

# 阳光城 (000671)

证券研究报告

2019年10月27日

## 业绩增长略超预期，减持落地提振估值

**业绩维持高增长，盈利能力稳步提升。**2019 前三季度，公司实现营业收入 320.3 亿元，同比增长 23.47%；实现归母净利润 22.5 亿元，同比增长 42.56%，略微超出此前的预期；实现归母扣非净利润 20.66 亿元，同比增长 54.61%。2019 年前三季度，公司实现毛利率、净利率分别为 28.38%、7.85%，同比分别增长 1.9、1.6 个 PCT，环比 18 年末分别变动-2.3、4 个 PCT。截止报告期末，公司预收款项 882.1 亿元，同比增长 21.55%，主要为预售房款，前三季度业绩锁定度达 275%，对未来收入的确认度较高。

**销售额为业内高增长、拿地多均价稳，地售比低位。**2019 前三季度，公司实现销售金额 1502.11 亿元，同比上升 37.79%，较 2019H1 增速 35.86%上升 1.94 个百分点，实现销售面积 1206.35 万方，同比上升 48.43%，较 2019H1 增速 51.65%回落 3.22 个百分点。累计销售均价 1.25 万元/平米，维持稳定。公司销售增速稳重有增，后续来看，公司重点布局的一二线城市市场预计有望保持韧性。

2019 年前三季度公司累计新增项目 48 个，累计新增计容建面 909.38 万方，公司累计拿地楼面均价为 0.42 万元/方，土地成本得到控制，影响拿地销售金额比，且三季度公司拿地节奏有所放缓，累计拿地销售比处于历史中低位水平为 0.25。

**杠杆水平显著降低、短期偿债能力改善明显：**2019 前三季度公司资产负债率 84.39%，扣预资产负债率 84.4%，环比年初下降 1.4 个 PCT，净负债率 142.2%，较 2018 年末下降 39.35 个百分点。公司坚持现金为王，强化资金管控，前三季度实现经营性净现金持续净流入 113.1 亿元，在手货币资金 443.3 亿元，占总资产比重 14.3%，较 2018 年末的 14.4%变化不大。短债覆盖倍数达到 1.41，较 2018 年末的 0.79 倍提升 0.62，实现全额覆盖，短期偿债能力明显改善。

**中民嘉业减持落地，估值有望得到修复。**福建捷成受让中民嘉业持有的上海嘉园 50%股权，合并持有上海嘉园 100%股权，从而间接持有阳光城 700,166,880 股股份，占阳光城总股本的 17.29%。除本次权益变动之外，福建捷成尚未有任何明确计划在未来 12 个月内变动阳光城股份。减持落地后，对公司股价压制解除，估值有望得到修复。

### 投资建议

我们认为公司业绩增速水平在行业内属于较高水平，可售货值储备充裕。公司前三季度销售额同比大增 37.8%，处于行业较高，在一二线市场持续领跑全国的情形下有望保持韧性，全年突破 2000 亿（对应增速 23%）为大概率事件；拿地方面公司趋于放缓，楼面均价得到控制，有望加快周转速度。公司杠杆水平大幅改善后，信用评级获惠誉等机构提升，中长期负债成本下降可期。此外近期中民嘉业减持落地，公司估值有望得到修复。基于此我们预计公司 19/20 年归母净利润分别为 40.9 亿/56.1 亿，对应 EPS 分别为 1.01/1.39 元，对应 PE 为 6.53X、4.76X，维持“买入”评级。

**风险提示：**一二线房屋销售不及预期、房屋价格大幅下滑

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,163.13	56,470.09	76,053.96	98,724.70	128,182.12
增长率(%)	69.22	70.28	34.68	29.81	29.84
EBITDA(百万元)	3,884.99	7,135.58	9,844.01	13,408.59	17,596.58
净利润(百万元)	2,061.97	3,017.86	4,092.66	5,612.54	7,452.36
增长率(%)	67.63	46.36	35.61	37.14	32.78
EPS(元/股)	0.51	0.75	1.01	1.39	1.84
市盈率(P/E)	12.96	8.86	6.53	4.76	3.59
市净率(P/B)	1.40	1.16	1.30	1.06	0.84
市销率(P/S)	0.81	0.47	0.35	0.27	0.21
EV/EBITDA	28.75	13.87	4.00	3.26	0.10

