CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：9.7 元
当前股价：6.6 元
2019 年 10 月 27 日

阳光城 000671.SZ

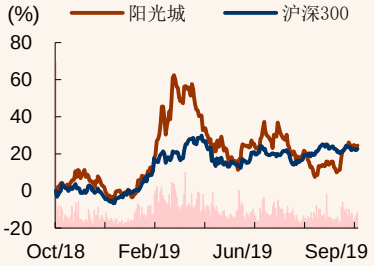
盈利高增符合预期、资产负债表边际继续改善

基础数据

上证综指	2955
总股本（万股）	405007
已上市流通股（万股）	397189
总市值（亿元）	267
流通市值（亿元）	262
每股净资产（MRQ）	6.1
ROE（TTM）	14.9
资产负债率	%
主要股东	福建阳光集团有限公
主要股东持股比例	18.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-7	31
相对表现	11	-3	9



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《阳光城（000671）—资产负债表继续修复、现金流和资金链亦有边际改善》2019-08-04

赵可 博士
0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001
刘义
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003
李洋
liyang24@cmschina.com.cn
S1090519030002
路畅研究助理
luchang1@cmschina.com.cn

从项目端去看，公司一直是典型的快周转开发商，但前几年受制于较高的杠杆率，综合运营效率受到一定拖累；比较积极的是，公司近年来在表内负债、杠杆率、资金链等短板方面正在发生较明显的边际改善，而且存量土地储备城市布局能级较高，原始土地成本也较低，新增拿地的性价比亦控制得当，这些是公司基本面最核心的变化和亮点。基于边际改善、业绩增速和相对估值的逻辑，维持“强烈推荐-A”的投资评级，目标价 9.7 元/股（对应 2020PE=7X）。

- **前三季度盈利高增符合预期。**公司前三季度收入/营业利润/归母净利分别为 320.3/ 40.4/ 22.5 亿，同比分别增长 23%/ 46%/ 43%，盈利高增基本符合预期。具体来看，结算收入增长相对平稳，而综合毛利率较去年同期提高 1.9 PCT 至 28.4%，这是推升归母净利增速至 43%的主因；当然，三费比率较去年同期略有下降(管理费率升而财务费率降)、投资收益增加等亦有贡献。截至三季度末，公司预收款 882 亿，对年化收入的覆盖倍数为 1.4 X，考虑到半年报强调的“强销售、促回款、保竣备”积极战略，全年盈利有望维持较高增长。
- **可售货值充裕且聚焦一二线，新拿地性价比亦控制得当。**截至三季度末，公司全口径可售面积约 4300 万方（权益比 65%左右），一二线货值占比约 85%，可售货值充裕且布局能级较高；拿地力度上，前三季度累计新增计容建面约 910 万方（权益比 74%），对应“拿地面积/销售面积”较 18 年全年下降 34 PCT 至 75%；成本方面，按半年报披露存量土储平均楼面价约 0.43 万/方，平均售价 1.24 万/方，“地价/房价”仅 34%，第三季度新增计容建面 383 万方，楼面地价 0.23 万/方，按今年销售均价估算对应“地价/房价”约 22%（上半年 36%，披露口径），整体而言，原始土地成本不高，新增拿地力度虽有收敛但仍相对积极，拿地权益比明显提升且性价比控制得当。
- **销售规模增长符合预期，经营性现金流亦有改善或主因往来款项变动。**前三季度全口径销售 1502 亿（全年目标完成率 83%）、同比+38%，权益销售 976 亿、同比仅+6%（克而瑞口径）。经营性现金流也有一定改善，当期净流入达 113 亿，从结构上看，并表销售回款仅略有增长（同比+2%），现金流改善主要得益于其他经营性流入大幅增加和其他经营性流出大幅减少（二者的正缺口高达 116 亿），预计主因是经营性往来款项变动所致。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	33163	56470	79623	108287	140773
同比增长	69%	70%	41%	36%	30%
营业利润(百万元)	3674	6375	9034	12176	15710
同比增长	78%	74%	42%	35%	29%
净利润(百万元)	2061	2960	4146	5615	7180
同比增长	68%	44%	40%	35%	28%
每股收益(元)	0.51	0.73	1.02	1.39	1.77
PE	13.0	9.0	6.4	4.8	3.7
PB	1.4	1.2	1.1	.9	.8

