

## 经营业绩稳健增长，偿债能力继续提升

### ——阳光城 2020 年报点评

**营收利润稳健增长，运营管控效率提升。**阳光城 2020 年实现营业收入 821.7 亿元 (+34.6%)，归母净利润 52.2 亿元 (+29.9%)，扣非归母净利润 51.9 亿元 (+32.5%)。扣非归母净利润增速低于营收增速主要由于低毛利项目进入结算期，带动毛利率下降 6.5pct 至 20.1%。另外，部分因素在一定程度上对冲了盈利能力的下滑：1) 公司结算权益比例有所波动，使得来自合联营公司的投资收益同比增长 222.5%、归母净利润占利润总额比重提升约 2.0pct 至 95.1%；2) 运营管控效率提升，带动销售及管理费用率合计下降约 2.5pct 至 5.3%。公司的销售增长、运营管理能力的提升均将对未来业绩的稳健增长构成保障。

**拿地强度有所下降，战略合作支持发展。**公司在 2020 年下半年拿地强度有所下降（上下半年新拿地建面分别约 828 万方/287 万方），全年新拿地建面约为销售面积的 0.73 倍（2019 年：0.74 倍）；2020 年末，公司剩余可售建面约 4252 万方，较 2019 年末小幅增长 3.7%。布局方面，年内公司加大了对优质区域的投资，位于长三角、珠三角的土储建面占比分别提升 2.6pct、1.7pct 至 15.4% 和 17.3%。拿地渠道方面，公司继续保持了收并购优势，年内通过收并购获取的土储建面占比达 43.8%，多元的拓储模式使公司能够在一定程度上规避激烈的土拍竞争。另外，日前公司大股东阳光控股与二股东泰康保险签署了战略合作框架协议，二者将在项目获取及代建代销、融资及物管方面进一步落实业务合作。与优质险资股东的业务协同将有望使公司的业务开展更为顺畅，同时在财务结构和资金成本方面更具优势，支持公司的未来发展。

**资金管控成效显著，偿债能力有所提升。**得益于良好的现金流和债务管控，在土地储备稳健增长的同时，公司 2020 年有息负债总额下降 5.6%、短债占比较为稳定，而经营性现金流继续保持正值、在手现金总额同比增长 18.6%。相应地，公司偿债能力指标有所优化，现金短债比提升 0.28 倍至 1.53 倍（剔除受限资金及预售监管资金后为 1.06 倍）、净负债率下降 43.0pct 至 94.9%，进入黄档。公司的融资结构及成本亦有所优化，非银融资占比下降 4.6pct 至 20.3%，平均融资成本下降约 28bp 至 7.42%。在公司自身积极的资金管控和与险资股东的业务协同下，公司的财务表现有望更趋稳健，助力公司的健康发展。

**维持“买入”评级，目标价人民币 8.7 元。**考虑到疫情对公司销售和工程进度的影响，我们调整公司 2021/22 年 EPS 预测至人民币 1.66 元/1.83 元，归母净利润同比增长 31.2%/10.3%。考虑到公司经营更趋稳健，调整 NAV 折让至 35%，目标价人民币 8.7 元，对应 2021 年 5.2 倍 PE，较现价空间达 40.3%。（最新股价为 2021 年 4 月 14 日收盘价）

**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。

阳光城

000671.SZ

**买入**

(维持)

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

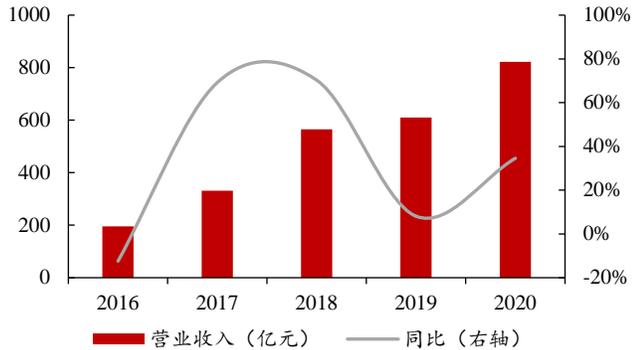
zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要(百万人民币)	2018A	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	56,470	61,049	82,171	111,350	128,275	146,234
(+/-)%	70%	8%	35%	36%	15%	14%
毛利	14,715	16,226	16,481	21,936	24,885	28,516
归母净利润	3,018	4,020	5,220	6,847	7,549	8,320
(+/-)%	46%	33%	30%	31%	10%	10%
PE	8.46	6.35	4.89	3.73	3.38	3.07
PB	1.11	0.95	0.83	0.68	0.57	0.48

