

高速成长再上台阶，财务优化业绩高增

——阳光城首次覆盖报告

首次覆盖给予“买入”评级，目标价人民币 9.25 元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.99 元、1.31 元和 1.77 元，核心净利润同比增长 35.5%、32.7% 和 35.6%。考虑到公司全国布局优质，财务状况改善显著，给予 NAV 折让 25%，目标价人民币 9.25 元，对应 2019 年 9.3 倍 PE，较现价空间达 34.5%。

全国布局土储优质，财务改善业绩高增。市场对公司增速及财务稳健性持一定担忧，站在目前时点，我们认为阳光城的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：

1) 公司布局区域优质，并购能力优秀，截至 2019 年中，位于长三角、大福建和珠三角的土地储备占 45.6%，位于一二线城市的预计未来可售货值占 85.9%，2019 年收并购拿地面积占 56.2%，总地售比约 33.7%，盈利空间充足；
2) 公司 2019 年实现销售金额 2110.3 亿元 (+29.6%)，归母净利润 40.2 亿元 (+33.3%)，业绩维持快速增长，同时偿债指标优化，近两年有息负债均保持规模相当，2019 年末净负债率较 2018 年末下降 44.0pct 至 138.3%。随着优质土储逐步释放，并购等多元渠道持续为公司补充土地资源，财务状况显著优化，公司业绩有望持续提升。

战略深耕重点城市，把握周期多元拓储。在全地域发展、全方式拿地、全业态发展的“三全”战略带领下，公司积极通过并购、参与一级土地整理、三旧改造、特色小镇建设及寻找外部战略合作资源等方式拓展重点城市的优质土地储备。公司谨慎研判行业周期，2016 和 2017 年及时发力，2018 和 2019 年适时调整，新增计容建面分别为当年销售面积的 276.9%、306.6%、107.6% 和 72.7%，近年收并购获取的土储面积占比均在 30% 以上，2019 年达 56.2%。截至 2019 年中，公司可售建面达 4396.4 万平，土地储备充足。成功的逆周期拿地和突出的并购能力将对公司的销售增长和策略调整形成有力支撑。

积极激励加强管控，财务状况持续优化。公司广纳拥有丰富行业人脉与经验的人才，并建立了包含股权激励的多层次激励体系，将对提升公司整体运营效率产生积极作用。财务方面，受益于快速的销售增长，公司近年业绩增长稳健，盈利水平提升，2019 年 ROE 为 18.5% (+2.1pct)；未结算资源丰富，2019Q3 预收账款达 882.1 亿元 (+21.6%)，将保障公司未来业绩释放。公司现金流状况持续改善，经营性现金流持续增长，2019 年末现金短债比较 2018 年末提升 51.6pct 至 130.1%；融资渠道多元畅通，近日 80 亿公司债获深交所通过，2019H 融资成本较 2018 年末下降 22 个基点至 7.7%；基于公司持续改善的财务状况，2019 年惠誉将公司主体评级上调至 B+，大公国际上调为 AAA，展望均维持稳定。优化的财务表现有望保障公司健康发展，支持公司业绩持续增长。

阳光城
000671.SZ

买入
(首次)

微信公众号



申思聪
分析师

+852 3958 4600
shensicong@cwghl.com
SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞
联系人

+852 3958 4600
caihongfei@cwghl.com

诸葛莲昕
联系人

+852 3958 4600
zhuguelianxin@cwghl.com

财务摘要 (百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,598	33,163	56,470	61,490	81,733	111,181
(+/-)%	-12%	69%	70%	9%	33%	36%
毛利润	4,567	8,316	14,715	16,356	21,953	29,496
核心净利润	1,142	1,909	2,968	4,022	5,337	7,239
(+/-)%	-19%	67%	55%	36%	33%	36%
PE	24.59	14.72	9.47	6.99	5.26	3.88
PB	2.13	1.47	1.22	1.06	0.89	0.78



目录

1. 投资逻辑	5
2. 福建出发布局全国，股权稳定保障经营	7
2.1 全地域布局，多业态协同发展	7
2.2 股权结构稳定，保障公司经营	8
3. 销售高增规模扩张，适时投资多元拓储	9
3.1 规模增长迅速，重视品质先行	9
3.2 积极布局全国，区域分布优化	11
3.3 把握行业周期，并购优势凸显	12
4. 盈利水平提升，财务持续优化	16
4.1 业绩增长迅速，未结算资源充足	16
4.2 盈利能力提升，分红表现稳定	17
4.3 现金流状况改善，负债结构优化	17
4.4 融资成本下降，融资渠道畅通	18
5. 积极激励加强管控，重视人才高效运营	20
6. 估值与投资建议	22
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，优质区域布局、逆周期多元拿地、经营及财务的管控将支持公司中长期增长	5
图 2：房屋销售为公司营业收入主要来源	7
图 3：控股股东控制权稳定，股东结构丰富	8
图 4：2019 年公司全年销售金额突破 2000 亿元，规模增长迅速	9
图 5：杭州阳光·檀悦项目效果图	10
图 6：阳光城翡丽云邸项目效果图	10
图 7：公司 2018 年推出“绿色智慧家”住宅产品主张，优化客户体验	10
图 8：长三角贡献销售金额的 36.4%	11



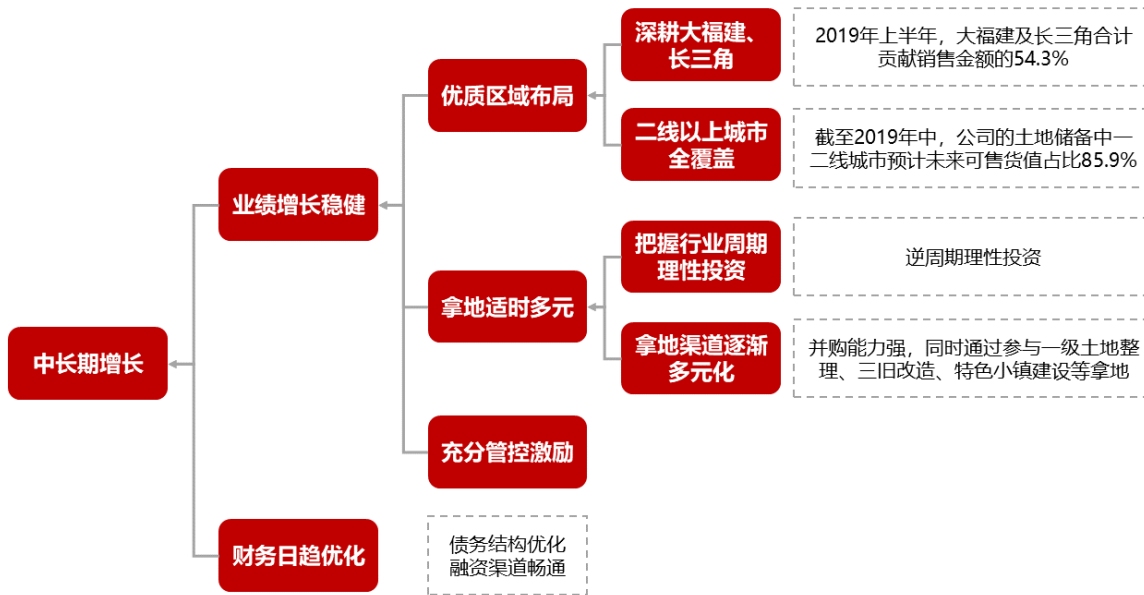
图 9: 华东、华南为公司主要营收来源	11
图 10: 公司全国化推进较快, 土地储备分布愈加多元.....	12
图 11: 公司布局城市能级较高, 一二线城市货值占比超八成.....	12
图 12: 公司土地储备面积集中于一二线城市.....	12
图 13: 适时调整拿地强度, 支持公司销售增长.....	13
图 14: 把握行业周期, 在恰当时机投资布局.....	13
图 15: 及时发力拿地, 公司土地储备充足.....	13
图 16: 公司积极通过并购获取土地储备.....	14
图 17: 公司整体拿地成本较为合理, 支撑公司盈利.....	15
图 18: 内地、珠三角及大福建盈利空间较大.....	15
图 19: 公司营业收入近年稳健增长	16
图 20: 归母净利润持续高增	16
图 21: 未结算资源丰富, 保障未来业绩释放.....	16
图 22: 公司毛利率较 2016 年明显回升.....	17
图 23: 公司净利率稳中有升	17
图 24: ROE 近年明显回升.....	17
图 25: 公司分红稳定, 巩固股东基础	17
图 26: 公司经营活动现金流近年回正	18
图 27: 公司货币资金持续增长	18
图 28: 严控有息负债规模, 负债结构持续优化.....	18
图 29: 公司逐步实现货币资金对短债的全额覆盖.....	18
图 30: 公司平均融资成本有所降低	19
图 31: 净负债率近年持续下降	19
表 1: 公司销售额排名增长迅猛	9
表 2: 福建起步, 迅速布局全国	11
表 3: 把握行业周期理性投资, 拿地渠道逐渐多元化.....	14
表 4: 公司融资渠道多元且畅通, 支持公司健康发展.....	19