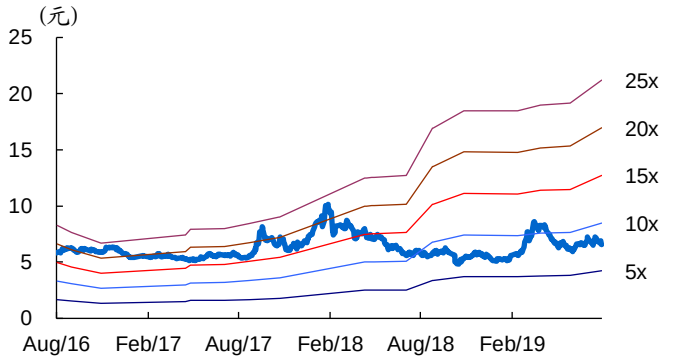
资料来源：公司数据、招商证券

- **表内负债得到有效控制、净负债率如期下降。**公司近年来持续控制表内负债，截至三季度末，有息负债（不含永续债）约 1140 亿，绝对额得到有效控制，少数股东权益也大幅增加，共同驱动净负债率（扣永续债）较去年底降低 50PCT 至 170%，虽仍处行业较高位置，但边际改善较为明显。此外，公司有息负债结构也有优化，即期有息负债占比较去年底下降 15PCT 至 28%，账面现金对即期有息负债的覆盖倍数提升至 141%。

- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**从项目端去看，公司一直是典型的快周转开发商，但前几年受制于较高的杠杆率，综合运营效率受到一定拖累；**比较积极的是，公司近年来在表内负债、杠杆率、资金链等短板方面正在发生较明显的边际改善，而且存量土地储备城市布局能级较高，原始土地成本也较低，新增拿地的性价比亦控制得当，这些是公司基本面最核心的变化和亮点**。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.02、1.39 和 1.77 元，对应 PE 分别为 6.4X、4.7X 和 3.7X，目前市值较 NAV 折价约 50%，安全边际显著；基于边际改善、业绩增速和相对估值的逻辑，维持“强烈推荐-A”的投资评级，目标价 9.7 元/股（对应 2020PE=7X）。

