

未评级 (首次)

驱动转向，再迎阳光

阳光城 000671.SZ

目标股价：8.20 元
当前股价：5.97 元

基础数据

流通市值 (百万元)	24,178.92
发行股份 (百万股)	4,050.07
每股净资产 (元)	4.70
近 3 月平均日交易量(百万元)	
主要股东持股比例 (%)	
阳光集团	18.46

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-12.17	-7.82	-0.16
绝对表现	-11.16	-2.29	9.86
近 12 月最高价(元)	19.03	19.19	9.18
近 12 月最低价(元)	18.10	16.45	4.51

近一年股价走势图



数据来源：wind、克而瑞证券

相关报告

分析师 董浩

执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 张春娥

852-25105555
zhangchune@cric.com

投资要点

- 起步福建，迹行九州。**公司前身为石狮新发，02 年与阳光集团签订《股权转让协议》后，阳光集团成为石狮新发第一大股东，并注入房地产业务，置出亏损业务，开启上市主体的房地产业务旅程。廿余年来，公司在“区域聚焦、深耕发展”的基础上，逐步形成“3+1+X”的战略布局，并形成一二线为根据地，二线全覆盖，核心城市辐射周边城市的战略格局，于 17 年末基本完成全国布局；“双斌”管理团队到位后，公司战略将“三升一降”（即提升企业规模、开发速度和产品品质，降低运营成本）作为提升运营能力的突破口。截止 18 年末，公司实现销售金额 1628.56 亿元，同比增长 77.93%，实现销售面积 1266.38 万方，同比增长 92.05%；在跨入千亿规模的同时，公司由前期的高杠杆逐步向降杆杠优财务转变，力求实现由融资驱动逐渐转为经营驱动。
- 从融资驱动到经营驱动。**驱动转向是阳光城追求有质量增长及可持续发展诉求下的选择，当下阳光城驱动转向有其两难性但也具备转向持续的基础。我们通过建立简易现金流模型测算指出，短期期待阳光城整体融资规模大幅下降并不现实，由融资驱动向经营驱动的转变需要一定的过渡期，在这个期间内维持整体融资规模在一定的规模内并持续优化债务结构，叠加运营效率的提升，或可平稳促使阳光城完成驱动转向。同时，我们也认为，阳光城具备驱动转向的持续基础，对于这一判断主要基于 1) 截止 2019 年上半年，阳光城债务结构优化效果初显，现金短债比及长短债结构均得到优化；2) 阳光城具备较为丰富的土储资源，且主要土储资源布局于一二线，地售比具备较高安全边际，在维持阳光城当下平稳投资策略下，或可助其实现销售的平稳增长；3) 明星管理团队的优秀经验及带领下，公司激励机制及人才培育机制逐步完善，有望形成“人、地、钱”的最优循环；4) “双斌”带领下公司愈发认识到品质提升对于增加公司核心竞争力的重要性，伴随产品力的增强，公司未来或能享受品牌溢价。
- 投资建议：**阳光城在 PE、PS、RNAV 的折价空间均具备一定的优势，叠加公司股权激励方案在 2019-2021 年可实现净利润增速在 25%之上，业绩增速稳定，具备成长空间；但由于目前中民投事件尚未有较大进展，及大环境下对于房企长周期成长性的考量，短期或对其估值有一定的压制。基于公司股权激励方案的考核目标，我们预计阳光城 2019-2021 年营业收入增速分别为 10.0%、35.0、32.0%，净利润增速分别为 29.0%、33.9%、39.0%，业绩增速稳定，具成长弹性；首次覆盖，给予预期 PE 为 6.7X，对应 EPS 以 2020 年的 1.22 元/股计算，对应目标价为 8.20 元（对应 37.35%空间）。
- 风险提示：**宏观经济波动、公司经营不及预期、政策因素

核心数据

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	19,598	33,163	56,470	62,117	83,858
增长率(%)	-12.43%	69.22%	70.28%	10.00%	35.00%
净利润(百万元)	1,431	2,228	3,906	5,191	6,953
增长率(%)	-13.27%	67.63%	46.36%	29.02%	33.93%
每股收益 (EPS)	0.30	0.51	0.75	0.91	1.22
市盈率 (P/E)	20.81	12.41	8.48	6.93	5.17
市净率 (P/B)	1.94	1.34	1.11	1.21	1.00

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	19,598	33,163	56,470	62,117	83,858
营业成本	15,031	24,847	41,755	45,656	61,426
毛利	4,567	8,316	14,715	16,461	22,432
销售费用	484	961	1,757	1,913	2,583
管理费用	678	1,177	1,577	1,832	2,491
财务费用	42	128	614	783	1,127
其他费用/(-收入)	1,310	2,449	4,436	3,850	5,089
营业利润	2,053	3,604	6,389	8,083	11,143
所得税费用	622	1,375	2,483	2,891	4,190
净利润	1,431	2,228	3,906	5,191	6,953
少数股东损益	201	166	889	1,298	1,738
归属于母公司净利润	1,230	2,062	3,018	3,894	5,215

财务指标	2016	2017	2018	2019E	2020E
------	------	------	------	-------	-------

盈利能力					
ROE	9.32%	10.77%	13.13%	17.52%	19.36%
毛利率	23.31%	25.08%	26.06%	26.50%	26.75%
营业利润率	10.54%	11.08%	11.39%	13.08%	13.35%
销售净利率	6.28%	6.22%	5.34%	6.27%	6.22%
成长能力					
营业收入增长率	-12.43%	69.22%	70.28%	10.00%	35.00%
营业利润增长率	-12.05%	77.90%	75.04%	26.30%	37.72%
净利润增长率	-13.27%	67.63%	46.36%	29.02%	33.93%
偿债能力					
资产负债率	84.29%	85.66%	84.42%	86.12%	84.77%
流动比	2.20	1.69	1.50	1.44	1.41
速动比	0.76	0.61	0.59	0.63	0.59

每股指标与估值	2016	2017	2018	2019E	2020E
每股指标					
EPS	0.30	0.51	0.75	0.91	1.22
BVPS	3.26	4.73	5.67	5.21	6.31
估值					
P/E	20.81	12.41	8.48	6.93	5.17
P/B	1.93	1.33	1.11	1.24	1.01
P/S	1.30	0.77	0.45	0.41	0.30

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及现金等价物	18,889	36,374	37,848	47,842	47,038
应收账款及其他应收款项	8,677	21,741	43,000	53,633	53,523
存货	74,721	126,491	142,172	149,520	157,610
其他流动资产	1,493	4,761	6,402	6,902	7,402
流动资产合计	114,561	198,413	235,376	264,626	272,153
固定资产及在建工程	684	3,544	3,352	4,240	5,275
长期股权投资	1,002	1,875	9,300	12,353	16,136
无形资产、商誉	80	803	826	799	772
其他非流动资产	1,783	2,774	5,498	5,998	6,498
非流动资产合计	5,870	14,837	28,021	34,905	43,213
资产总计	120,431	213,250	263,397	299,531	315,366
短期借款	18,448	48,521	47,920	49,220	50,220
应付账款及其他应付款项	12,532	22,509	37,967	42,707	48,598
合同负债	17,831	40,151	62,121	82,819	84,897
其他流动负债	3,327	5,901	8,771	8,971	9,171
流动负债合计	52,151	117,097	156,838	183,732	192,916
长期借款	33,790	56,275	51,418	59,918	59,918
长期应付账款及其他应付款项	15,252	8,577	12,985	12,985	12,985
其他长期负债	313	731	1,126	1,326	1,526
非流动负债合计	49,355	65,584	65,529	74,229	74,429
负债合计	101,506	182,680	222,367	257,960	267,344
股本	4,050	4,050	4,050	4,267	4,267
储备	4,820	6,597	9,147	12,651	17,345
少数股东权益	5,721	11,419	18,051	19,349	21,087
负债和股东权益总计	120,431	213,250	263,397	299,531	315,366
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	1,431	2,228	3,906	5,191	6,953
折旧摊销	25	90	244	186	229
营运资本变动	-4,763	4,887	15,248	6,074	-472
利息净支出	140	481	875	783	1,127
其他	586	1,132	1,557	-973	-1,304
经营活动现金流	-2,581	8,819	21,831	11,261	6,534
资本支出	-1,991	-4,327	-10,596	-5,515	-6,791
其他	-15,123	-27,691	-5,276	-74	65
投资活动现金流	-17,114	-32,018	-15,872	-5,589	-6,725
债务融资	32,593	43,048	-1,291	9,500	1,000
权益融资	-29	3,886	906	-4,695	-487
其它	-10,119	-7,220	-5,906	-483	-1,127
筹资活动现金流	22,445	39,713	-6,291	-17,426	63,007
汇率变动	-	-	-	-	-
现金净增加额	2,750	16,514	-332	-1,199	5,280

内容目录

起步福建，迹行九州.....	7
发展历程.....	7
股权结构.....	14
融资驱动到经营驱动.....	15
融资驱动的必然性.....	15
驱动转向的两难性.....	18
经营驱动的持续性.....	26
财务焦点	35
利润率：短期改善空间或有限.....	35
三费比例：控费成效已有	37
周转率：高周转，提速度	40
收益率：趋于稳定.....	41
其他需关注财务变动	42
估值预测	45
净值表现.....	45
PE-Band.....	46
RNAV 测算	47
盈利预测.....	49
风险提示.....	50

图表目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：02-06 年主营收入及主营利润表现	8
图 3：02-06 年主营收入各分类占比	8
图 4：07-11 年主营业务收入及主营业务利润表现	10
图 5：07-11 年各项业务收入结构占比	10
图 6：07-11 年各项业务毛利润结构比例	10
图 7：07-11 年业务毛利率水平.....	10
图 8：12-14 阶段主营收入及主营利润表现.....	11
图 9：2012-2014 年主营业务收入结构	11
图 10：2012-2014 年主营业务利润结构	11
图 11：2010-2014 年业务利润率情况.....	11
图 12：“双斌”下战略调整	13
图 13：公司股权结构	14
图 14：A 股主流房企净负债率平均值及中位数.....	16

