

阳光城（000671）：降杠杆提分红，长期规划清晰

2021年04月19日

强烈推荐/维持

阳光城

公司报告

4月15日，阳光城发布2020年报，公司当期实现结算营业收入821.7亿元，同比增长34.6%；归属于上市公司股东净利润52.2亿元，同比增长29.9%。全年公司实现全口径销售金额2118亿元，权益销售金额1395.7亿元。

多手段控费，净利润率保持韧性。公司毛利率在2020年跟随大市下滑，开发业务结算毛利率18.9%，同比下滑6.7pct。这拖累综合毛利率也同比下滑6.5pct至20.1%。但较为难能可贵的是，公司期间费用率大幅下降2.8pct至6.4%，而费用节约主要来自于销售和管理费用方面。在销售口径之下的销售和管理费用率也有所改善，同比下滑25BP至2.01%。销管费用率的改善一方面来自于产品品质提高，另一方面来自于公司在线上 and 线下渠道中的拓展。线下自建渠道，降低外部团队代理的比例；线上建立销售平台阳光房宝，实现了项目全覆盖。同时积极拓展全民营销。公司费用率仍存改善空间。另外公司非并表项目结算带来的投资收益同比大幅增长193.7%至23.9亿元也极大增厚了利润。由于限价的原因，公司也计提了8亿存货减值损失，同比增长35.1%。最终公司净利润率仅小幅下滑40BP至6.7%，保持相当的韧性。

多手段拿地，土储优质充沛，三条红线降档。公司拿地方式除原本熟练运用的招拍挂和收并购外，产业勾地也取得突破，在上海、南京、贵阳成功获取货值62亿。并且搭建旧改平台，确定万亿旧改计划，未来将择机参与旧改机会。截止2020年底，公司总可售面积4253万平方米。在城市能级分布上，一线城市占比26%，二线城市占比50%。在区域分布上，三大城市群合计占比51%，其中大福建占比14.5%，其他区域也分布在省会城市为主。公司2021年可售货值3260亿，预计整体去化率不会大幅下降，则全年销售有望突破2200亿，同比保持平稳。杠杆方面，公司净负债率于2020年末降至94.9%，同比下降43pct，扣预后现金短债比仍大于1，三道红线落入黄区。公司主体结构改善也赢得了固收市场认可，2020年末公司平均融资成本7.42%，比2019年年末优化28个基点。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61,049.37	82,171.24	109,800.00	127,368.00	145,836.36
增长率(%)	8.11%	34.60%	33.62%	16.00%	14.50%
归母净利润(百万元)	4,020.17	5,220.29	6,553.84	7,470.64	7,840.87
增长率(%)	10.62%	27.07%	24.38%	13.54%	4.92%
净资产收益率(%)	15.03%	17.01%	19.71%	18.42%	16.26%
每股收益(元)	0.91	1.20	1.58	1.81	1.90
PE	6.98	5.29	4.01	3.52	3.35
PB	0.97	0.86	0.79	0.65	0.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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。2019年，公司凭借快速提升的企业综合实力及品牌价值，跻身行业15强。

资料来源：wind、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示：

无

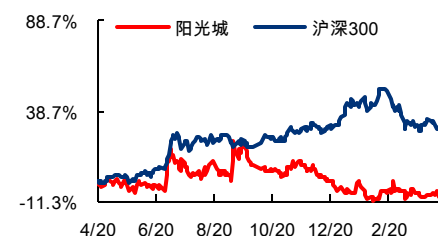
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间(元)	8.17-5.96
总市值(亿元)	262.91
流通市值(亿元)	257.59
总股本/流通A股(万股)	414,026/405,646
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.78

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

研究助理：曹钧鹏

010-66554065

caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070038

研究助理：陈刚

010-66554028

chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119080008

分拆物业上市，股利支付率提高，兑现泰康入股时承诺。公司提出分拆物业公司阳光智博赴香港上市。2020年9月公司引入战略投资者泰康人寿及泰康养老，持股比例达到13.5%。泰康与阳光城未来有望在融资、项目联合开发、物业公司上市方面展开合作。**公司2020年股利支付率达到年内给出的承诺值，即30%，较公司2019年股利支付率明显提高9.8pct，兑现分红承诺。**公司披露两个5年规划，2024年底之前，在杠杆率方面力争在实现三条红线全面达标，同时利润规模保持持续增长，做大做强地产主业；在2029年之前成为规模经营稳健持续发展的典范房企，同时拓展第二赛道，并且认为潜在的第二赛道包括在住宅消费升级、新型城镇化、新基建、家居科技等方面。