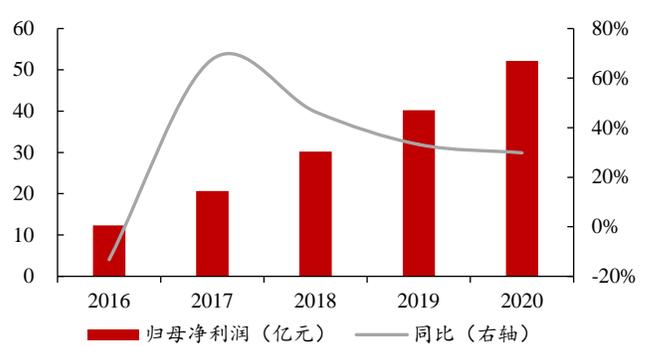


图 1: 前期销售增长带动 2020 年营收增长 34.6%



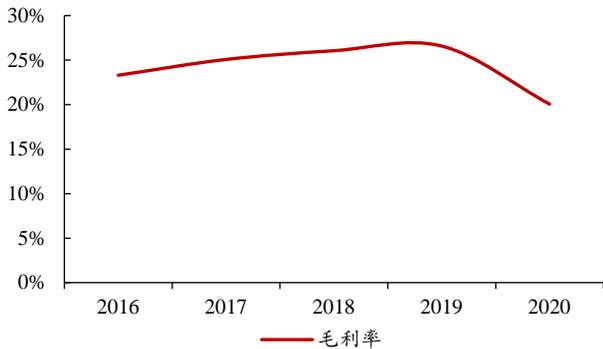
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 2: 公司归母净利润增长 29.9%



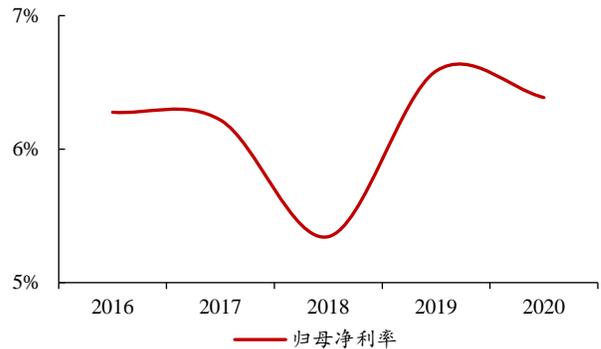
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 3: 公司毛利率下滑 6.5pct 至 20.1%



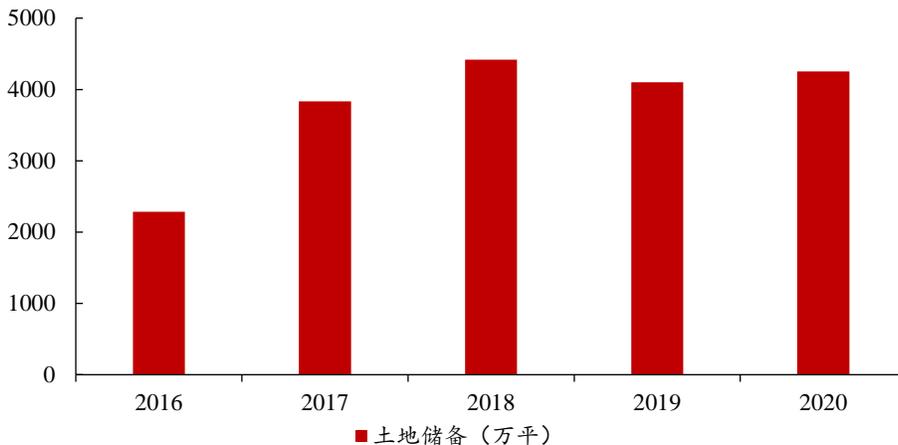
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 4: 公司归母净利率小幅下滑 0.2pct 至 6.4%



