

公司研究

财务指标改善明显，分红派息大幅提升

——阳光城（000671.SZ）2020年度业绩点评报告

要点

事件：4月15日，公司发布2020年度经营业绩。

1) 报告期内，公司营收821.7亿元，同比增长34.60%；归母净利润52.2亿元，同比增长29.85%，经营活动现金流净额213.5亿元，同比增长38.69%。2) 截止2020年末，公司资产负债率为83.18%，净负债率94.90%，在手现金498.1亿元。3) 向全体股东按每10股派发现金股利3.81元（含税），派息比例提升至30.2%。

点评：财务指标改善明显，经营能力持续提升，销售维持稳健表现

1) **降杠杆控负债卓有成效，三道红线降至黄档。**截止2020年末，公司扣除预收的资产负债率为79.09%，净负债率为94.90%（较上年同期下降43.04pct.），现金短债比为1.53（剔除受限资金和监管资金后约为1.06），平均融资成本7.42%，较上年同期优化28个基点。

2) **管理运营能力提升，费用率下降明显。**2020年，公司持续提升经营能力，管理费用和营销费用实现规模及费率双降。管理费用19.78亿元，同比下降9.58%，管理费率2.41%，同比下降1.18个百分点；营销费用24.02亿，同比下降6.49%，营销费率2.92%，同比下降1.28个百分点。

3) **销售维持稳健表现。**2020年全年公司实现全口径销售金额约2180亿元，同比上升3.3%，全年销售均价约为14262元/平；其中长三角区域销售表现较好，全年实现销售金额约759亿元，同比上升7.0%，销售均价突破2万元/平（约为20933元/平）。

4) **土储资源相对丰富，获取方式较为多元。**公司通过招拍挂、收并购、一级土地整理、三旧改造、寻找外部战略合作资源等多种方式进行投资布局。截至2020年末，公司拥有土地储备总计约4252万平（对应货值约5627亿元），其中一二线城市预计未来可售货值占比75.96%，累计成本地价为4366元/平。

盈利预测、估值与评级：鉴于近期房地产政策调控力度较大，银行实施贷款集中度管理，或对后续销售和施工造成一定影响，我们小幅下调公司2021-2022年预测归母净利润为64.36亿（下调6.18%）、74.57亿（下调5.66%），新增2023年预测归母净利润为83.44亿。公司财务指标改善明显，股价对应2021-2023年预测PE估值分别为4/4/3倍，按当前派息比例计算对应股息率分别为6.9%、8.1%、9.1%，估值和股息率具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	61,049	82,171	102,004	122,513	142,318
营业收入增长率	8.11%	34.60%	24.14%	20.11%	16.17%
净利润（百万元）	4,020	5,220	6,436	7,457	8,344
净利润增长率	33.21%	29.85%	23.29%	15.87%	11.89%
EPS（元）	0.91	1.20	1.47	1.71	1.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.03%	17.01%	18.29%	18.48%	18.10%
P/E	7	5	4	4	3
P/B	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-16。

股本变化：2019年、2020年的总股本分别为40.82亿股、41.37亿股，当前总股本为41.40亿股。

买入（维持）

当前价：6.35元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

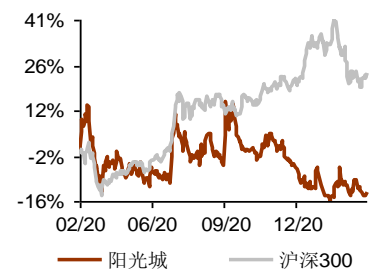
021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	41.40
总市值(亿元)	262.91
一年最低/最高(元)	5.96/8.39
近3月换手率	39.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.02	4.79	-34.41
绝对	1.60	-5.22	-5.53

资料来源：Wind

相关研报

短期业绩释放延续，长期经营素质改善——阳光城（000671.SZ）首次覆盖报告（2020-11-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	61,049	82,171	102,004	122,513	142,318
营业成本	44,823	65,690	82,017	98,934	115,378
折旧和摊销	162	187	201	207	213
税金及附加	3,915	3,703	4,597	5,521	6,414
销售费用	2,569	2,402	2,982	3,582	4,161
管理费用	2,188	1,978	2,456	2,949	3,426
研发费用	0	67	83	99	116
财务费用	906	840	1,013	1,180	1,327
投资收益	814	2,391	2,510	2,636	2,768
营业利润	6,827	9,149	10,882	12,609	14,108
利润总额	6,771	8,820	10,882	12,609	14,108
所得税	2,449	3,329	4,107	4,759	5,325
净利润	4,321	5,491	6,775	7,850	8,784
少数股东损益	301	271	339	392	439
归属母公司净利润	4,020	5,220	6,436	7,457	8,344
EPS(元)	0.91	1.20	1.47	1.71	1.93

