业绩实现平稳增长，偿债能力保持稳定

——阳光城 2021 中报点评

阳光城
000671.SZ
买入
(维持)

业绩实现平稳增长，盈利能力有所下行。阳光城 2021 年上半年实现营业收入 299.3 亿元（+24.1%），归母净利润 19.9 亿元（+17.1%），扣非归母净利润 18.4 亿元（+3.3%）。较低毛利项目集中结算，导致公司毛利率有所下滑，2021 年上半年同比下降 8.3pct 至 18.2%。期内公司结算项目权益比例有所波动，带动对合联营企业的投资收益同比提升 128.1%、归母净利润占净利润比重下降 7.9pct 至 88.3%，归母净利率降幅（下降 0.4pct 至 6.7%）小于毛利率降幅。整体而言，公司 2021 年上半年营收利润均实现了平稳增长。

收并购拓储占比提升，物业合作实现共赢。在上半年公开土地市场不确定性增加的环境下，公司积极通过收并购等多元渠道获取土地资源，2021 年上半年公司合计获取土储建面 429.2 万方，通过收并购获取的土储建面占比回升至 50.3%，较 2020 年上半年提升 9.9pct、较 2020 年全年提升 6.5pct。截至 2021 年中期，公司土储建面达 4371.3 万方，能够支撑公司未来数年的发展。布局方面，公司可售资源分布更趋多元化，位于内地区域的可售面积占比较 2020 年末提升 5.8pct 至 55.5%，进一步分散了区域风险。另外，2021 年 8 月，公司以其持有的阳光智博 100%股份投资万物云，获取万物云 4.8%股份，双方将在社区商业、智慧城市等多方面开展战略合作，有望形成共赢局面：一方面，公司的在管项目将扩充万物云的规模；另一方面，入股龙头企业有望使公司物管业务的价值实现更充分地释放。

债务总额持续下降，偿债能力保持稳定。公司继续加强资金管控，期内全口径回款 856 亿元，回款率达 84.5%，经营活动现金流继续保持正值（期内净流入 79.9 亿元）。公司债务管控成效显现，债务总额较 2020 年末下降 10.1%；债务期限结构亦有所优化，短债占比较 2020 年末下降 3.3pct 至 27.7%。公司主要偿债能力指标保持稳定，与 2020 年末相比，公司现金短债比基本持平，达 1.53 倍（扣除受限资金及预售监管资金后为 1.03 倍），在手现金能够充分覆盖短期债务；净负债率下降约 1.1pct 至 93.8%，杠杆水平相对可控，保持黄档。公司当前继续将控负债、降杠杆作为工作重点之一，有望推动公司的健康发展。

维持“买入”评级，目标价人民币 6.8 元。考虑到行业调控政策及疫情反复对公司工程及交付情况的影响，我们调整公司 2021-23 年 EPS 预测至人民币 1.51 元/1.75 元/1.97 元，归母净利润同比增长 20.0%/15.5%/12.9%。考虑到公司经营更趋稳健，调整 NAV 折让至 45%，目标价人民币 6.8 元，对应 2021 年 4.5 倍 PE，较现价空间达 57.7%（最新股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

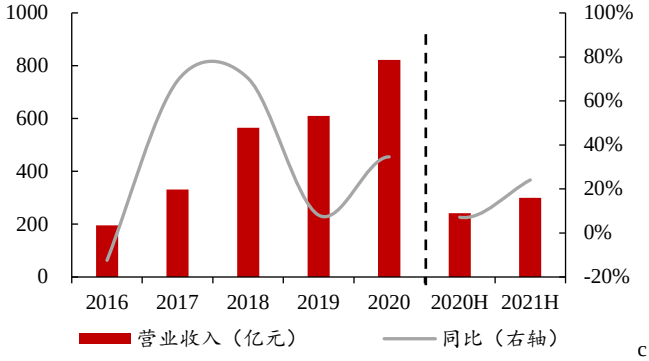
微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

