国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

阳光城（000671）

首次覆盖

布局战略基本完成，千亿之路扬帆起航

——阳光城首次覆盖

	谢皓宇（分析师）	赵格格（研究助理）	卜文凯（分析师）
	010-59312829	0755-23976170	010-59312756
	xiehaoyu@gtjas.com	zhaogege@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880117110069	S0880517080005

本报告导读：

“3+1+X”布局基本成型，二三线城市充足的土地储备将逐步转化为业绩，改善公司的资产结构，员工持股计划的激励也将持续给公司释放业绩带来一致的行动力

投资要点：

6. **首次覆盖给予增持评级。**公司主要布局于二线城市，优质土储将支撑销售增速不断跨越式增长，预计 2018-2020 年 EPS 0.77/1.08/1.34 元，同比增长 51%/40%/24%。给予 2018 年对应 10x PE，对应目标价 7.7 元，首次覆盖给予增持评级。
7. **“3+1+X”布局基本完成，丰富土地支撑销售爆发。**公司全面深化升级“3+1+X”布局战略，形成二线城市全覆盖的战略格局。截止 2017 年，公司拥有土储 3,796 万平方米，货值 4,911 亿元，2018 年前 11 月继续补充 799 万方土储。优质的土地储备和二线布局结构足以满足销售的高速增长，2018 年 1-11 月公司实现合约销售 1,330.87 亿元，同比增速达 73%，迈入千亿销售梯队。
8. **业绩结算高速增长，负债指标持续优化。**2018 年前三季度，公司实现营业收入 259.4 亿元，同增 67.1%；实现归母净利润 15.8 亿元，同增 155.6%。净利润增速较高的原因在于结算毛利润率较高，2018 年 Q3 毛利润率 26.48%（相对去年同期提高 5.09pct），净利润率 6.3%（提高 1.93pct）。在周期下行期内，公司注重销售回款，净负债率从去年同期 514%降到 369%，短期偿债能力加强，抗风险能力进一步加强。
9. **股份回购彰显管理层信心，加强公司整体凝聚力。**公司拟以不超过 8.42 元/股的价格回购不少于 2,430 万股用于员工持股计划，截止 2019 年 1 月 5 日，已回购股份占总股本的 0.13%。回购计划的实施反映了管理层对于发展的信心，员工持股计划也将进一步加强整体凝聚力。
10. **风险提示：**融资环境恶化，区域调控持续升级。

财务摘要（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,598	33,163	46,547	62,938	85,140
(+/-)%	-12%	69%	40%	35%	35%
经营利润（EBIT）	2,159	3,588	6,034	8,695	11,080
(+/-)%	-17%	66%	68%	44%	27%
净利润	1,230	2,062	3,109	4,361	5,412
(+/-)%	-13%	68%	51%	40%	24%
每股净收益（元）	0.30	0.51	0.77	1.08	1.34
每股股利（元）	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	11.0%	10.8%	13.0%	13.8%	13.0%
净资产收益率(%)	9.3%	10.8%	17.9%	20.5%	20.4%
投入资本回报率(%)	2.2%	2.1%	3.9%	4.4%	4.2%
EV/EBITDA	32.6	29.6	15.6	13.0	13.5
市盈率	18.3	15.5	7.3	5.0	4.0
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

评级：	增持
目标价格：	7.70
当前价格：	5.34
	2019.01.08

交易数据

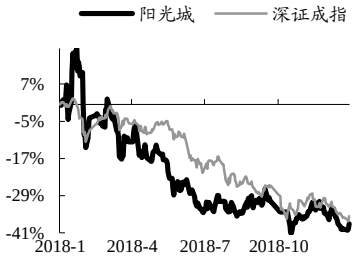
52 周内股价区间（元）	4.51-10.82
总市值（百万元）	21,627
总股本/流通 A 股（百万股）	4,050/3,972
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	98%
日均成交量（百万股）	20.60
日均成交值（百万元）	112.36

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	21,470
每股净资产	5.30
市净率	1.0
净负债率	369.20%

EPS（元）	2017A	2018E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.03	0.19
Q3	0.07	0.14
Q4	0.36	0.38
全年	0.51	0.77

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-6%	-38%
相对指数	0%	2%	-3%

模型更新时间：2019.01.08

股票研究

金融

房地产

阳光城（000671）

首次覆盖

评级： **增持**

目标价格： **7.70**

当前价格: 5.34

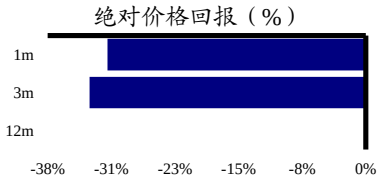
公司网址

www.yango.com.cn

公司简介

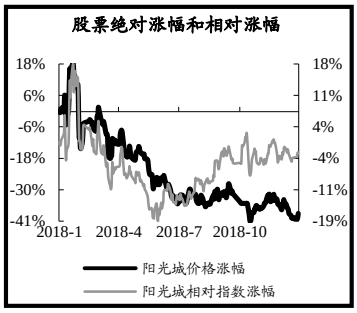
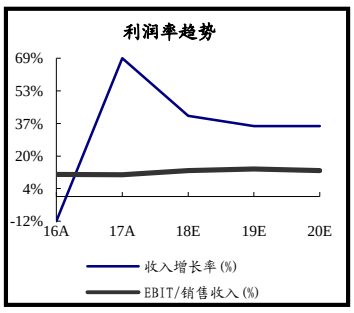
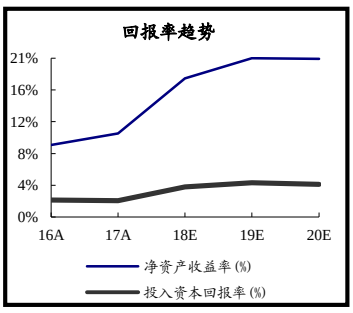
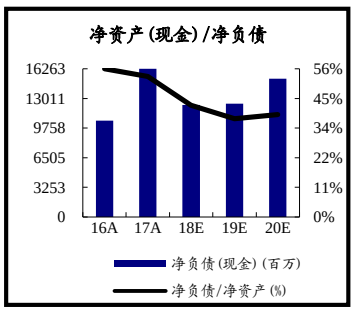
公司是世界 500 强阳光控股投资，以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。

以“缔造品质生活”为企业使命，以“最受尊敬的成长性房地产企业”为愿景，阳光城集团定位“高成长性精品地产运营商”，通过“精准投资、高效运营、适销产品”三大核心竞争策略，贯彻开放、合作、共赢理念，稳健运营、持续进取，努力实现有质量的增长。



52 周价格范围 4.51-10.82

市值（百万） 21,627

财务预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	**19,598**	**33,163**	**46,547**	**62,938**	**85,140**
营业成本	15,031	24,847	34,182	45,544	62,354
税金及附加	1,247	2,591	3,412	4,714	6,332
销售费用	484	961	1,282	1,764	2,372
管理费用	678	1,177	1,638	2,221	3,001
EBIT	**2,159**	**3,588**	**6,034**	**8,695**	**11,080**
公允价值变动收益	59	125	0	0	0
投资收益	-35	70	0	0	0
财务费用	42	128	705	1,163	1,751
营业利润	**2,064**	**3,675**	**5,329**	**7,532**	**9,329**
所得税	622	1,375	1,898	2,743	3,370
少数股东损益	201	166	333	428	547
净利润	**1,230**	**2,062**	**3,109**	**4,361**	**5,412**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	18,889	36,376	14,562	3	3
其他流动资产	1,493	4,761	4,761	4,761	4,761
长期投资	1,002	1,875	1,875	1,875	1,875
固定资产合计	684	3,528	3,528	3,528	3,528
无形及其他资产	80	803	803	803	803
资产合计	**120,431**	**213,250**	**203,086**	**246,216**	**330,362**
流动负债	52,151	117,097	119,138	165,884	252,270
非流动负债	49,355	65,584	54,852	46,852	38,852
股东权益	18,924	30,570	29,096	33,481	39,240
投入资本(IC)	**67,265**	**107,267**	**100,200**	**124,799**	**166,766**
现金流量表					
NOPLAT	1505	2218	3889	5529	7077
折旧与摊销	25	90	0	0	0
流动资金增量	26,825	27,757	-5,139	24,587	41,955
资本支出	-32	-54	-1	-13	-12
自由现金流	**28,323**	**30,011**	**-1,251**	**30,103**	**49,021**
经营现金流	-2,581	8,819	9,603	-18,343	-34,246
投资现金流	-17,114	-32,018	2,769	-13	-12
融资现金流	22,445	39,713	-34,186	3,796	34,258
现金流净增加额	**2,750**	**16,514**	**-21,814**	**-14,559**	**0**
财务指标					
成长性					
收入增长率	-12.4%	69.2%	40.4%	35.2%	35.3%
EBIT 增长率	-17.0%	66.2%	68.2%	44.1%	27.4%
净利润增长率	-13.3%	67.6%	50.8%	40.3%	24.1%
利润率					
毛利率	23.3%	25.1%	26.6%	27.6%	26.8%
EBIT 率	11.0%	10.8%	13.0%	13.8%	13.0%
净利润率	6.3%	6.2%	6.7%	6.9%	6.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.3%	10.8%	17.9%	20.5%	20.4%
总资产收益率(ROA)	1.0%	1.0%	1.5%	1.8%	1.6%
投入资本回报率(ROIC)	2.2%	2.1%	3.9%	4.4%	4.2%
运营能力					
存货周转天数	1422	1478	1459	1465	1463
应收账款周转天数	13	7	9	9	9
总资产周转天数	1,775	1,836	1,632	1,303	1,236
净利润现金含量	-209.8%	427.7%	308.9%	-420.6%	-632.7%
资本支出/收入	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	84.3%	85.7%	85.7%	86.4%	88.1%
有息负债率	56.0%	53.2%	42.3%	37.2%	38.7%
估值比率					
PE	18.3	15.5	7.3	5.0	4.0
PB	1.7	1.7	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	32.6	29.6	15.6	13.0	13.5
P/S	1.2	0.7	0.5	0.36	0.27
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%