

# 深耕高能级城市，发展步入快车道



——阳光城 (000671)

## 核心观点

### ❖ 立足福州，走向全国

阳光城集团股份有限公司是以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。公司1995年始创于福州，1996年在上交所挂牌上市。2012年以前，公司一直立足于福州，2012年后公司管理总部迁往上海，从此开始了公司的全国性布局。目前，公司已拥有30个区域公司，布局全国80多个城市，全国布局已基本形成。

### ❖ 销售迅猛，拿地积极，深耕一、二线城市

克而瑞数据显示，2018年公司实现销售金额1,628.56亿元，在房企中排名第14位；销售面积1,266.38万平方米，排名第13位。截至2018年底公司拥有土地储备总计4417.77万平方米，其中一二线城市土地储备面积占比76.87%，可满足公司接下来2-3年的发展需求。公司坚持立足于福州大本营、深耕一、二线城市、适度下沉都市圈周边三、四线城市，在行业整体下行的周期中，公司一、二线丰富的土储将会为公司接下来的持续发展增加动力。

### ❖ 融资渠道丰富，成本优势显著，去杠杆良好

2018年，公司房地产销售回款增加，经营净现金流218亿元，同比增长147.55%，实现连续两个会计年度保持正值。公司负债虽多但债务结构较为合理：以较低成本的银行贷款和债券融资为主。2018年底，公司一年内到期的负债为482.11亿元，仅占42.81%，短期偿债压力较小。2018年，伴随业绩高增速，公司同时实现了财务指标、特别是偿债指标的大幅优化，逐渐由融资驱动向经营驱动过渡。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。2018年公司实现归属于上市公司股东的净利润为30.18亿元，同比增长46.36%，对应基本每股收益0.66元。我们预计2019-2021年公司主营业务收入分别为610.54、769.99和943.05亿元，净利润有望达到41.51、58.47和70.78亿元，EPS分别为1.02、1.44和1.75元/股，对应PE分别为6.65、4.72和3.90倍，公司未来几年业绩有望保持高增长。

**风险提示：**房地产销售不及预期；布局城市调控政策力度超预期等

#### 盈利预测与估值

	2018	2019	2020	2021
营业收入(百万)	56470	61054	76999	94305
+/-%	70%	8%	26%	22%
净利润(百万)	3018	4151	5847	7078
+/-%	46%	38%	41%	21%
EPS(元)	0.75	1.02	1.44	1.75
PE	9.15	6.65	4.72	3.90

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2019/5/17
前收盘价	6.71元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

### 方科

证书编号：S1100518070002  
021-68595195  
fangke@cczq.com

## 👤 联系人

### 徐伟平

证书编号：S1100117100001  
010-66495956  
xuweiping@cczq.com

## 📍 川财研究所

**北京** 西城区平安里西大街28号  
中海国际中心15楼，  
100034

**上海** 陆家嘴环路1000号恒生大厦  
11楼，200120

**深圳** 福田区福华一路6号免税商务大厦  
30层，518000

**成都** 中国(四川)自由贸易试验区  
成都市高新区交子大道  
177号中海国际中心B座17  
楼，610041

## 正文目录

一、公司概况 .....	5
1.1 立足福州，走向全国 .....	5
1.2 股权集中，结构稳定 .....	6
1.3 职业经理人引领公司实现跨越式发展 .....	7
1.4 多维激励，护航发展 .....	8
二、销售迅猛，拿地积极，深耕一、二线城市，强化布局西部战略城市 .....	9
2.1 公司加速扩张，销售迅猛增长 .....	10
2.2 拿地积极，土储丰富，货值充足 .....	11
2.3 周转进一步提高，毛利率明显改善 .....	14
2.4 稳步发展，2019 信心满怀 .....	16
三、融资渠道丰富，成本优势显著，去杠杆良好 .....	17
给予“增持”评级 .....	20
风险提示 .....	20
盈利预测 .....	21

## 图表目录

图 1.	阳光城成长历程.....	5
图 2.	2012 年以来公司总资产及同比.....	6
图 3.	2012 年以来公司净资产及同比.....	6
图 4.	2012 年以来公司营业收入及同比.....	6
图 5.	2012 年以来公司净利润及同比.....	6
图 6.	阳光城股权结构图（截至 2018 年半年度）.....	7
图 7.	阳光城集团全国布局图.....	9
图 8.	2013 年以来公司销售金额及同比.....	10
图 9.	2013 年以来公司销售面积及同比.....	10
图 10.	2013 年以来公司销售金额排名.....	10
图 11.	2013 年以来公司销售面积排名.....	10
图 12.	2018 年度公司各区域销售金额情况.....	11
图 13.	2018 年度公司各区域权益销售金额情况.....	11
图 14.	2018 年度公司各区域销售面积情况.....	11
图 15.	2018 年度公司各区域权益销售面积情况.....	11
图 16.	近年公司新增土储面积（万平方米）及同比.....	12
图 17.	近年公司新增土储权益金额（亿元）及同比.....	12
图 18.	近年来公司新增土储项目数量.....	12
图 19.	近年来公司拿地均价（元/平方米）.....	12
图 20.	2018 年底公司各区域累计土储建筑面积.....	13
图 21.	2018 年底公司各区域剩余可售面积.....	13
图 22.	截止 2018 年底公司累计土地储备楼面价.....	13
图 23.	2015 年与 2017 年底土储地区分布（按货值）.....	14
图 24.	近年来公司房地产业务毛利率变化情况.....	15
图 25.	近年来公司三费变化情况.....	15
图 26.	2018 年度销售以及回款情况.....	15
图 27.	2018 年公司分类结算情况.....	15
图 28.	2018 年末在建面积以及 2019 年新开工计划.....	16
图 29.	2019 年度公司新供货区域排布.....	16
图 30.	2019 年度新供货计划.....	17
图 31.	近年来公司总现金与经营性现金流（亿元）.....	18
图 32.	今年公司货币资金与有息负债情况（亿元）.....	18
图 33.	近年来公司加权融资成本（亿元）.....	18
图 34.	近年来公司债务结构（亿元）.....	18
图 35.	公司近年来负债率.....	19

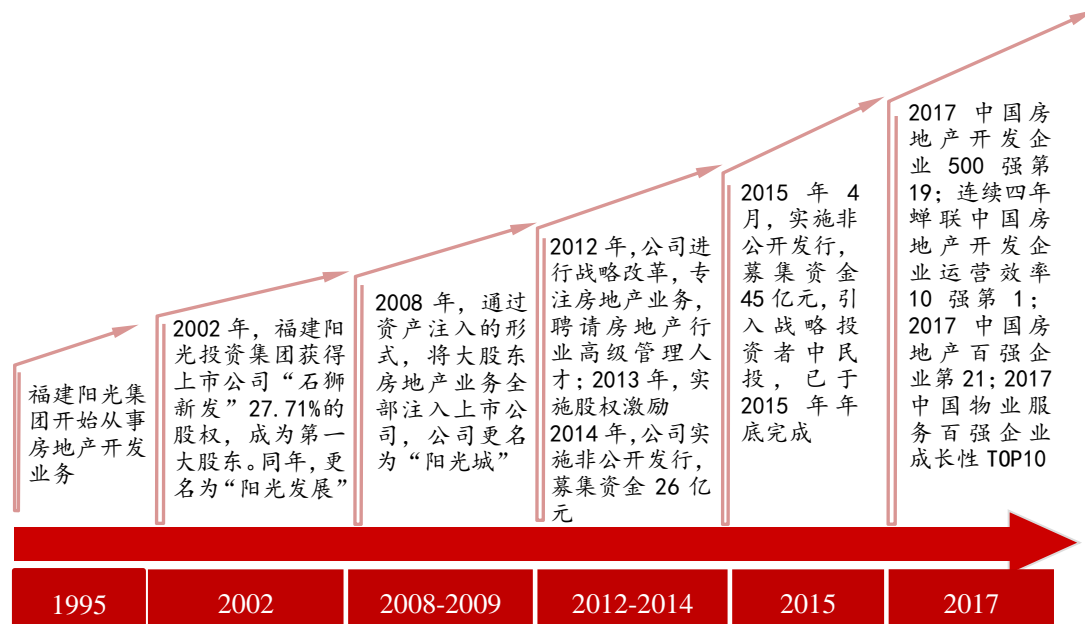
表格 1. 公司优秀的地产职业经理人.....	8
表格 2. 2019 年公司投资预测.....	17
表格 3. 近年来公司融资结构.....	19