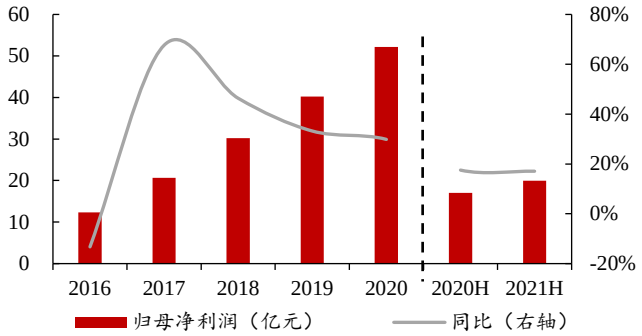
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	56,470	61,049	82,171	99,838	115,013	131,115
(+/-)%	*70%*	*8%*	*35%*	*22%*	*15%*	*14%*
毛利润	14,715	16,226	16,481	17,711	19,782	22,814
归母净利润	3,018	4,020	5,220	6,265	7,235	8,170
(+/-)%	*46%*	*33%*	*30%*	*20%*	*15%*	*13%*
PE	5.95	4.47	3.44	2.87	2.48	2.20
PB	0.78	0.67	0.59	0.49	0.41	0.34

图 1：2021 年上半年营收同比+24.1%



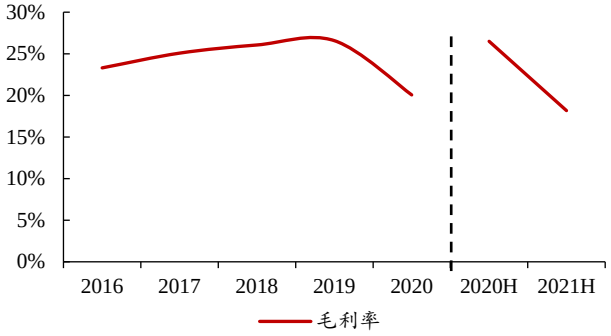
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2021 年上半年归母净利润同比+17.1%



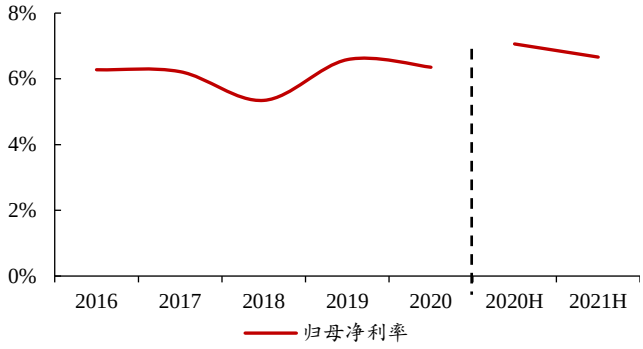
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：低毛利项目结算带动毛利率有所下滑



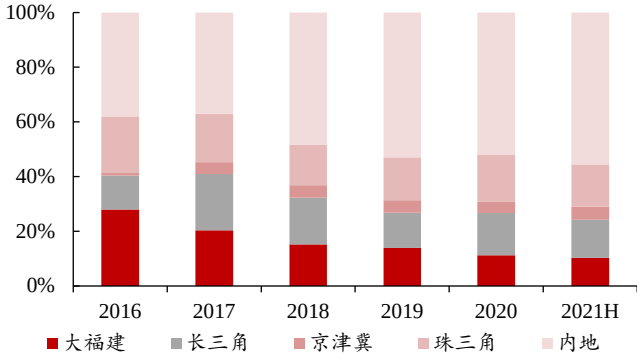
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司归母净利率小幅下滑



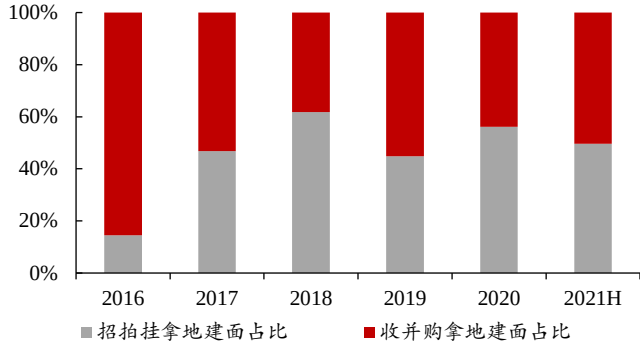
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：2021 年中期公司内地可售面积占比提升



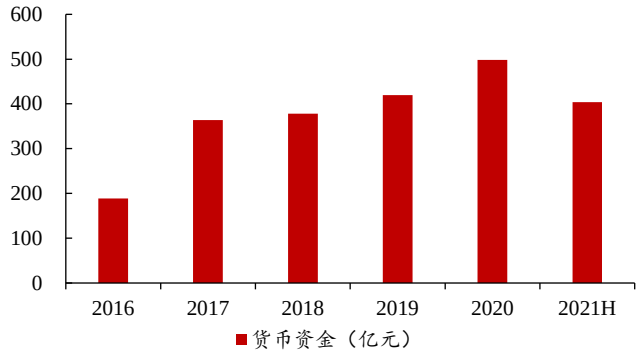
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：2021 年上半年收并购拿地占比回升



