

投资评级 优于大市 维持

## 归母净利润同增 42.56%，净负债率显著优化

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	6.60
52周股价波动(元)	5.09-9.18
总股本/流通A股(百万股)	4050/3972
总市值/流通市值(百万元)	26730/26214

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.0	7.7	-3.2
相对涨幅(%)	12.3	5.7	-4.4

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点:

- Q1-Q3 营收稳定增长，归母净利润同比增长 42.56%。**2019年Q1-Q3，公司实现营业总收入320.26亿元，较上年同期增长23.47%；实现归属母公司净利润为22.54亿元，较上年同期增长42.56%；实现稀释后每股收益0.49元，较上年同期增长25.64%。
- 负债结构优化，净负债率大幅下降。**截至报告期末，公司总资产规模3103.18亿元，较上年同期增长17.49%。报告期内，公司的毛利率为28.38%，较上年同期上升1.90个百分点；净利率为7.85%，较上年同期上升1.55个百分点。负债结构方面，截至报告期末，公司资产负债率为84.39%，较上年同期下降1.16个百分点；净负债率为142.16%，较上年同期下降65.57个百分点。
- 中民投彻底退出阳光城，股权变动告一段落。**根据公司2019年2月26日的公告，中民嘉业（由中民投控制）将其持有的上海嘉闻（原中民嘉业子公司）50%的股权转让给福建捷成贸易有限公司，转让后中民嘉业和福建捷成各持有上海嘉闻50%的股权。根据公司2019年3月30日的公告，上海嘉闻拟于公告之日起15个交易日后的6个月内转让其持有的全部阳光城股份。截至2019年10月23日，上海嘉闻已通过集中竞价交易方式减持阳光城股份3035.26万股，持股比例从18.04%下降至17.29%。根据公司2019年10月24日的公告，福建捷成将受让中民嘉业所持有的上海嘉闻50%股权。本次权益变动后，福建捷成将持有上海嘉闻100%股权。至此，中民投针对阳光城股权转让一事告一段落。
- 盈利预测。**我们预计公司2019-2021年营业总收入分别约为人民币788亿元、1065亿元、1433亿元。分别实现归母净利润约人民币41.83亿元、56.49亿元、75.11亿元。我们测算公司每股RNAV是11.52元。
- 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，销售规模进入千亿军团，总土地储备能够支撑地产规模3-4年的持续扩张，融资渠道多元化、成本可控，管理层经验丰富，激励机制到位，整体竞争能力较强。我们预计公司2019-2020年对应EPS在1.03元和1.39元。截至2019年10月25日，公司收盘于6.60元，对应2019和2020年PE在6.39倍和4.73倍，对应PEG在0.17倍。给予公司2019年8~10倍PE，6个月合理价值区间在8.26~10.33元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**公司销售不及预期，行业受调控影响有下行风险。

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tll5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33163	56470	78774	106488	143291
(+/-)YoY(%)	69.2%	70.3%	39.5%	35.2%	34.6%
净利润(百万元)	2062	3018	4183	5649	7511
(+/-)YoY(%)	67.6%	46.4%	38.6%	35.1%	33.0%
全面摊薄EPS(元)	0.51	0.75	1.03	1.39	1.85
毛利率(%)	25.1%	26.1%	25.8%	25.7%	25.7%
净资产收益率(%)	10.8%	13.1%	15.6%	17.6%	19.1%

资料来源：公司年报（2017-2018），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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