## 一、公司概况

### 1.1 立足福州，走向全国

阳光城集团股份有限公司是以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。公司于1995年始创于福州，于1996年在上交所挂牌上市。2012年以前，公司立足于福州；2012年，公司管理总部迁至上海，奠定深耕一、二线城市基调，并于当年实现销售业绩首破100亿，开始了布局全国的步伐。2013年公司深入布局全国多个城市，并开始深耕长三角，首进房企销售百强前30。2014年，公司开始进入杭州，将长三角版图进一步完善；2016年，公司首次进入广州、佛山、东莞、长沙、武汉、南昌、成都、郑州8个核心城市，完成3+1+X战略布局。2017年，阳光城在原有战略布局上进一步深化，提出“三全”投资战略，即：全地域发展、全方式拿地、全业态发展。在现有布局战略的基础上，形成二线城市全覆盖的战略格局。同时开启多元取地通道，并积极拓展更多业态和加速全产业链布局，积极拓展产业地产及园区运营、经营性物业运营等业务。

图1. 阳光城成长历程



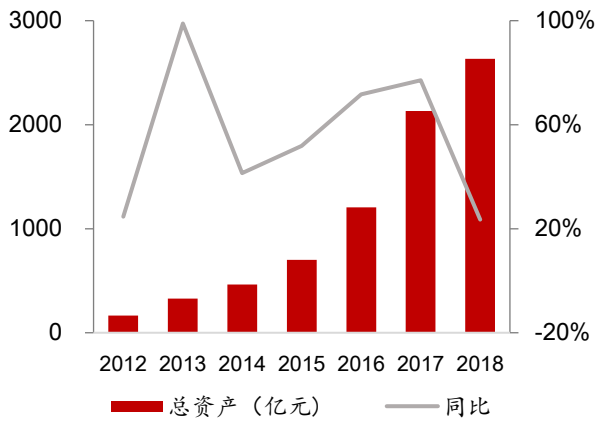
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2015年以来，公司总资产增速保持在50%以上，2016、2017更是达到70%以上，2018年，公司总资产达到2633.97亿元，同比增长23.52%；净资产达到410.30亿元，同比增长34.22%，增速较前几年有所降低，公司进入稳定

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004

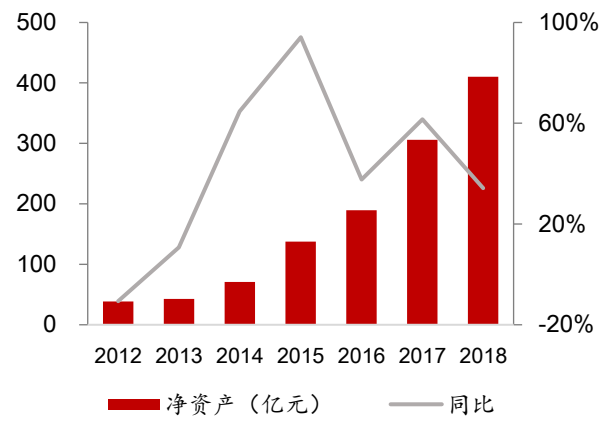
发展时期。

图2. 2012年以来公司总资产及同比



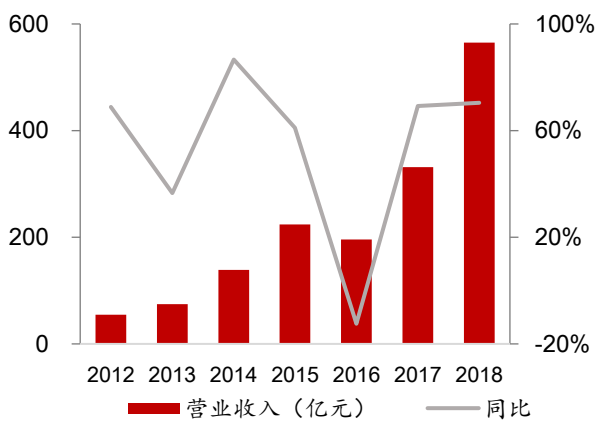
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图3. 2012年以来公司净资产及同比



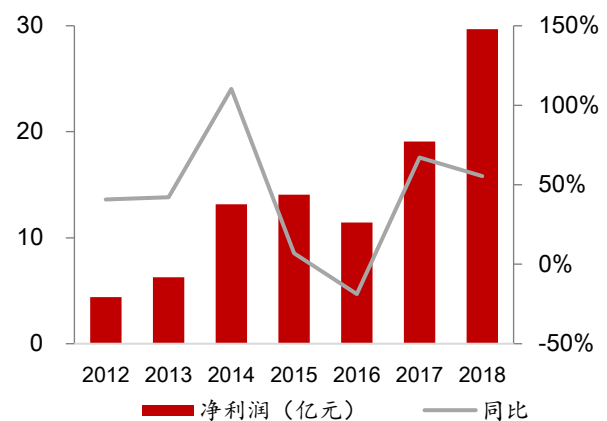
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图4. 2012年以来公司营业收入及同比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图5. 2012年以来公司净利润及同比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