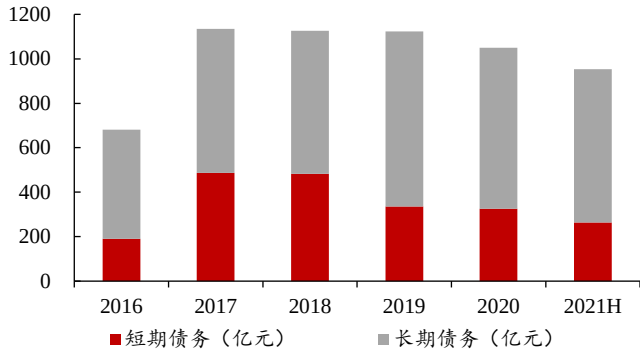
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：2021 年中期公司货币资金有所下滑



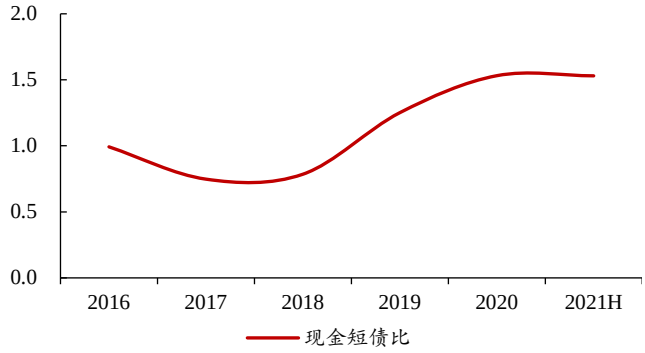
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司债务总额持续下降，期限结构继续优化



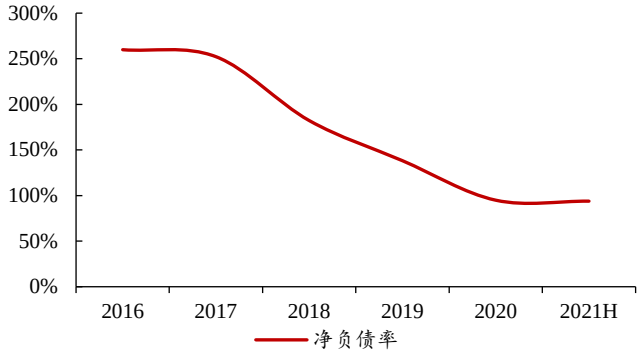
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司现金短债比保持稳定



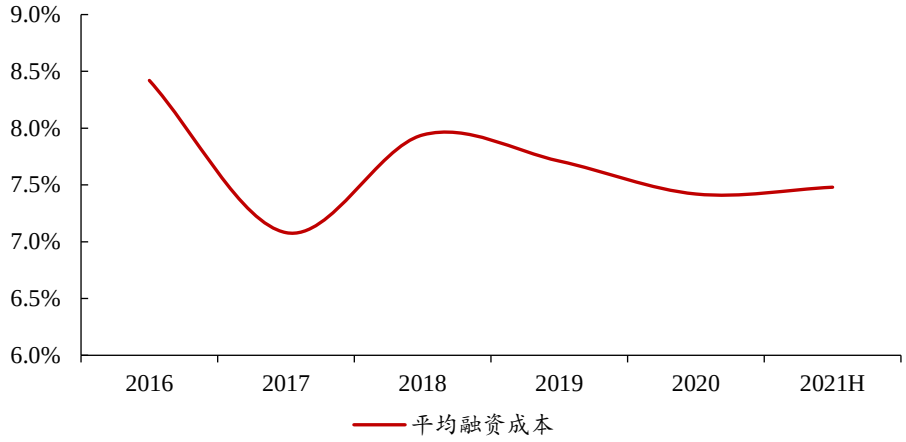
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：公司净负债率继续下行



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：公司融资成本小幅回升



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：阳光城 NAV 约人民币 12.4 元/股

NAV 估值（人民币亿元）	**2020**
NAV 增厚（亿元）	214.19
归母净资产（亿元，2021 年中）	300.91
NAV 合计（亿元）	515.10
总股本（最新，亿股）	41.40
每股 NAV（元/股）	12.44
8 月 25 日股价（元/股）	4.34
NAV 折让	65.1%