图 15: A股主流房企净负债率中位数及周期叠图	16
图 16: 整体融资余额与销售金额比较	17
图 17: 整体融资余额与净负债率水平	17
图 18: 融资余额变动与销售金额变动	18
图 19: 阳光城土地储备及拿地力度	18
图 20: 阳光城融资余额变动与拿地总价关系	18
图 21: 阳光城融资余额与累计拿地总价关系	18
图 22: 2018 年有息负债结构	27
图 23: 2019 年上半年有息负债结构	27
图 24: 2019 年上半年债券结构分类	28
图 25: 货币资金覆盖短债比及长短债比	28
图 26: 土地储备面积结构	29
图 27: 土地储备货值结构	29
图 28: 城市能级结构	29
图 29: 历年土地储备成本	29
图 30: 阳光城地售比情况	30
图 31: 17 年至今拿地力度变化	30
图 32: 招拍挂与收并购情况	30
图 33: 拿地力度与销售面积累计同比增速	31
图 34: 阳光城“绿色智慧家”	33
图 35: 阳光城 VS 可比 A 股毛利率	36
图 36: 阳光城 VS 可比 H 股毛利率	36
图 37: 阳光城 VS 可比 A 股房地产业务毛利率	36
图 38: 阳光城利息资本化率	36
图 39: 阳光城 VS 可比 A 股销售净利率	37
图 40: 阳光城 VS 可比 H 股销售净利率	37
图 41: 阳光城 VS 可比 A 股销售费率	38
图 42: 阳光城 VS 可比 H 股销售费率	38
图 43: 阳光城 VS 可比 A 股财务费率	38
图 44: 阳光城 VS 可比 H 股财务费率	38
图 45: 阳光城 VS 可比 A 股管理费率	38
图 46: 阳光城 VS 可比 H 股管理费率	38
图 47: 阳光城 VS 可比 A 股三费率	39
图 48: 阳光城 VS 可比 H 股三费率	39
图 49: 阳光城三费比例周期图	40
图 50: 阳光城 VS 可比 A 股总资产周转率	41
图 51: 阳光城 VS 可比 H 股总资产周转率	41
图 52: 阳光城 VS 可比 A 股存货变现年数	41
图 53: 阳光城 VS 可比 A 股 ROE	42

图 54: 阳光城 VS 可比 H 股 ROE	42
图 55: 阳光城 VS 可比 A 股 ROIC	42
图 56: 阳光城 VS 可比 H 股 ROIC	42
图 57: 阳光城投资收益及比例关系	43
图 58: 阳光城长期股权投资及比例关系	43
图 59: 担保及关联担保情况	44
图 60: 阳光城相对强弱指标表现	45
图 61: 阳光城 PE-Band	47

表 1: 02-06 年业务变更情况	9
表 2: 15 年至今主营收入及主营利润结构比例	13
表 3: 业务利润率水平	13
表 4: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 100% (附表 1)	20
表 5: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 100% (附表 2)	21
表 6: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 100% (附表 3)	22
表 7: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 80% (附表 1)	22
表 8: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 80% (附表 2)	23
表 9: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 80% (附表 3)	24
表 10: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 60% (附表 1)	24
表 11: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 60% (附表 2)	25
表 12: 特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 60% (附表 3)	26
表 13: 三任明星管理人	32
表 14: 产品线展示	34
表 15: 主流房企三费-1	39
表 16: 主流房企三费-2	39
表 17: 主流房企估值比较-1	46
表 18: 主流房企估值比较-2	46
表 19: 阳光城 RNAV 测算结果	48
表 20: RNAV 敏感性测试-1	48
表 21: RNAV 敏感性测试-2	49
表 22: 阳光城盈利预测部分指标展示	50

起步福建，迹行九州

发展历程

缘起：阳光控股诞生于 1995 年；02 年 4 月 12 日，上市主体前身石狮新发第一大股东福建省新湖集团公司与阳光集团签订《股权转让协议》，将持有的石狮新发法人股 2636.928 万股转让给阳光集团，转让价格为每股 1.93 元，转让总金额为人民币 5083 万元；转让完成后，阳光集团成为石狮新发第一大股东，福建省新湖集团不再持有石狮新发股份。时值上市公司因历史遗留因素造成的业务零散等多重问题经营业绩不断下滑，公司主动寻求调整业务结构，股权重组及资产重组成功置入房地产业务，置出亏损零散业务，使得公司业务结构逐渐变为以房地产为主导产业。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

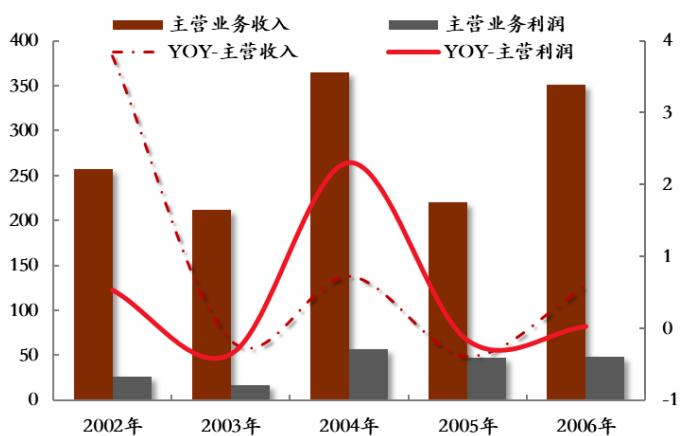
从 02 年至今的发展轨迹，大概可将其分为五个阶段，分别为 02-06 年的探索期，07-11 年的起步期，12-14 年的快速发展期，15-17 年的全面扩张期，18 至今的稳定发展期。

02-06 年的探索期：02 年是上市公司主体置入地产业务的首年，是进行资产重组和产业转型的重要一年。彼时公司受困于业务结构零散、核心竞争力缺乏导致的经营业绩不断下滑；为摆脱该状况，公司积极调整业务结构，通过资产出租、出售，实现从原有盈利能力差，不具备竞争优势的经营项目退出，

优化资产结构，同时置入具有良好回报的房地产项目，引导公司业务结构逐渐变成以房地产开发为主导产业。02 年是公司对于经营困境主动调整的探索起点，而这一探索一直持续到 06 年股权分置改革结束，期间公司先后尝试了农业、种业、商品贸易、进出口等业务，而不同业务在持续经营期内表现的差异又使得公司在这一期间呈现不断折腾的状态。

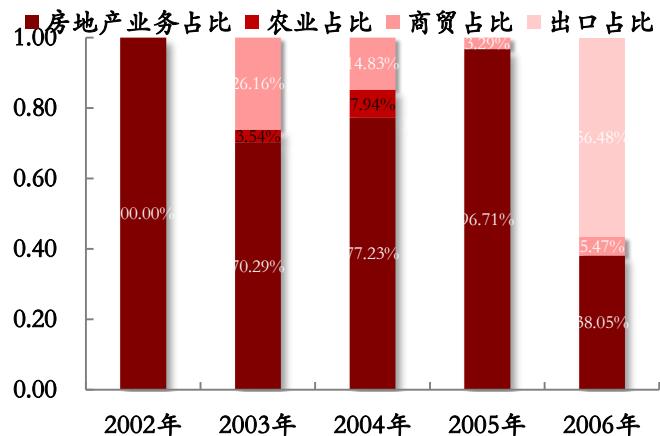
从 02-06 年各项业务探索的业绩表现看，房地产业务由于早期主要集中于福州区域，土储充足性较低，结算波动性较大，但毛利率有较高的安全垫，且有明显上升势头；商贸业务毛利率较低，在 1.5%-2% 的区间内波动，扣除营业成本后所带来的净利薄弱，但这块业务一直到 07 年才退出；进出口业务与商贸业务类似，虽能成体量，但利润率水平偏低，均无法与现有地产业务形成较好的协同或联动效应。

图 2：02-06 年主营收入及主营利润表现



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 3：02-06 年主营收入各分类占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 1：02-06 年业务变更情况

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
房地产业务，02 年转入，重点业务					
房地产业收入	257.16	149.08	281.85	213.15	133.51
房地产业利润	26.52	21.01	45.36	58.17	41.91
毛利率	10.31%	14.09%	16.10%	27.29%	31.39%
农业种业：03 年并入，05 年退出					
农业收入	-	7.51	28.97	-	-
农业利润	-	2.79	8.87	-	-
毛利率	-	37.10%	30.63%	-	-
商贸业务，04 年介入，06 年退出					
商贸业收入	-	55.49	54.12	7.26	19.18
商贸业利润	-	0.82	0.80	0.11	0.37
毛利率	-	1.48%	1.48%	1.56%	1.94%
进出口业务，05 年下半年开始尝试					
出品贸易收入	-	-	-	-	198.16
出品贸易利润	-	-	-	-	5.87
毛利率	-	-	-	-	2.96%

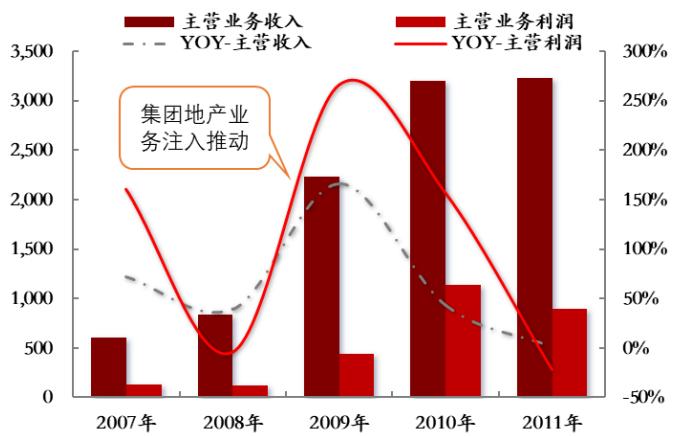
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

07-11 年的起步期：在 06 年股权分置改革完成后，公司进一步收购阳光地产 2% 股权至 51% 的比例，明确了以房地产业务为重点，国际贸易业务为辅的业务架构，结束了探索期阶段不断尝试与退出的经营模式。这一阶段里，公司对此前所指出的土储单一性、缺乏性有了实际行动，先后收购阳光地产 2% 股权、福州汇友房地产 100% 股权、福州开发区华康实业 59.7% 股权、康嘉房地产 100% 股权；并择机拓展省外市场，不断改善土储结构。09 年集团将体内地产业务注入上市平台，并更名为“阳光城”，同年公司提出“区域聚焦、深耕发展”的战略，这一战略基调至今仍在沿用，只是经历时间的洗涤，有了更多框架性的丰富。截止 2011 年，公司战略布局主要集中于福建、太原等二三线城市，以福建和陕西最具代表性；福建主要以福州为核心，逐步进入武夷山、龙岩、漳州等地进行拓展，陕西业务主要集中于西成新区，进行规模性规划与开发，并对于地产新概念，如商业地产、旅游地产进行探索。

这一阶段里业务架构稳定，地产为主，贸易为辅。地产业务在结算中的波动性仍有，虽然营收结构比例中地产业务占比在较低年份仅 42% 的权重；但从毛利润的结构比例来看，公司主营利润的主要贡献来源于地产业务的结算利润，平均在 94% 的权重内；权重较低的年份为 08 年，仅 81.48%，权重较高的年份为 11 年，高达 97.6%。从毛利率的表现看，地产业务毛利率整体维持在 30% 以上的区间内，有一定的波动性，但大趋势逐步抬升；贸易业务