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

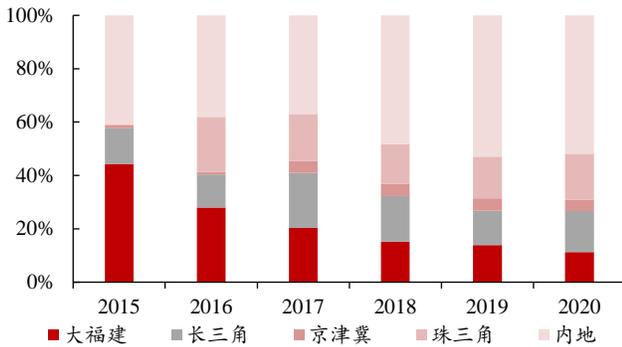
图 5: 公司土储总量小幅增长, 2020 年末约 4252 万平方米



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

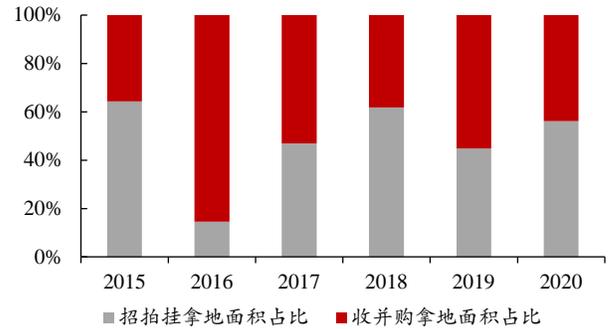


图 6: 2020 年, 公司加大了对长三角和珠三角的投资



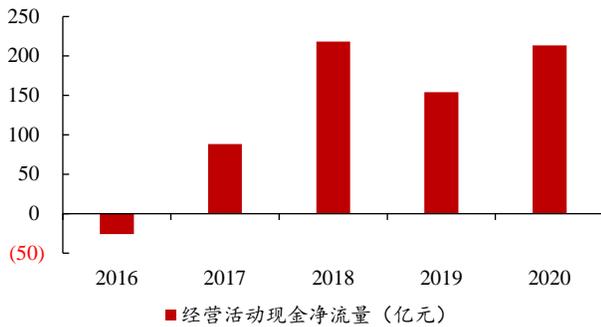
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 7: 年内 43.8% 的新增土储来自收并购



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 8: 经营性现金流量继续保持正值



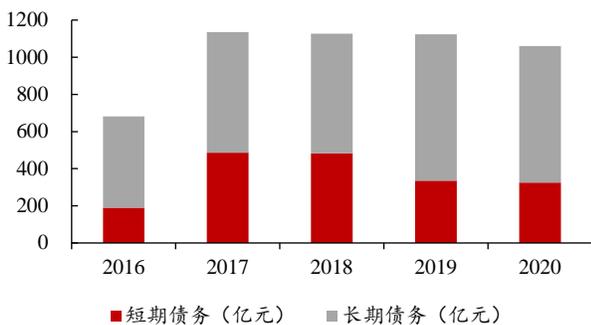
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 9: 公司在手现金同比增长 18.6%



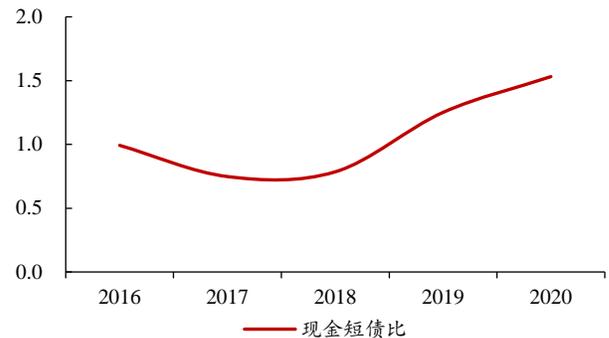
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 10: 公司债务总额有所减少, 短债占比较为稳定



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 11: 公司现金短债比提升 0.28 倍至 1.53 倍



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

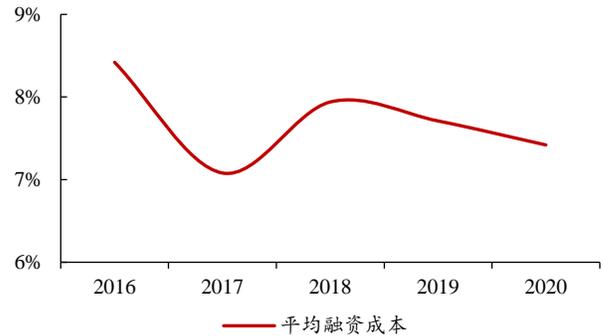


图 12: 净负债率持续下降, 2020 年末约 94.9%



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 13: 融资成本下降约 28bp 至 7.42%



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

表 1: 阳光城 NAV 约人民币 13.3 元/股

NAV 估值 (人民币亿元)	2020
NAV 增厚 (亿元)	244.06
归母净资产 (亿元, 2020 年末)	306.93
NAV 合计 (亿元)	550.99
总股本 (最新, 亿股)	41.38
每股 NAV (元/股)	13.31
4 月 14 日股价 (元/股)	6.17
NAV 折让	53.7%