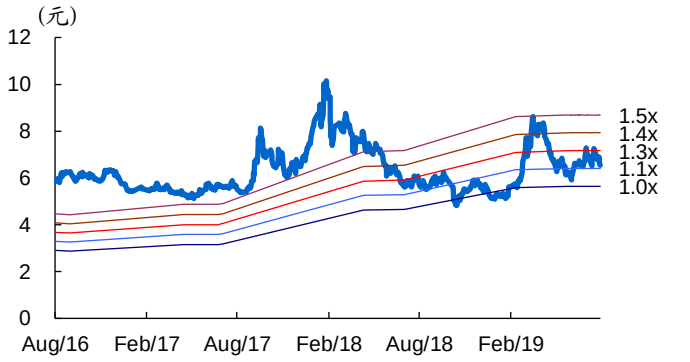
- **风险提示：**融资环境收紧超预期、权益销售增长低于预期。

图 1：阳光城历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：阳光城历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	198413	235376	294775	340730	376331
现金	36374	37848	43879	47976	51204
交易性投资	3	0	0	0	0
应收票据	0	5	8	10	13
应收款项	524	1251	1735	2360	3068
其它应收款	21217	41744	51755	64972	70387
存货	126491	142172	180194	201952	221122
其他	13805	12355	17204	23460	30538
非流动资产	14837	28021	35738	36677	38777
长期股权投资	1875	9300	14386	15432	17629
固定资产	3528	3336	3309	3282	3256
无形资产	799	822	740	666	599
其他	8635	14562	17304	17298	17292
资产总计	**213250**	**263397**	**330514**	**377408**	**415108**
流动负债	117097	156838	205762	237558	258230
短期借款	17407	17647	24295	32508	36554
应付账款	8784	15814	19549	23490	26395
预收账款	40151	62121	91821	109348	121417
其他	50754	61256	70097	72212	73863
长期负债	65584	65529	80284	89016	97961
长期借款	56275	51418	60180	68127	76040
其他	9309	14111	20104	20889	21921
负债合计	**182680**	**222367**	**286046**	**326574**	**356191**
股本	4050	4050	4050	4050	4050
资本公积金	8264	9352	9352	9352	9352
留存收益	6836	9577	11442	15814	21309
少数股东权益	11419	18051	19624	21617	24206
归属于母公司所有者权益	19150	22979	24844	29216	34711
负债及权益合计	**213250**	**263397**	**330514**	**377408**	**415108**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	8819	21831	(12044)	(11407)	(6098)
净利润	2061	2960	4146	5615	7180
折旧摊销	90	244	207	196	187
财务费用	481	875	759	926	1038
投资收益	(70)	(55)	(670)	(648)	(709)
营运资金变动	6073	16653	(18168)	(19559)	(16445)
其它	185	1154	1683	2062	2652
投资活动现金流	(32018)	(15872)	(7254)	(487)	(1577)
资本支出	(57)	(87)	(89)	(89)	(89)
其他投资	(31961)	(15785)	(7165)	(398)	(1488)
筹资活动现金流	39713	(6291)	25328	15991	10902
借款变动	42611	(11335)	22374	17376	12593
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4088	1088	0	0	0
股利分配	(203)	(203)	(2280)	(1244)	(1685)
其他	(6783)	4158	5234	(141)	(6)
现金净增加额	16514	(332)	6031	4097	3228

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33163	56470	79623	108287	140773
营业成本	24847	41755	59239	80999	105580
营业税金及附加	2591	3964	6290	8555	11121
营业费用	961	1757	2628	3249	4223
管理费用	1177	1577	1911	2599	3379
研发费用			12	23	37
财务费用	128	614	759	926	1038
资产减值损失	(19)	432	432	432	432
公允价值变动	125	(50)	(50)	(50)	(50)
投资收益	70	55	720	698	759
营业利润	3674	6375	9034	12176	15710
营业外收入	38	60	60	60	60
营业外支出	109	104	104	104	104
利润总额	3602	6331	8990	12132	15665
所得税	1375	2483	3271	4523	5897
净利润	2227	3848	5718	7609	9769
少数股东损益	166	889	1573	1994	2589
归属于母公司净	2061	2960	4146	5615	7180

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	69%	70%	41%	36%	30%
营业利润	78%	74%	42%	35%	29%
净利润	68%	44%	40%	35%	28%
获利能力					
毛利率	25.1%	26.1%	25.6%	25.2%	25.0%
净利率	6.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%
ROE	10.8%	12.9%	16.7%	19.2%	20.7%
ROIC	1.7%	3.0%	3.6%	4.2%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	85.7%	84.4%	86.5%	86.5%	85.8%
净负债比率	49.1%	37.7%	36.8%	36.9%	36.5%
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	49.9	63.7	53.3	52.9	51.9
应付帐款周转率	3.2	3.4	3.4	3.8	4.2
每股资料（元）					
EPS	0.51	0.73	1.02	1.39	1.77
每股经营现金	2.18	5.39	-2.97	-2.82	-1.51
每股净资产	4.73	5.67	6.13	7.21	8.57
每股股利	0.05	0.56	0.31	0.42	0.53
估值比率					
PE	13.0	9.0	6.4	4.8	3.7
PB	1.4	1.2	1.1	.9	.8
EV/EBITDA	107.5	58.5	41.6	31.3	24.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心房地产行业联席首席分析师，同济大学金融专业，10 年证券行业研究经验（6 年房地产+4 年纺服），08-11 年就职于天相投顾，12 年加盟招商证券纺服团队（所在团队一直保持新财富前三），15 年再次从事房地产行业研究。

李洋：2017 年加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

路畅：2018 年加入招商证券，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师 房地产行业盈利预测最准确分析师 第一名；2017 年中国证券分析师 金牛奖 房地产行业 第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业 第一名；2018 年 Wind 金牌分析师 房地产行业 第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；房地产行业盈利预测最准确分析师第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。