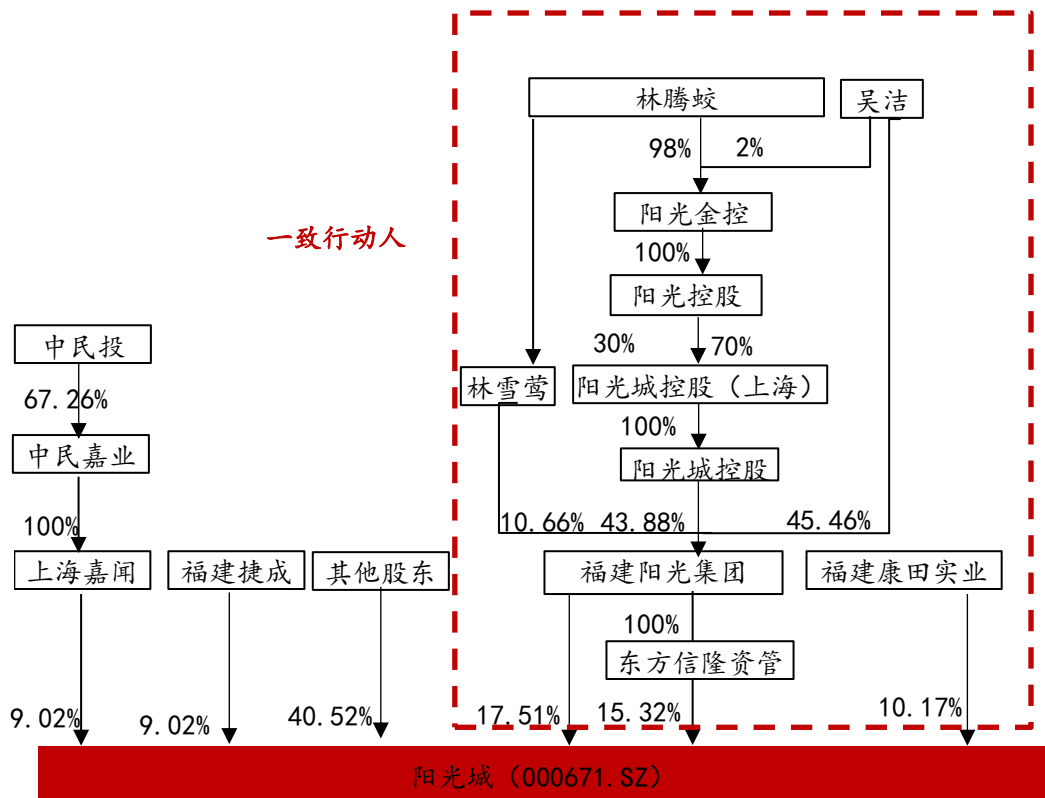
## 1.2 股权集中，结构稳定

2002年，阳光控股集团与福建新潮集团签订股权转让协议，以阳光地产42.17%的股权置换上市平台石狮新发27.71%的股权，成为上市平台的第一大股东。2009年，阳光集团将体内房地产业务注入上市平台，同年上市平台更名为阳光城。公司在2013年9月第一次非公开发行2.28亿股，募资26亿元；在2015年定增7.31亿股，募资45亿元，引入中民投（上海嘉闻投资管理有限公司）作为公司第二大股东。

目前大股东阳光集团和一致行动人合计持有公司43.00%的股份，公司实际控

制人为林腾蛟；二股东中民投原持股 18.04%，于 2019 年 2 月分将其持有的上海嘉闻 50%的股权转让给福建捷成贸易有限公司。本次股权转让以及中民嘉业已将其所持有的上海嘉闻 10%股权质押给阳光集团，阳光城控股股东阳光集团对阳光城的掌控权更加稳固。

图6. 阳光城股权结构图（截至 2018 年半年度）



资料来源: wind, 公司公告, 川财证券研究所

### 1.3 职业经理人引领公司实现跨越式发展

公司奉行“精英治理、三权分立”的现代企业管理机制，招揽行业顶尖职业经理人并充分授权，简单透明、结果导向、合作共赢，以高效发挥优秀人才梯队的治理职能，为公司持续发展提供强有力保障。从公司的实际控制人以及一致行动人来看，阳光城本质上是一个家族企业。但董事局主席林腾蛟在“去家族化”之路上是绝对的先行者，一直保持给予职业经理人的充分放权，推进公司高层管理人员与治理体系的专业化、系统化。

朱荣斌和吴建斌于 2017 年 6 月加入阳光城，提出区域集团化的理念，于 2017 年 11 月正式管理公司事务，分别担任公司执行董事及总裁、执行副总裁，随后又吸引阚乃桂、徐爱国等地产职业经理人纷纷入驻，在原先优秀管理团队基础上形成新团队。朱荣斌一直强调，品质提升对阳光城的快周转策略没有影响，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004

因此要加强对项目品质的监管，专注提升产品设计和工程质量，巩固产品核心竞争力。同时加强总部的监督和服务职能，积极推动按区域分层放权，对分区域充分授权，将投资拿地行动直接交给各区域公司；同时，每个区域成立多个覆盖自己区域的团队，形成了覆盖全国 30 多个区域的上百个项目团队。

目前公司已拥有 30 个区域公司，布局全国 80 多个城市，全国布局已基本形成。2018 年，公司进一步优化强化集团及区域管理层，集团高管齐备强大，区域人才储备优质。同时，公司推出“光合工程”人才战略发展体系亦获得有效进展，光之子成长迅速、骨干涌现。2018 年，市公司当前管理团队组建以来面临的第一个完整财务年度。公司实现了销售破千亿的跨越式发展，同时实现了效益提升、库存优化、推按对提升、管理加强和品质提升。

表格1. 公司优秀的地产职业经理人

姓名	履历
朱荣斌	集团执行董事长兼总裁，全面负责阳光城集团各项管理工作。曾履职中海地产、富力地产，此前任职碧桂园联席总裁，执行董事；朱荣斌先生在富力地产主导成立“成本控制中心”，期间带领富力地产利润由负转正，不断攀升；曾任碧桂园一线事业部负责人，擅长项目品质管控。
吴建斌	集团执行副总裁，分管集团财务管理中心、法务及风险管理部与流程及信息管理部工作。曾履职中海 27 年，先后担任中海执行董事兼财务总监，副总经理；此前担任碧桂园执行董事、CFO 等职务，擅长成本控制、境内外融资等资本市场业务。
阚乃桂	集团执行副总裁兼合约管理中心总经理，分管集团营运管理中心工作。曾任世茂房地产副总裁、执行董事，此前在中海负责计划管理和合约成本管理工作，擅长合约成本管理和设计管理。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

同时，公司提出“三全”投资策略——全地域发展、全方式拿地、全业态发展，以及“五圆”发展模型——充分保障人才、土储和资金三要素，整合运营管控体系，夯实基础开发能力，形成“人等地”、“地等钱”、“钱催人”的良性循环格局。对四、五线城市审慎投资，不做大盘，强调高周转。

#### 1.4 多维激励，护航发展

公司完善了全方位多层次的激励体系，建立了从集团到区域、从全局到项目、从股权激励到经营评价、项目共赢等多维度、多层次的激励考评体系，进一步

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004



提升公司主人翁意识，为公司提升运营效率提供保障。

2018年7月，公司推出2018年股权激励计划，股票期权数量高达34,500万份，占公司股本总额的8.52%，覆盖了422名核心业务骨干，为历史最高水平。同时，在正常经营评价之外，2018年公司对“双赢机制”持续进行优化完善，保持其先进性、适用性，形成了风险共担、盈利共享的良性循环，充分调动经营管理层和员工的积极性和创造性，增强公司管理团队和业务骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，确保公司发展目标的实现。截至2018年末，公司“双赢”机制覆盖项目数量达到172个，极大地激发了员工主人翁意识，在提升公司运营效率的同时有效控制了其他风险。

## 二、销售迅猛，拿地积极，深耕一、二线城市

公司从立足于福州开始，逐渐走向全国，并建立起以京津冀、长三角、珠三角、大福建以及内地战略城市为核心的全国区域布局。2017年，公司新增包括天津、山东、河北、海南、新疆、贵州、重庆、云南、粤东、南粤、辽宁、安徽、甘肃等13个新区域，已拥有30个区域公司，全国布局已基本形成。