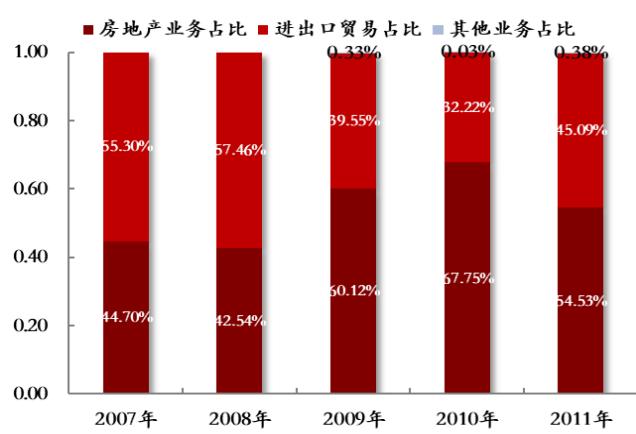
的毛利率则逐年下降，至 2011 年，毛利率仅 1.45%，也拖累了整体毛利率在 11 年的下滑幅度，或许也为后来贸易业务辅助架构逐步退出视野埋下了伏笔。

图 4：07-11 年主营业务收入及主营业务利润表现



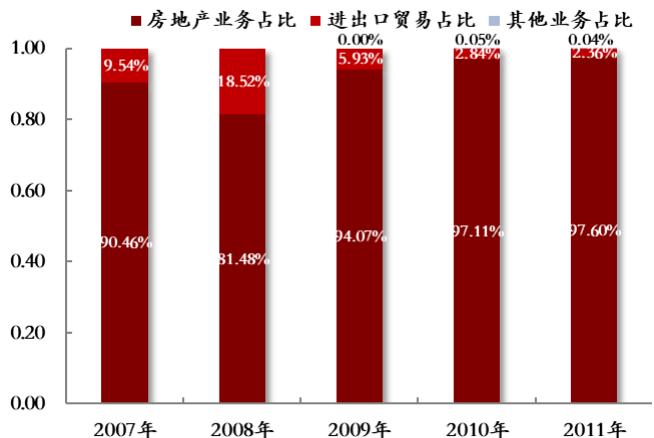
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 5：07-11 年各项业务收入结构占比



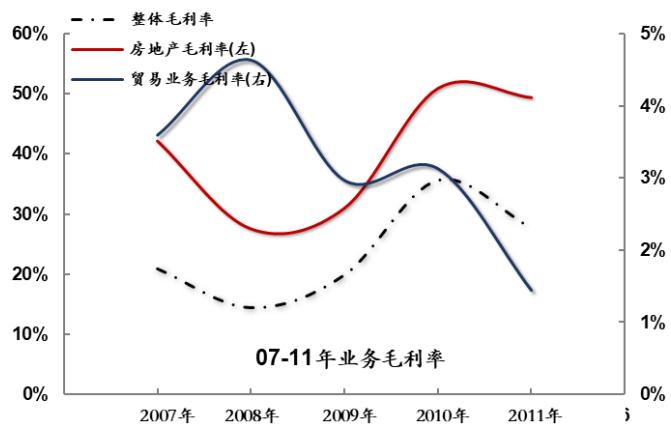
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 6：07-11 年各项业务毛利润结构比例



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 7：07-11 年业务毛利率水平



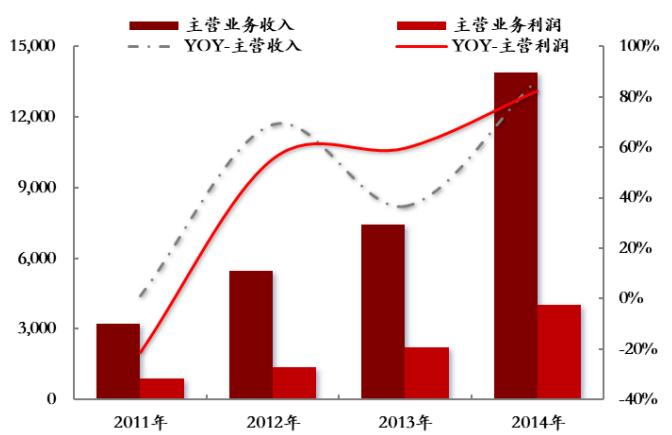
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

12-14 年的快速发展期：2012 年阳光城迎来第一任明星管理团队，时任总裁的陈凯在“区域聚焦，深耕发展”的基础上，逐步形成“一带多点”的企业战略发展布局，首提“精准投资，高效运营，适销产品”的企业核心竞争力，强调提高周转率、降低成本的运作模式；同年公司管理总部乔迁至上海，并于上海逆周期斩获 2 项目，奠定深耕一线城市基调。第一任明星管理人任职期间，公司逐步完善了长三角版图，形成“2+X”的全新区域布局；在这个

期间内，公司从不到 50 亿的销售规模提升至 14 年末 230 亿元的销售规模，从百名外房企上升到 14 年的 29 名，三年超 6 倍，CAGR 超 95%，而在板块的表现中，更是走出了穿越周期的净值曲线。

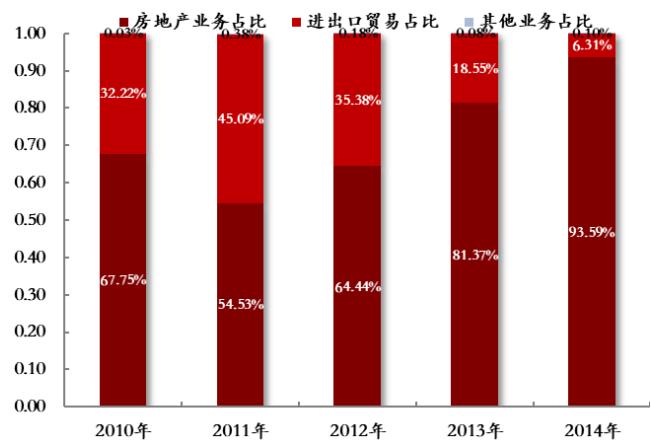
这一阶段里公司业务架构仍为房地产+贸易业务，但相比 07-11 年的起步期，该阶段公司房地产对营收及利润的贡献比重均占主体，进出口贸易业务的逐年低迷表现对于公司主营利润的影响并不显著。12-14 年公司主营业务利润保持稳步增长趋势，三年平均增速 65.84%，年复合增速高达 65.42%。毛利率角度看，进出口贸易业务的毛利率持续下行，至 2014 年，贸易业务营收增速同比下滑 37%，毛利率进一步收缩至 0.50%，盈利能力不足；房地产业务毛利率在该阶段也出现较明显的调整趋势，但仍维持 30% 的水平，整体毛利率水平主要受地产业务影响较大，但其至 2014 年已基本维持稳定，波动性较小。

图 8：12-14 阶段主营收入及主营利润表现



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 9：2012-2014 年主营业务收入结构



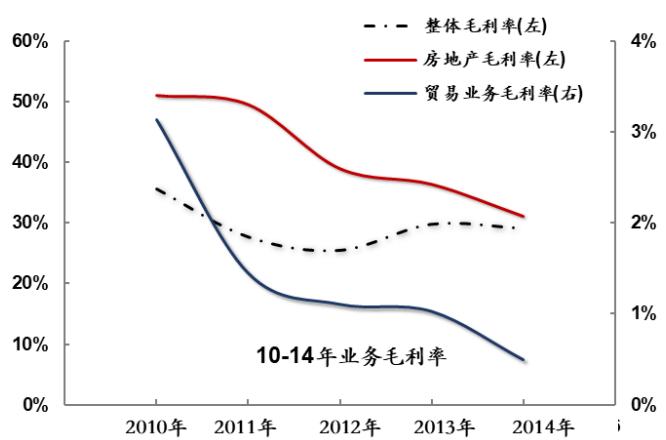
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 10：2012-2014 年主营业务利润结构



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 11：2010-2014 年业务利润率情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

15-17 年的全面扩张期：15年初，陈凯出走阳光城，阳光城迎来第二任明星管理团队。这一阶段的阳光城在张海民的领导下，于“2+X”的战略布局基础上，进一步拓展京津冀、珠三角等区域，完成“3+1+X”的战略布局，并开始持续布局地产金融相关业务。2015年公司定增45亿元引入战投中民投，彼时中民投的加入使得公司净资产突破百亿，极大改善资本市场对于公司资本实力的认可，在紧接的首次公开债发行更是获得68亿的优质融资（而至19年中民投事件的爆发则是后话）；2016年公司业绩表现再次获得市场的认可，挺进500强房企第19位，首进中国房企综合实力20强。17年下半年，阳光城迎来第三任的明星管理人朱荣斌及吴建斌；在“双斌”的带领下，公司全面升级“3+1+X”布局战略，将一二线城市作为根据地，形成二线城市全覆盖、核心城市辐射周边城市的战略格局，并于17年末基本完成全国布局格局；同年，“双斌”战略提出将“三升一降”（即提升企业规模、开发速度和产品品质，降低运营成本）作为提升运营能力的突破口。

18 年至今的稳定发展期：18年是阳光城历史首次突破千亿销售，实现二次质的飞跃的一年。该年阳光城实现销售额1628.56亿元，同比增长77.93%，实现销售面积1266.38万方，同比增长92.05%；其中，对应的权益销售额为1183.25亿元，权益销售面积为895.11万方。在这一阶段内，公司由前期的高杠杆、高成长逐步向降杠杆、优财务转变，而这一过程中，力求实现由融资驱动逐渐转为经营驱动。

15年至今，房地产业务作为公司主业，对收入及毛利润的贡献占比一直维持较高的水平，收入结构占比中维持约98%的权重，主营利润结构占比中维持约97%的权重。不同于12-14年的阶段，那一时期除却专一的地产业务及本身就有的进出口贸易业务，并未尝试其他业务。但15-18年的期间内，从业务分拆的角度看，进出口贸易业务在连续两年亏损后不再进入合并口径，16年的教育业务在18年也未进入合并口径；17年下半年第三任明星管理团队的到来又成功组建了建筑事业部，至此，公司业务包括房地产、商管、酒店、建工及其他（其他主要为租赁、代建代销等）。

图 12：“双斌”下战略调整



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2：15 年至今主营收入及主营利润结构比例

主营收入结构							
	房地产业务占比	进出口贸易占比	商管收入占比	酒店收入占比	教育收入占比	建工业务占比	其他收入占比
2015 年	94.33%	5.54%	0.01%	0.02%	-	-	0.09%
2016 年	98.84%	0.28%	0.26%	0.18%	0.11%	-	0.33%
2017 年	98.67%	-	0.25%	0.20%	0.05%	0.17%	0.67%
2018 年	98.28%	-	0.31%	0.23%	-	0.39%	0.78%
主营利润结构							
	房地产业务占比	进出口贸易占比	商管占比	酒店占比	教育占比	建工业务占比	其他占比
2015 年	99.92%	-0.09%	0.00%	-0.07%	-	-	0.23%
2016 年	97.97%	-0.03%	0.16%	0.33%	0.32%	-	1.25%
2017 年	96.66%	-	0.34%	0.48%	0.10%	0.05%	2.37%
2018 年	96.73%	-	0.13%	0.44%	-	0.26%	2.44%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 3：业务利润率水平

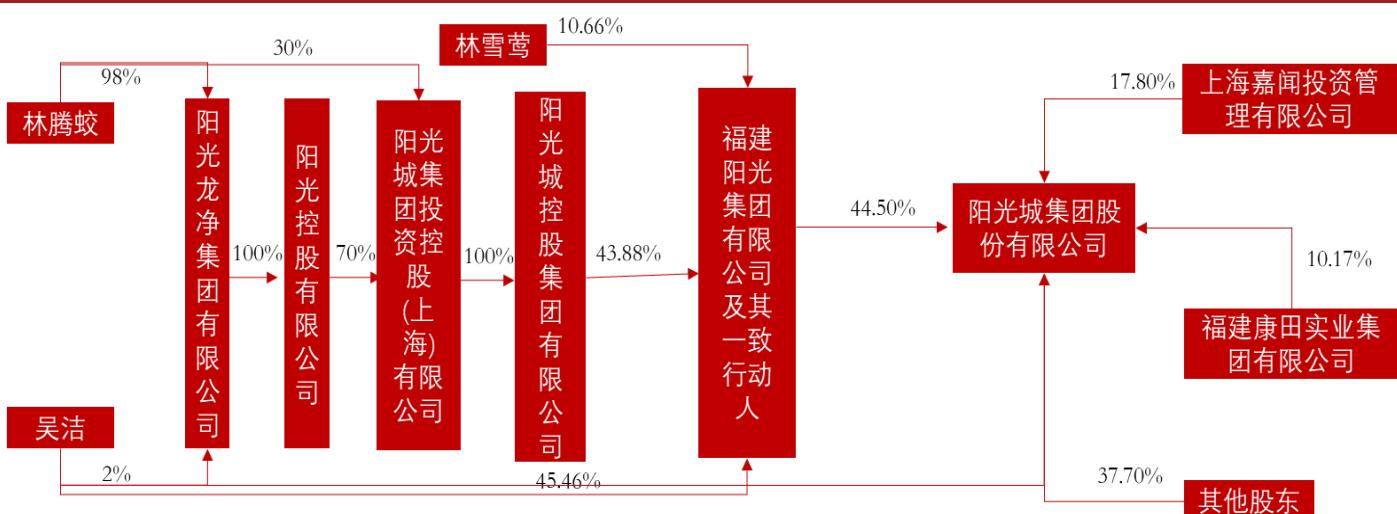
毛利率	整体毛利率	房地产业务	商管	酒店	教育	建工业务	其他业务
2015 年	25.56%	27.07%	6.80%	-	-	-	65.84%
2016 年	23.31%	23.10%	14.57%	41.60%	69.74%	-	88.36%
2017 年	25.08%	24.57%	33.47%	61.32%	53.40%	6.94%	89.43%
2018 年	26.06%	25.65%	11.17%	49.06%	-	16.98%	81.58%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

股权结构

截止 2019 年上半年，公司控股股东为福建阳光集团有限公司，第二大股东为上海嘉闻（中民投子公司）；其中阳光集团直接持有公司股份 **18.46%**；上海嘉闻持有公司股份 **17.80%**，为公司第二大股东；福建康田实业持有公司股份 **10.17%**，为公司第三大股东同时也是阳光集团的一致行动人；阳光集团及其一致行动人合计持有公司股份 **44.50%**。吴洁女士直接持有阳光集团 **45.46%**的股权，根据吴洁女士与其家族成员林腾蛟先生签署的《一致行动协议》的安排，林腾蛟先生在处理有关阳光集团经营发展且根据《公司法》等有关法律法规和相关公司章程需要由相关股东会、董事会作出决议、提名等事项时与吴洁女士保持一致行动，因此，吴洁女士享有阳光集团 **89.34%**的表决权，实际控制阳光集团，为上市公司实际控制人。

图 13：公司股权结构



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

融资驱动到经营驱动

融资驱动的必然性

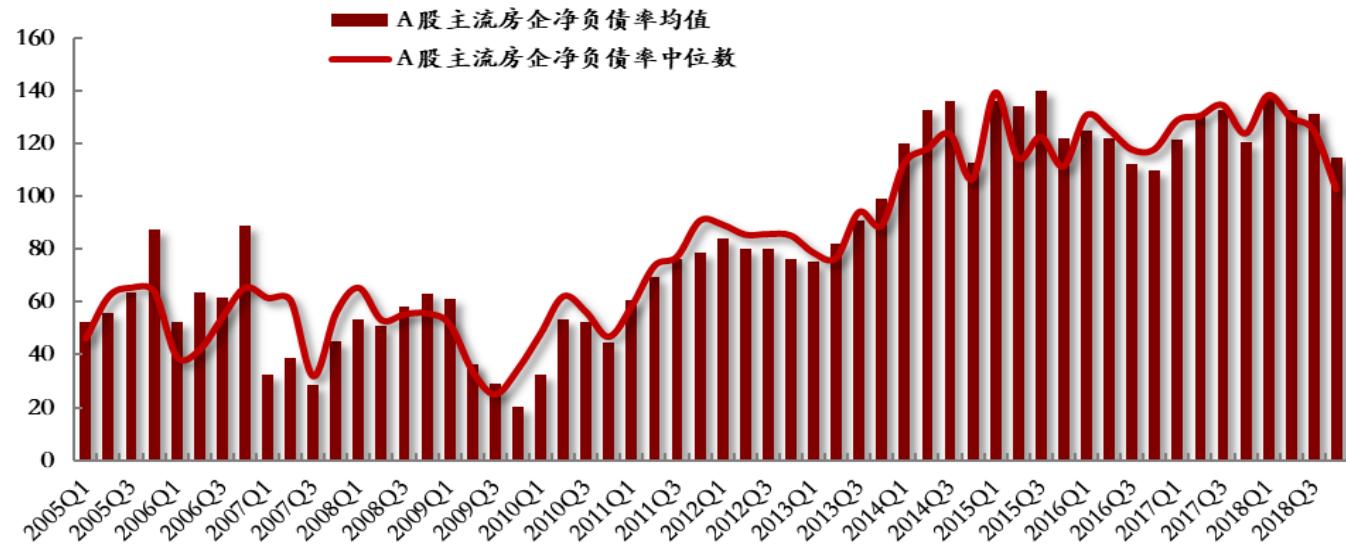
自 98 年取消“福利分房”以来，真正意义上的房地产行业初步形成。2000-2004 年前，房地产+汽车为当时经济热点，2003 年国务院首次将地产列为“国民经济的支柱产业”，叠加彼时人口红利，奠定了房地产行业的“黄金十年”；这一时期的地产公司数量大幅增长，行业高度分散，资质良莠不齐，但这一时期的房地产公司起跑线的差距并未凸显。以 05 年开始统计的主流房企净负债率的表现也可看出，早年地产企业杠杆水平不高，主流房企平均值及中位数值在 09 年前基本保持在 40%-60% 的区间内。04 年随着国内房地产市场的巨大变化，国家不断出台宏观调控政策以求稳定房地产市场，并在 05 年继续加大宏观调控力度，奠定了政策周期与地产周期的如影随形，极大程度上也决定了房企在当时环境的决策与战略选择方向。

主流房企净负债率的提升是自 2010 年 Q1 开始反应。这一时期自 09 年的“国四条”、全国限购限贷，至 13 年的“国五条”，期间共经历五次升级调控，行业领头羊万科于 2010 年突破千亿销售，阳光城则于年报中提及“未来行业集中度将提高”，或许这一认知并不局限于个别企业，叠加万科实现的千亿规模带来的打鸡血般的激励，房企们摩拳擦掌，在时代洪流裹挟中撬起了杠杆以追求企业规模的发展。

主流房企净负债率的高点出现于 15 年 Q3 及 16 年 Q1。在 13 年万科喊出“白银时代”后，房地产市场在 14-15 年初有较为明显的回落，15 年“去库存”为回冷的房地产市场注入强心剂，市场总量持续创下新高；房企们也渐渐意识到，这一轮周期很可能是房地产行业总量天花板出现的时候，行业集中度将进一步提升，活下来并且有规模的活下来显得尤为重要；这也是 15-18 年 Q3 净负债率持续高位的一个因素。

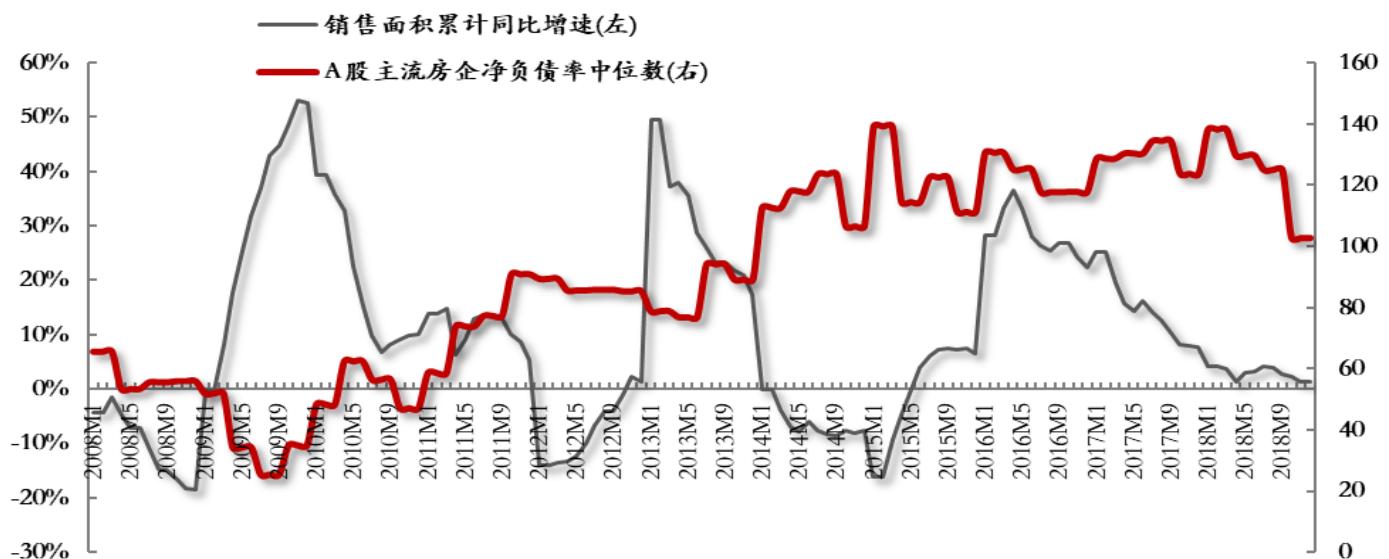
主流房企净负债率逐步回调的时间点始于 18 年 Q2 季度（伴随“结构性去杠杆”的逐步深入）。2018 年 Q4 主流房企净负债率的收缩较为明显，平均值较 2018 年 Q3 收缩约 16.91pct，中位数较 2018 年 Q3 收缩约 22.33pct。结合当下形势及政策空间，我们认为未来房地产行业在净负债率水平上或将会是一个逐步收缩的过程，以往靠融资驱动的规模成长逐步向运营回补转变。

图 14: A股主流房企净负债率平均值及中位数



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 15: A股主流房企净负债率中位数及周期叠图



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

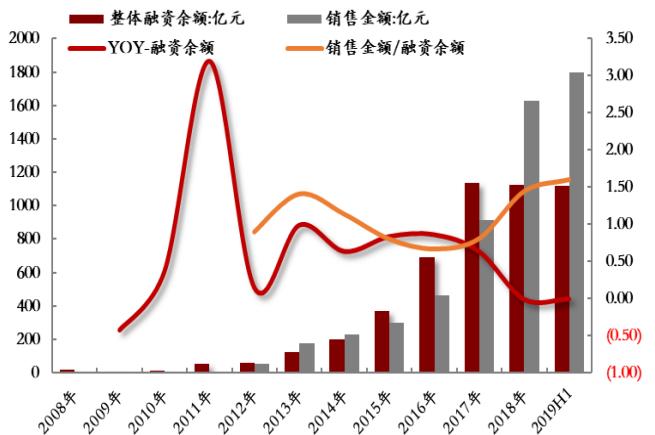
在廿余年地产历程中，我们认为阳光城在过去净负债率水平的提升中带动的以融资驱动规模的成长有其必然性，这些必然性包括：

- 1) 大环境给予了加杠杆的时间及空间；
- 2) 公司本身诉求推动了加杠杆的过程；

3) 加杠杆的过程也推动了公司规模的成长。

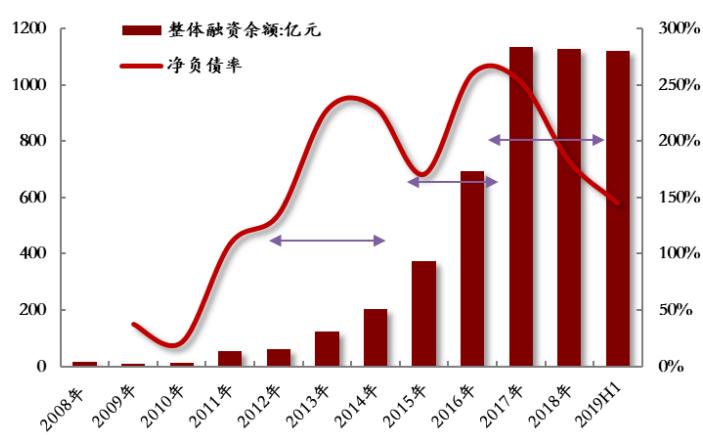
11-14 年这轮周期里，央行于 2011 年 11 月下调存款准备金率 0.5 个百分点，虽然紧接着就是加强版的“国五条”等调控政策的出炉，但对于彼时觉得“未来房地产行业集中度将提高”，并开始尝试聘请明星管理团队，确立了“区域聚焦、深耕发展、一带多点”的布局目标的阳光城而言，杠杆的使用就有了天时地利人和的机会。在 11-14 年这轮周期中，阳光城净负债率由 2010 年的 21.48% 在 11-14 年里分别提升至 109.18%、135.23%、227.96%、230.28%，伴随净负债率的提升，阳光城销售金额由 2012 年的 55.72 亿元提升至 2013 年的 174.70 亿元、2014 年的 230.69 亿元，并于 2014 年成功位列房企排行榜单的第 29 位。相比于这一期间融资余额的变动，阳光城销售金额的增长更为突出，并因为这一区间内深耕下的一二线资源为其后续在一二线的发展打下了坚持基础。

图 16：整体融资余额与销售金额比较



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 17：整体融资余额与净负债率水平



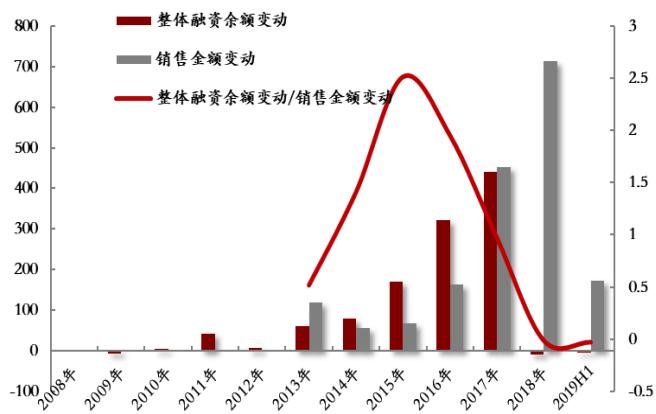
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

14 年 3 月，再融资重启，紧接的 4 月迎来降准；2015 年更是有多次的降准举动。这两年内，阳光城先是抓住再融资重启的机会，于 15 年引入了战投中民投，使得净资产规模首次突破百亿；并于后续首次发行的公司债中获取 68 亿优质融资。从净负债率的水平上看，15 年净负债率相对于 14 年反倒是收缩明显的（由 230.28% 的净负债水平降至 170.63% 的水平），主要在于净资产规模的增加。这一年融资余额变动增加额基本是 14 年增加额的倍数，拿地总价为 14 年拿地总价的超 4 倍，实现土地储备计容面积首次突破千万方（1307.4 万方），为 16 年 55% 的销售高增长保障了充足土地资源。

从历年阳光城融资余额的表现看，2012-2018 年间融资余额的大幅增加在于 15/16/17 这三年，而这三年对应的拿地力度也是逐年攀升，分别为 45.13%、

60.82%、107.77%，对应土地储备历年为 1307.4 万方、2285.2 万方、3831.71 万方，对应销售金额增长率分别为 29.27%、55.07%、97.94%，这三年所积累的充足土储为 2018 年实现千亿销售规模奠定了基础；但这三年所积累的融资规模也在慢慢侵蚀公司的经营效率。

图 18：融资余额变动与销售金额变动



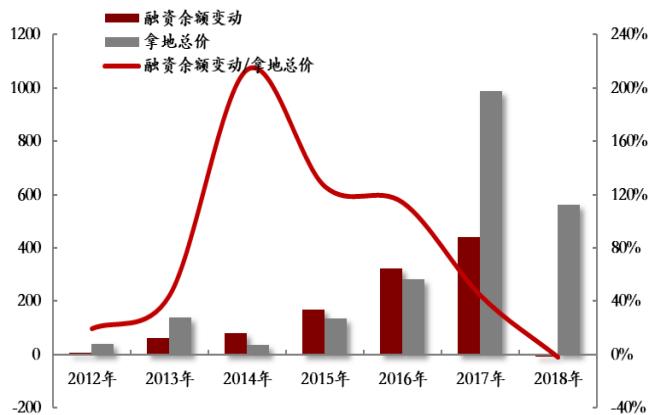
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 19：阳光城土地储备及拿地力度



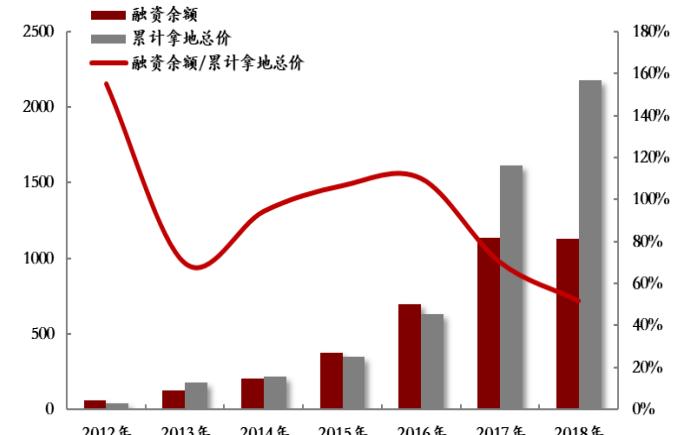
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 20：阳光城融资余额变动与拿地总价关系



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 21：阳光城融资余额与累计拿地总价关系



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

驱动转向的两难性

16 年地产市场的逐步升温下行业再次迎来严调控，16 年 10-11 月，分别限制了公司债、企业债的发行审核及要求；2017 年信贷方面呈现全方位收紧状态，银监会、发改委等部门陆续发出新的政策，严控地产金融业务风险，

包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域、严禁银行理财资金违规进入房地产领域、竞买土地需使用自有资金、控制房企公司债发行审核等。房地产行业的融资渠道受到明确限制。**2017** 年与 **2018** 年对于阳光城而言，是其转变的交接之年，我们对比了公司在这两年的年报中关于融资的相关阐述，也可看出公司转变的迫切感。

1) 2017 年年报，公司指出为实现千亿销售规模的目标不断努力着的阳光城仍坚持“充分利用资本市场的各类融资工具，积极尝试诸如并购基金、商业地产抵押贷款、购房尾款资产证券化等，进一步扩大融资渠道，全年累计融资千亿以上，为阳光城后续发展提供了巨大的财务资源，成为公司实现“稳增长、保利润”的有力保障。”在这一阶段中，公司仍在为千亿规模而努力，杠杆的使用仍是必要的。

2) 2018 年年报，公司指出“伴随业绩高增速，公司同时实现了财务指标、特别是偿债指标的大幅优化，逐渐由融资驱动向经营驱动过渡”，这是阳光城在年报中首次提及融资驱动向经营驱动的过渡目标；同时公司指出“在整体信用收缩、全行业资金面非常紧张的情况下，金融机构充分认可经营层的运营管控和公司的整体实力，公司顺势创新实现融资、积极有效盘活资产。”

“公司成功发行多个国内首单证券化产品，同时主动置换、优化资金结构，在资产规模、优质土储增加的前提下，融资净额比 **2017** 年有所优化，有息负债规模比上一年末减少 8.75 亿元。”这一阶段中，公司实现了全年 **1628.56** 亿元的销售金额，首次突破千亿规模；而在规模上台阶目标实现下，以及大环境的不断演变，公司也充分认识到融资驱动增长的局限性，并逐步转向追求“在保证公司安全有序运营的基础上，充分发挥精准、高效、灵活的优势，追求公司实现持续、高速、优质的发展”。

对于阳光城而言，驱动转向是其追求有质量增长及可持续发展诉求下的选择，当下驱动转向有其两难性但也存在持续基础。对于阳光城而言，两难性在于整体融资规模的大幅下降与公司规模、利润的平稳增长是矛盾的存在。

对于两难性的说明，我们做了简易现金流测算模型，并有如下细节假设：

1) 2019 年偿还债务的规模以 **2018** 年报披露的短期借款+应付票据+一年内到期非流动负债的总和代替；**2020-2022** 年，假设公司债务结构短债:长债比例维持在 **3:7**；

2) 假设筹资活动中吸收投资收到的现金与子公司吸收少数股东收到的现金，与筹资活动中偿付利息、支付少数股东利润或股利、支付其他与筹资活动相关的现金刚好相抵消；

3) 假设建安所需资金占回款额的比例为 20%；税金占回款额的比例为

11%；两费占签约额比重约 5%；其他费用占签约额比重约 6%；并假设净利润率为 7%；

- 4) 假设净利润的增速与期权激励方案一致；
- 5) 假设在全口径现金额恢复到并表口径中的比例约为 50%；
- 6) 假设净利润均进入年末净资产口径；
- 7) 以上假设中债务的考量并未包含表外负债的情况。

在这些假设基础上，我们分别测算当年融资金额占偿还债务比例分别为 **100%~60%** 的情况下，阳光城有息负债及净负债率、规模增长的表现情况。

情景一：当该比例为 100% 时，即阳光城每年以借新还旧腾挪债务结构，该情况下，有息负债整体规模保持相对稳定，但通过利润的释放及运营资金的回补，净负债率会有稳步下行的趋势；且销售规模在 19-22 年会有相对稳定的增长空间，对应测算增速可分别为 8.54%、8.04%、8.04%、8.04%；可持续性也有较强保障，体现为已售未结/结算金额比重均高于 130%。

表 4：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 100%（附表 1）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
筹资现金流出	552	890	606	453	452	452
偿还债务支付的现金	445	748	485	337.8	337.8	337.8
偿付利息等支付的现金	68	89	89	89	89	89
支付少数股东利润股利	-	-	-	-	-	-
支付其他与筹资活动相关的现金	39	53	32	26	25	26
筹资现金流入	949	827	606	453	452	452
吸收投资总计	113	182	121	115	114	115
吸收投资收到的现金	77	96	-	-	-	-
子公司吸收少数股东投资收到的现金	37	86	-	-	-	-
融资总计	873	731	485	337.8	337.8	337.8
取得借款收到的现金	768	647	-	-	-	-
发行债券收到的现金	95	79	-	-	-	-
其他筹资活动有关的现金	10	6	-	-	-	-
筹资净额	397	63	-	-	-	-
融资净额	428	17	-	-	-	-

推算有息负债规模 比例计算	1,122	1,104	1,126	1,126	1,126	1,126
偿付利息/有息负债	6.02%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
支付其他与筹资相关的现金/筹资流出	4.10%	6.39%	5.25%	5.82%	5.53%	5.68%
融资总计占偿还债务的比例	100%					

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 5：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 100%（附表 2）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
土地储备:万方	3,832	4,418	4,773	5,157	5,572	6,020
对应货值:亿元	4,598	5,454	5,892	6,366	6,878	7,431
对应均价:元/平米	12,000	12,345	12,345	12,345	12,345	12,345
当年供货/货值	40%	40%	50%	50%	50%	50%
去化率	60%	60%	60%	60%	60%	60%
销售金额:亿元	915	1,629	1,768	1,910	2,063	2,229
销售面积:万方	659	1,266	1,381	1,492	1,612	1,742
销售均价:元/平米	13,881	12,860	12,800	12,800	12,800	12,800
回款率	68%	80%	80%	80%	80%	80%
回款	626	1,304	1,414	1,528	1,651	1,783
买地	986	560	781	844	912	985
买地面积:万方	2,022	1,333	1,736	1,876	2,027	2,190
买地均价:元/平米	4,879	4,202	4,500	4,500	4,500	4,500
拿地力度	108%	34%	44%	44%	44%	44%
建安	-	-	283	306	330	357
税金	-	-	156	168	182	196
两费	-	-	88	95	103	111
其他	-	-	106	115	124	134
全口径净额	-	-	-	-	-	-
并表净额	-	-	-	-	-	-
并表筹资净额	-	-	-	-	-	-

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 6：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 100%（附表 3）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
结算金额:亿元	327	555	518	700	945	1,040
结算面积: 万方	241	383	384	539	756	832
结算均价: 元/平米	13,572	14,496	13,500	13,000	12,500	12,500
已售未结资源:亿元		621	987	1,241	1,328	1,403
已售未结/结算金额		112%	190%	177%	140%	135%
营业收入:亿元	332	565	536	725	978	1,076
净利润:亿元	21	30	38	51	68	75
期末在手现金	364	378	378	378	378	378
期末净资产	306	410	448	499	567	642
期末有息负债	1,135	1,126	1,126	1,126	1,126	1,126
期末净负债率	252%	182%	167%	150%	132%	116%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

情景二：当该比例为 80%时，即阳光城每年以借新只能用以偿还 80%的到期债务，剩余到期债务需依靠经营现金回补。该情况下，有息负债整体规模稳步下降，净负债率在 2019-2022 年的测算中可实现下降至 145%、119%、95%、76%，有较大的杠杆空间改善；但该模式下每年销售金额几乎稳定于 1600 亿元左右，到 2021 年，已售未结/结算金额比重不足 100%，对于可持续发展而言存在一定的压力。

表 7：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 80%（附表 1）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
筹资现金流出	552	890	593	387	364	344
偿还债务支付的现金	445	748	485	291	275	259
偿付利息等支付的现金	68	89	81	77	72	68
支付少数股东利润股利	-	-	-	-	-	-
支付其他与筹资活动相关的现金	39	53	26	19	17	17
筹资现金流入	949	827	496	329	309	292
吸收投资总计	113	182	107	96	89	85
吸收投资收到的现金	77	96	-	-	-	-
子公司吸收少数股东投资收到的现金	37	86	-	-	-	-
融资总计	873	731	388	233	220	207
取得借款收到的现金	768	647				

发行债券收到的现金	95	79				
其他筹资活动有关的现金	10	6				
筹资净额	397	63	97	58	-55	-52
融资净额	428	17	97	58	-55	-52
推算有息负债规模	1,122	1,104	1,029	971	916	864
22						
比例计算						
偿付利息/有息负债	6.02%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
支付其他与筹资相关的现金/筹资流出	4.10%	6.39%	5.25%	5.82%	5.53%	5.68%
融资总计占偿还债务的比例	80%					

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 8：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 80%（附表 2）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
土地储备:万方	3,832	4,418	4,307	4,374	4,461	4,571
对应货值:亿元	4,598	5,454	5,317	5,399	5,508	5,643
对应均价:元/平米	12,000	12,345	12,345	12,345	12,345	12,345
当年供货/货值	40%	40%	50%	50%	50%	50%
去化率	60%	60%	60%	60%	60%	60%
销售金额:亿元	915	1,629	1,595	1,620	1,652	1,693
销售面积:万方	659	1,266	1,246	1,265	1,291	1,323
销售均价:元/平米	13,881	12,860	12,800	12,800	12,800	12,800
回款率	68%	80%	80%	80%	80%	80%
回款	626	1,304	1,276	1,296	1,322	1,354
买地	986	560	511	599	620	645
买地面积:万方	2,022	1,333	1,135	1,332	1,379	1,433
买地均价:元/平米	4,879	4,202	4,500	4,500	4,500	4,500
拿地力度	108%	34%	32%	37%	38%	38%
建安	-	-	255	259	264	271
税金	-	-	140	143	145	149
两费	-	-	80	81	83	85
其他	-	-	96	97	99	102
全口径净额	-	-	194	116	110	104
并表净额	-	-	97	58	55	52
并表筹资净额	-	-	97	-58	55	-52

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 9：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 80%（附表 3）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
结算金额:亿元	327	555	518	700	945	1,040
结算面积: 万方	241	383	384	539	756	832
结算均价: 元/平米	13,572	14,496	13,500	13,000	12,500	12,500
已售未结资源:亿元		621	901	1,010	891	698
已售未结/结算金额		112%	174%	144%	94%	67%
营业收入:亿元	332	565	536	725	978	1,076
净利润:亿元	21	30	38	51	68	75
期末在手现金	364	378	378	378	378	378
期末净资产	306	410	448	499	567	642
期末有息负债	1,135	1,126	1,029	971	916	864
期末净负债率	252%	182%	145%	119%	95%	76%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

情景三：当该比例为 60%时，即阳光城每年借新只能偿还当期到期债务的 60%，剩余 40%需依靠运营现金回补，该情况下，有息负债整体规模大幅下降，净负债率大幅改善；但对于可持续经营而言，压力骤显。首先体现为销售金额每年不增反降，土地储备资源持续减少；已售未结资源不足。

三种情况的比较看，我们认为对于当下的阳光城而言，期待整体融资规模大幅下降不现实，可实现并具备可持续的方法或是维持整体融资规模在一定的规模内，小幅收缩，并持续优化债务结构。

表 10：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 60%（附表 1）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
筹资现金流出	552	890	579	329	293	262
偿还债务支付的现金	445	748	485	250	223	199
偿付利息等支付的现金	68	89	74	66	59	52
支付少数股东利润股利	-	-	-	-	-	-
支付其他与筹资活动相关的现金	39	53	20	13	11	10
筹资现金流入	949	827	385	229	204	182
吸收投资总计	113	182	94	79	70	63

吸收投资收到的现金	77	96	-	-	-	-
子公司吸收少数股东投资收到的现金	37	86	-	-	-	-
融资总计	873	731	291	150	134	119
取得借款收到的现金	768	647				
发行债券收到的现金	95	79				
其他筹资活动有关的现金	10	6				
筹资净额	397	63	194	100	89	80
融资净额	428	17	194	100	89	80
推算有息负债规模 比例计算	1,122	1,104	932	832	743	663
偿付利息/有息负债	6.02%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
支付其他与筹资相关的现金/筹资流出	4.10%	6.39%	5.25%	5.82%	5.53%	5.68%
融资总计占偿还债务的比例	60%					

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 11：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 60%（附表 2）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
土地储备:万方	3,832	4,418	3,841	3,670	3,537	3,440
对应货值:亿元	4,598	5,454	4,741	4,531	4,367	4,246
对应均价:元/平米	12,000	12,345	12,345	12,345	12,345	12,345
当年供货/货值	40%	40%	50%	50%	50%	50%
去化率	60%	60%	60%	60%	60%	60%
销售金额:亿元	915	1,629	1,422	1,359	1,310	1,274
销售面积:万方	659	1,266	1,111	1,062	1,023	995
销售均价:元/平米	13,881	12,860	12,800	12,800	12,800	12,800
回款率	68%	80%	80%	80%	80%	80%
回款	626	1,304	1,138	1,087	1,048	1,019
买地	986	560	240	401	401	404
买地面积:万方	2,022	1,333	534	891	891	897
买地均价:元/平米	4,879	4,202	4,500	4,500	4,500	4,500
拿地力度	108%	34%	17%	30%	31%	32%
建安	-	-	228	217	210	204
税金	-	-	125	120	115	112
两费	-	-	71	68	66	64