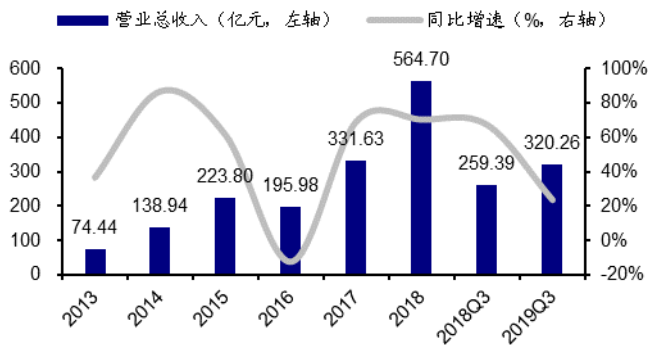
**事件:**

公司公告 2019 年三季度报情况。

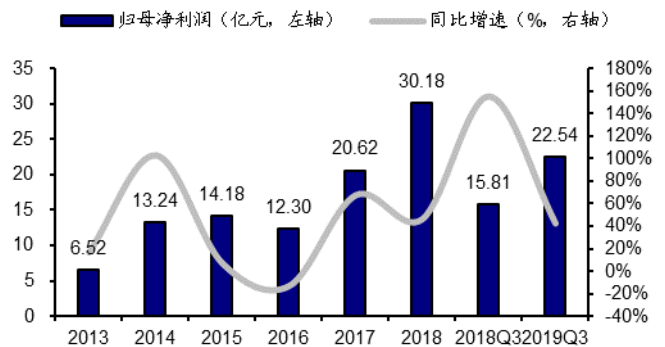
**点评:**
**表 1 公司利润表情况**

单位: 亿元	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	YOY%
<b>一、营业总收入</b>	320.26	259.39	23.47%
<b>二、营业总成本</b>	288.05	236.15	21.98%
营业成本	229.38	190.71	20.28%
营业税金及附加	24.65	15.93	54.70%
销售费用	17.27	11.00	57.06%
管理费用	12.95	10.34	25.32%
财务费用	3.57	7.58	-52.97%
资产减值损失	-0.44	0.60	-174.16%
投资净收益	7.90	4.10	92.45%
<b>三、营业利润</b>	40.42	27.31	47.98%
加: 营业外收入	0.50	0.79	-36.45%
减: 营业外支出	1.09	0.69	57.56%
<b>四、利润总额</b>	39.83	27.41	45.31%
减: 所得税	14.68	11.07	32.69%
<b>五、净利润</b>	25.15	16.35	53.85%
减: 少数股东损益	2.61	0.53	388.52%
归属母公司净利润	22.54	15.81	42.56%
<b>六、每股收益</b>			
稀释每股收益(元)	0.49	0.39	25.64%

资料来源: 公司 2018 年三季度报、2019 年三季度报, 海通证券研究所

**图1 公司近年总营业收入及同比增速**


资料来源: 公司 2013-2018 年年报、2018-2019 年三季度报, 海通证券研究所

**图2 公司近年归母净利润及同比增速**


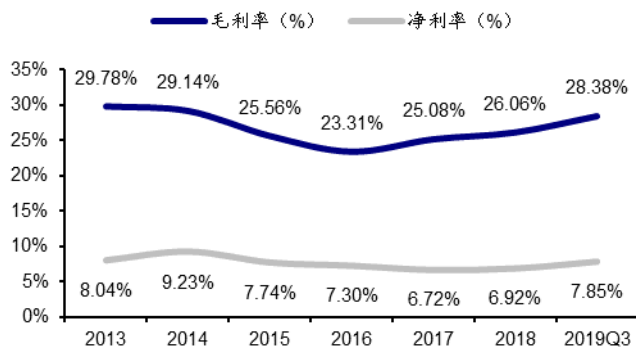
资料来源: 公司 2013-2018 年年报、2018-2019 年三季度报, 海通证券研究所

表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	Ppt
毛利率	28.38%	26.48%	1.90
净利率	7.85%	6.30%	1.55
资产负债率	84.39%	85.55%	-1.16
净负债率	142.16%	207.73%	-65.57
三项费用占收入比	10.55%	11.15%	-0.60
ROE	9.43%	7.79%	1.6493
(亿元)	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	YOY
总资产	3103.18	2641.34	17.49%
净资产	484.27	381.58	26.91%
货币资金	443.32	314.58	40.92%
预收账款	882.12	725.71	21.55%
一年内到期的非流动负债	231.27	299.37	-22.75%
经营活动现金流净额	113.07	113.18	-0.10%

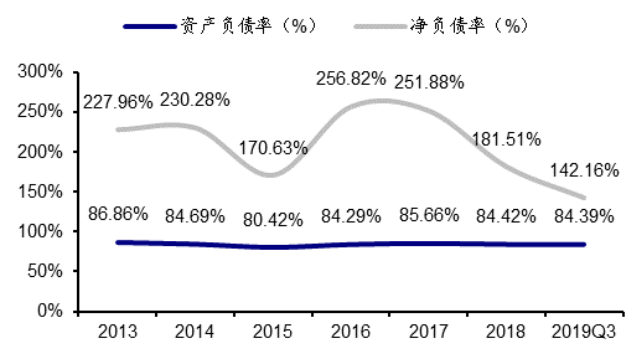
资料来源：公司 2018 年三季度报、2019 年三季度报，海通证券研究所

图 3 公司近年毛利率和净利率 (%)



