

阳光城 (000671) 2019年三季度报点评

业绩靓丽，销售高增，负债率改善

强推 (维持)

目标价: 10.00 元

当前价: 6.60 元

❖ 3Q19 归母业绩同比+43%、扣非后+55%，利润率提升、预收款高锁定

公司 19H1 实现营业收入 320.3 亿元，同比+23.5%；归母净利润 22.5 亿元，同比+42.6%；扣非归母净利润 20.7 亿元，同比+54.6%；基本每股收益 0.49 元，同比+25.6%；毛利率和归母销售净利率分别为 28.4%和 7.0%，同比分别提升 1.9pct 和 0.9pct；三费率为 10.6%，同比下降 0.6pct，其中财务费率下降 1.6pct。19Q3 末公司预收账款 882.1 亿元，同比+21.6%，覆盖上年地产结算收入 1.59 倍，保证业绩稳增长。

❖ 3Q19 销售 1,500 亿、同比+38%，料全年破 2,000 亿，拿地谨慎、成本下行

3Q19 公司销售金额 1,502.1 亿元，同比+37.8%，权益比例 64%；克尔瑞排名第 13；其中内地战略城市和长三角分别占比 36%和 34%。保守假设 Q4 销售额持平去年达 539 亿元，全年销售将破 2,000 亿、同比+23%。3Q19 销售面积 1,206.4 万方，同比+48.4%；销售均价 1.25 万元/平，同比-7.2%。3Q19 公司拿地金额 401.4 亿元；拿地面积 899.1 万方，权益比例 73%，拿地均价 4,465 元/平；拿地额占比当期销售额 27%，权益拿地额占比当期权益销售额 32%；Q3 拿地谨慎、成本下行，拿地均价占比销售均价 36%，较 19H1 下降 12pct。

❖ 可售面积 4,400 万方，对应土储货值 5,500 亿、75%位于一二线城市

截至 2019H1，公司拥有土地储备（可售口径）4,396 万平方米，累计成本地均价仅 4,322 元/平方米，占比 2019H1 销售均价仅 34%；对应可售货值 5,467 亿元，覆盖 2018 年销售金额 3.4 倍，保障后续销售高增。就可售面积分布来看，内地战略城市占比 50%，主要包括长沙、南宁、西安、重庆、太原等；大福建、长三角和珠三角面积分布均匀，分别为 16%、14%和 15%。分能级来看，一二线面积占比 65%、货值占比 75%。

❖ 回款持平略增，现金流持续改善，负债率改善，中民投股权转让落幕

3Q19 公司表内销售回款 602.2 亿元，同比+1.7%；但销售额同比+38%，主要由于并表权益比例下降，3Q19 销售额权益比例 64%VS3Q18 的 77%。同时经营性净现金流 113 亿元、连续近三年为正。同时，公司负债率稳步下行，19Q3 末资产负债率和净负债率分别为 84.4%和 142.2%，同比分别-1.2pct 和-65.6pct；有息负债为 1,132 亿元，同比略增 2.2%。此外，10 月 23 日福建捷成收购二股东上海嘉闻剩余 50%股权（2 月先收购了 50%），至此中民投退出公司股东。

❖ 投资建议：业绩靓丽，销售高增，负债率改善，维持“强推”评级

阳光城起家大福建、深耕强二线，经历三任明星管理团队的贡献，公司实现七载 70 倍销售高增长，奠定未来结算放量的基础；“双斌”团队加盟后的全面变革也将带来管理的精细化和标准化，同时公司主动去杠杆将有望推动公司销售和业绩弹性更大、并实现量质提升。我们维持公司 2019-21 年每股收益分别为 1.00、1.35 和 1.81 元，现价对应 19/20PE 分别仅为 6.6/4.9 倍、并较每股 NAV 折价 56%，维持目标价 10.00 元，维持“强推”评级。

❖ 风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及行业融资超预期收紧

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	56,470	59,030	74,266	93,859
同比增速(%)	70	5	26	26
归母净利润(百万)	3,018	4,031	5,457	7,344
同比增速(%)	46	34	35	35
每股盈利(元)	0.75	1.00	1.35	1.81
市盈率(倍)	8.9	6.6	4.9	3.6
市净率(倍)	1.2	1.0	0.8	0.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

执业编号：S0360519070001

公司基本数据

总股本(万股)	405,007
已上市流通股(万股)	397,189
总市值(亿元)	267.3
流通市值(亿元)	262.14
资产负债率(%)	83.6
每股净资产(元)	5.9
12 个月内最高/最低价	9.1/5.04

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《阳光城(000671)2019年半年度业绩快报点评：业绩高增、拿地谨慎，利润率提升、负债率下行》
2019-07-16