数据来源：中达证券研究；注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

风险提示：

调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

损益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	61,049	82,171	99,838	115,013	131,115
营业成本	-44,823	-65,690	-82,127	-95,231	-108,301
毛利润	16,226	16,481	17,711	19,782	22,814
销售费用	-2,569	-2,402	-2,945	-3,393	-3,868
管理费用	-2,188	-1,978	-2,496	-2,875	-3,278
EBIT	7,555	8,331	7,777	8,338	9,768
利息支出	-998	-940	-1,033	-1,072	-1,152
利息收入	394	427	451	456	464
投资收益	814	2,391	3,994	5,176	5,900
其他收入	40	105	130	150	170
税前利润	6,771	8,820	10,989	12,718	14,822
所得税	2,449	3,329	4,066	4,706	5,484
少数股东损益	301	271	658	777	1,167
归母净利润	4,020	5,220	6,265	7,235	8,170
股权数	4,082	4,093	4,140	4,140	4,140
EPS	0.98	1.28	1.51	1.75	1.97

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	6,771	8,820	10,989	12,718	14,822
营运资本变动	9,741	15,885	11,433	7,021	5,205
其他	-1,115	-3,352	-6,697	-8,480	-9,903
经营性现金流合计	15,396	21,354	15,725	11,259	10,124
投资	-5,632	-16,424	-18,280	-19,300	-19,805
其他	-787	-1,297	3,496	4,606	5,247
投资性现金流合计	-6,419	-17,721	-14,784	-14,694	-14,558
自由现金流	8,977	3,632	941	-3,435	-4,434
每股自由现金流	2.20	0.89	0.23	-0.83	-1.07
权益融资	5,314	12,232	0	0	0
债权融资	1,615	-2,339	620	5,198	6,551
其他	-11,790	-9,270	-1,033	-1,072	-1,152
融资性现金流合计	-4,861	623	-413	4,125	5,399
现金变动合计	4,115	4,255	528	690	965
期初现金	32,447	36,691	49,805	50,332	51,023
期末现金	36,691	40,515	50,332	51,023	51,987

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	11,621	12,161	12,613	12,969	13,517
其他非流动资产	8,584	8,539	8,707	8,948	9,272
长期股权投资	14,848	30,114	47,942	66,886	86,143
非流动资产合计	35,053	50,814	69,263	88,804	108,933
存货	175,839	187,118	182,254	206,117	228,471
应收票据及应收账款	1,169	1,505	1,915	2,206	2,515
现金	41,978	49,805	50,332	51,023	51,987
其他流动资产	53,513	63,060	71,860	81,237	91,069
总资产	307,552	352,302	375,624	429,385	482,975
流动负债合计	176,758	218,043	230,973	273,665	313,471
长期借款	66,519	53,228	55,240	57,064	59,575
应付债券	12,253	19,280	20,737	21,970	23,904
其他非流动负债	1,123	2,494	2,494	2,494	2,494
非流动负债合计	79,895	75,002	78,471	81,528	85,973
少数股东权益	24,154	28,564	29,222	29,999	31,166
归属母公司股东权益	26,744	30,693	36,959	44,194	52,364
总负债和权益合计	307,552	352,302	375,624	429,385	482,975

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	26.6%	20.1%	17.7%	17.2%	17.4%
经营利润率	12.4%	10.1%	7.8%	7.3%	7.5%
归母净利率	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%
营收增长率	8.1%	34.6%	21.5%	15.2%	14.0%
EBIT 增长率	1.9%	10.3%	-6.6%	7.2%	17.1%
归母净利润增长率	33.2%	29.9%	20.0%	15.5%	12.9%
EPS 增长率	32.2%	29.5%	18.6%	15.5%	12.9%
每股净资产	6.55	7.50	8.93	10.67	12.65
利息覆盖倍数	7.57	8.87	7.53	7.78	8.48
净负债资本率	53.8%	45.6%	42.4%	42.2%	42.1%
净负债率	138.2%	94.9%	92.6%	88.7%	85.4%
总资产周转率	0.21	0.25	0.27	0.29	0.29
资产权益比	11.5	11.5	10.2	9.7	9.2
ROA	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
ROE（平均）	16.2%	18.2%	18.5%	17.8%	16.9%
ROCE	3.4%	3.9%	4.5%	4.8%	5.0%

分析师声明

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。投资者在作出投资决策时，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。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作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和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。