表 5: 公司评级表现良好, 惠誉、大公国际分别上调主体评级至 B+、AAA	19
表 6: 公司积极引进业内优秀人才, 保障公司业务发展.....	20
表 7: 公司 2018 年股权激励计划业绩考核目标较高.....	21
表 8: 阳光城 NAV 约人民币 12.3 元/股.....	22

1. 投资逻辑

图 1: 本文核心逻辑图, 优质区域布局、逆周期多元拿地、经营及财务的管控将支持公司中长期增长



数据来源: 中达证券研究

布局优质销售高增, 财务优化支撑增长。站在目前时点, 我们认为阳光城的业绩将稳健增长, 核心逻辑在于: 1) 公司布局区域优质, 并购能力优秀, 截至 2019 年中, 位于长三角、大福建和珠三角的土地储备占 45.6%, 位于一二线城市的预计未来可售货值占 85.9%, 2019 年收并购拿地面积占 56.2%, 总地售比约 33.7%, 盈利空间充足; 2) 公司 2019 年实现销售金额 2110.3 亿元 (+29.6%), 归母净利润 40.2 亿元 (+33.3%), 业绩维持快速增长, 同时偿债指标优化, 近两年有息负债均保持规模相当, 2019 年末净负债率较 2018 年末下降 44.0pct 至 138.3%。随着优质土储逐步释放, 并购等多元渠道持续为公司补充土地资源, 财务状况显著优化, 公司业绩有望持续提升。

全国布局落地, 销售规模高增。截至目前, 公司主要房地产项目分布在大福建、长三角、珠三角等地区。2019 年上半年, 长三角贡献公司销售金额的 36.4%, 为公司最大的销售来源; 内地地区贡献 33.8%, 包含西安、成都、重庆、郑州、长沙等战略城市。公司布局城市能级较高, 截至 2019 年中, 公司的土地储备中一二线城市预计未来可售货值占比 85.9%。市场热度较高的长三角、大福建和珠三角等地区 and 内地的重点二线城市将持续支持公司销售, 公司业绩有望持续高增。



适时理性拿地，并购优势显著。公司多年来根据市场状况调整拿地策略，在 2016 和 2017 年及时发力，2018 和 2019 年适时调整，新增计容建面分别为当年销售面积的 276.9%、306.6%、107.6%和 72.7%，理性扩充土储。截至 2019 年中，公司可售建面达 4396.4 万平，土地储备充足。对行业周期的把握使公司能在应对市场风险时更为从容，成功的逆周期拿地对公司在各阶段的销售增长和策略调整都能形成有力支撑。拿地渠道方面，公司重视并购及参与一级土地整理、三旧改造、特色小镇建设及寻找外部战略合作资源等方式多元拿地，近年通过收并购获取的土地储备面积占比均在 30%以上，其中 2015 和 2016 年分别达到 85.5%和 53.1%，2019 年达 56.2%。多元的拿地渠道将支持公司持续获取土地资源，为公司业绩增长奠定基础。

业绩增长稳健，盈利水平提升。受益于快速的销售增长，公司近年营收及归母净利润增长稳健，2019 年实现营业收入 614.9 亿元（+8.9%）、归母净利润 40.2 亿元（+33.3%），2019 年 Q3 预收账款达 882.1 亿元（+21.6%），丰富的未结算资源将对公司未来业绩释放提供有力保障。公司近年销售毛利率、销售净利率及 ROE 均有所回升，2018 年末及 2019 年前三季度，公司销售毛利率分别为 26.1% 及 28.4%，销售净利率分别为 6.9% 及 7.6%，2018 及 2019 年全年加权 ROE 分别为 16.4% 及 18.5%，较 2016-2017 年有明显提升，盈利水平有所改善。

债务结构优化，融资渠道畅通。公司近年加强现金流管理，经营活动现金流 2017 年起回正，2018 年达 218.3 亿元，2019Q3 达 113.1 亿元。公司近两年有息负债均保持规模相当，短期负债占比下降，债务结构持续优化。2019 年末，公司账面货币资金与短期有息负债之比约 130.1%，实现对短期有息负债的有效覆盖。公司融资渠道畅通，近日 80 亿公司债获深交所通过，2019 年中期平均融资成本约 7.7%，较 2018 年末优化 22 个基点，2019 年末净负债率降至约 138.3%，较 2018 年末下降 43.94pct，平均融资成本及净负债率均有所降低。基于公司持续改善的财务状况，2019 年惠誉将公司主体评级由 B 上调至 B+，大公国际将公司主体长期信用等级由 AA+ 上调为 AAA，展望维持稳定，公司评级表现良好。优化的财务表现有望持续支持公司健康发展。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价人民币 9.25 元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.99 元、1.31 元和 1.77 元，核心净利润同比增长 35.5%、32.7%和 35.6%。考虑到公司全国布局优质，财务状况改善显著，给予 NAV 折让 25%，目标价人民币 9.25 元，对应 2019 年 9.3 倍 PE，较现价空间达 34.5%。

风险提示：行业调控政策以及项目结算进度存在一定不确定性，或影响上市公司销售业绩；宏观经济及流动性波动可能对公司经营造成一定影响。



2. 福建出发布局全国，股权稳定保障经营

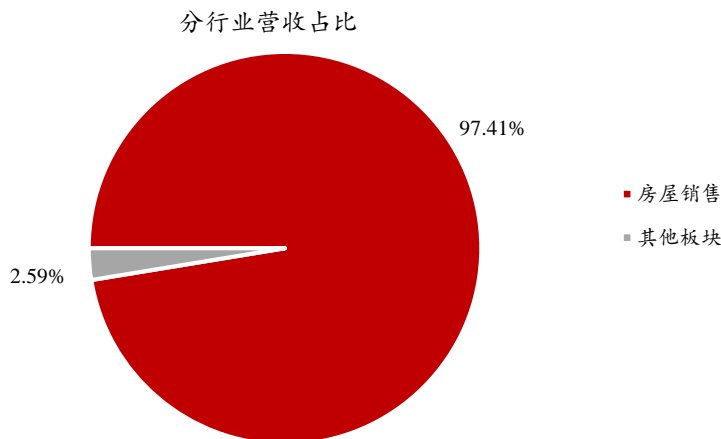
2.1 全地域布局，多业态协同发展

阳光城集团创建于1995年，为世界500强阳光控股的房地产开发平台，主营房地产开发与销售业务，开发业态包括住宅、办公和商业等，兼营商业运营、物业管理等。2012年，阳光城开启全国化发展，快速实现全国化布局。截至2019年末，公司总资产达3094.0亿元，较2018年末增长17.5%，2019年全年实现销售金额2110.3亿元，同比增长29.6%，位列2019年克而瑞全口径销售金额排名第13位。

福建出发，布局全国。公司扎根福建，并积极布局全国，坚持实施“三全”投资战略（全地域发展、全方式拿地、全业态发展），以“高周转”为原则，已形成二线以上城市全覆盖、辐射周边机会型城市的优质城市带布局。公司已正式落地28个区域分级制度，以加强全国化后的管控，实现公司健康发展。

业态多元，协同发展。除地产开发外，公司商业运营业务已进驻9个城市，因地制宜打造阳光小镇、阳光天地、阳光荟等项目，商业管理面积逾250万方，为公司全面发展提供支持。阳光城物业成立于2001年，以“创建中国最具尊贵感的物业服务企业”为发展愿景，致力于为业主提供有温度的物业服务。

图2：房屋销售为公司营业收入主要来源



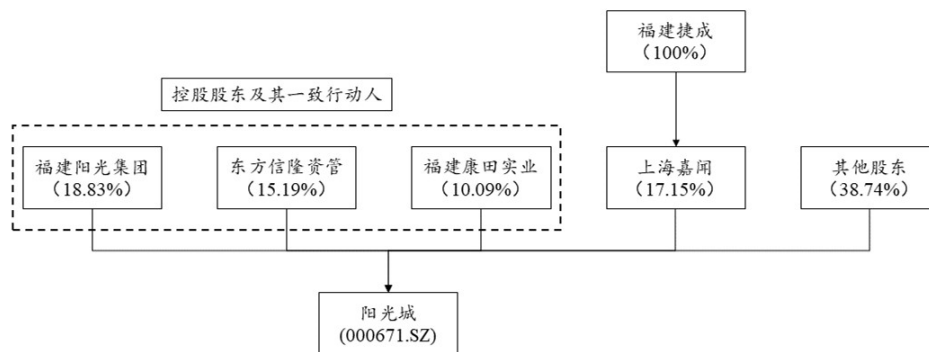
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019年中期数据



2.2 股权结构稳定，保障公司经营

股权结构稳定，股东结构多元。截至2020年1月9日，公司单一大股东为福建阳光集团有限公司，持股比例约为18.83%，其一致行动人东方信隆资产管理有限公司及福建康田实业集团有限公司持股比例分别达15.19%及10.09%，控股股东及其一致行动人合计持股比例达44.11%，股东控制权稳定。除控股股东外，上海嘉文闻投资管理有限公司持股比例达17.15%，其他股东达38.74%，股权结构较为多元。

图3：控股股东控制权稳定，股东结构丰富



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：截至2020年1月9日

控股股东实力雄厚，支持公司经营。公司为阳光控股旗下地产平台，阳光控股有限公司创立于1995年，位列2019年《财富》世界500强第368位，是一家集环保、教育、地产、金融、物产、资本六大产业集团为一体的大型投资控股公司，其环保平台为中国环保行业领军企业，教育平台在全国拥有200多所高品质幼儿园、40多所K12学校，金融平台为兴业银行民营第一大股东，物产与资本平台亦拥有雄厚的综合实力，阳光控股的多元产业亦有望与公司业务产生协同，助力公司发展。

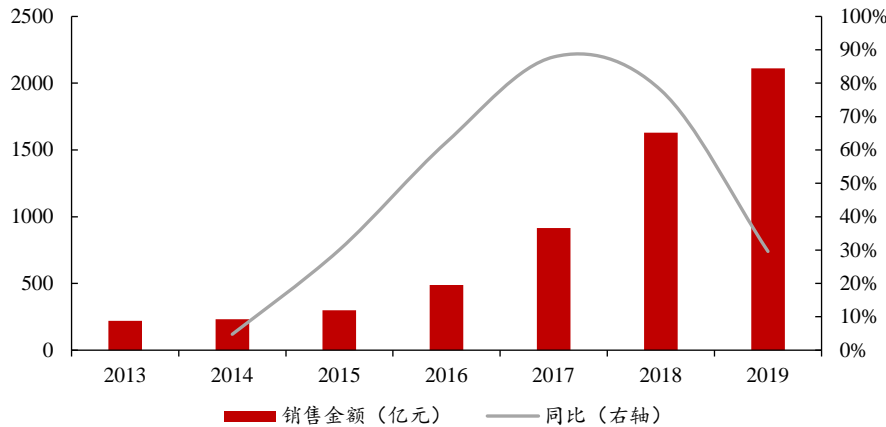


3. 销售高增规模扩张，适时投资多元拓储

3.1 规模增长迅速，重视品质先行

销售金额增长迅速，公司规模高速扩张。公司近年销售快速增长，2018 年销售规模首破千亿，2019 年突破 2000 亿元，2016-2019 年复合增速 63.0%，销售金额排名由 2012 年的 50 名以外迅速上升至 2019 年的 13 名，规模扩张迅猛，成长速度极快，在中国房地产业协会联合上海易居房地产研究院中国房地产测评中心共同发布的 2019 中国房地产 500 强榜单中位列“成长速度 10 强”第一名。

图 4：2019 年公司全年销售金额突破 2000 亿元，规模增长迅速



数据来源：克而瑞，中达证券研究

表 1：公司销售额排名增长迅猛

年份	销售金额 (亿元)	销售额排名
2012	-	未进入前 50
2013	220.2	29
2014	230.7	29
2015	300.1	28
2016	487.2	26
2017	915.3	19
2018	1628.4	14
2019	2110.3	13

数据来源：克而瑞，中达证券研究

高度重视品质，探索绿色健康生活。公司充分结合营运系统描摹的客户需求，辅以灵活定价，多方面提升项目的强适销性，打造“檀系”、“悦澜系”、

“翡丽系”等产品系列，提升品牌力。2018年，公司推出住宅产品战略“绿色智慧家”，建立全新健康建筑标准，以前沿科技打造智慧社区及智慧家庭，为客户提供更有品质、更富体验的产品。

图 5：杭州阳光·檀悦项目效果图



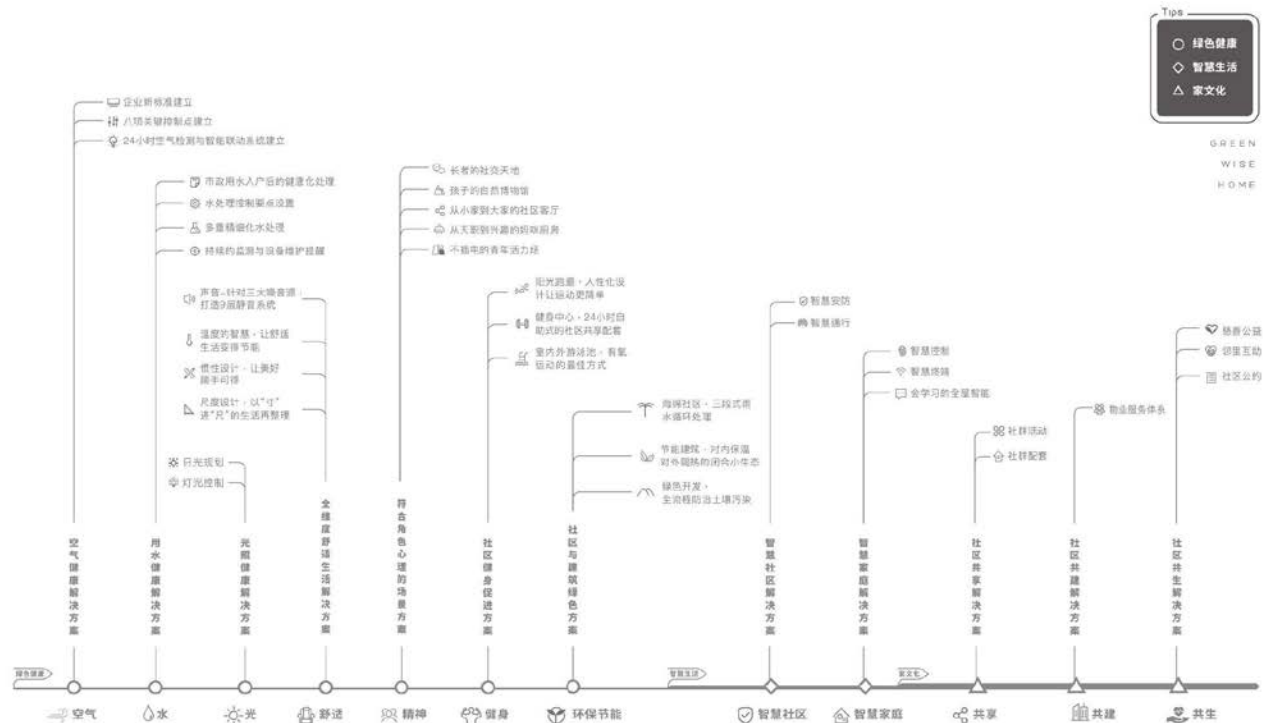
数据来源：公司网站, 中达证券研究

图 6：阳光城翡丽云邸项目效果图



数据来源：公司网站, 中达证券研究

图 7：公司 2018 年推出“绿色智慧家”住宅产品主张，优化客户体验



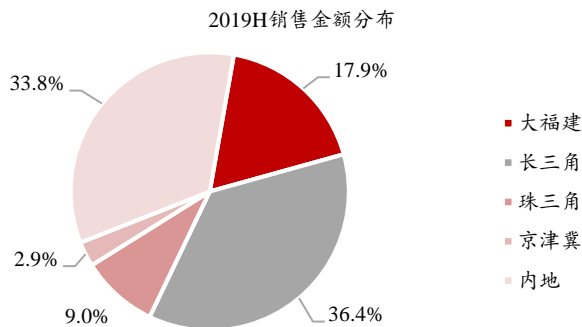
数据来源：公司网站，中达证券研究



3.2 积极布局全国，区域分布优化

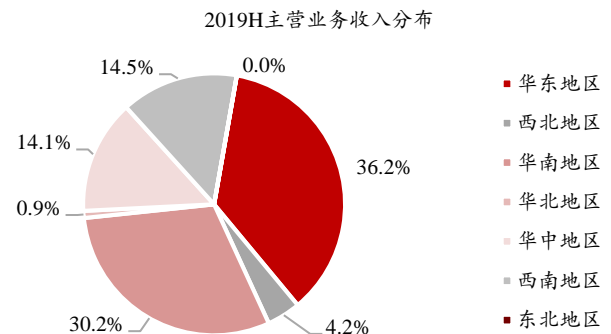
起步福州走向全国，销售分布均衡化。公司起步于福州，2012 年开启全国化布局，截至目前，公司主要房地产项目分布在大福建、长三角、珠三角等地区。2019 年上半年，长三角贡献公司销售金额的 36.4%，为公司最大的销售来源；内地地区贡献 33.8%，包含西安、成都、重庆、郑州、长沙等战略城市。华东和华南为公司主要营收来源，2019 年上半年分别贡献 36.2%和 30.2%。市场热度较高的长三角、大福建和珠三角等地区和内地的重点二线城市将持续支持公司销售，公司业绩有望持续高增。

图 8：长三角贡献销售金额的 36.4%



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 9：华东、华南为公司主要营收来源



数据来源：公司公告, 中达证券研究

全国化布局基本形成，二线以上城市全覆盖。公司由福建起步，通过多渠道的强力拿地，近年迅速扩张，已实现全国布局。公司布局城市能级较高，截至 2019 年中，公司的土地储备中一二线城市预计未来可售货值占比 85.9%，面积占比 76.2%，公司土地资源集中于一二线城市。优质的城市布局将支持公司销售增长及现金回流，支持公司健康稳健发展。

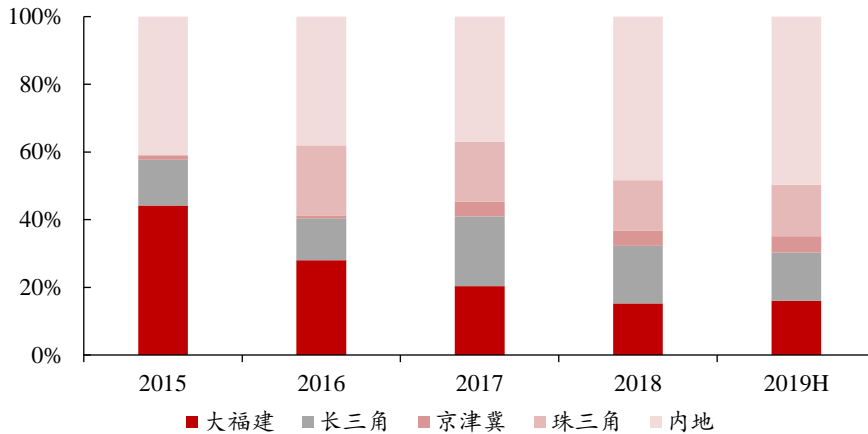
表 2：福建起步，迅速布局全国

年份	布局策略
2012-2013	区域聚焦、深耕发展：“一带多点”（沿海经济带、策略性布点城市），重点发展福州、厦门、上海及周边地区市场的同时，聚焦兰州、西安、太原等城市
2014	“2+X”布局成功实施，长三角与大福建成为公司战略驱动“双引擎”
2015-2016	“3+1+X”（长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市点）的区域布局
2017	开拓新区域，做强、做实区域平台，已成立 30 个区域公司，在全国 56 个城市开展业务，全国布局已基本形成
2018-2019H	形成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

数据来源：公司公告, 中达证券研究

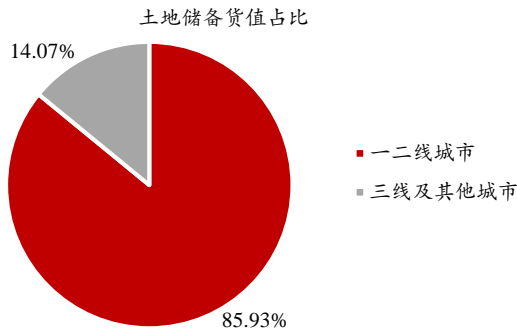


图 10: 公司全国化推进较快, 土地储备分布愈加多元



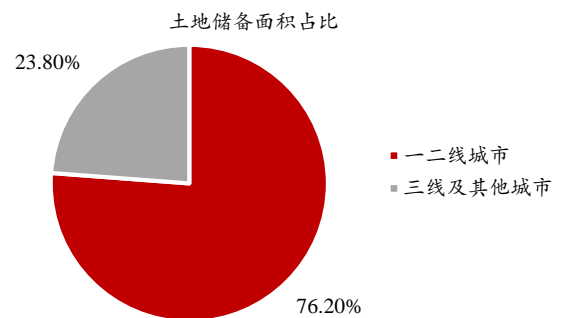
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 11: 公司布局城市能级较高, 一二线城市货值占比超八成



数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 2019 年中期数据

图 12: 公司土地储备面积集中于一二线城市



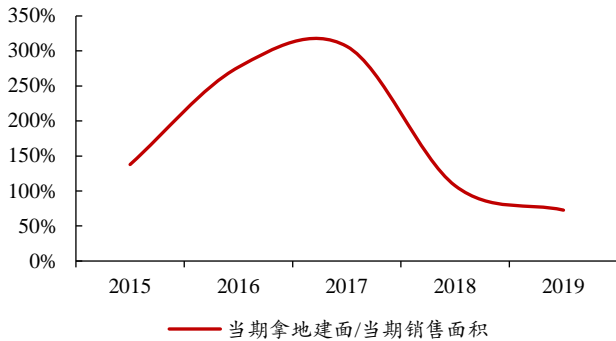
数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 2019 年中期数据