公司盈利预测及投资评级：

我们认为公司战略和执行力匹配，盈利能力改善，积极去杠杆且兑现了业绩和分红承诺。公司坚持长期主义，清晰的2个5年战略规划和业绩指引提升了公司经营成果的确定性。我们预计公司2021年至2023年归母净利润分别为65.5亿元，74.7亿元和78.4亿元，EPS分别为1.6元、1.8元和1.9元。当前股价对应公司2021-2023年的PE分别为4倍、3.5倍和3.4倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：公司下半年销售目标难以实现的风险，公司结转不及预期的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	272499	301488	413369	460145	551044	营业收入	61049	82171	109800	127368	145836
货币资金	41978	49805	84939	69997	97710	营业成本	44823	65690	92232	108263	124253
应收账款	1168	1352	1953	2180	2545	营业税金及附加	3915	3703	4949	5740	6573
其他应收款	37992	40761	54466	63180	72341	营业费用	2569	2402	3210	3723	4263
预付款项	6005	9980	19203	31112	44780	管理费用	2188	1978	2643	3066	3511
存货	175839	187118	240056	278814	316589	财务费用	906	840	555	343	1343
其他流动资产	7105	7935	11251	13359	15575	研发费用	0	67	0	0	0
非流动资产合计	35053	50814	51357	52085	53391	资产减值损失	-588.2	-794.91	-10.00	0.00	0.00
长期股权投资	14848	30114	30415	30567	31179	公允价值变动收益	-9.47	112.97	0.00	0.00	0.00
固定资产	4149	4269	3927	3586	3244	投资净收益	814.09	2390.95	3108.24	4351.53	5221.84
无形资产	994	976	917	862	810	加:其他收益	39.84	104.83	110.07	115.57	121.35
其他非流动资产	3002	2691	2718	2745	2773	营业利润	6827	9149	9440	10700	11237
资产总计	307552	352302	464726	512230	604435	营业外收入	83.59	95.60	100.38	108.41	117.09
流动负债合计	176758	218043	323666	363507	447682	营业外支出	139.54	424.53	433.02	467.67	505.08
短期借款	7746	3713	0	0	35470	利润总额	6771	8820	9107	10341	10849
应付账款	17322	25251	34968	41046	47109	所得税	2449	3329	2277	2585	2712
预收款项	504960	577820	676640	689377	701044	净利润	4321	5491	6830	7755	8137
一年内到期的非流动负债	24174	26008	29910	35892	44864	少数股东损益	301	271	276	285	296
非流动负债合计	79895	75002	74971	75044	75113	归属母公司净利润	4020	5220	6554	7471	7841
长期借款	66519	53228	53228	53228	53228	主要财务比率					
应付债券	12253	19280	19473	19668	19865		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	256653	293045	398636	438551	522794	成长能力					
少数股东权益	24154	28564	28841	29125	29422	营业收入增长	8.11%	34.60%	33.62%	16.00%	14.50%
实收资本(或股本)	4082	4137	4137	4137	4137	营业利润增长	6.11%	34.03%	3.17%	13.35%	5.02%
资本公积	3889	4426	4426	4426	4426	归属于母公司净利润增长	33.21%	29.85%	25.55%	13.99%	4.96%
未分配利润	12587	16726	22873	29881	37236	获利能力					
归属母公司股东权益合计	26744	30693	33249	40554	48219	毛利率(%)	26.58%	20.06%	16.00%	15.00%	14.80%
负债和所有者权益	307552	352302	464726	512230	604435	净利率(%)	7.08%	6.68%	6.22%	6.09%	5.58%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.31%	1.48%	1.41%	1.46%	1.30%
						ROE(%)	15.03%	17.01%	19.71%	18.42%	16.26%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	4321	5491	6830	7755	8137	资产负债率(%)	83%	83%	86%	86%	86%
折旧摊销	186.79	203.43	405.79	408.92	412.76	流动比率	1.54	1.38	1.28	1.27	1.23
财务费用	906	840	555	343	1343	速动比率	0.55	0.52	0.54	0.5	0.52
应收帐款减少	83	-184	-601	-227	-365	营运能力					
预收帐款增加	442839	72860	98820	12737	11667	总资产周转率	0.21	0.25	0.27	0.26	0.26
投资活动现金流						应收账款周转率	50	65	66	62	62
公允价值变动收益	-9	113	0	0	0	应付账款周转率	3.68	3.86	3.65	3.35	3.31
长期投资减少	0	0	-467	-744	-1231	每股指标(元)					
投资收益	814	2391	3108	4352	5222	每股收益(最新摊薄)	0.91	1.20	1.58	1.81	1.90
筹资活动现金流						每股净现金流(最新摊薄)	1.01	1.03	8.49	-3.61	6.70
应付债券增加	-732	7028	193	195	197	每股净资产(最新摊薄)	6.55	7.42	8.04	9.80	11.66
长期借款增加	15101	-13291	0	0	0	估值比率					
普通股增加	32	55	0	0	0	P/E	6.98	5.29	4.01	3.52	3.35
资本公积增加	314	537	0	0	0	P/B	0.97	0.86	0.79	0.65	0.54
现金净增加额	4115	4255	35134	-14941	27713	EV/EBITDA	11.99	7.73	4.23	5.69	6.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	阳光城（000671）：结转权益占比阶段性提升，拿地重回扩张区间	2020-08-23
行业普通报告	东兴证券房地产行业 2 月统计局数据点评：复苏向二三线城市传导	2021-03-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业点评：让子弹再飞一会儿，好公司更重要	2021-02-26
行业深度报告	房地产行业报告：城市更新——城市进化必由之路、湾区房企必争之地	2021-02-04
行业普通报告	东兴证券房地产行业 12 月统计局数据点评：数据指导意义下降，聚焦供给侧改革逻辑	2021-01-19
行业普通报告	指引行业发展，助力边界扩张——《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》点评	2021-01-07
行业普通报告	东兴证券房地产行业 11 月统计局数据点评：销售和开发韧性十足，三条红线排风险促发展	2020-12-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评：地产复苏强于经济，销售量价齐升得验证	2020-07-17

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526