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15,396	21,354	19,926	15,153	22,397
净利润	4,020	5,220	6,436	7,457	8,344
折旧摊销	162	187	201	207	213
净营运资金增加	-588	-13,143	-2,542	3,753	-2,958
其他	11,801	29,088	15,831	3,736	16,798
投资活动产生现金流	-6,419	-17,721	-6,751	-7,665	-8,593
净资本支出	45	-71	-115	-115	-115
长期投资变化	-5,548	-15,266	-8,130	-9,186	-10,246
其他资产变化	-916	-2,385	1,494	1,636	1,768
融资活动现金流	-4,861	623	337	4,525	5,070
股本变化	32	55	4	0	0
债务净变化	-1,632	-8,461	3,287	8,000	9,000
无息负债变化	35,918	44,853	35,389	42,331	40,590
净现金流	4,244	3,824	13,512	12,012	18,874

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.6%	20.1%	19.6%	19.2%	18.9%
EBITDA 率	13.7%	11.5%	10.3%	9.7%	9.2%
EBIT 率	13.4%	11.2%	10.1%	9.5%	9.1%
税前净利润率	11.1%	10.7%	10.7%	10.3%	9.9%
归母净利润率	6.6%	6.4%	6.3%	6.1%	5.9%
ROA	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
ROE (摊薄)	15.0%	17.0%	18.3%	18.5%	18.1%
经营性 ROIC	4.0%	5.0%	5.7%	6.3%	7.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	83%	83%	84%	85%	85%
流动比率	1.54	1.38	1.35	1.30	1.27
速动比率	0.55	0.52	0.56	0.57	0.59
归母权益/有息债务	0.24	0.30	0.33	0.36	0.38
有形资产/有息债务	2.77	3.43	3.74	3.97	4.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	307,552	352,302	395,815	451,700	507,472
货币资金	41,978	49,805	63,317	75,329	94,203
交易性金融资产	408	2,409	2,409	2,409	2,409
应收帐款	1,168	1,352	1,978	2,373	2,754
应收票据	2	154	191	229	266
其他应收款 (合计)	37,999	40,920	50,547	60,741	70,604
存货	175,839	187,118	195,453	216,067	229,069
其他流动资产	7,101	7,856	7,856	7,856	7,856
流动资产合计	272,499	301,488	335,947	381,738	426,362
其他权益工具	103	90	90	90	90
长期股权投资	14,848	30,114	38,244	47,430	57,676
固定资产	4,149	4,269	4,193	4,113	4,028
在建工程	47	32	42	49	55
无形资产	994	976	956	937	919
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	3,002	2,691	2,691	2,691	2,691
非流动资产合计	35,053	50,814	59,868	69,963	81,111
总负债	256,653	293,045	331,720	382,052	431,642
短期借款	7,746	3,713	0	0	0
应付账款	17,322	25,251	31,527	38,030	44,352
应付票据	3,074	5,633	7,033	8,484	9,894
预收账款	80,106	36	51	61	71
其他流动负债	1,180	8,166	8,166	8,166	8,166
流动负债合计	176,758	218,043	249,718	293,050	335,640
长期借款	66,519	53,228	58,228	63,228	68,228
应付债券	12,253	19,280	21,280	23,280	25,280
其他非流动负债	450	1,569	1,569	1,569	1,569
非流动负债合计	79,895	75,002	82,002	89,002	96,002
股东权益	50,899	59,257	64,095	69,649	75,830
股本	4,082	4,137	4,140	4,140	4,140
公积金	4,461	5,187	5,830	6,496	6,496
未分配利润	12,587	16,726	20,577	25,073	30,815
归属母公司权益	26,744	30,693	35,192	40,353	46,096
少数股东权益	24,154	28,564	28,903	29,295	29,735

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.21%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%
管理费用率	3.58%	2.41%	2.41%	2.41%	2.41%
财务费用率	1.48%	1.02%	0.99%	0.96%	0.93%
研发费用率	0.00%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税率	36%	38%	38%	38%	38%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.38	0.47	0.54	0.60
每股经营现金流	3.77	5.16	4.81	3.66	5.41
每股净资产	6.55	7.42	8.50	9.75	11.13
每股销售收入	14.96	19.86	24.64	29.59	34.37

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	7	5	4	4	3
PB	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	15.4	11.9	10.0	8.7	7.2
股息率	3.1%	6.0%	7.3%	8.5%	9.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE