

# 阳光城 (000671)

证券研究报告

2020年10月16日

## 单月销售表现价涨量跌，蓄力四季度销售旺季 ——9月销售数据点评

**事件：**公司公告经营情况，公司9月实现销售金额188.52亿元，YOY-30.70%；销售面积108.89亿元，YOY-51.14%。1-9月公司实现累计销售金额1472.36亿元，YOY-1.98%；累计销售面积1070.51万方，YOY-11.26%。

**单月销售表现基于上年同期高基数之下价涨量跌：**公司9月实现销售金额188.52亿元，YOY-30.70%，环比-7.51%；销售面积108.89亿元，YOY-51.14%，环比-12.70%；对应销售均价17313元/平米，YOY+41.85%，较上月提升972元/平米。1-9月公司实现累计销售金额1472.36亿元，YOY-1.98%；累计销售面积1070.51万方，YOY-11.26%；对应累计销售均价13754元/平米，YOY+9.96%，较上月提升403元/平米。权益口径看：单月权益金额119.74亿元（YOY-31.19%），权益面积74.17万方（YOY-49.17%）；金额、面积对应权益比例分别为63.52%、68.11%。1-9月累计权益金额942.70亿元（YOY-2.01%，权益比例64.03%），累计权益面积703.22万方（YOY-8.69%，权益比例65.69%）。累计销售金额的区域分布上，大福建、长三角、珠三角、京津冀、内地分别为18.40%、34.61%、6.37%、2.94%、37.68%；较上月分别为下降0.04pct、下降0.08pct、提升0.05pct、提升0.15pct、下降0.09pct。单月销售表现基于上年同期高基数之下价涨量跌，单月销售均价创年内新高，主要与推货结构、产品结构变动相关。1-9月累计销售增速由正转负，已完成全年销售目标（2000亿）的73.6%，略高于上年同期销售进度（71.2%），考虑到公司推货主要集中于四季度，销售增速或于10月份重新回正。

**新增项目以一二线城市为主：**9月新增项目6个，其中3个招拍挂、3个并购项目；以区域分布看，江苏区域：湖南区域：云贵区域：福建大区：深圳区域=1:1:1:2:1；以经济圈划分看，长三角：中西部：海西：珠三角=1:2:2:1，总地价上，长三角：中西部：海西：珠三角=41%：23%：27%：10%，拿地总价上以长三角为主（南京单项目体量较大）；以城市能级划分看，一二线：三四线=5:1，总地价上，一二线：三四线=89%：12%。权益比例上看，100%权益：非100%权益=4:2，权益比例较高。9月新增项目6个（上年同期仅获取1个项目），新增土地面积36.95万方（YOY+397%），总建面69.98万方（YOY+224%），总地价112.46亿元（YOY+76%），对应权益土地面积32.59万方（YOY+338%），权益建面59.51万方（YOY+175%），权益地价19.56亿元（YOY+52%）；1-9月累计新增项目60个，累计土地面积469.05万方（YOY+24%），累计建面978.16万方（YOY+9%），累计总地价537.40亿元（YOY+33%）；对应权益土地面积322.79万方（YOY+20%），权益建面682.19万方（YOY+3%），权益地价384.61亿元（YOY+15%）；以权益比例看，金额口径看，单月权益比例、累计权益比例分别为86.38%、71.57%。

**拿地力度略有回升：**9月单月拿地力度12.01%，权益拿地力度10.38%，较上月单月拿地力度有所回升，但仍低于19年全年拿地力度、权益拿地力度；1-9月拿地力度36.50%，权益拿地力度26.12%，均高于19年全年力度表现。从补货均价看，9月新增项目楼面价3236.64元/平米，楼面价/销售均价为18.69%，1-9月累计新增项目楼面价5493.98元/平米，累计楼面价/销售均价为39.95%。

**投资建议：**公司9月单月销售同比环比均有一定程度下降，或与公司推货节奏有关，公司蓄力四季度销售旺季，销售增速有望于10月份重新回正。1-9月完成全年销售目标的73.6%，拿地力度总体较强，为公司未来规模增长奠定基础。我们预计公司2020、2021、2022年净利润分别为54.35、71.75、86.22亿元，对应的EPS分别为1.32、1.74、2.09，对应PE为5.39X、4.08X和3.40X，维持“买入”评级。