3.3 把握行业周期, 并购优势凸显

把握行业周期, 适时投资布局。公司多年来根据市场状况调整拿地策略, 在 2016 和 2017 年及时发力, 分别新增计容建面 977.8 万平和 2021.6 万平, 分别为当年销售面积的 276.9% 及 306.6%, 拿地强度较大, 充分扩充土储。2018 和 2019 年, 公司根据市场情况及时调整, 在恰当的时机通过多种渠道进行投资布局, 分别新增计容建面 1332.5 万平和 1245.2 万平, 分别为当期销售面积的 107.6% 和 72.7%。截至 2019 年中, 公司可售建面达 4396.4 万平, 土地储备充足。对行业周期的把握使公司能在应对市场风险时更为从容, 成功的逆周期拿地对公司各阶段的销售增长和策略调整都能形成有力支撑。

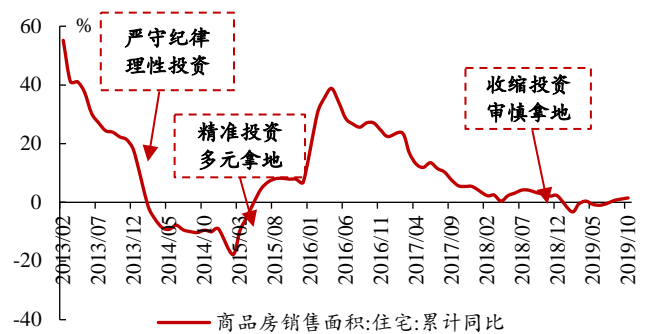


图 13: 适时调整拿地强度, 支持公司销售增长



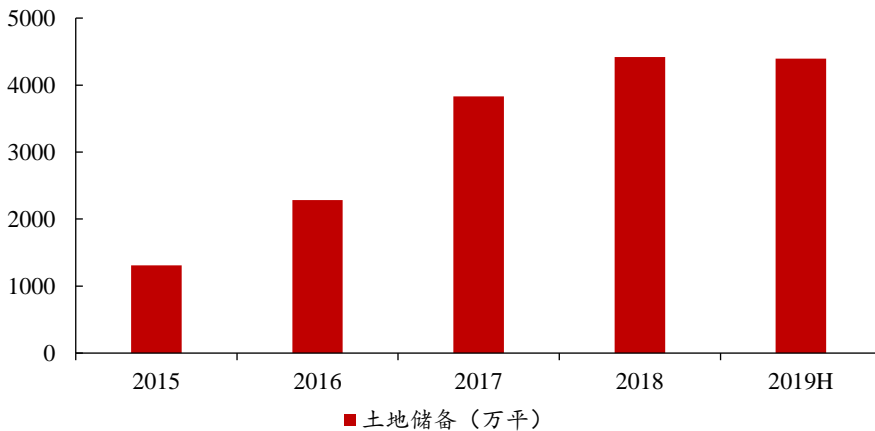
数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 2019年新拿地面积由2019中报及2019年7-12月月度经营情况公告计算

图 14: 把握行业周期, 在恰当时机投资布局



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 15: 及时发力拿地, 公司土地储备充足



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

拿地渠道多元, 并购能力凸显。2015年起, 公司开始注重通过并购等方式取得项目, 并购经验丰富。并购能使公司在获得土地资源的同时, 获取熟悉当地市场的团队, 使公司能更高效地拓展区域布局。近年来, 公司通过收并购获取的土地储备面积占比均在30%以上, 其中2016和2017年分别达到85.5%和53.1%, 2019年达56.2%。2017年, 公司获亿翰智库“中国房地产企业并购能力十强”第二名, 仅次于融创中国, 公司并购能力凸显。2017年起, 公司进一步拓展拿地渠道, 通过参与一级土地整理、三旧改造、特色小镇建设及寻找外部战略合作资源等方式多元拿地。多元的拿地渠道将支持公司持续获取土地资源, 为公司业绩增长奠定基础。

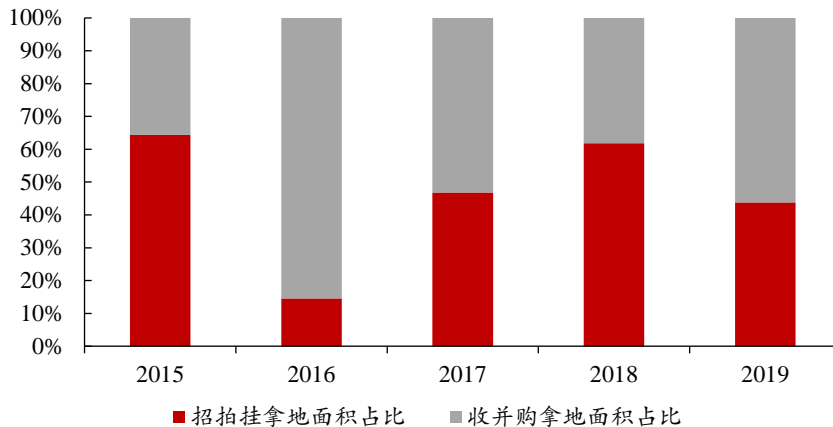


表 3: 把握行业周期理性投资, 拿地渠道逐渐多元化

年份	拿地策略
2012	理性投资, 审慎关注土地价格合理性
2013	严守投资纪律, 理性投资
2014	逆周期精准投资, 严守投资纪律, 理性投资
2015	审慎判定, 通过公开招牌挂、并购等多种方式取得项目, 实现精准投资
2016	在关注核心指标的前提下, 充分利用合作伙伴、股东等资源优势, 审慎判定, 通过公开招牌挂、并购等多种方式取得项目, 实现精准投资
2017	开启多元化的拿地渠道, 除招拍挂、收并购外, 将参与一级土地整理、三旧改造、特色小镇等, 并同时寻找外部战略合作资源
2018-2019H	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

数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 16: 公司积极通过并购获取土地储备

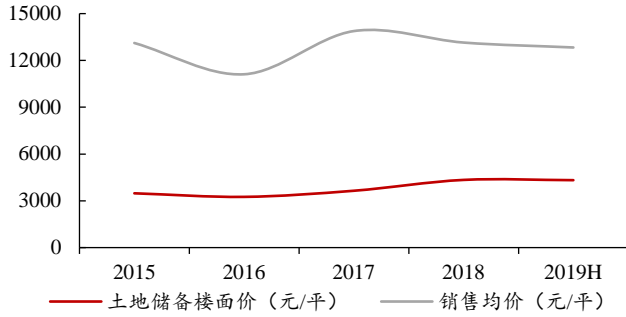


数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 2019 年新拿地面积由 2019 中报及 2019 年 7-12 月月度经营情况公告计算

控制拿地成本, 保障利润空间。截至 2019 年中, 公司累计成本地价为 4322.2 元/平方米, 同期公司销售均价 12829 元/平方米, 地售比 33.7%, 整体表现良好。分地区来看, 公司在内地、珠三角及大福建地区的地售比最低, 分别为 25.7%、28.6% 和 40.1%。较为合理的拿地成本将对公司盈利空间提供支撑。