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.6 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	4,050.07
流通 A 股股本(百万股)	3,971.89
A 股总市值(百万元)	26,730.48
流通 A 股市值(百万元)	26,214.46
每股净资产(元)	4.89
资产负债率(%)	84.39
一年内最高/最低(元)	9.18/5.09

### 作者

**陈天诚** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《阳光城-半年报点评:杠杆水平下降, 负债结构优化, 业绩维持高增长》2019-08-02
- 《阳光城-公司点评:业绩略超预期, 杠杆水平大幅下降, 信用评级有望提升》2019-07-16
- 《阳光城-年报点评报告:净负债率大幅下降、受益于融资宽松及一二线回暖》2019-03-16

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	36,373.51	37,848.32	84,382.87	80,033.36	119,806.91
应收票据及应收账款	523.58	1,256.09	2,340.92	1,571.44	3,489.17
预付账款	9,043.89	5,953.06	6,628.18	10,928.24	12,926.88
存货	126,490.51	142,171.69	140,906.29	144,895.94	162,570.12
其他	25,981.48	48,146.60	4,726.96	48,497.23	18,849.84
<b>流动资产合计</b>	<b>198,412.96</b>	<b>235,375.75</b>	<b>238,985.22</b>	<b>285,926.21</b>	<b>317,642.94</b>
长期股权投资	1,875.45	9,300.46	16,725.48	17,981.48	22,981.48
固定资产	3,528.10	3,336.04	3,188.63	3,058.50	2,925.73
在建工程	16.30	16.30	45.78	75.47	75.28
无形资产	799.00	821.98	795.12	768.26	741.40
其他	8,618.26	14,546.09	13,116.37	14,681.33	16,187.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,837.11</b>	<b>28,020.88</b>	<b>33,871.39</b>	<b>36,565.05</b>	<b>42,911.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>213,250.07</b>	<b>263,396.63</b>	<b>272,856.60</b>	<b>322,491.26</b>	<b>360,554.16</b>
短期借款	17,407.27	17,647.36	15,000.00	15,000.00	15,000.00
应付票据及应付账款	8,953.71	16,427.73	24,461.31	24,533.36	33,779.17
其他	90,735.67	122,763.21	143,937.44	180,096.84	193,158.69
<b>流动负债合计</b>	<b>117,096.65</b>	<b>156,838.31</b>	<b>183,398.74</b>	<b>219,630.20</b>	<b>241,937.86</b>
长期借款	56,274.87	51,417.77	35,000.00	40,000.00	45,000.00
应付债券	8,577.48	12,984.51	13,462.32	14,652.45	15,982.30
其他	731.49	1,126.23	723.42	860.38	903.34
<b>非流动负债合计</b>	<b>65,583.84</b>	<b>65,528.51</b>	<b>49,185.74</b>	<b>55,512.83</b>	<b>61,885.64</b>
<b>负债合计</b>	<b>182,680.49</b>	<b>222,366.82</b>	<b>232,584.48</b>	<b>275,143.03</b>	<b>303,823.50</b>
少数股东权益	11,419.46	18,051.10	19,722.75	22,015.19	25,059.12
股本	4,050.07	4,050.07	4,050.07	4,050.07	4,050.07
资本公积	3,548.76	3,575.44	3,443.81	3,456.81	3,460.81
留存收益	10,385.13	13,152.17	16,499.30	21,282.96	27,621.47
其他	1,166.16	2,201.03	(3,443.81)	(3,456.81)	(3,460.81)
<b>股东权益合计</b>	<b>30,569.58</b>	<b>41,029.80</b>	<b>40,272.12</b>	<b>47,348.23</b>	<b>56,730.66</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>213,250.07</b>	<b>263,396.63</b>	<b>272,856.60</b>	<b>322,491.26</b>	<b>360,554.16</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,228.35	3,906.36	4,092.66	5,612.54	7,452.36
折旧摊销	89.79	243.73	204.79	207.31	209.82
财务费用	481.39	875.30	219.38	278.64	221.51
投资损失	(70.02)	(54.54)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	4,687.35	15,248.39	77,301.30	(8,445.05)	40,040.46
其它	1,402.12	1,611.88	1,672.93	2,295.21	3,046.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,818.98</b>	<b>21,831.11</b>	<b>83,461.05</b>	<b>(81.36)</b>	<b>50,940.74</b>
资本支出	4,120.18	7,007.58	7,887.83	1,199.04	5,007.04
长期投资	873.23	7,425.02	7,425.02	1,256.00	5,000.00
其他	(37,011.76)	(30,304.46)	(23,637.52)	(4,805.80)	(16,168.71)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(32,018.35)</b>	<b>(15,871.86)</b>	<b>(8,324.67)</b>	<b>(2,350.76)</b>	<b>(6,161.67)</b>
债权融资	113,373.50	112,322.78	90,462.32	89,652.45	85,982.30
股权融资	3,972.85	487.35	(6,127.47)	(265.64)	(217.51)
其他	(77,633.09)	(119,101.21)	(112,936.68)	(91,304.20)	(90,770.30)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>39,713.26</b>	<b>(6,291.08)</b>	<b>(28,601.83)</b>	<b>(1,917.39)</b>	<b>(5,005.51)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>16,513.90</b>	<b>(331.83)</b>	<b>46,534.55</b>	<b>(4,349.51)</b>	<b>39,773.56</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>33,163.13</b>	<b>56,470.09</b>	<b>76,053.96</b>	<b>98,724.70</b>	<b>128,182.12</b>
营业成本	24,846.71	41,754.75	56,615.59	73,492.00	95,420.50
营业税金及附加	2,591.20	3,964.21	5,339.01	6,930.50	8,998.42
营业费用	960.88	1,757.49	2,366.99	1,974.49	2,563.64
管理费用	1,176.60	1,577.39	2,124.44	3,159.19	3,845.46
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	127.98	613.98	219.38	278.64	221.51
资产减值损失	(19.16)	432.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	125.05	(49.52)	1.28	2.76	2.67
投资净收益	70.02	54.54	30.00	30.00	30.00
其他	(391.60)	(68.27)	(62.56)	(65.52)	(65.34)
<b>营业利润</b>	<b>3,675.45</b>	<b>6,433.45</b>	<b>9,419.84</b>	<b>12,922.64</b>	<b>17,165.26</b>
营业外收入	37.73	59.95	47.18	52.65	45.32
营业外支出	109.41	104.20	39.00	46.00	43.00
<b>利润总额</b>	<b>3,603.77</b>	<b>6,389.19</b>	<b>9,428.02</b>	<b>12,929.29</b>	<b>17,167.58</b>
所得税	1,375.42	2,482.83	3,663.71	5,024.30	6,671.29
<b>净利润</b>	<b>2,228.35</b>	<b>3,906.36</b>	<b>5,764.31</b>	<b>7,904.99</b>	<b>10,496.29</b>
少数股东损益	166.39	888.50	1,671.65	2,292.45	3,043.92
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,061.97</b>	<b>3,017.86</b>	<b>4,092.66</b>	<b>5,612.54</b>	<b>7,452.36</b>
每股收益(元)	0.51	0.75	1.01	1.39	1.84