图7. 阳光城集团全国布局图

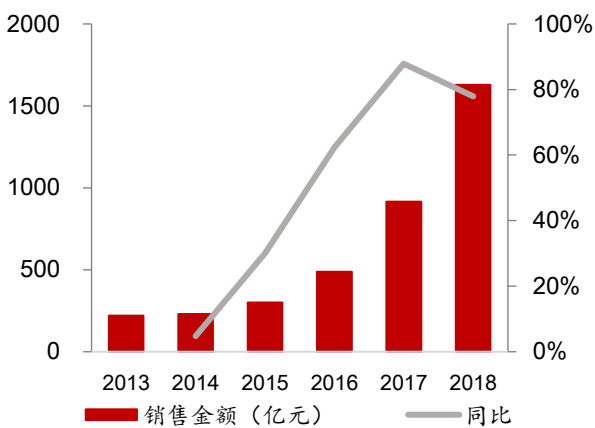


资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 2.1 公司加速扩张，销售迅猛增长

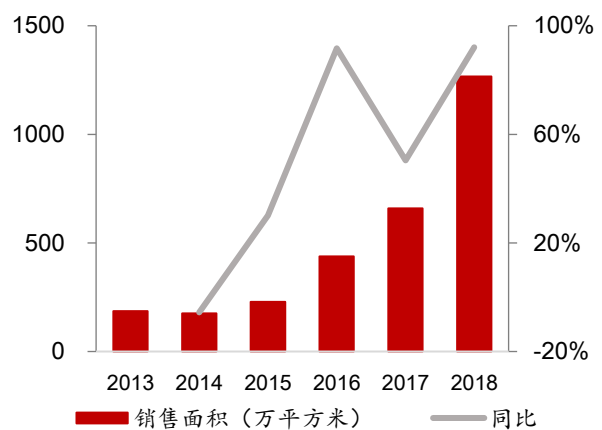
2014 年以来，公司进入快速增长阶段，销售迅猛发力，四年实现 7 倍增长，复合增长率达到 63%。凭借快速提升的企业综合实力及品牌价值，公司发展成效显著，2018 年，公司实现销售金额 1,628.56 亿元，权益销售金额 1183.25 亿元；销售面积 1,266.38 万平方米，权益销售面积 895.11 万平方米。同时，公司在房企销售额排行中逐年提升，在 2018 年，达到了销售金额排名 14，销售面积排名 13。

图8. 2013 年以来公司销售金额及同比



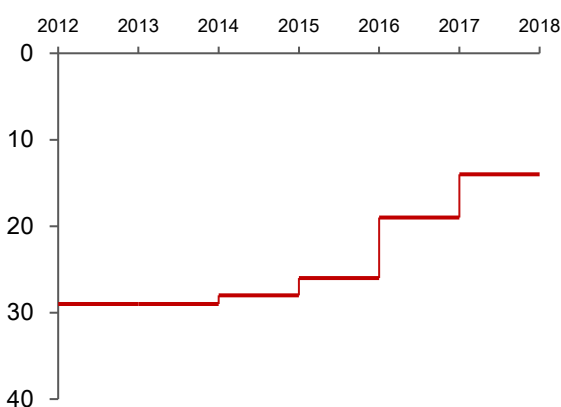
资料来源：克尔瑞，公司公告，川财证券研究所

图9. 2013 年以来公司销售面积及同比



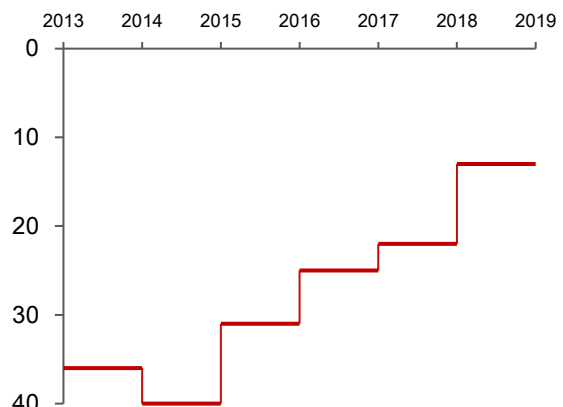
资料来源：克尔瑞，公司公告，川财证券研究所

图10. 2013 年以来公司销售金额排名



资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

图11. 2013 年以来公司销售面积排名



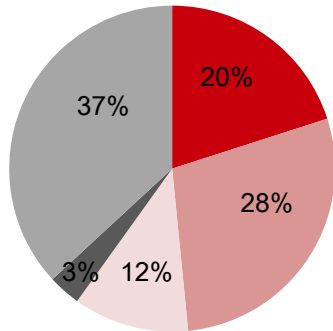
资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

近年来，公司始终立足于福州大本营，同时也加大了各核心区域以及内地战略

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004

城市的布局。公司的销售主要集中在内地战略城市以及长三角区域。同时，福建区域也是公司始终坚持的重要战略区域。

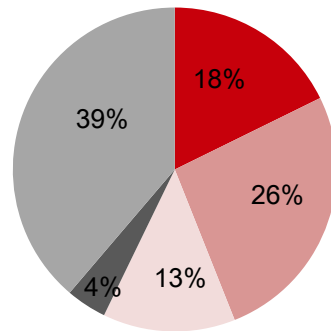
图12. 2018 年度公司各区域销售金额情况



■ 大福建 ■ 长三角 ■ 珠三角 ■ 京津冀 ■ 内地

资料来源：公司公告，川财证券研究所

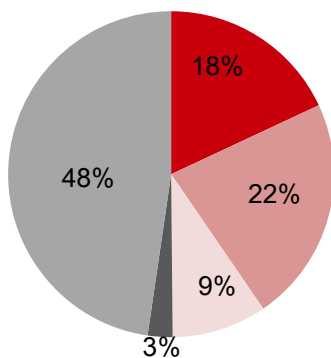
图13. 2018 年度公司各区域权益销售金额情况



■ 大福建 ■ 长三角 ■ 珠三角 ■ 京津冀 ■ 内地

资料来源：公司公告，川财证券研究所

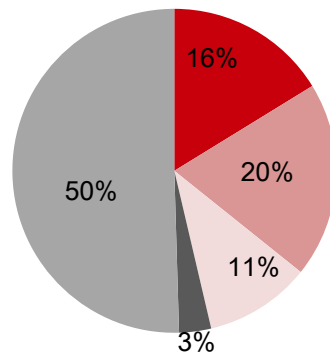
图14. 2018 年度公司各区域销售面积情况



■ 大福建 ■ 长三角 ■ 珠三角 ■ 京津冀 ■ 内地

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图15. 2018 年度公司各区域权益销售面积情况



■ 大福建 ■ 长三角 ■ 珠三角 ■ 京津冀 ■ 内地

资料来源：公司公告，川财证券研究所

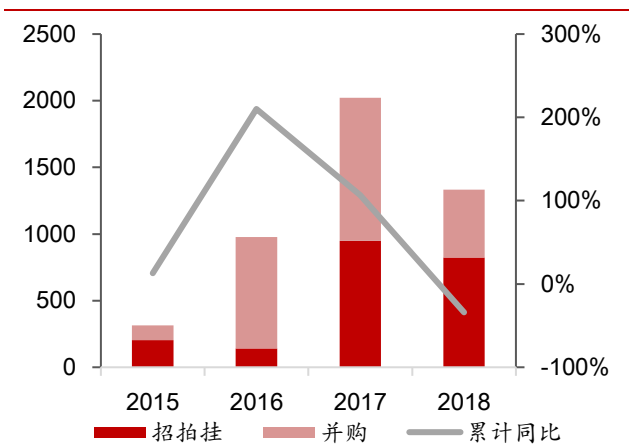
## 2.2 拿地积极，土储丰富，货值充足

公司准确理解地产行业周期规律，坚持实施“三全”投资战略，在恰当的时机通过招拍挂、收并购、一级土地整理、三旧改造、特色小镇、寻找外部战略合作资源等多种方式进行投资布局。2015 年起，通过并购与招拍挂的并举，阳光城开启新一轮大幅补库存，加大土地储备投资，近年来新增项目增速迅猛，按计容建面计算，2016、2017 年同比增速分别为 175%和 168%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004

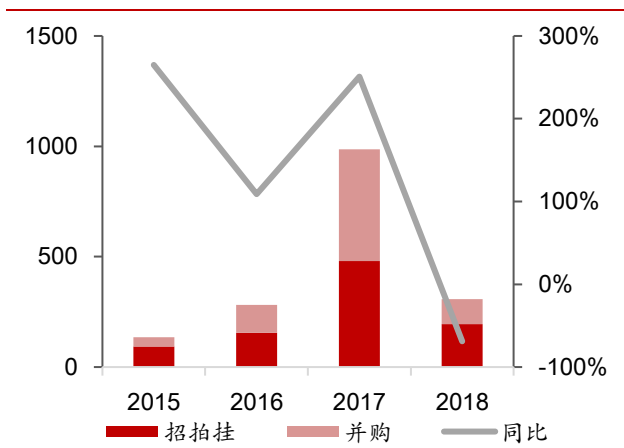
2018年,在保证现金流安全和负债率可控的情况下,公司始终保持战略定力,精准把握市场,2018年5月,针对市场可能出现下行,公司开始收缩投资节奏,7月当机立断踩刹车,所有经过投资决策的项目重新进行评价,11、12月判断市场可能形成回暖,集中在一二线城市,以底价或底价附近的低价获取了多宗优质土地。2018年公司共以权益对价306亿元合计补充土地储备面积约1,333万平方米。2019年,公司预计拿地方面的金额约在800亿左右,稳固在一二线城市,适当地进入经济较发达、规模较大、人口吸附力强的城市,特别是大城市周边的城市群和二线城市,保持适度关注三四线城市。

图16. 近年公司新增土储面积(万平方米)及同比



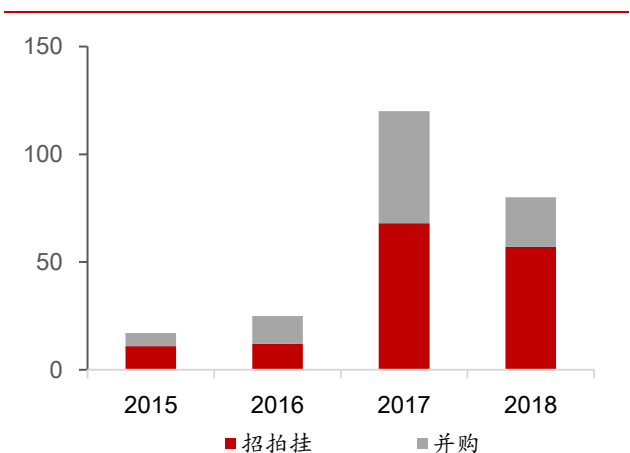
资料来源:公司公告,川财证券研究所

图17. 近年公司新增土储权益金额(亿元)及同比



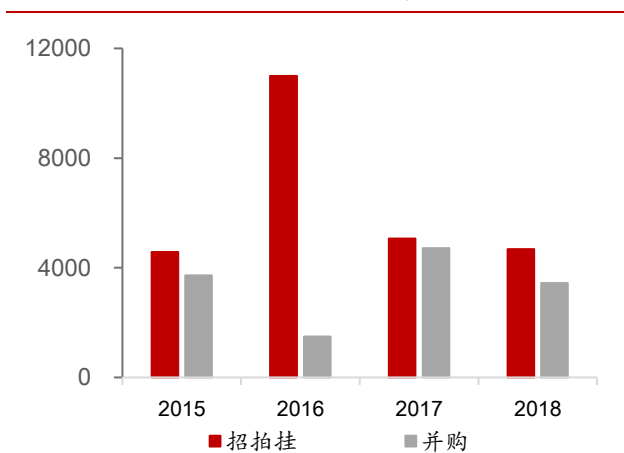
资料来源:公司公告,川财证券研究所

图18. 近年来公司新增土储项目数量(个)



资料来源:公司公告,川财证券研究所

图19. 近年来公司拿地均价(元/平方米)



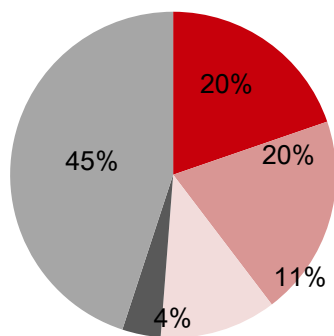
资料来源:公司公告,川财证券研究所

截至 2018 年底，公司拥有土地储备总计 4,417.77 万平方米，其中一二线城市土地储备面积占比 76.87%（预计未来可售货值占比 85.80%），总货值为 5494 亿元，累计成本地价 4,339 元/平方米。根据公司 2019 年 2 月公告的销售均价 13048 元/平方米，地售比良好。目前，公司形成了二线以上城市全覆盖、辐射机会型三四线城市的优质城市带布局，布局准、成本优，可满足公司接下来 2-3 年的发展需求，有效保障公司未来的经营业绩实现。

公司近年来拿地方式更加多样。除了招拍挂拿地以外，还通过合作、并购等多种渠道拿地，在土地市场火热、拿地成本较高的情况下，合作拿地有效减少了各开发商在竞拍过程中的过度竞争，降低了企业的拿地成本，确保了项目的盈利空间。

公司战略上布局区域依然集中在一二线城市，主要集中在长三角、大福建和京津冀等区域，同时也在不断加强西部战略城市的布局。同时，公司以重点一二线城市为核心，辐射周边的精选三四线城市，形成了二线以上城市全覆盖、辐射机会型三四线城市的优质城市带布局。城市群的布局模式充分发挥核心城市项目在管理半径内的管控能力，提升项目安全边际，实现核心城市项目和周边城市项目均可保障充足的利润空间。同时，随着全国布局的进一步完善，公司土储分布也更加广泛和均衡。