《阳光城(000671)2019年中报点评：业绩靓丽、销量快增，融资结构优化、负债率下行》
2019-08-02

《阳光城(000671)股权转让点评：中民投股权转让落幕，料全年销售破 2000 亿》
2019-10-24

图表 1、公司 2019 年三季度报业绩摘要

(人民币, 百万)	3Q2018	3Q2019	同比变动 (%)
营业收入	25,939	32,026	23.5
营业成本	(19,071)	(22,938)	20.3
营业税	(1,593)	(2,465)	54.7
毛利润	6,869	9,088	32.3
其他收入	(63)	53	(184.1)
销售费用	(1,100)	(1,727)	57.1
管理费用	(1,034)	(1,295)	25.3
营业利润	4,673	6,118	30.9
投资收益	410	790	92.6
财务费用	(758)	(357)	(53.0)
营业外收支	10	(58)	(691.3)
税前利润	2,741	3,983	45.3
所得税	(1,107)	(1,468)	32.7
少数股东权益	(53)	(261)	388.5
归属上市公司股东净利润	1,581	2,254	42.6
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	26.5	28.4	1.9
经营利润率	18.0	19.1	1.1
归母销售净利率	6.1	7.0	0.9

资料来源: 公司公告, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	37,848	39,564	49,776	62,908
应收票据	5	-	-	-
应收账款	1,251	-	-	-
预付账款	5,953	6,233	7,735	9,641
存货	142,172	159,381	178,239	234,648
其他流动资产	48,147	44,949	56,552	71,471
流动资产合计	235,376	250,127	292,302	378,668
其他长期投资	9,003	8,617	8,235	7,858
长期股权投资	9,300	9,300	9,300	9,300
固定资产	3,352	3,285	3,184	3,084
在建工程	16	16	16	16
无形资产	822	781	742	705
其他非流动资产	5,527	5,890	7,414	9,373
非流动资产合计	28,021	27,889	28,892	30,337
资产合计	263,397	278,016	321,194	409,005
短期借款	17,647	18,477	22,930	28,581
应付票据	614	643	797	994
应付账款	15,814	16,557	20,548	25,612
预收款项	62,121	64,937	81,698	103,251
其他应付款	7,854	7,287	9,168	11,587
一年内到期的非流动负债	30,273	30,060	30,065	30,071
其他流动负债	22,516	28,698	37,508	80,859
流动负债合计	156,838	166,659	202,715	280,955
长期借款	51,418	51,418	51,418	51,418
应付债券	12,985	12,985	12,985	12,985
其他非流动负债	1,126	665	676	689
非流动负债合计	65,529	65,068	65,078	65,092
负债合计	222,367	231,726	267,793	346,047
归属母公司所有者权益	22,979	27,052	32,556	39,952
少数股东权益	18,051	19,238	20,844	23,007
所有者权益合计	41,030	46,290	53,401	62,958
负债和股东权益	263,397	278,016	321,194	409,005

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-9,311	1,849	-29,553	-9,311
现金收益	-2,845	10,050	13,032	-2,845
存货影响	-17,209	-18,858	-56,409	-17,209
经营性应收影响	-2,229	-13,104	-16,826	-2,229
经营性应付影响	4,632	26,516	33,930	4,632
其他影响	8,339	-2,753	-3,281	8,339
投资活动现金流	328	413	522	328
资本支出	-	-	-	-
股权投资	-	-	-	-
其他长期资产变化	328	413	522	328
融资活动现金流	6,135	7,783	42,058	6,135
借款增加	6,439	8,196	42,613	6,439
财务费用	305	412	555	305
股东融资	-	-	-	-
其他长期负债变化	-609	-825	-1,110	-609

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	56,470	59,030	74,266	93,859
营业成本	41,755	43,717	54,254	67,624
税金及附加	3,964	3,177	4,001	5,060
销售费用	1,757	1,837	2,311	2,921
管理费用	1,577	1,649	2,075	2,622
财务费用	614	159	106	110
资产减值损失	432	-	-	-
公允价值变动收益	-50	-	-	-
投资收益	55	42	33	26
其他收益	-	-	-	-
营业利润	6,433	8,534	11,553	15,548
营业外收入	60	-	-	-
营业外支出	104	-	-	-
利润总额	6,389	8,534	11,553	15,548
所得税	2,483	3,316	4,489	6,042
净利润	3,906	5,218	7,063	9,506
少数股东损益	889	1,187	1,607	2,162
归属母公司净利润	3,018	4,031	5,457	7,344
NOPLAT	4,724	5,289	7,108	9,557
EPS(摊薄) (元)	0.75	1.00	1.35	1.81

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	70%	5%	26%	26%
EBIT 增长率	107%	17%	34%	34%
归母净利润增长率	46%	34%	35%	35%
获利能力				
毛利率	26%	27%	28%	128%
净利率	5%	7%	7%	8%
ROE	13%	15%	17%	18%
ROIC	5%	6%	7%	8%
偿债能力				
资产负债率	84%	83%	83%	85%
债务权益比	5.4	5.0	5.0	5.5
流动比率	2.1	1.6	1.5	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.5
营运能力				
总资产周转率	24%	22%	25%	26%
应收帐款周转天数	1,072	1,174	1,058	1,037
应付帐款周转天数	209	272	249	249
存货周转天数	1,158	1,242	1,120	1,099
每股指标(元)				
每股收益	0.75	1.00	1.35	1.81
每股经营现金流	5.39	(2.30)	0.46	(7.30)
每股净资产	5.67	6.68	8.04	9.86
估值比率				
P/E	8.9	6.6	4.9	3.6
P/B	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	27.6	24.9	20.8	19.7

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500