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	69.22%	70.28%	34.68%	29.81%	29.84%
营业利润	77.90%	75.04%	46.42%	37.19%	32.83%
归属于母公司净利润	67.63%	46.36%	35.61%	37.14%	32.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.08%	26.06%	25.56%	25.56%	25.56%
净利率	6.22%	5.34%	5.38%	5.69%	5.81%
ROE	10.77%	13.13%	19.92%	22.16%	23.53%
ROIC	3.71%	4.35%	5.84%	24.28%	25.14%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	85.66%	84.42%	85.24%	85.32%	84.27%
净负债率	251.88%	181.51%	15.10%	20.32%	-59.62%
流动比率	1.69	1.50	1.30	1.30	1.31
速动比率	0.61	0.59	0.53	0.64	0.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	49.90	63.46	42.29	50.47	50.66
存货周转率	0.33	0.42	0.54	0.69	0.83
总资产周转率	0.20	0.24	0.28	0.33	0.38
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.51	0.75	1.01	1.39	1.84
每股经营现金流	2.18	5.39	20.61	-0.02	12.58
每股净资产	4.73	5.67	5.07	6.25	7.82
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.96	8.86	6.53	4.76	3.59
市净率	1.40	1.16	1.30	1.06	0.84
EV/EBITDA	28.75	13.87	4.00	3.26	0.10
EV/EBIT	29.37	14.17	4.09	3.31	0.10

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com