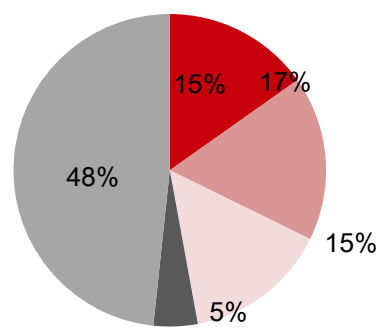
图20. 2018 年底公司各区域累计土储建筑面积



■ 大福建 ■ 长三角 ■ 京津冀 ■ 珠三角 ■ 内地

资料来源：公司公告，川财证券研究所

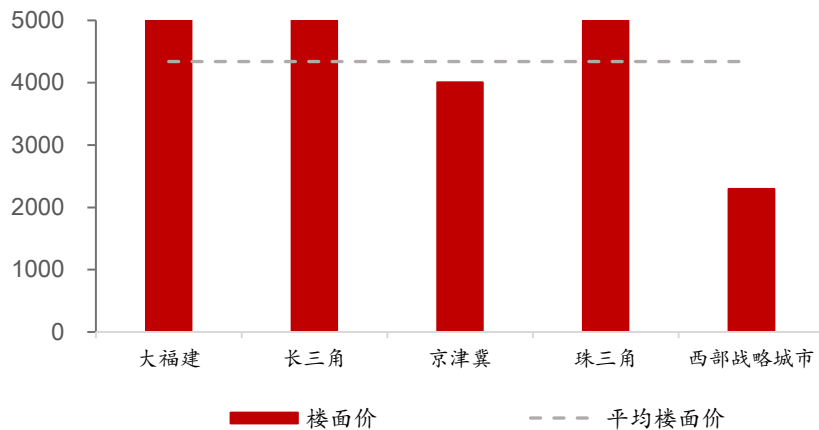
图21. 2018 年底公司各区域剩余可售面积



■ 大福建 ■ 长三角 ■ 京津冀 ■ 珠三角 ■ 内地

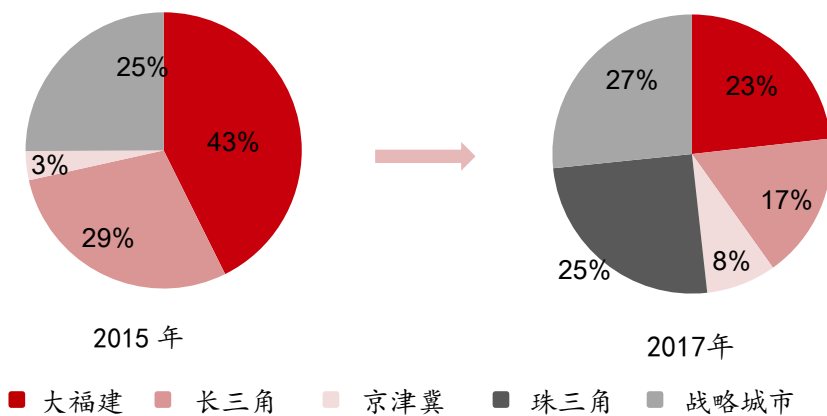
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图22. 截止 2018 年底公司累计土地储备楼面价



资料来源: wind, 川财证券研究所

图23. 2015年与2017年底土储地区分布(按货值)



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 2.3 周转进一步提高, 毛利率明显改善

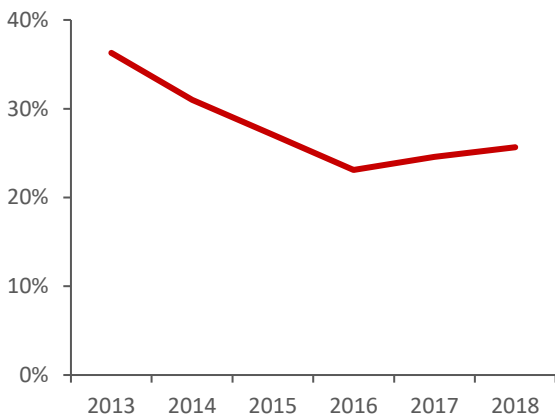
2018年, 依托优秀的土地储备、良好的成本优化、优秀的管理团队以及不断完善的激励体系, 在整个行业利润趋于下行的大背景下, 公司房地产项目毛利率较往期明显改善, 房地产及相关业务毛利率达 26.06%, 合并报表净利润率提升约至 7.00%, 加权平均净资产收益率提升 2 个百分点达 16.38%。同时, 公司降本增效显著, 严格招标管理, 推进集采, 成本管控水平那个处于行业优秀水平, 在营收快速增长的同时, 三费的费用率与去年基本保持持平。

同时, 近年来, 公司始终坚持加快项目开发的周转速度, 在高周转战略的支持下完成销售金额及销售面积的持续快速的的增长。2018年, 公司继续加速周转, 降低成本, 实现拿地到开盘平均周期 6.3 个月, 提速 0.6 个月, 周转效率显著

提升；2017年11月至2018年新增1800亿货值中，已有800亿在当年实现新供，贡献600多亿销售；公司进一步加强了现金流管控，平均回款率达到80.05%，达到历史最高水平；同时，公司降本增效显著，严格招标管理，推进集采，公司的成本管控水平那个处于行业优秀水平。

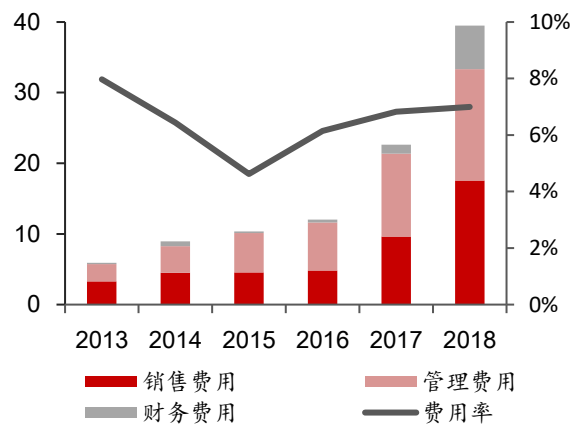
公司的并购项目逐渐实现结转。对于过往收购的问题项目，公司安排专人专项进行跟踪，7个重大项目取得明显进展，盘活货值548亿元，其中241亿可在2019年实现供货。从整体来看，公司的项目基本实现了销售回笼大于收购支出，不会因沉重的历史包袱侵蚀公司房地产项目的毛利率；同时，收购的重大资产包也已经实现了现金流的全覆盖；问题项目越来越少，土储不断增大，占比越来越少，边际改善。

图24. 近年来公司房地产业务毛利率变化情况



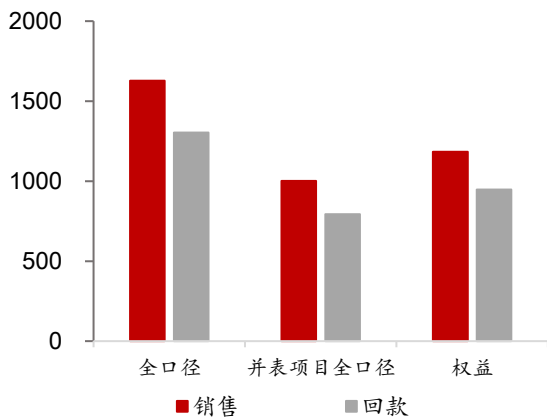
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图25. 近年来公司三费变化情况



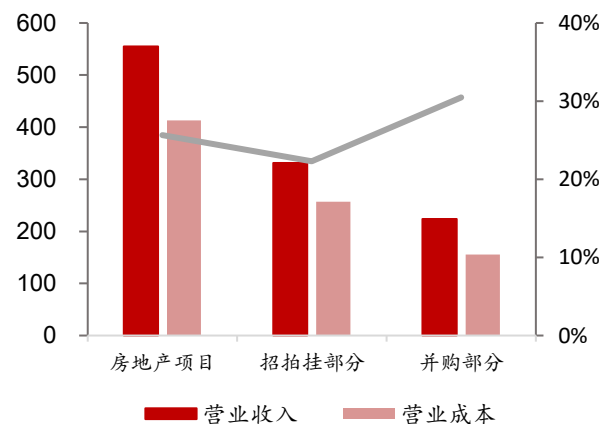
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图26. 2018年度销售以及回款情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图27. 2018年公司分类结算情况



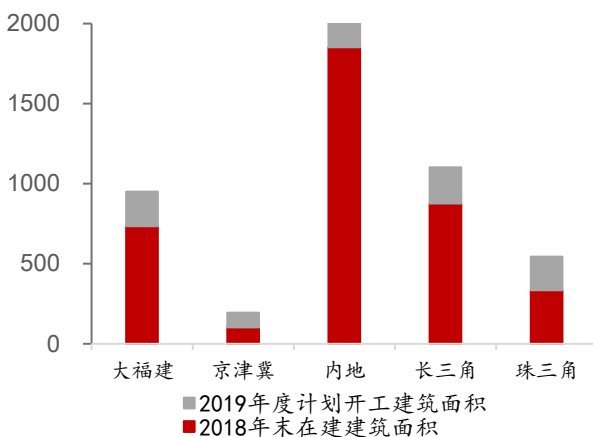
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.4 稳步发展，2019 年信心满怀