数据来源: 中达证券研究

**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	111,350	128,275	146,234
营业成本	-44,823	-65,690	-89,414	-103,390	-117,718
毛利润	16,226	16,481	21,936	24,885	28,516
销售费用	-2,569	-2,402	-3,452	-3,977	-4,533
管理费用	-2,188	-1,978	-3,341	-3,848	-4,387
EBIT	7,555	8,331	10,133	11,288	13,015
利息支出	-998	-940	-1,066	-1,134	-1,205
利息收入	394	427	451	456	464
投资收益	814	2,391	2,784	2,822	2,925
其他收入	40	105	145	167	190
税前利润	6,771	8,820	12,117	13,270	15,059
所得税	2,449	3,329	4,483	4,910	5,572
少数股东损益	301	271	786	811	1,167
归母净利润	4,020	5,220	6,847	7,549	8,320
股权数	4,082	4,093	4,137	4,137	4,137
EPS	0.98	1.28	1.66	1.83	2.01

## 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	198,426	223,776	248,337
应收票据及应收账款	1,169	1,505	2,135	2,460	2,804
现金	41,978	49,805	50,333	51,023	51,925
其他流动资产	53,513	63,060	78,602	88,970	99,901
总资产	307,552	352,302	398,758	455,032	511,901
流动负债合计	176,758	218,043	253,397	298,253	341,190
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	29,350	30,161	31,328
归属母公司股东权益	26,744	30,693	37,540	45,090	53,410
总负债和权益合计	307,552	352,302	398,758	455,032	511,901

## 现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	6,771	8,820	12,117	13,270	15,059
营运资本变动	9,741	15,885	5,791	7,431	5,462
其他	-1,115	-3,352	-5,871	-6,269	-6,963
经营性现金流合计	15,396	21,354	12,036	14,432	13,558
投资	-5,632	-16,424	-18,280	-19,300	-19,805
其他	-787	-1,297	2,287	2,252	2,272
投资性现金流合计	-6,419	-17,721	-15,993	-17,048	-17,533
自由现金流	8,977	3,632	-3,957	-2,616	-3,975
每股自由现金流	2.20	0.89	-0.96	-0.63	-0.96
权益融资	5,314	12,232	0	0	0
债权融资	1,615	-2,339	5,552	4,440	6,082
其他	-11,790	-9,270	-1,066	-1,134	-1,205
融资性现金流合计	-4,861	623	4,485	3,306	4,877
现金变动合计	4,115	4,255	528	690	902
期初现金	32,447	36,691	49,805	50,333	51,023
期末现金	36,691	40,515	50,333	51,023	51,925

## 财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	26.6%	20.1%	19.7%	19.4%	19.5%
经营利润率	12.4%	10.1%	9.1%	8.8%	8.9%
归母净利率	6.6%	6.4%	6.1%	5.9%	5.7%
营收增长率	8.1%	34.6%	35.5%	15.2%	14.0%
EBIT 增长率	1.9%	10.3%	21.6%	11.4%	15.3%
归母净利润增长率	33.2%	29.9%	31.2%	10.3%	10.2%
EPS 增长率	32.2%	29.5%	29.8%	10.3%	10.2%
每股净资产	6.55	7.50	9.08	10.90	12.91
利息覆盖倍数	7.57	8.87	9.50	9.96	10.80
净负债资本率	53.8%	45.6%	45.5%	44.6%	44.0%
净负债率	138.2%	94.9%	99.0%	93.0%	88.7%
总资产周转率	0.21	0.25	0.30	0.30	0.30
资产权益比	11.5	11.5	10.6	10.1	9.6
ROA	1.4%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%
ROE (平均)	16.2%	18.2%	20.1%	18.3%	16.9%
ROCE	3.4%	3.9%	4.9%	5.0%	5.1%



## 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 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。