其他	-	-	85	82	79	76
全口径净额	-	-	388	200	178	159
并表净额	-	-	194	100	89	80
并表筹资净额	-	-	194	-100	89	-80

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 12：特定情境下阳光城现金流测算-当年融资占偿还债务比例为 60%（附表 3）

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
结算金额:亿元	327	555	518	700	945	1,040
结算面积: 万方	241	383	384	539	756	832
结算均价: 元/平米	13,572	14,496	13,500	13,000	12,500	12,500
已售未结资源:亿元		621	814	793	503	100
已售未结/结算金额		112%	157%	113%	53%	10%
营业收入:亿元	332	565	536	725	978	1,076
净利润:亿元	21	30	38	51	68	75
期末在手现金	364	378	378	378	378	378
期末净资产	306	410	448	499	567	642
期末有息负债	1,135	1,126	932	832	743	663
期末净负债率	252%	182%	124%	91%	64%	44%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

经营驱动的持续性

我们认为阳光城在融资驱动向经营驱动的转变过程中也有其持续基础，在于：

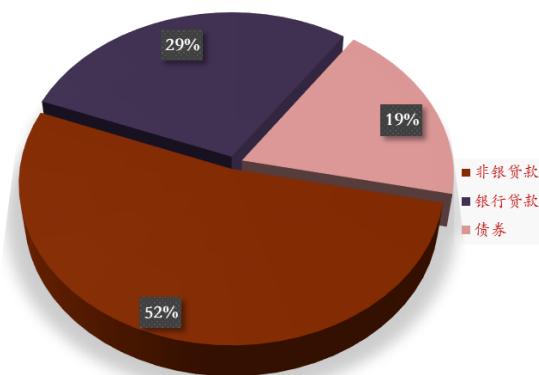
1) 截止 2019 年上半年，阳光城债务结构优化效果初显，现金短债比及长短债结构均得到优化；2) 阳光城具备较为丰富的土储资源，且主要土储资源布局于一二线，地售比具备较高安全边际，在维持阳光城当下平稳投资策略下，或可助其实现销售的平稳增长；3) 明星管理团队的优秀经验及带领下，公司激励机制及人才培育机制逐步完善，有望形成“人、地、钱”的最优循环；4) “双斌”带领下公司愈发认识到品质提升对于增加公司核心竞争力的重要性，伴随产品力的增强，公司未来或能享受品牌溢价。

有息负债小幅收缩，债务结构优化明显。截止 2018 年度，阳光城有息负债规模 1126.13 亿元，相比 2017 年末收缩 10.47 亿元，净负债率 182.22%，较 2017 年末收缩 70.60pct；而至 2019 年上半年，有息负债规模小幅下降约 4.93 亿元至 1121.10 亿元；净负债率持续收缩 37.09pct 至 145.13%，净

负债率优化显著。同时，公司在优化负债率的基础上，进一步通过发行标准化产品借新还旧、以银行借款等置换原开发资金中部分非标融资、银行表外通道还原至表内等方式，优化公司债务结构；截止 2019 年上半年，公司有息负债中非银贷款、银行贷款、债券占比分别为 31%、43%、26%，较 2018 年末比例分别收缩 21%、提升 14%、提升 7%；其中债券主要为美元债、公司债及银行间债券，这三类至 2019 年上半年余额分别为 104 亿元、114 亿元、72 亿元，占债券总额比重分别为 36%、39%、25%。

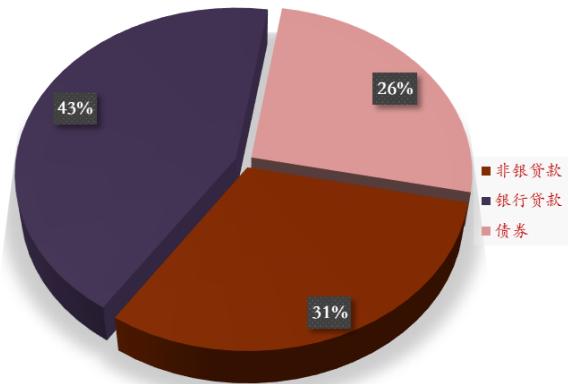
现金短债比优化，长短债结构更加合理化。从货币资金覆盖短债比的结构看，阳光城货币资金覆盖短债比逐渐改善，截止 2019 年上半年，该比例为 1.27，较 2018 年末的 0.79 提升 48pct；为 14 年至今首次突破 100% 的覆盖度，现金短债比优化明显。从长短债比看，阳光城长短债比例在 2016 年为其高点，长债：短债为 72:28，而 2017 年期这一结构大幅下滑，长债：短债仅为 57:43；18 年公司提出“融资驱动向经营驱动的过渡”，对于债务期限的调整也较为突出，截止 2019 年上半年，长债：短债再次回到 70:30 的结构，我们预期这一长短债结构比或将保持在 70:30 的结构。

图 22：2018 年有息负债结构



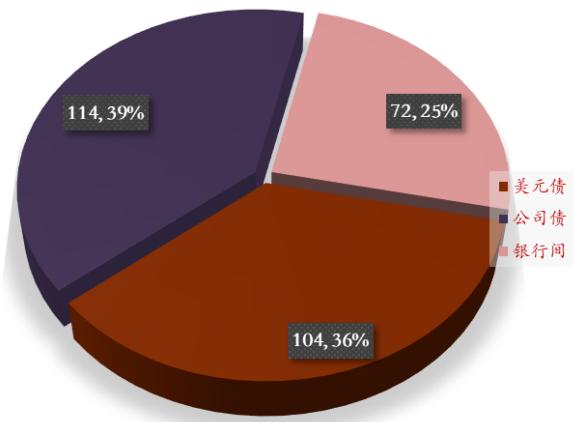
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 23：2019 年上半年有息负债结构



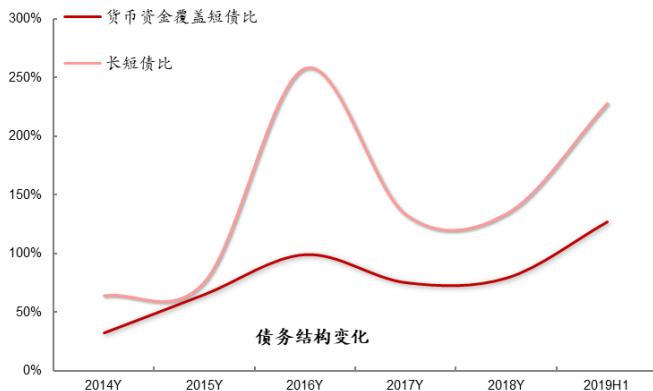
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 24: 2019 年上半年债券结构分类



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 25: 货币资金覆盖短债比及长短债比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

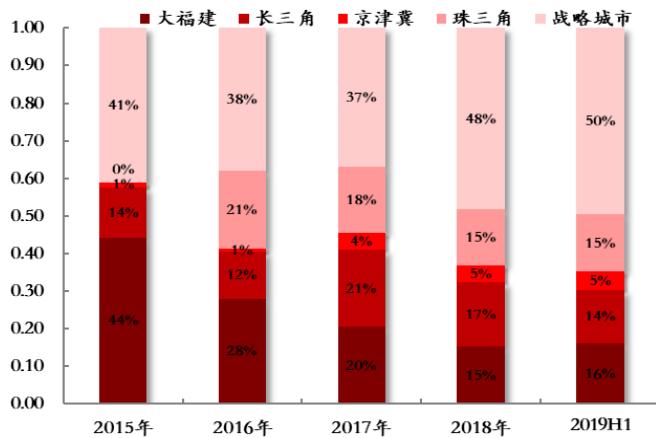
土储资源丰富，布局一二线为主。截止 2019 年上半年阳光城土地储备计容面积 4396.35 万方，其中对应权益口径计容面积 2857.64 万方，对应权益比例 65%，较 2018 年末权益比例提升 3pct；对应货值为 5467 亿元。从土储面积分布结构看，主要以战略城市面积占比居高，约 50%，其次为大福建、珠三角及长三角，占比分别为 16%、15%、14%；而货值上，战略城市仅占比重约 27%，长三角占比居高约 29%，其次为大福建 20%；从历年各区域货值比重的结构看，大福建比重有所下降，与公司布局全国开拓其他城市有关，17 年起比重保持相对稳定；珠三角区域晚于京津冀进入，但结构占比上已超过京津冀。分城市能级看，阳光城土地储备以一二线为核心，近些年一二线货值比重稳定于 86% 的占比，三四线货值比重约 14%。

土储成本具优势，地售比具备较高安全边际。以城市圈土储对应的土储成本价看，京津冀区域在 16 年成本价一度突破 15000 元/平米，17 年开始逐步回落，后续的回落与京津冀区域房地产市场的冷落也有一定的关系；长三角区域土储成本价 17 年为低点，其余年份基本维持在 10000 元/平米的水平线；大福建为公司起家之地，相对于长三角及京津冀区域，大福建为成本价第三高区域，但波动相对稳定。

对于地售比，我们分新增土地储备均价/销售均价、土储成本/销售均价作比较，其中新增土地储备均价/销售均价的关系在 2014 年最高，比例高达 79.36%，与这一期间进入核心一二线城市、长三角区域有较大关系，而彼时大部分销售仍在大福建区域，销售均价偏低；2015 年之后，阳光城新增土地储备均价/销售均价的比例基本维持在 35% 以内的区间内，安全边际较高。从整体土地储备的均价占销售均价的比例看，15-17 年地售比基本维持在 27% 的区间内，波动幅度不大；18 年地售比重提升 7.49pct 至 33.74%，但当年新增土地储备/销售均价的比重仅 32.68%，低于 18 年整体土储成本占销售

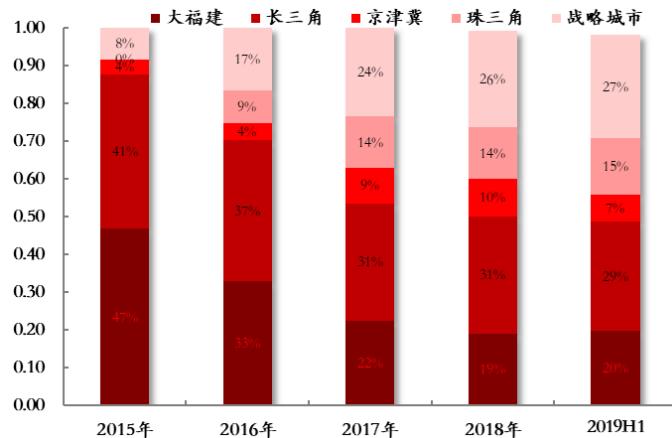
均价的比重，对于这一差异，我们试图做出如下的解释：1) 18 年前公司披露土储口径为计容建面，而 18 年起，土储口径为可售面积，口径的更换导致土储成本的变动；2) 公司收并购项目在 17-18 年均具有较大比重，这一类项目虽然收购成本并不高，但是土增计算进来也会增厚土储成本。