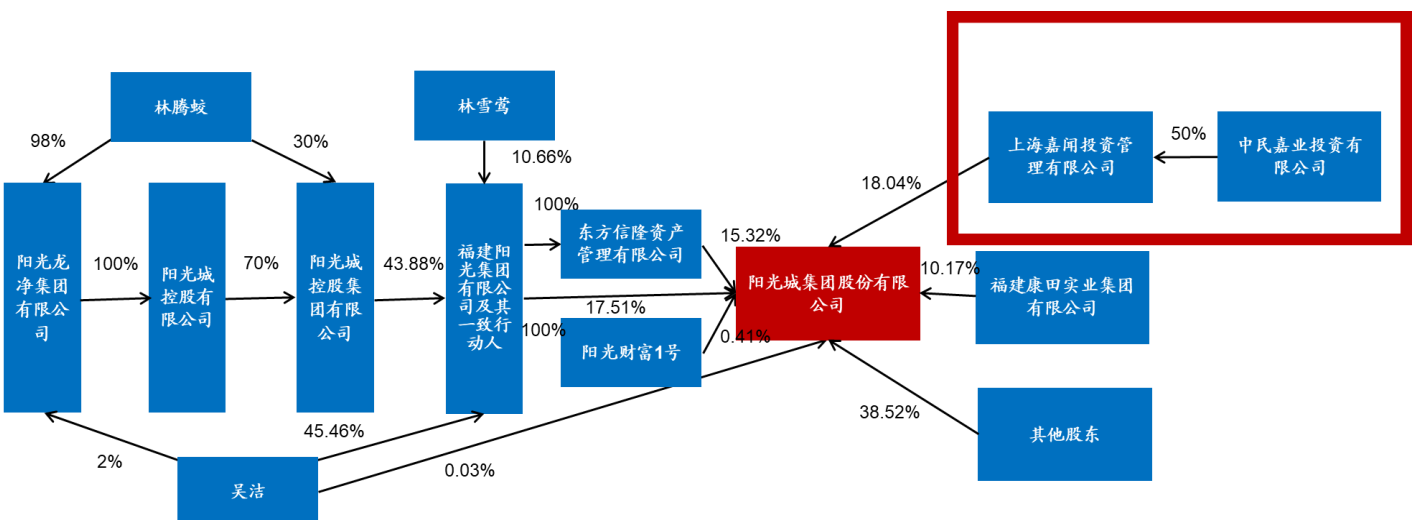
资料来源：公司 2013-2018 年年报、2019 年三季度报，海通证券研究所

图 4 公司近年资产负债率和净负债率 (%)

