

投资评级 优于大市 维持

引优质股东泰康系，开启十年增长路

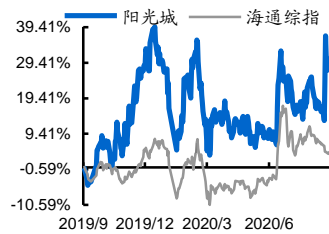
股票数据

09月17日收盘价(元)	7.77
52周股价波动(元)	5.80-8.86
总股本/流通A股(百万股)	4095/4011
总市值/流通市值(百万元)	31815/31169

相关研究

- 《归母净利润稳定增长，负债结构持续改善》
2020.08.22
- 《经营优化成果显著，降负债提利润稳增长》
2020.04.25
- 《归母净利润同增42.56%，净负债率显著优化》
2019.10.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.7	3.6	20.5
相对涨幅 (%)	8.5	1.7	5.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

投资要点:

- **事件:**公司公告关于控股股东与泰康人寿及泰康养老签署合作协议相关事项。
- **泰康系受让阳光城13.53%的股份，位列第二大股东。**2020年9月9日，泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式，从上海嘉闻受让公司13.53%的股份，共计554710264股，其中泰康人寿受让8.53%股份、泰康养老受让5.00%股份。交易过后，泰康系持有阳光城的股份占比从0.076%提升至13.61%，替代上海嘉闻成为公司第二大股东。同日，控股股东方与泰康系签订合作协议，就公司治理安排、未来业绩承诺及管理激励等方面进行约定。
- **每年分红比例不低于30%，泰康系占两董事席位。**标的股份过户后，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%。股份过户后30个工作日内召开股东大会，审议通过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的议案。
- **十年业绩承诺，现金补偿保驾护航。**阳光集团承诺：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，前5年公司归母净利润每年年均复合增长率不低于15%。承诺前5年累积归母净利润数不低于340.59亿元，2025—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。若业绩承诺未达成，阳光集团进行相应的现金补偿。
- **引入的长期股东合作，优化公司股权结构。**我们认为此次合作协议的签订优化了公司的股权结构以及治理水平、增强了公司资源整合及获取能力，有助于公司拓宽项目合作渠道、优化债务结构、资金成本、主体信用、提升市场认可度，有利于上市公司持续稳健地发展壮大。
- **投资建议：维持“优于大市”评级。**公司完成“3+1+X”的全国化布局，销售规模进入两千亿军团，总土地储备中一二线占比高，融资渠道多元化、净负债率持续下降，管理层经验丰富，激励机制到位，整体竞争能力较强。此次引入泰康系，有助于优化公司股权结构，进一步提升公司实力。我们预测公司2020、2021年EPS分别为1.29元、1.61元。截止2020年09月17日，公司收盘于人民币7.77元，对应2020、2021年PE分别为6.02倍、4.83倍。我们测算公司2020年每股RNAV是10.96元人民币，当前股价较每股RNAV折价约29.11%。我们给予公司2020年7-8XPE，对应合理价值区间为9.03-10.32元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示:**公司项目销售和结算不及预期；行业基本面下行。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56470	61049	77752	97873	123117
(+/-)YoY(%)	70.3%	8.1%	27.4%	25.9%	25.8%
净利润(百万元)	3018	4020	5282	6592	8047
(+/-)YoY(%)	46.4%	33.2%	31.4%	24.8%	22.1%
全面摊薄EPS(元)	0.74	0.98	1.29	1.61	1.97
毛利率(%)	26.1%	26.6%	26.5%	26.6%	26.7%
净资产收益率(%)	13.1%	15.0%	17.0%	18.1%	18.7%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件:

公司公告关于控股股东与泰康人寿及泰康养老签署合作协议相关事项。

点评:
泰康系受让阳光城 13.53% 的股份，位列第二大股东

2020年9月9日，公司收到第二大股东上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”）的通知，上海嘉闻与泰康人寿保险有限责任公司（以下简称“泰康人寿”）及泰康养老保险股份有限公司（以下简称“泰康养老”）签订《股权转让协议》，约定泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式，从上海嘉闻受让公司 13.53% 的股份，共计 554710264 股，股份转让的单价为 6.09 元/股（含税），标的股份转让价款约为 33.78 亿元。其中泰康人寿受让 8.53% 股份（计 349693308 股）、泰康养老受让 5.00% 股份（计 205016956 股）。交易过后，泰康系持有阳光城的股份占比从 0.076% 提升至 13.61%，替代上海嘉闻成为公司第二大股东。此次权益变动不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化。

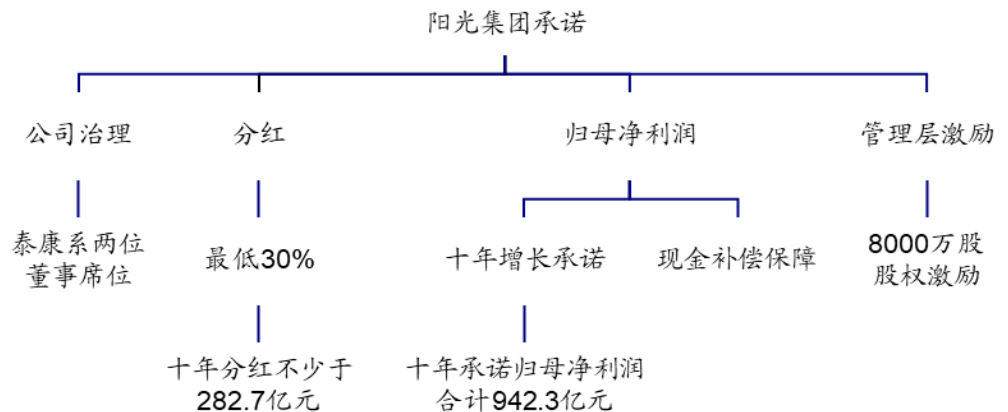
除了转让股份于泰康系，上海嘉闻还通过大宗交易减持其持有的公司 41003391 股无限售流通股股份，占公司总股本的 1.00%。交易过后，上海嘉闻持有阳光城的股份占比从 17.08% 降至 2.55%。

同日，公司控股股东福建阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”）、实际控制人吴洁女士、及林腾蛟先生，与上海嘉闻、泰康人寿及泰康养老签署合作协议，就公司治理安排、未来业绩承诺及管理激励等方面进行约定。

表1 公司股份变动情况

名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	数量(股)	比例	数量(股)	比例
上海嘉闻	700166880	17.08%	104453225	2.55%
泰康人寿	26500	0.006%	349719808	8.54%
泰康养老	0	0	205016956	5.00%
泰康资产管理的保险资产管理产品	288600	0.07%	288600	0.07%
泰康系合计	315100	0.076%	555025364	13.61%

资料来源：公司《关于股东权益变动的提示性公告》，公司《简式权益变动报告书》，海通证券研究所

图1 阳光集团主要承诺内容


资料来源：阳光城《关于控股股东与泰康人寿及泰康养老签署合作协议相关事项的公告》，海通证券研究所

每年分红比例不低于 30%，泰康系占两董事席位

根据合作协议，标的股份过户后，阳光集团应及时提议并促使对公司章程及相关制度中涉及现金分红的条款进行修订，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%。根据我们的计算，2020—2029 年分红总额不少于 282.7 亿元。

阳光集团、吴洁、林腾蛟促使上市公司于标的股份过户后 5 个工作日内召开董事会、监事会并于股份过户后 30 个工作日内召开股东大会，审议通过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的议案，上市公司董事总数相应调整为 12 人、泰康人寿及泰康养老提名的董事占上市公司全体董事总数的六分之一。