2019 年，公司最根本的问题是在保证公司安全有序运营的前提下，充分发挥精准、高效、灵活的优势，追求公司实现持续、高速、优质的发展。拿地方面，预算控制在当年销售回款的 55% 左右；销售方面，将销售指标锁定在 1800 亿元，并在各区域采用销售指标底线管理的模式；供货方面，以销定产，弹性供货，控制库存，计划新开工建筑面积 1497.09 万平方米，计划新供货总计近 2000 亿左右（存量）；回款方面，继续关注销售回款，调整经营奖励措施，回款力求超过 2018 年水平。

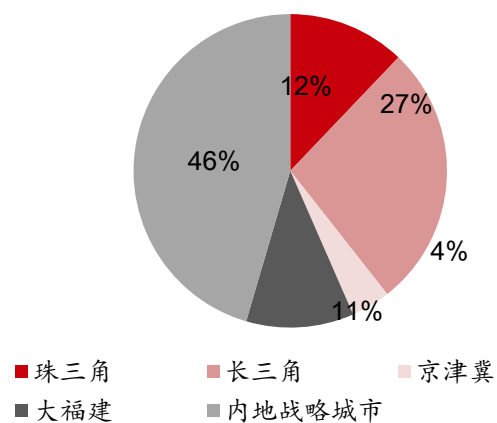
同时，在行业整体下行的大趋势下，公司更加聚焦一二线的刚性需求，重心一二线、适度辐射三四线，截止 18 年年底，公司一二线城市土地储备面积占比 76.87%（预计未来可售货值占比 85.80%），可支撑公司战略的发展需求。2019 年再融资净现金流为 0 的情况下，最保守测算，预计可实现用于买地资金进 800 亿，

图28. 2018 年末在建面积以及 2019 年新开工计划



资料来源：公司公告，川财证券研究所

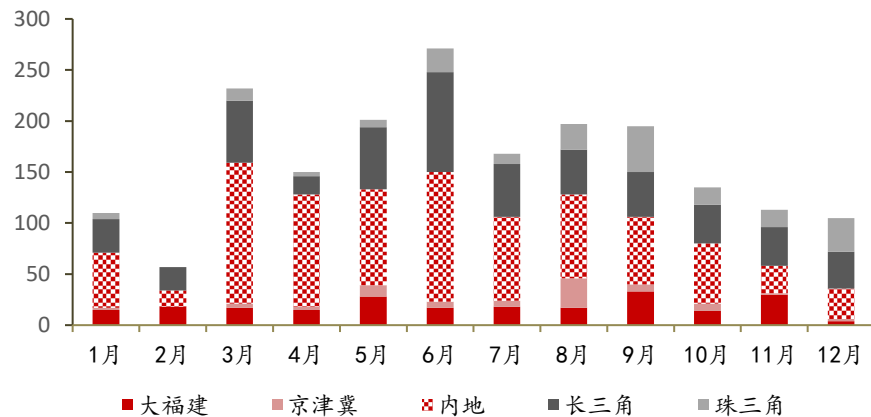
图29. 2019 年度公司新供货区域排布



资料来源：公司公告，川财证券研究所



图30. 2019 年度新供货计划



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格2. 2019 年公司投资预测

项目	金额	2019 年
销售目标	1800	较 2018 年增长 10%
回款	1440	回款率 80%
卖地	790	回款的 55%
建安	290	回款的 20%
税金	160.4	回款的 11%
两费	77.6	签约额的 4.2%
其他	100	
当期现金流量净额	22	
期初货币资本	378	
期末货币资本	400	

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

### 三、融资渠道丰富，成本优势显著，去杠杆良好

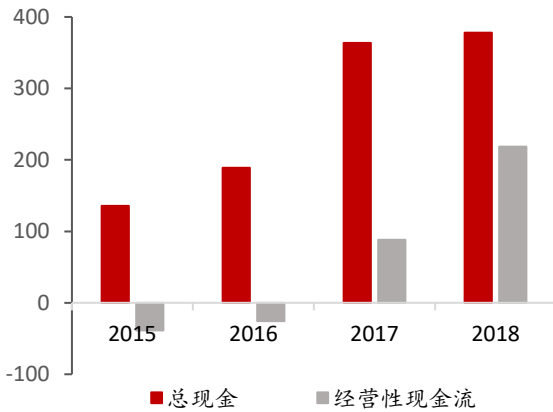
2018 年年底公司账面货币资金为 378 亿，占比总资产 14.24%，充裕的现金既能保证公司的财务安全，也确保了公司能把握土地市场上出现的潜在投资机会。2017 年，公司经营性现金流回正，同比增长 441.9%。2018 年，公司房地产销售回款增加，经营净现金流 218 亿元，同比增长 147.55%，实现连续两个会计年度保持正值。

公司负债虽多但债务结构较为合理：以较低成本的银行贷款和债券融资为主。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004

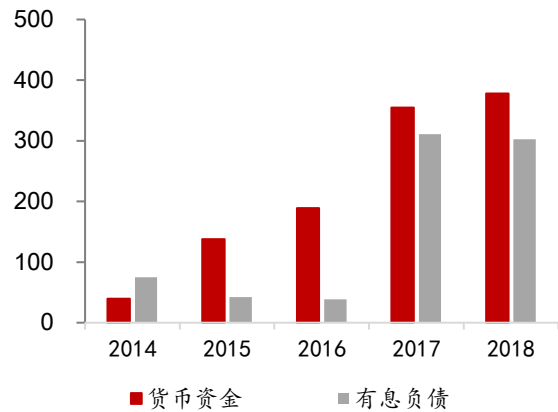
2018 年底，公司一年内到期的负债为 482.11 亿元，仅占 42.81%，短期偿债压力较小。

图31. 近年来公司总现金与经营性现金流（亿元）



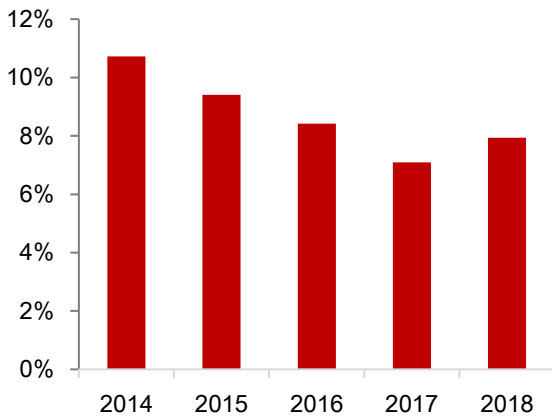
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图32. 今年公司货币资金与有息负债情况（亿元）



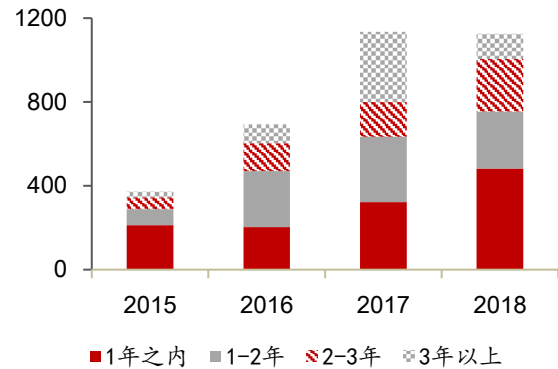
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图33. 近年来公司加权融资成本（亿元）