**风险提示：**房屋价格大跌、销售不及预期、宏观经济波动

| 财务数据和估值     | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E      | 2022E      |
|-------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)   | 56,470.09 | 61,049.37 | 83,051.56 | 111,729.27 | 136,399.09 |
| 增长率(%)      | 70.28     | 8.11      | 36.04     | 34.53      | 22.08      |
| EBITDA(百万元) | 7,135.58  | 9,110.58  | 11,003.15 | 14,601.09  | 16,530.11  |
| 净利润(百万元)    | 3,017.86  | 4,020.17  | 5,434.59  | 7,174.77   | 8,622.20   |
| 增长率(%)      | 46.36     | 33.21     | 35.18     | 32.02      | 20.17      |
| EPS(元/股)    | 0.73      | 0.98      | 1.32      | 1.74       | 2.09       |
| 市盈率(P/E)    | 9.71      | 7.29      | 5.39      | 4.08       | 3.40       |
| 市净率(P/B)    | 1.27      | 1.10      | 1.16      | 0.97       | 0.81       |
| 市销率(P/S)    | 0.52      | 0.48      | 0.35      | 0.26       | 0.21       |
| EV/EBITDA   | 13.87     | 12.09     | 17.53     | 12.84      | 9.91       |

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  | 7.11元     |
| 目标价格  | 元         |

### 基本数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| A股总股本(百万股)  | 4,120.36  |
| 流通A股股本(百万股) | 4,037.18  |
| A股总市值(百万元)  | 29,295.77 |
| 流通A股市值(百万元) | 28,704.37 |
| 每股净资产(元)    | 5.58      |
| 资产负债率(%)    | 83.64     |
| 一年内最高/最低(元) | 8.86/6.07 |

### 作者

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

**张春娥** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520070001  
zhangchune@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《阳光城-公司点评:整体拿地积极性不改，单月销售金额录得年初至今最大涨幅——8月销售数据点评》 2020-09-15
- 《阳光城-公司点评:引入长期战投、承诺十年增长》 2020-09-10
- 《阳光城-半年报点评:净利率改善明显、负债结构优化——中报点评》 2020-08-20