十年业绩承诺，现金补偿保驾护航

根据合作协议，阳光集团对 2020-2029 年的归母净利润增速、金额作出了业绩承诺，并且承诺业绩未达成会进行现金补偿。

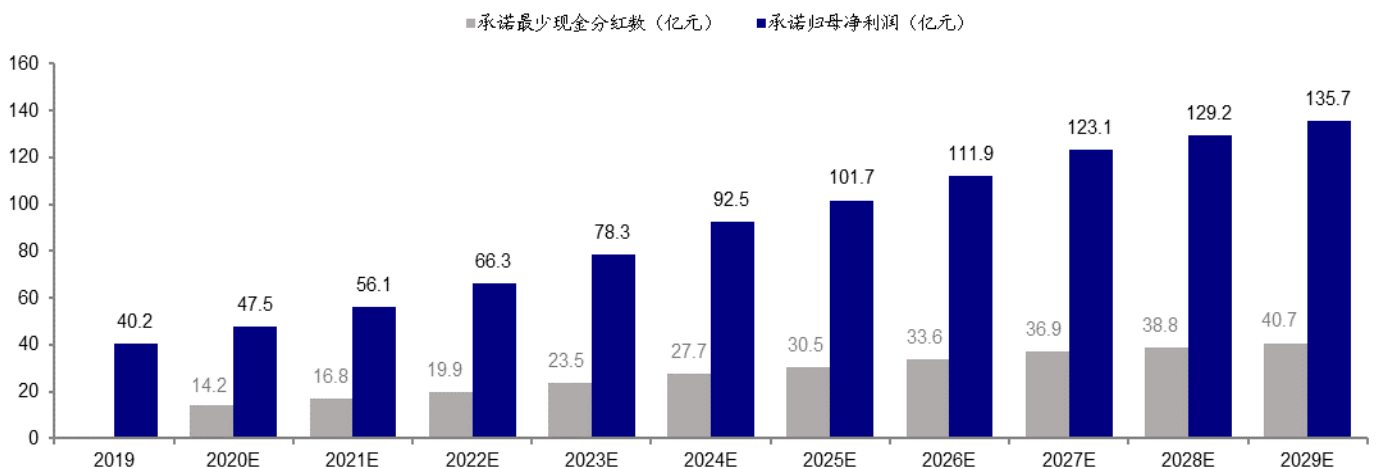
阳光集团承诺以 2019 年公司归属于上市公司股东的净利润（以下简称“归母净利润”）40.2 亿元为基础，公司归母净利润应满足以下要求：前 5 年（即 2020 年至 2024 年）公司归母净利润每年年均复合增长率不低于 15% 且前 5 年累积归母净利润数不低于 340.59 亿元（即，为达到前 5 年累积归母净利润数公司归母净利润平均年增长率应高于 18.13%）、2025 年承诺归母净利润数为 101.72 亿元、2026 年承诺归母净利润数为 111.90 亿元、2027 年承诺归母净利润数为 123.08 亿元、2028 年承诺归母净利润数为 129.24 亿元、2029 年承诺归母净利润数为 135.70 亿元。我们统计 2020—2029 年归母净利润总额为 942.3 亿元。

业绩承诺期的前 5 年（即 2020 年至 2024 年）内，以 2019 年归母净利润为基数，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，补偿金额为 =（当期期末承诺归母净利润数 - 当期期末归母净利润数）；截至 2024 年底，如前 5 年累积实际归母净利润小于累积承诺归母净利润（即 340.59 亿元），则阳光集团应对公司进行现金补偿，补偿金额为 =（截至当期期末累积承诺归母净利润数 - 截至当期期末累积归母净利润数 - 累积已补偿金额）；如前 5 年累积实际归母净利润达到累计承诺归母净利润，则阳光集团无需对上市公司进行现金补偿，阳光集团因平均年增长率低于 15% 支付的现金补偿（如有），公司不予退回。

业绩承诺期的后 5 年（即 2025 年至 2029 年）内，如出现任一会计年度的实际归母净利润小于承诺归母净利润，则阳光集团应对上市公司进行现金补偿，补偿金额为 =（当期期末承诺归母净利润数 - 当期期末归母净利润数）。