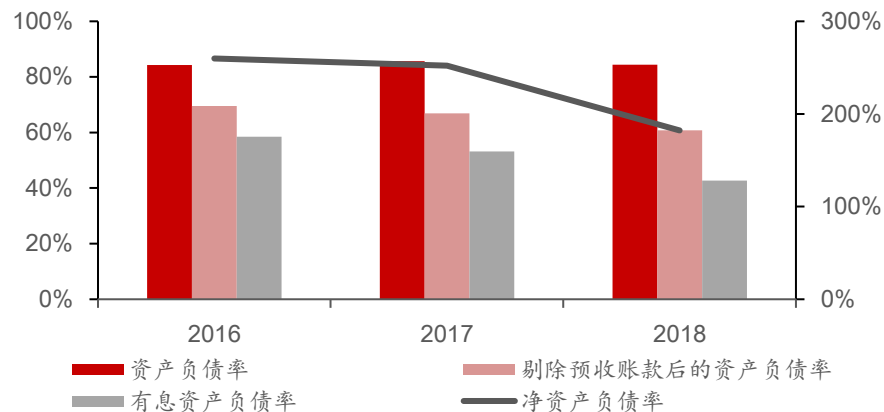
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图34. 近年来公司债务结构（亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图35. 公司近年来负债率



资料来源：公司官网，川财证券研究所

高负债率是阳光城财务的一大特点。公司如此高的杠杆是由于公司近年来的迅速扩张，对土地投资保持较强度。随着公司近年来融资成本的逐渐下降、现金流管理与销售回款能力的逐步提升，公司去杠杆表现良好，2018年，伴随业绩高增速，公司同时实现了财务指标、特别是偿债指标的大幅优化，逐渐由融资驱动向经营驱动过渡：公司有效降低扣除预收账款的资产负债率至60.84%，同比减少6个百分点，有息资产负债率降至42.75%，同比减少10个百分点，净负债率降至182.22%，同比减少70个百分点。

从融资看，公司在夯实传统金融机构融资的基础上，充分利用资本市场的各类融资工具，积极开拓海外债、并购基金、CMBS、ABS等多渠道，多元化降低资金成本。2018年，在整体信用收缩、全行业资金面非常紧张的情况下，金融机构充分认可经营层的运营管控和公司的整体实力，公司顺势创新实现融资、积极有效盘活资产。本期公司成功发行多个国内首单证券化产品，同时主动置换、优化资金结构，在资产规模新增、优质土储增加的前提条件下，融资净额比2017年有所优化，有息负债规模较上一年末减少8.75亿元。同时，公司积极应对全行业融资成本整体抬升的局面，报告期内公司平均融资成本7.94%，实现有效控制。

表格3. 近年来公司融资结构

项目	2018年末		2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行贷款	324.2	28.8%	449.6	39.6%	294.9	42.5%	79.5	21.3%
非银行贷款	210.0	18.7%	453.3	39.9%	245.4	25.4%	226.2	60.7%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004

债券	592.0	52.6%	232.0	20.5%	153.5	22.1%	66.8	17.9%
融资总金额	1126.1	28.8%	1134.9	100%	693.8	100%	372.4	100%
平均融资成本	7.94%		7.08%		8.42%		9.41%	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 给予“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。首次覆盖给予“增持”评级。2018年公司实现归属于上市公司股东的净利润为30.18亿元，同比增长46.36%，对应基本每股收益0.66元。我们预计2019-2021年公司主营业务收入分别为610.54、769.99和943.05亿元，净利润有望达到41.51、58.47和70.78亿元，EPS分别为1.02、1.44和1.75元/股，对应PE分别为6.65、4.72和3.90倍，公司未来几年业绩有望保持高增长。

## 风险提示

### 房地产销售不及预期

地产调控政策具有较大的不确定性，如果政策收紧，公司销售进度可能会受到影响，业绩释放不达预期。

### 布局城市调控政策力度超预期

若重点布局城市调控政策持续加码，尤其是严格的限价政策将影响公司项目的销售情况，进而影响业绩。

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	235376	284084	333606	395102	<b>营业收入</b>	56470	61054	76999	94305
现金	37848	34197	35777	35595	营业成本	41755	44892	54697	67203
应收账款	1251	1414	1663	2095	营业税金及附加	3964	4380	5567	6768
其他应收款	41744	39645	52181	63983	营业费用	1757	1791	2300	2820
预付账款	5953	14014	14455	17469	管理费用	1577	1927	2387	2893
存货	142172	189774	224082	270486	财务费用	614	308	433	494
其他流动资产	6408	5040	5450	5473	资产减值损失	432	222	252	272
<b>非流动资产</b>	28021	20569	22211	22736	公允价值变动益	-50	27	18	9
长期投资	9300	5442	6134	6431	投资净收益	55	0	0	0
固定资产	3336	3218	3095	2970	<b>营业利润</b>	6433	7930	11380	13865
无形资产	822	1077	1332	1545	营业外收入	60	47	49	50
其他非流动资产	14562	10831	11650	11790	营业外支出	104	97	101	100
<b>资产总计</b>	263397	304653	355817	417838	<b>利润总额</b>	6389	7880	11328	13814
<b>流动负债</b>	156838	185328	223118	270945	所得税	2483	2931	4295	5227
短期借款	17647	50715	62241	86548	<b>净利润</b>	3906	4948	7033	8588
应付账款	16428	17663	21219	26256	少数股东损益	889	798	1186	1510
其他流动负债	122763	116949	139659	158141	<b>归属母公司净利润</b>	3018	4151	5847	7078
<b>非流动负债</b>	65529	73302	79875	85743	EBITDA	7291	8433	12019	14569
长期借款	51418	60549	67243	72825	EPS (元)	0.75	1.02	1.44	1.75
其他非流动负债	14111	12752	12631	12918					
<b>负债合计</b>	222367	258629	302992	356687					
少数股东权益	18051	18849	20035	21544	<b>主要财务比率</b>				
股本	4050	4050	4050	4050	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	3575	3575	3575	3575	<b>成长能力</b>				
留存收益	9577	19523	25120	31927	营业收入	70.3%	8.1%	26.1%	22.5%
归属母公司股东权益	22979	27175	32790	39606	营业利润	74.8%	23.3%	43.5%	21.8%
<b>负债和股东权益</b>	263397	304653	355817	417838	归属于母公司净利润	46.4%	37.5%	40.9%	21.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	26.1%	26.5%	29.0%	28.7%
					净利率(%)	4.6%	5.3%	6.8%	7.6%
					ROE(%)	13.1%	15.3%	17.8%	17.9%
					ROIC(%)	4.6%	3.5%	4.3%	4.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	84.4%	84.9%	85.2%	85.4%
					净负债比率(%)	44.67%	53.13%	52.09%	52.51%
					流动比率	1.50	1.53	1.50	1.46
					速动比率	0.59	0.51	0.49	0.46
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.24	0.21	0.23	0.24
					应收账款周转率	63	45	49	49
					应付账款周转率	3.29	2.63	2.81	2.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	1.02	1.44	1.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	5.39	-11.45	-4.05	-7.03
					每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.71	8.10	9.78
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9.15	6.65	4.72	3.90
					P/B	1.20	1.02	0.84	0.70
					EV/EBITDA	13	11	8	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	21831	-46359	-16410	-28490
净利润	3906	4948	7033	8588
折旧摊销	244	196	206	210
财务费用	614	308	433	494
投资损失	-55	-369	0	0
营运资金变动	16349	-52990	-23942	-37884
其他经营现金流	772	1548	-141	102
<b>投资活动现金流</b>	-15872	6063	-1578	-677
资本支出	87	0	0	0
长期投资	7513	-6030	1249	381
其他投资现金流	-8272	33	-329	-296
<b>筹资活动现金流</b>	-6291	36644	19568	28985
短期借款	240	33068	11526	24308
长期借款	-4857	9131	6694	5581
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	27	0	0	0
其他筹资现金流	-1701	-5555	1348	-904
<b>现金净增加额</b>	-348	-3651	1580	-181

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004