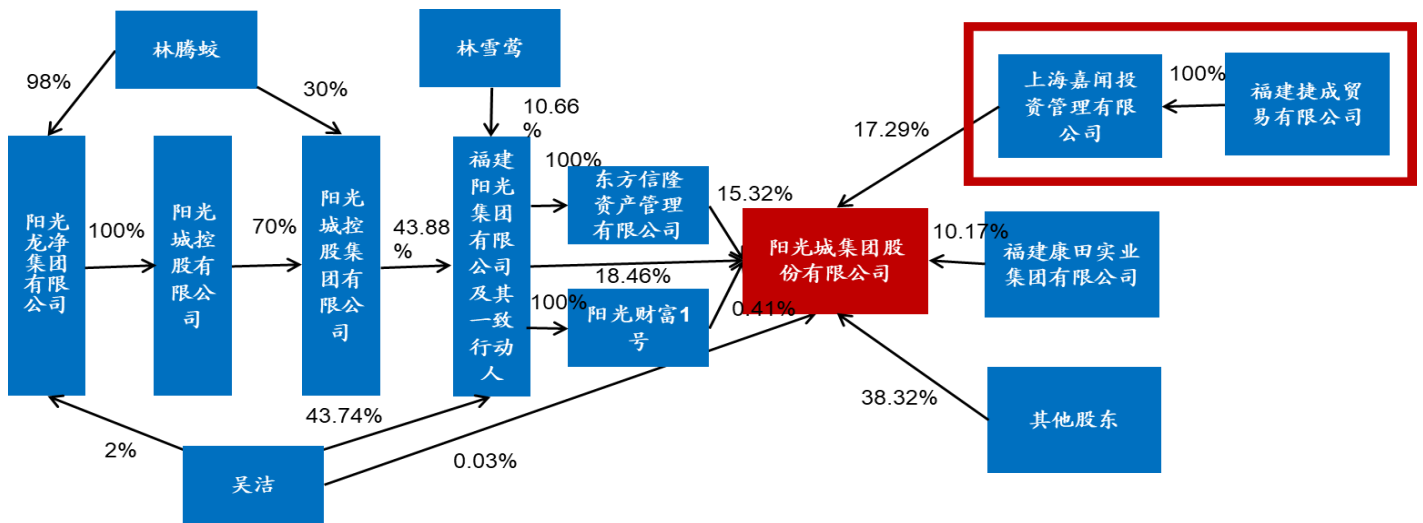


资料来源：公司 2013-2018 年年报、2019 年三季度报，海通证券研究所

图 5 股权结构 (变更前)



资料来源：《2019-02-26-000671.SZ-阳光城：关于股东股权结构变更的公告》，海通证券研究所

**图6 股权结构 (变更后)**


资料来源:《2019-10-24-000671.SZ-阳光城: 简式权益变动报告书》, 海通证券研究所

**表 3 2019-2021 年公司各板块业务情况预测 (人民币百万元)**

	2018	2019E	2020E	2021E
房地产	55501.27	77478.88	104858.06	141363.14
增速 (YOY)	70%	40%	35%	35%
商管收入	175.32	280.51	392.72	471.26
增速 (YOY)	110%	60%	40%	20%
建工板块收入	221.01	309.41	402.24	482.69
增速 (YOY)	287%	40%	30%	20%
酒店收入	132.38	198.57	278.00	361.40
增速 (YOY)	103%	50%	40%	30%
其他业务	440.11	506.13	556.74	612.41
增速 (YOY)	99%	15%	10%	10%
营业收入总计	56470.09	78773.50	106487.76	143290.90
毛利率 (%)	26.06%	25.79%	25.75%	25.71%
营业成本总计	41754.74	58456.09	79068.31	106447.81

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

表 4 公司盈利预测表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	56470	78774	106488	143291
营业成本	41755	58456	79068	106448
毛利率 (%)	26.1%	25.8%	25.7%	25.7%
营业税金及附加	3964	7168	9584	12753
营业税金率 (%)	7.0%	9.1%	9.0%	8.9%
营业费用	1757	2678	3621	4872
营业费用率 (%)	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	1577	1969	2662	3582
管理费用率 (%)	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
EBIT	7416	8501	11553	15636
财务费用	614	310	310	366
财务费用率 (%)	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	432	490	255	532
投资收益	55	620	70	50
营业利润	<b>6433</b>	<b>8306</b>	<b>11067</b>	<b>14817</b>
营业外收支	-44	-30	-30	-60
利润总额	<b>6389</b>	<b>8276</b>	<b>11037</b>	<b>14757</b>
EBITDA	7660	8665	11727	15818
所得税	2483	3197	4272	5708
有效所得税率 (%)	38.9%	38.6%	38.7%	38.7%
少数股东损益	889	897	1116	1538
归属母公司所有者净利润	<b>3018</b>	<b>4183</b>	<b>5649</b>	<b>7511</b>
摊薄每股收益 (元)	0.745	1.033	1.395	1.855

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

表 5 公司 RNAV 估值表 (人民币百万元)

WACC	8.50%
地产业务净权益增加值	4255.48
其他业务	1374.16
2018 年净资产账面价值	41029.80
RNAV	46659.45
股本 (百万股)	4050.07
每股 RNAV (人民币元)	11.52

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

表 6 A 股可比公司估值情况 (按 2019 年 10 月 25 日收盘价计算)

公司	股价 (人民币元每股)	EPS (元每股)			PE (倍)			PEG
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
浦东金桥	13.99	0.87	0.97	1.11	16.07	14.35	12.63	1.12
新城控股	33.49	4.66	6.33	8.29	7.19	5.29	4.04	0.16
中南建设	8.54	0.59	1.09	1.88	14.45	7.82	4.55	0.10
平均					12.57	9.15	7.07	0.46
阳光城	6.60	0.75	1.03	1.39	8.86	6.39	4.73	0.17