若触发业绩承诺未达成而现金补偿的情形，阳光集团应在上市公司相应会计年度的审计报告披露之日起出具后 10 个工作日内向上市公司足额支付现金补偿金额。若泰康人寿及泰康养老合并持股低于 9%，上述业绩承诺事项由各方另行协商并及时披露。

图2 2020E—2029E 承诺归母净利润及分红额



资料来源：阳光城《关于控股股东与泰康人寿及泰康养老签署合作协议相关事项的公告》，海通证券研究所

核心管理层激励方案在途，促进管理经营稳定

阳光集团还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，并向员工持股计划提供部分资金支持。员工持股计划参与对象承诺服务期以及设置业绩考核条款，员工持股计划受让上海嘉闻所持股份价格不低于此次协议转让价格。

上市公司股东大会批准员工持股计划以及包括核心管理团队在内的参与对象与上市公司签署员工持股计划份额认购协议并支付份额认购款项为本次协议转让股份过户以及泰康人寿、泰康养老将股份转让价款从共管账户释放的先决条件。特别的，员工持股计划完成受让上海嘉闻所持 8000 万股股份，为泰康人寿、泰康养老从共管账户释放剩余 15% 股份转让价款的先决条件。

引入的长期股东合作，优化公司股权结构

我们认为本次合作协议的签订，代表控股股东阳光集团引入长期优质股东合作的达成。协议中针对公司治理、业绩承诺及管理激励等方面的安排，将有助于促进上市公司及泰康人寿及泰康养老资源协同，助力公司整合优质资源进一步做强做大，不断提升整体股东回报水平。同时控股股东亦承诺未与泰康人寿及泰康养老协商一致，不以任何方式减持其直接或间接持有的上市公司股份；若与泰康人寿及泰康养老协商一致的，在同等条件下，泰康人寿及泰康养老享有拟减持股份的优先购买权。此次合作协议的签订优化了公司的股权结构以及治理水平、增强了公司资源整合及获取能力，有助于公司拓宽项目合作渠道、优化债务结构、资金成本、主体信用、提升市场认可度，有利于上市公司持续稳健地发展壮大。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司完成“3+1+X”的全国化布局，销售规模进入两千亿军团，总土地储备中一二线占比高，融资渠道多元化、净负债率持续下降，管理层经验丰富，激励机制到位，整体竞争能力较强。此次引入泰康系，有助于优化公司股权结构，进一步提升公司实力。我们预测公司 2020、2021 年 EPS 分别为 1.29 元、1.61 元。截止 2020 年 09 月 17 日，公司收盘于人民币 7.77 元，对应 2020、2021 年 PE 分别为 6.02 倍、4.83 倍。我们测算公司 2020 年每股 RNAV 是 10.96 元人民币，当前股价较每股 RNAV 折价约 29.11%。我们给予公司 2020 年 7-8XPE，对应合理价值区间为 9.03-10.32 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：1) 公司项目销售不及预期；2) 行业基本面下行。

表2 A股市场可比地产股（股价为2020年09月17日收盘价）

公司	收盘价 (人民币元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG 2020E
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
浦东金桥	13.01	0.97	1.22	1.52	13.41	10.66	8.56	0.42
新城控股	34.06	5.61	7.04	8.61	6.07	4.84	3.96	0.20
中南建设	9.63	1.11	1.87	2.39	8.68	5.15	4.03	0.11
平均					9.39	6.88	5.51	0.25
阳光城	7.77	0.98	1.29	1.61	7.91	6.02	4.83	0.21

资料来源：Wind 数据，阳光城 EPS 为海通预测数据，其余 EPS 为 Wind 一致预期，海通证券研究所
 备注：PEG=2020 年 PE/(2019-2021 年 EPS 复合增速*100)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	61049	77752	97873	123117
每股收益	0.98	1.29	1.61	1.97	营业成本	44823	57164	71803	90227
每股净资产	6.53	7.58	8.89	10.50	毛利率%	26.6%	26.5%	26.6%	26.7%
每股经营现金流	3.76	-0.89	-0.04	2.06	营业税金及附加	3915	5143	6408	8089
每股股利	0.00	0.25	0.30	0.36	营业税金率%	6.4%	6.6%	6.5%	6.6%
价值评估 (倍)					营业费用	2569	3266	3915	4925
P/E	7.91	6.02	4.83	3.95	营业费用率%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%
P/B	1.19	1.03	0.87	0.74	管理费用	2188	2721	3426	4309
P/S	0.52	0.41	0.33	0.26	管理费用率%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	13.36	12.20	10.91	9.46	EBIT	7555	9458	12322	15568
股息率%	0.0%	3.2%	3.8%	4.6%	财务费用	906	1056	1271	1456
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
毛利率	26.6%	26.5%	26.6%	26.7%	资产减值损失	-588	600	400	200
净利润率	6.6%	6.8%	6.7%	6.5%	投资收益	814	544	1174	1477
净资产收益率	15.0%	17.0%	18.1%	18.7%	营业利润	6827	9593	12682	15870
资产回报率	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	营业外收支	-56	-30	-30	-60
投资回报率	3.0%	3.1%	3.6%	4.1%	利润总额	6771	9563	12652	15810
盈利增长 (%)					EBITDA	7742	9650	12553	15844
营业收入增长率	8.1%	27.4%	25.9%	25.8%	所得税	2449	3694	4897	6115
EBIT 增长率	1.9%	25.2%	30.3%	26.3%	有效所得税率%	36.2%	38.6%	38.7%	38.7%
净利润增长率	33.2%	31.4%	24.8%	22.1%	少数股东损益	301	587	1163	1648
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4020	5282	6592	8047
资产负债率	83.5%	84.6%	85.4%	86.0%					
流动比率	1.54	1.51	1.46	1.42	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.51	0.46	0.43	0.42	货币资金	41978	42000	43000	45000
现金比率	0.24	0.20	0.17	0.15	应收账款及应收票据	1169	1569	1943	2456
经营效率指标					存货	175839	211428	251801	291691
应收帐款周转天数	6.98	7.35	7.23	7.27	其它流动资产	53513	61068	73098	94235
存货周转天数	1432	1350	1280	1180	流动资产合计	272499	316065	369842	433383
总资产周转率	0.20	0.22	0.23	0.24	长期股权投资	14848	20848	27848	35848
固定资产周转率	14.71	15.55	16.26	17.11	固定资产	4149	5000	6018	7197
					在建工程	47	53	56	61
					无形资产	994	1156	1313	1463
					非流动资产合计	35053	45473	57353	70788
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	307552	361538	427195	504171
净利润	4020	5282	6592	8047	短期借款	7746	9175	12372	10412
少数股东损益	301	587	1163	1648	应付票据及应付账款	20396	25841	32459	40787
非现金支出	856	-408	-169	76	预收账款	80106	97189	117448	141584
非经营收益	478	4989	5439	6093	其它流动负债	68510	77671	90719	112958
营运资金变动	9741	-14079	-13199	-7415	流动负债合计	176758	209877	252997	305742
经营活动现金流	15396	-3628	-174	8450	长期借款	66519	81519	96519	111519
资产	45	-1235	-1434	-1664	其它长期负债	13376	14376	15376	16376
投资	-5632	-9600	-10900	-12300	非流动负债合计	79895	95895	111895	127895
其他	-832	2531	1158	1466	负债总计	256653	305772	364893	433637
投资活动现金流	-6419	-8305	-11176	-12498	实收资本	4082	4095	4095	4095
债权募资	80108	16429	18197	15018	归属于母公司所有者权益	26744	31025	36398	42982
股权募资	5314	13	0	0	少数股东权益	24154	24741	25904	27553
其他	-90283	-4487	-5847	-8970	负债和所有者权益合计	307552	361538	427195	504171
融资活动现金流	-4861	11955	12350	6048					
现金净流量	4244	22	1000	2000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
金晶 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,光大嘉宝,浦东金桥,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,中华企业,光明地产,雅生活服务,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,融创中国,金融街,中国海外发展,电子城,世茂集团,外高桥

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。