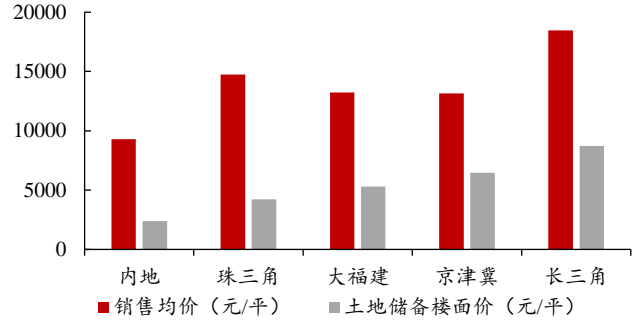


图 17: 公司整体拿地成本较为合理, 支撑公司盈利



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 18: 内地、珠三角及大福建盈利空间较大



数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 注: 2019 年中期数据

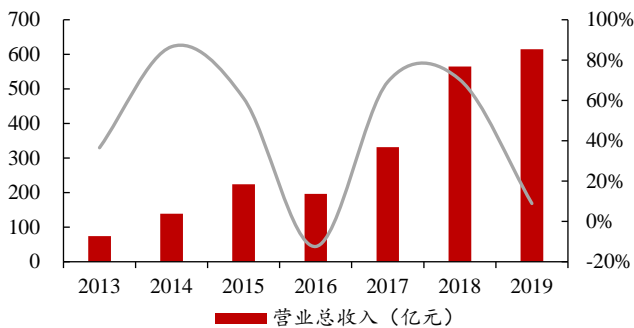


4. 盈利水平提升，财务持续优化

4.1 业绩增长迅速，未结算资源充足

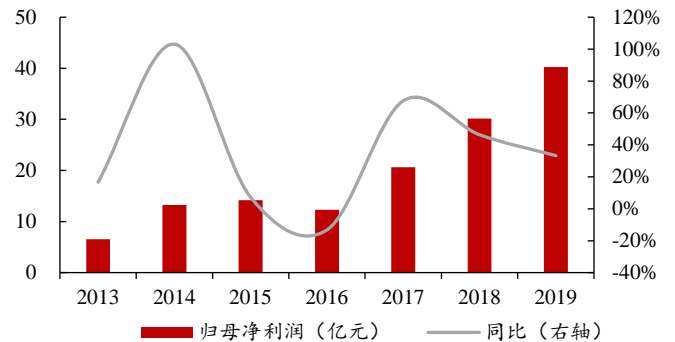
利润持续高增，未结算资源丰富。受益于快速的销售增长，公司近年营收及归母净利润增长稳健，2019 年实现营业收入 614.9 亿元（+8.9%）、归母净利润 40.2 亿元（+33.3%）。同时，公司预收款项快速增长，2019 年 Q3 达 882.1 亿元（+21.6%），丰富的未结算资源将对公司未来业绩释放提供有力保障。

图 19：公司营业收入近年稳健增长



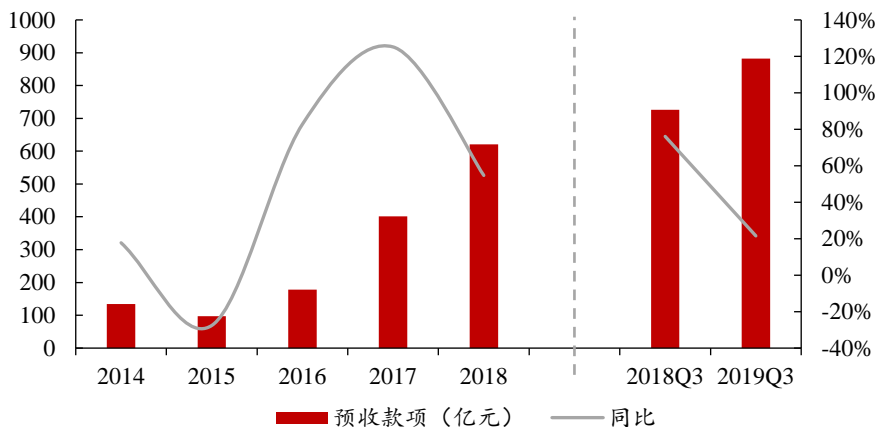
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 20：归母净利润持续高增



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 21：未结算资源丰富，保障未来业绩释放



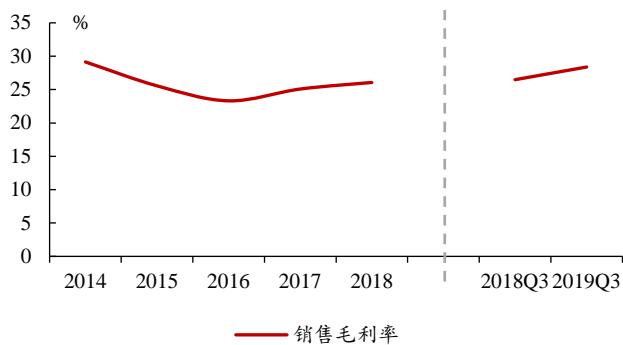
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究



4.2 盈利能力提升，分红表现稳定

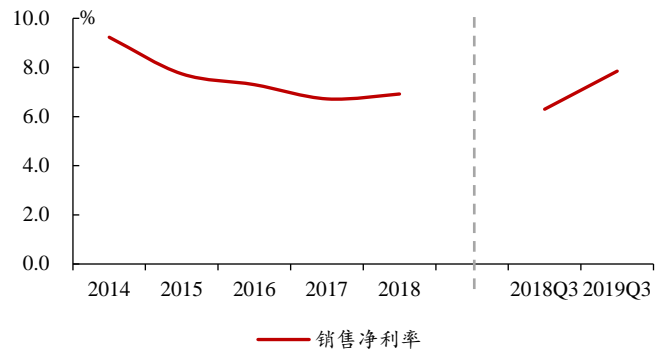
盈利水平提升，重视股东回报。公司近年销售毛利率、销售净利率及 ROE 均有所回升，2018 年末及 2019 年前三季度，公司销售毛利率分别为 26.1% 及 28.4%，销售净利率分别为 6.9% 及 7.6%，2018 及 2019 年全年加权 ROE 分别为 16.4% 及 18.5%，较 2016-2017 年有明显提升，盈利水平有所改善。同时，公司自 2006 年起共实施现金分红 13 次，累计现金分红 13.2 亿元，重视股东回报，有利于巩固公司股东基础。

图 22：公司毛利率较 2016 年明显回升



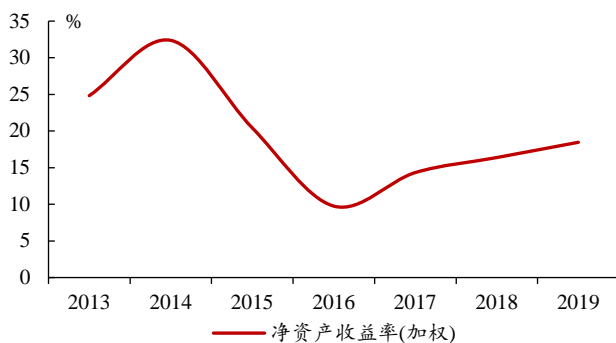
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 23：公司净利率稳中有升



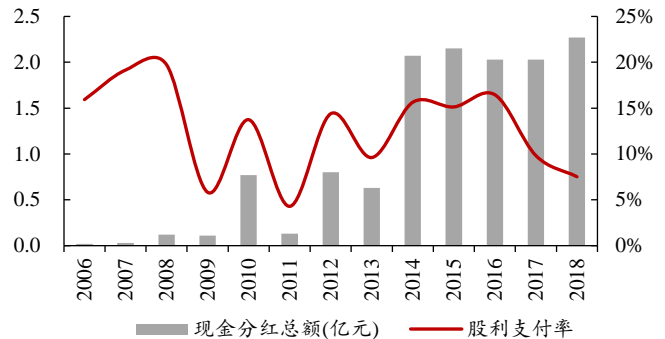
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 24：ROE 近年明显回升



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 25：公司分红稳定，巩固股东基础



数据来源：Wind，中达证券研究

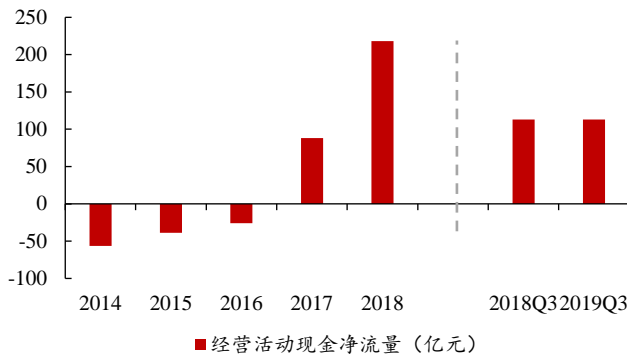
4.3 现金流状况改善，负债结构优化

现金流状况持续改善，有息负债规模稳中有降。公司近年加强现金流管理，2019 年上半年平均回款率达 80.5%，良好的销售回款表现使公司现金流状况持



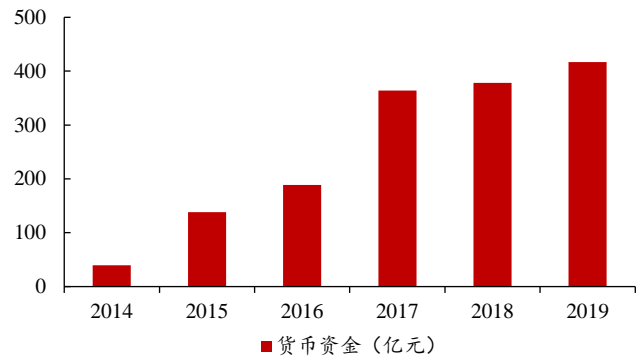
续改善。公司经营活动现金流 2017 年起回正，2018 年达 218.3 亿元，2019Q3 达 113.1 亿元，货币资金近年亦大幅增加。公司近两年有息负债均保持规模相当，短期负债占比下降，债务结构持续优化。2019 年末，公司账面货币资金与短期有息负债之比约 130.1%，实现对短期有息负债的有效覆盖。

图 26：公司经营活动现金流近年回正



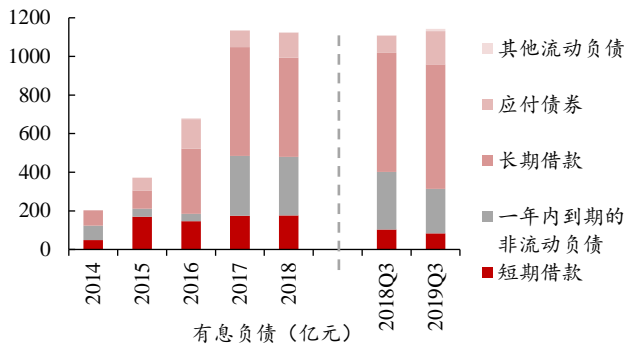
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 27：公司货币资金持续增长



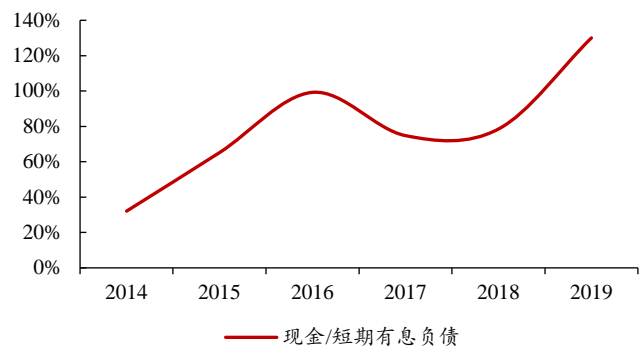
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 28：严控有息负债规模，负债结构持续优化



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 29：公司逐步实现货币资金对短债的全额覆盖



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

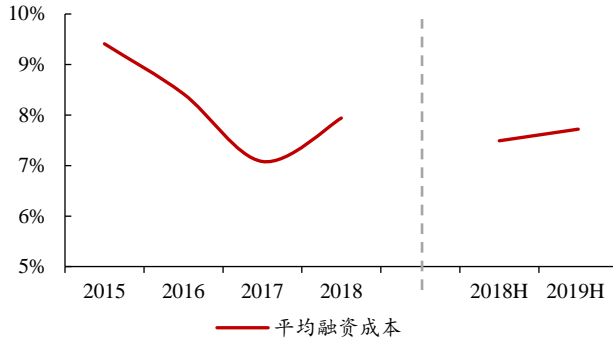
4.4 融资成本下降，融资渠道畅通

融资成本处于低位，净负债率持续下降。公司 2019 年中期平均融资成本约 7.7%，较 2018 年末优化 22 个基点，2019 年末净负债率降至约 138.3%，较 2018 年末下降 43.94pct，平均融资成本及净负债率均有所优化。公司融资渠道畅通，2019 年成功通过发行公司债、定向工具、短期融资券及 ABS 等进行融资，近日 80 亿公司债获深交所通过。基于公司持续改善的财务状况，2019 年惠誉将公司主体评级由 B 上调至 B+，大公国际将公司主体长期信用等级由 AA+ 上调为



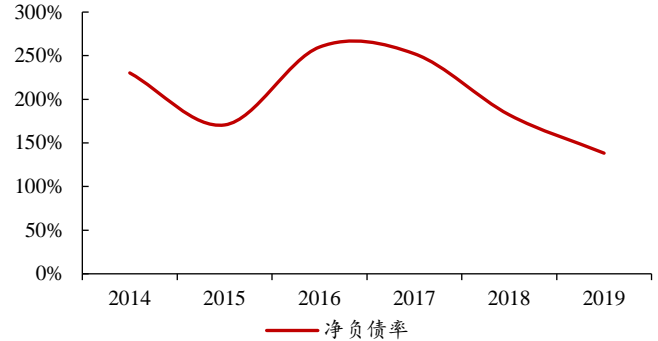
AAA，展望维持稳定，公司评级表现良好。优化的财务表现有望持续支持公司健康发展。

图 30：公司平均融资成本有所降低



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 31：净负债率近年持续下降



数据来源：Wind, 公司公告, 中达证券研究

表 4：公司融资渠道多元且畅通，支持公司健康发展

起息日	债券类型	发行规模 (亿元)	币种	到期日	票面利率 (当期)
2019-02-28	一般公司债	15.00	CNY	2022-02-28	7.50%
2019-03-22	定向工具	5.00	CNY	2022-03-22	7.50%
2019-04-12	一般公司债	8.00	CNY	2022-04-12	7.50%
2019-04-19	一般短期融资券	9.00	CNY	2020-04-18	6.50%
2019-04-24	证监会主管 ABS	3.20	CNY	2039-10-27	7.50%
2019-04-24	证监会主管 ABS	3.10	CNY	2039-10-27	-
2019-04-24	证监会主管 ABS	7.30	CNY	2039-10-27	5.50%
2019-04-24	证监会主管 ABS	7.40	CNY	2039-10-27	6.50%

数据来源：Wind, 中达证券研究

表 5：公司评级表现良好，惠誉、大公国际分别上调主体评级至 B+、AAA

评级机构	信用评级	评级展望
大公国际	AAA	稳定
中诚信国际	AA+	稳定
联合国际	BB-	稳定
穆迪	B2	稳定
惠誉	B+	稳定

数据来源：Wind, 中达证券研究



5. 积极激励加强管控，重视人才高效运营

外引精兵强将，保障公司业务发展。公司坚持“引进、发展、激励”的人才战略，广纳业内优秀人才，保障公司业务发展。公司执行董事长、总裁朱荣斌曾任中海地产董事、助理总经理兼华东区总经理，碧桂园联席总裁、执行董事，拥有 20 余年房地产开发及相关业务经验，在业内享有较高声誉。公司执行副总裁吴建斌曾任中国海外集团有限公司常务董事、财务总监、副总经理，碧桂园控股集团有限公司执行董事、首席财务官，业界资源丰富。公司执行副总裁阚乃桂曾任中海地产集团有限公司发展管理部总经理、中海地产天津公司总经理、世茂集团助理总裁兼成本中心负责人、世茂集团副总裁、世茂集团执行董事兼成本中心负责人和设计中心负责人等职务，从业经验丰富。公司对人才引进的重视将为公司发展提供强力保障。