资料来源: Wind 数据, 阳光城 EPS 为海通预测数据, 其余 EPS 为 Wind 一致预测, 海通证券研究所

备注: 由于北辰实业 EPS 没有 Wind 一致预测, 因此可比公司更换为中南建设

**风险提示:** 公司销售不及预期, 行业受调控影响有下行风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>56470</b>	<b>78774</b>	<b>106488</b>	<b>143291</b>
每股收益	0.75	1.03	1.39	1.85	营业成本	41755	58456	79068	106448
每股净资产	5.67	6.63	7.95	9.70	毛利率%	26.1%	25.8%	25.7%	25.7%
每股经营现金流	5.39	2.60	1.44	1.08	营业税金及附加	3964	7168	9584	12753
每股股利	0.06	0.09	0.11	0.13	营业税金率%	7.0%	9.1%	9.0%	8.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1757	2678	3621	4872
P/E	8.86	6.39	4.73	3.56	营业费用率%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%
P/B	1.16	1.00	0.83	0.68	管理费用	1577	1969	2662	3582
P/S	0.47	0.34	0.25	0.19	管理费用率%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	13.21	11.34	8.70	6.78	EBIT	7416	8501	11553	15636
股息率%	<b>0.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	财务费用	614	310	310	366
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	26.1%	25.8%	25.7%	25.7%	资产减值损失	432	490	255	532
净利润率	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%	投资收益	55	620	70	50
净资产收益率	13.1%	15.6%	17.6%	19.1%	<b>营业利润</b>	<b>6433</b>	<b>8306</b>	<b>11067</b>	<b>14817</b>
资产回报率	1.1%	1.4%	1.6%	1.8%	营业外收支	-44	-30	-30	-60
投资回报率	3.9%	4.5%	5.7%	7.0%	<b>利润总额</b>	<b>6389</b>	<b>8276</b>	<b>11037</b>	<b>14757</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	7660	8665	11727	15818
营业收入增长率	70.3%	39.5%	35.2%	34.6%	所得税	2483	3197	4272	5708
EBIT 增长率	106.7%	14.6%	35.9%	35.3%	有效所得税率%	38.9%	38.6%	38.7%	38.7%
净利润增长率	46.4%	38.6%	35.1%	33.0%	少数股东损益	889	897	1116	1538
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3018</b>	<b>4183</b>	<b>5649</b>	<b>7511</b>
资产负债率	84.4%	85.0%	85.6%	85.6%					
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	货币资金	37848	40000	47000	52000
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	1256	2374	3209	4318
<b>经营效率指标</b>					存货	142172	163357	186298	212896
应收账款周转天数	5.8	11.0	11.0	11.0	其它流动资产	54100	66650	83192	102630
存货周转天数	1174.3	1020.0	860.0	730.0	流动资产合计	235376	272380	319699	371844
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	长期股权投资	9300	14300	19300	24300
固定资产周转率	16.5	31.2	55.0	61.1	固定资产	3336	1706	2167	2523
					在建工程	16	22	25	30
					无形资产	822	839	1103	1266
					非流动资产合计	28021	33895	42385	50668
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>263397</b>	<b>306275</b>	<b>362084</b>	<b>422512</b>
净利润	3018	4183	5649	7511	短期借款	17647	3352	15069	27268
少数股东损益	889	897	1116	1538	应付票据及应付账款	16428	16816	20579	24789
非现金支出	676	654	429	714	预收账款	62121	86651	106488	128962
非经营收益	854	-36	538	674	其它流动负债	60643	74616	89676	104593
营运资金变动	16395	4826	-1913	-6077	流动负债合计	156838	181435	231813	285612
<b>经营活动现金流</b>	<b>21831</b>	<b>10523</b>	<b>5819</b>	<b>4360</b>	长期借款	51418	59418	63418	66418
资产	-85	1415	-934	-764	其它长期负债	14111	19611	14611	9611
投资	-9738	-8759	-7760	-7760	非流动负债合计	65529	79029	78029	76029
其他	-6048	570	20	0	<b>负债总计</b>	<b>222367</b>	<b>260463</b>	<b>309841</b>	<b>361640</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-15872</b>	<b>-6775</b>	<b>-8674</b>	<b>-8524</b>	实收资本	4050	4050	4050	4050
债权募资	-2258	-8795	6717	10199	普通股股东权益	22979	26864	32179	39269
股权募资	9593	100	100	100	少数股东权益	18051	18948	20064	21602
其他	-13626	7099	3038	-1135	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>263397</b>	<b>306275</b>	<b>362084</b>	<b>422512</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-6291</b>	<b>-1596</b>	<b>9855</b>	<b>9164</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-332</b>	<b>2152</b>	<b>7000</b>	<b>5000</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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： 浦东金桥,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,我爱我家,中国恒大,华侨城 A,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,外高桥,北辰实业,天保基建

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。