381	6,334	2,490	
应付及预收	143,209	179,560	307,952	458,186	627,521	
其他流动负债	25,803	34,770	24,703	21,570	28,488	
非流动负债	79,895	75,002	65,318	89,230	80,375	
长期借款	66,519	53,228	42,784	65,844	56,051	
应付债券	12,253	19,280	19,280	19,280	19,280	
其他非流动负债	1,123	2,494	3,253	4,106	5,044	
负债合计	256,653	293,045	399,355	575,321	738,874	
股本	4,082	4,137	4,137	4,137	4,137	
资本公积	3,889	4,426	5,584	6,842	8,205	
留存收益	13,159	17,486	22,117	27,150	32,603	
归属母公司股东权益	26,744	30,693	35,981	42,272	49,089	
少数股东权益	24,154	28,564	28,865	29,191	29,545	
负债和股东权益	307,552	352,302	464,201	646,785	817,508	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	61,049	82,171	86,996	89,321	96,908	
营业成本	44,823	65,690	71,023	71,706	77,409	
营业税金及附加	3,915	3,703	1,504	2,047	2,218	
销售费用	2,569	2,402	2,433	2,725	3,003	
管理费用	2,188	1,978	1,922	2,129	2,361	
研发费用	946	1,067	824	912	1,012	
财务费用	906	840	1,107	1,165	1,290	
资产减值损失	-588	795	-502	0	0	
公允价值变动收益	-9	113	119	125	131	
投资净收益	814	2,391	1,957	2,988	3,010	
营业利润	6,827	9,149	10,763	11,750	12,758	
营业外收支	-56	-329	0	0	0	
利润总额	6,771	8,820	10,763	11,750	12,758	
所得税	2,449	3,329	4,673	5,133	5,587	
净利润	4,321	5,491	6,089	6,617	7,170	
少数股东损益	301	271	301	327	354	
归属母公司净利润	4,020	5,220	5,789	6,291	6,817	
EBITDA	7,718	8,585	9,515	10,040	11,158	
EPS (元)	0.97	1.26	1.40	1.52	1.65	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	15,396	21,354	17,019	3,165	29,185	
净利润	4,321	5,491	6,089	6,617	7,170	
折旧摊销	162	187	224	238	252	
营运资金变动	4,700	17,959	6,914	-3,139	22,141	
其它	6,212	-2,285	3,791	-551	-378	
投资活动现金流	-6,419	-17,721	-7,245	-8,834	-10,700	
资本支出	-58	-72	-1,267	-1,412	-1,416	
投资变动	-6,145	-15,274	-5,978	-7,423	-9,284	
其他	-216	-2,375	0	0	0	
筹资活动现金流	-4,861	623	-26,578	21,069	-10,983	
银行借款	80,108	79,296	6,906	42,229	12,450	
股权融资	5,314	12,232	0	0	0	
其他	-11,790	-9,270	-3,763	-3,810	-4,263	
现金净增加额	4,244	3,824	-16,805	15,400	7,502	
期初现金余额	32,447	36,691	40,515	23,710	39,110	
期末现金余额	36,691	40,515	23,710	39,110	46,612	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	8.1%	34.6%	5.9%	2.7%	8.5%
营业利润增长	6.1%	34.0%	17.6%	9.2%	8.6%
归母净利润增长	33.2%	29.9%	10.9%	8.7%	8.4%
获利能力					
毛利率	26.6%	20.1%	18.4%	19.7%	20.1%
净利率	7.1%	6.7%	7.0%	7.4%	7.4%
ROE	15.0%	17.0%	16.1%	14.9%	13.9%
ROIC	4.6%	6.3%	7.0%	6.6%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	83.5%	83.2%	86.0%	89.0%	90.4%
净负债比率	135.0%	88.5%	71.6%	78.2%	53.0%
流动比率	1.54	1.38	1.20	1.17	1.10
速动比率	0.51	0.48	0.27	0.22	0.18
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.25	0.21	0.16	0.13
应收账款周转率	50.49	65.23	32.19	17.79	13.74
存货周转率	0.28	0.36	0.28	0.19	0.14
每股指标 (元)					
每股收益	0.97	1.26	1.40	1.52	1.65
每股经营现金流	3.77	5.16	4.11	0.77	7.06
每股净资产	6.55	7.42	8.70	10.22	11.87
估值比率					
P/E	4.63	3.57	3.22	2.96	2.73
P/B	0.69	0.61	0.52	0.44	0.38
EV/EBITDA	13.40	9.25	6.84	7.42	5.40

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，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，上海交通大学金融学硕士，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	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
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。