表 6：公司积极引进业内优秀人才，保障公司业务发展

姓名	职务	主要情况介绍
林腾蛟	董事局主席	1968 年 4 月出生，北京大学光华管理学院硕士，全国人大代表，中国侨商联合会副会长，中国民办教育协会副会长，中华房地产投资商会副会长，福建省工商联副主席。
朱荣斌	执行董事长、总裁	1972 年 12 月出生，清华大学土木工程系毕业，硕士学位，国家注册监理工程师，国家注册造价工程师及高级工程师。1995 年-2008 年任职于中海地产，曾任中海地产董事、助理总经理兼华东区总经理；2008 年-2013 年任职于富力地产，曾任副总裁兼华南地区总经理；2013 年起任职于碧桂园，曾任联席总裁、执行董事。曾任广东省房地产协会常务副会长，拥有 20 余年房地产开发及相关业务经验，在业内享有较高声誉。
吴建斌	执行副总裁	1962 年 9 月出生，工商管理博士，高级会计师，西安交通大学和上海经贸大学兼职教授。曾任中国海外集团有限公司常务董事、财务总监、副总经理，中国海外发展有限公司执行董事、财务总监，碧桂园控股集团有限公司执行董事、首席财务官。
阚乃桂	执行副总裁	1967 年 11 月出生，硕士，具有造价工程师资格。曾任中海发展（广州）有限公司副总经理，中海地产集团有限公司发展管理部总经理，中海地产天津公司总经理，世茂集团助理总裁兼成本中心负责人，世茂集团副总裁，世茂集团执行董事兼成本中心负责人和设计中心负责人等职务。

数据来源：公司公告，中达证券研究

内建人才梯队，区域分级加强管控。公司 2012 年起启动针对应届生的“光之子”项目，为公司人才团队持续注入新鲜血液，已连续 6 年获中国“年度最佳雇主”。公司重视内部人才自我造血机制，推出的“光合工程”人才战略发展体系、千人计划、百子良将等人才计划成果显著，人才持续输出，重点岗位有充



足人才保障。截至 2019 年中，公司已正式落地 28 个区域分级制度，以匹配公司扩大规模后的公司管理。

建立激励体系，提升运营效率。公司已建立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。2018 年 7 月，公司推出 2018 年股权激励计划，涉及 34500 万份股票期权，占彼时公司股本总额的 8.52%，覆盖人数 424 人。该激励计划设 2018-2021 各年度考核目标，营业收入及净利润均分别需较 2017 年增长不低于 35%、82%、146%及 232%。较高的业绩目标和充分的激励体系将激发人才团队的主人翁意识，对提升公司整体运营效率产生积极作用。

表 7：公司 2018 年股权激励计划业绩考核目标较高

行权期	业绩考核目标
首次授予股票期权的第一个行权期	2018 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 35%，且 2018 年度净利润相比 2017 年度增长不低于 35%
首次授予股票期权的第二个行权期	2019 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 82%，且 2019 年度净利润相比 2017 年度增长不低于 82%
首次授予股票期权的第三个行权期	2020 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 146%，且 2020 年度净利润相比 2017 年度增长不低于 146%
首次授予股票期权的第四个行权期	2021 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 232%，且 2021 年度净利润相比 2017 年度增长不低于 232%

数据来源：公司公告，中达证券研究

6. 估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价人民币 9.25 元。预测公司 2019-2021 年核心 EPS 分别为人民币 0.99 元、1.31 元和 1.77 元，核心净利润同比增长 35.5%、32.7% 和 35.6%。考虑到公司全国布局优质，财务状况改善显著，给予 NAV 折让 25%，目标价人民币 9.25 元，对应 2019 年 9.3 倍 PE，较现价空间达 34.5%。（最新股价为 2020 年 3 月 16 日收盘价）

表 8：阳光城 NAV 约人民币 12.3 元/股

NAV 估值 (人民币亿元)	2019
NAV 增厚 (亿元)	263.19
归母净资产 (亿元, 2019 年中期)	240.50
NAV 合计 (亿元)	503.70
总股本 (最新, 亿股)	40.83
公司估值 (元/股)	12.34
3 月 16 日股价 (元/股)	6.88
NAV 折让	44.23%

数据来源：中达证券研究



7. 风险提示

- 1) 行业调控政策以及项目结算进度存在一定不确定性，或影响上市公司销售业绩；
- 2) 宏观经济及流动性波动可能对公司经营造成一定影响。



损益表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,163	56,470	61,490	81,733	111,181
营业成本	-24,847	-41,755	-45,134	-59,779	-81,685
毛利润	8,316	14,715	16,356	21,953	29,496
销售费用	-961	-1,757	-1,925	-2,861	-3,558
管理费用	-1,177	-1,577	-1,845	-2,452	-3,669
EBIT	3,588	7,416	8,037	10,756	14,265
利息支出	-392	-673	-1,488	-1,721	-2,002
利息收入	165	314	795	849	982
投资收益	70	55	73	78	144
其他收入	5	57	0	0	0
税前利润	3,604	6,389	6,905	9,528	12,981
所得税	1,375	2,483	2,003	2,839	3,920
少数股东损益	166	889	881	1,351	1,821
核心净利润	1,909	2,968	4,022	5,337	7,239
股权数	4,050	4,050	4,082	4,082	4,082
核心 EPS	0.47	0.73	0.99	1.31	1.77

资产负债表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	5,529	8,575	10,576	12,896	15,411
其他非流动资产	7,433	10,145	12,017	13,964	15,513
长期股权投资	1,875	9,300	12,711	17,221	21,232
非流动资产合计	14,837	28,021	35,304	44,080	52,156
存货	126,491	142,172	179,299	210,456	256,244
应收账款	524	1,256	1,196	1,612	2,163
现金	36,374	37,848	41,660	43,201	46,089
其他流动资产	35,025	54,100	51,942	58,410	69,070
总资产	213,250	263,397	309,401	357,760	425,722
流动负债合计	117,097	156,838	183,463	226,390	287,548
长期借款	56,275	51,418	58,419	60,930	62,657
其他非流动负债	0	0	0	0	0
递延所得税	731	1,126	1,202	1,333	1,450
非流动负债合计	65,584	65,529	80,606	79,348	80,092
少数股东权益	11,419	18,051	18,932	20,283	22,104
归属母公司股东权益	19,150	22,979	26,401	31,738	35,978
总负债和权益合计	213,250	263,397	309,401	357,760	425,722

现金流量表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,604	6,389	6,905	9,528	12,981
营运资本变动	6,180	16,395	7,433	-401	236
其他	-964	-953	89	-657	-1,577
经营性现金流合计	8,819	21,831	14,427	8,470	11,640
投资物业	-17,246	-9,738	-5,413	-6,831	-6,528
其他	-14,772	-6,133	-1,869	-1,880	-1,364
投资性现金流合计	-32,018	-15,872	-7,281	-8,710	-7,891
自由现金流	-23,199	5,959	7,145	-240	3,748
每股自由现金流	-5.73	1.47	1.75	-0.06	0.92
权益融资	7,666	9,593	195	-0	-0
债权融资	41,781	-2,258	-1,147	3,487	4,111
其他	-9,733	-13,626	-2,381	-1,706	-4,971
融资性现金流合计	39,713	-6,291	-3,333	1,781	-860
现金变动合计	16,514	-332	3,812	1,541	2,888
期初现金	16,308	32,795	37,848	41,660	43,201
期末现金	32,795	32,447	41,660	43,201	46,089

财务分析 (%)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	25.1%	26.1%	26.6%	26.9%	26.5%
经营利润率	10.8%	13.1%	13.1%	13.2%	12.8%
核心净利率	5.8%	5.3%	6.5%	6.5%	6.5%
营收增长率	69.2%	70.3%	8.9%	32.9%	36.0%
EBIT 增长率	66.2%	106.7%	8.4%	33.8%	32.6%
核心净利润增长率	67.1%	55.5%	35.5%	32.7%	35.6%
核心 EPS 增长率	67.1%	55.5%	34.5%	32.7%	35.6%
每股净资产	4.73	5.67	6.47	7.78	8.81
利息覆盖倍数	9.16	11.01	5.40	6.25	7.13
净负债资本率	80%	70%	55%	55%	53%
净负债率	252%	182%	154%	138%	126%
总资产周转率	0.20	0.24	0.21	0.25	0.28
资产权益比	11.14	11.46	11.72	11.27	11.83
ROA	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
ROE (平均)	11.8%	14.1%	16.3%	18.4%	21.4%
ROCE	2.3%	2.9%	3.5%	4.1%	5.4%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。