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2018              | 2019              | 2020E             | 2021E             | 2022E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金             | 37,848.32         | 41,978.20         | 24,915.47         | 33,518.78         | 13,639.91         |
| 应收票据及应收账款        | 1,256.09          | 1,169.33          | 1,912.45          | 2,122.87          | 3,012.67          |
| 预付账款             | 5,953.06          | 6,004.54          | 13,001.35         | 10,800.07         | 17,301.02         |
| 存货               | 142,171.69        | 175,838.53        | 234,954.70        | 329,121.66        | 305,501.95        |
| 其他               | 48,146.60         | 45,508.47         | 68,769.16         | 84,766.06         | 97,143.80         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>235,375.75</b> | <b>270,499.07</b> | <b>343,553.12</b> | <b>460,329.44</b> | <b>436,599.35</b> |
| 长期股权投资           | 9,300.46          | 14,848.25         | 14,848.25         | 14,848.25         | 14,848.25         |
| 固定资产             | 3,336.04          | 4,149.45          | 4,072.30          | 4,007.93          | 3,938.53          |
| 在建工程             | 16.30             | 47.26             | 64.36             | 86.62             | 81.97             |
| 无形资产             | 821.98            | 993.63            | 961.44            | 929.25            | 897.06            |
| 其他               | 14,546.09         | 15,014.23         | 15,729.24         | 15,970.71         | 15,604.49         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>28,020.88</b>  | <b>35,052.82</b>  | <b>35,675.58</b>  | <b>35,842.76</b>  | <b>35,370.30</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>263,396.63</b> | <b>307,551.88</b> | <b>379,895.37</b> | <b>497,061.09</b> | <b>473,154.84</b> |
| 短期借款             | 17,647.36         | 7,745.55          | 61,437.17         | 64,957.44         | 69,388.52         |
| 应付票据及应付账款        | 16,427.73         | 20,395.90         | 21,462.42         | 36,526.00         | 38,056.81         |
| 其他               | 122,763.21        | 148,616.56        | 155,794.30        | 248,303.27        | 259,381.95        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>156,838.31</b> | <b>176,758.02</b> | <b>238,693.89</b> | <b>349,786.71</b> | <b>366,827.28</b> |
| 长期借款             | 51,417.77         | 66,519.04         | 78,826.82         | 77,919.18         | 30,029.81         |
| 应付债券             | 12,984.51         | 12,252.76         | 11,271.59         | 12,169.62         | 11,897.99         |
| 其他               | 1,126.23          | 1,123.28          | 993.67            | 1,081.06          | 1,066.01          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>65,528.51</b>  | <b>79,895.09</b>  | <b>91,092.07</b>  | <b>91,169.86</b>  | <b>42,993.80</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>222,366.82</b> | <b>256,653.10</b> | <b>329,785.97</b> | <b>440,956.57</b> | <b>409,821.08</b> |
| 少数股东权益           | 18,051.10         | 24,154.36         | 24,923.20         | 26,002.89         | 27,143.14         |
| 股本               | 4,050.07          | 4,082.00          | 4,120.36          | 4,120.36          | 4,120.36          |
| 资本公积             | 3,575.44          | 3,889.18          | 4,102.99          | 3,996.09          | 4,049.54          |
| 留存收益             | 13,152.17         | 17,047.81         | 21,065.84         | 25,981.27         | 32,070.26         |
| 其他               | 2,201.03          | 1,725.44          | (4,102.99)        | (3,996.09)        | (4,049.54)        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>41,029.80</b>  | <b>50,898.78</b>  | <b>50,109.40</b>  | <b>56,104.51</b>  | <b>63,333.76</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>263,396.63</b> | <b>307,551.88</b> | <b>379,895.37</b> | <b>497,061.09</b> | <b>473,154.84</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2018               | 2019              | 2020E              | 2021E           | 2022E              |
|----------------|--------------------|-------------------|--------------------|-----------------|--------------------|
| 净利润            | 3,906.36           | 4,321.36          | 5,434.59           | 7,174.77        | 8,622.20           |
| 折旧摊销           | 243.73             | 186.79            | 152.24             | 154.30          | 156.24             |
| 财务费用           | 875.30             | 1,299.82          | 833.06             | 1,294.41        | 753.76             |
| 投资损失           | (54.54)            | (814.09)          | 0.00               | 0.00            | 0.00               |
| 营运资金变动         | 15,248.39          | 15,123.02         | (87,120.91)        | 47.81           | 17,798.34          |
| 其它             | 1,611.88           | (4,720.89)        | 497.82             | 1,124.39        | 1,200.79           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>21,831.11</b>   | <b>15,396.02</b>  | <b>(80,203.19)</b> | <b>9,795.67</b> | <b>28,531.33</b>   |
| 资本支出           | 7,007.58           | 6,729.13          | 189.61             | (7.39)          | 65.06              |
| 长期投资           | 7,425.02           | 5,547.79          | 0.00               | 0.00            | 0.00               |
| 其他             | (30,304.46)        | (18,696.14)       | 1,411.96           | (277.33)        | (585.89)           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(15,871.86)</b> | <b>(6,419.21)</b> | <b>1,601.57</b>    | <b>(284.72)</b> | <b>(520.83)</b>    |
| 债权融资           | 112,322.78         | 110,691.03        | 180,055.81         | 182,701.92      | 138,099.51         |
| 股权融资           | 487.99             | (708.20)          | (6,181.76)         | (1,387.58)      | (686.56)           |
| 其他             | (119,101.85)       | (114,844.19)      | (112,335.15)       | (182,221.98)    | (185,302.32)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(6,291.08)</b>  | <b>(4,861.37)</b> | <b>61,538.89</b>   | <b>(907.64)</b> | <b>(47,889.37)</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>(331.83)</b>    | <b>4,115.44</b>   | <b>(17,062.73)</b> | <b>8,603.31</b> | <b>(19,878.87)</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018             | 2019             | 2020E            | 2021E             | 2022E             |
|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>56,470.09</b> | <b>61,049.37</b> | <b>83,051.56</b> | <b>111,729.27</b> | <b>136,399.09</b> |
| 营业成本             | 41,754.75        | 44,822.87        | 60,727.30        | 82,109.84         | 100,921.69        |
| 营业税金及附加          | 3,964.21         | 3,914.66         | 5,514.62         | 7,038.94          | 9,097.82          |
| 营业费用             | 1,757.49         | 2,568.82         | 3,039.69         | 4,395.31          | 5,305.92          |
| 管理费用             | 1,577.39         | 2,187.69         | 2,648.02         | 3,783.08          | 4,760.33          |
| 研发费用             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00              | 0.00              |
| 财务费用             | 613.98           | 905.76           | 833.06           | 1,294.41          | 753.76            |
| 资产减值损失           | 432.07           | (588.23)         | 0.00             | 0.00              | 0.00              |
| 公允价值变动收益         | (49.52)          | (9.47)           | (271.03)         | 44.70             | 60.54             |
| 投资净收益            | 54.54            | 814.09           | 0.00             | 0.00              | 0.00              |
| 其他               | (68.27)          | (393.40)         | 542.05           | (89.41)           | (121.08)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>6,433.45</b>  | <b>6,826.58</b>  | <b>10,017.84</b> | <b>13,152.38</b>  | <b>15,620.11</b>  |
| 营业外收入            | 59.95            | 83.59            | 60.42            | 67.99             | 70.67             |
| 营业外支出            | 104.20           | 139.54           | 150.00           | 150.00            | 150.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>6,389.19</b>  | <b>6,770.62</b>  | <b>9,928.26</b>  | <b>13,070.37</b>  | <b>15,540.78</b>  |
| 所得税              | 2,482.83         | 2,449.26         | 3,724.82         | 4,815.92          | 5,778.33          |
| <b>净利润</b>       | <b>3,906.36</b>  | <b>4,321.36</b>  | <b>6,203.44</b>  | <b>8,254.45</b>   | <b>9,762.45</b>   |
| 少数股东损益           | 888.50           | 301.19           | 768.85           | 1,079.68          | 1,140.25          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3,017.86</b>  | <b>4,020.17</b>  | <b>5,434.59</b>  | <b>7,174.77</b>   | <b>8,622.20</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.73             | 0.98             | 1.32             | 1.74              | 2.09              |

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 70.28%  | 8.11%   | 36.04%  | 34.53%  | 22.08%  |
| 营业利润           | 75.04%  | 6.11%   | 46.75%  | 31.29%  | 18.76%  |
| 归属于母公司净利润      | 46.36%  | 33.21%  | 35.18%  | 32.02%  | 20.17%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 26.06%  | 26.58%  | 26.88%  | 26.51%  | 26.01%  |
| 净利率            | 5.34%   | 6.59%   | 6.54%   | 6.42%   | 6.32%   |
| ROE            | 13.13%  | 15.03%  | 21.58%  | 23.84%  | 23.82%  |
| ROIC           | 4.35%   | 4.89%   | 6.63%   | 4.83%   | 5.46%   |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 84.42%  | 83.45%  | 86.81%  | 88.71%  | 86.61%  |
| 净负债率           | 181.51% | 135.00% | 309.60% | 265.90% | 196.51% |
| 流动比率           | 1.50    | 1.54    | 1.44    | 1.32    | 1.19    |
| 速动比率           | 0.59    | 0.55    | 0.46    | 0.38    | 0.36    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 63.46   | 50.34   | 53.90   | 55.38   | 53.12   |
| 存货周转率          | 0.42    | 0.38    | 0.40    | 0.40    | 0.43    |
| 总资产周转率         | 0.24    | 0.21    | 0.24    | 0.25    | 0.28    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.73    | 0.98    | 1.32    | 1.74    | 2.09    |
| 每股经营现金流        | 5.30    | 3.74    | -19.47  | 2.38    | 6.92    |
| 每股净资产          | 5.58    | 6.49    | 6.11    | 7.31    | 8.78    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 9.71    | 7.29    | 5.39    | 4.08    | 3.40    |
| 市净率            | 1.27    | 1.10    | 1.16    | 0.97    | 0.81    |
| EV/EBITDA      | 13.87   | 12.09   | 17.53   | 12.84   | 9.91    |
| EV/EBIT        | 14.17   | 12.31   | 17.77   | 12.97   | 10.01   |

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