图 26：土地储备面积结构



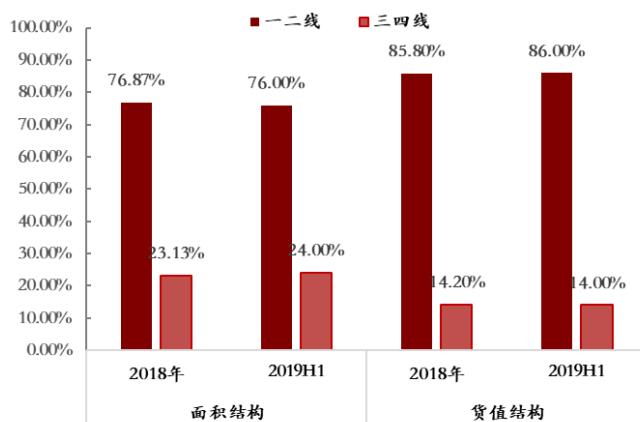
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 27：土地储备货值结构



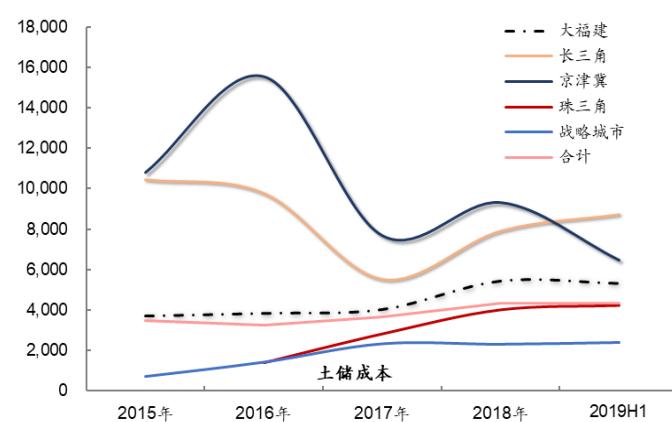
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 28：城市能级结构



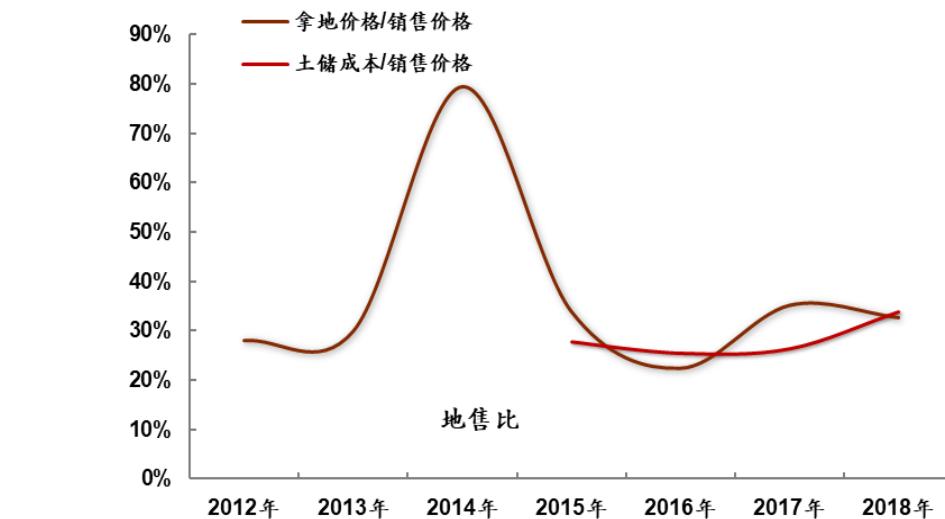
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 29：历年土地储备成本



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 30：阳光城地售比情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

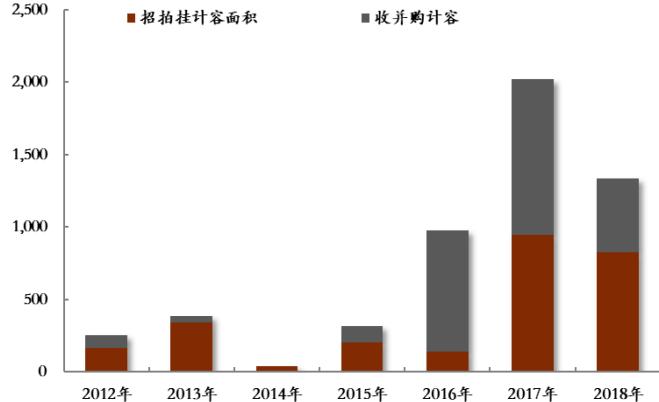
拿地趋于平稳，熨平周期波动。由于缺失月度数据，我们以年度拿地总价/年度销售面积衡量阳光城拿地力度的情况；12年至18年，阳光城拿地力度与周期波动呈现明显的相关性，在周期高点一般是其拿地力度的高点，在周期低点则为拿地力度的低谷，逆周期投资较弱。从17年至今的月度拿地力度及累计拿地力度表现看，17年12月为其近两年拿地高峰期，随后18年的驱动转向过渡提出时，公司对于拿地的节奏控制不再是跟随周期的高低波动，而是选择平稳性的投资，熨平周期波动；这一策略的好处在于可以实现投资的稳定性，避免在土地投资火热时过度投资获得高溢价项目，也可防止在土地投资的低谷时期因为过度谨慎而错失良机。

图 31：17 年至今拿地力度变化



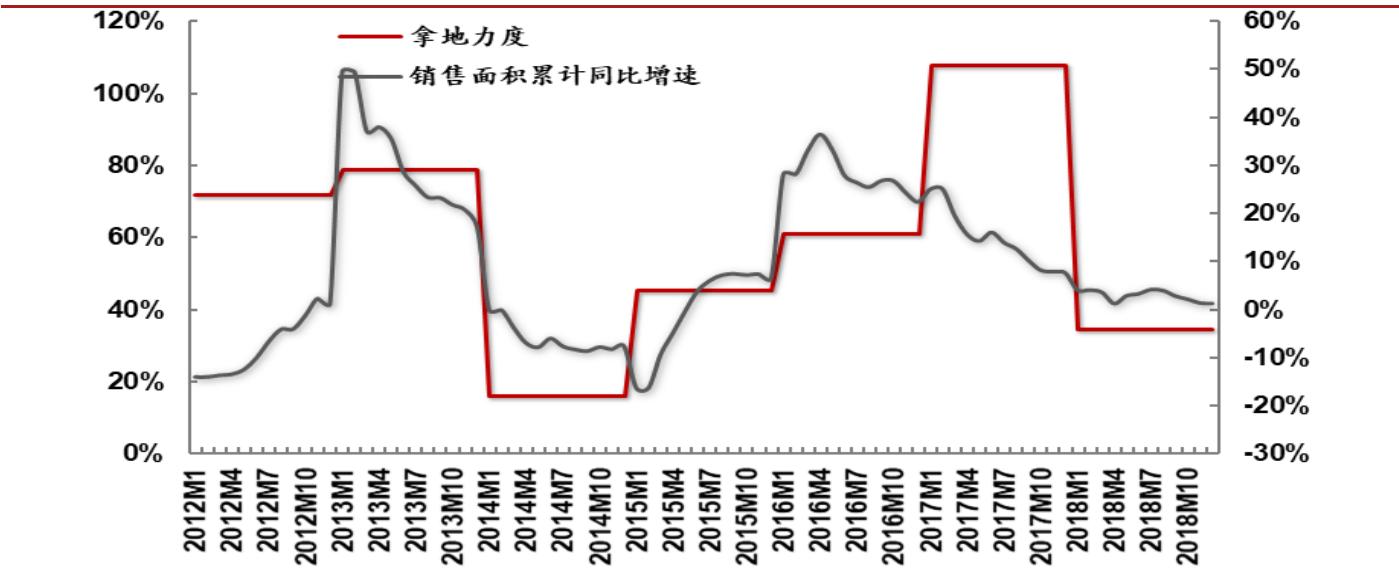
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 32：招拍挂与收并购情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 33：拿地力度与销售面积累计同比增速



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

明星团队管理，激励机制充足。阳光城是较早引进职业经理人的上市房企之一，自 2012 年至今三任明星管理团队的带领及管理为阳光城沉淀了不少发力的基础及管理与激励上的机制。当前阳光城主要是由朱荣斌先生担任执行董事长，吴建斌先生担任执行副总裁，两人均具有极为丰富的管理经验及房地产行业经验；任职阳光城职位之前均曾于中海、碧桂园等多家房地产企业工作经验。

“双斌”管理下，公司更加重视内部人才自我造血机制的形成，推出的“光合作用”人才战略发展体系取得了阶段性的成果；其次公司不断完善人才培育机制，自“光合作用”后千人计划、百子良将持续推进，中层管理者队伍壮大，重点岗位有了充足的优秀人才保障；逐渐形成集团和区域、区域和区域之间优秀人才的互相支援。

在人才保障的基础上，阳光城也加大了激励机制力度，完善激励机制；相比于前两任明星管理团队的带领，本次除却进行股权激励、跟投项目的“双赢机制”，也进一步提出了事业合伙人机制、经营奖等激励措施；其中经营奖为业内首次提及，对于提升经营效率，人才能动性等有一定的效果，当前公司已实现上海区域、福州区域、浙江区域，三个区域的百亿规模。

表 13：三任明星管理人

	第一任明星管理人	第二任明星管理人	第三任明星管理人
任职	陈凯 2012.3-2015.1	张海民 2015.1-2017.11	朱荣斌 2017.7-至今
职务	总裁	总裁	执行董事长
经历	曾任华润置地有限公司执行董事、华润置地有限公司上海公司总经理，并兼任武汉、无锡、苏州、宁波公司总经理；龙湖地产有限公司执行董事，运营总经理，并兼任投资、商业总经理；复星地产控股有限公司总裁，阳光城集团股份有限公司总裁	曾任万科集团北京、深圳万科地产营销总经理，联想控股重庆融科智地房地产有限公司总经理；上海星月投资有限公司副总裁；沿海地产（中国）华东公司总经理；阳光城集团股份有限公司执行副总裁；阳光城集团股份有限公司总裁	曾任中海地产董事，助理总经理兼华东区总经理，富力地产公司常务董事，财务副经理兼华南地区总监，副总经理，中国经理，碧桂园联席总裁，执行海外发展有限公司董事；曾任广东省房地产行董事，财务总监，碧协会常务副会长，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。现任阳光控股有限公司执行董事，阳光城集团股份有限公司执行董事长
战略	1、坚持“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，逐步形成“一带多点”的企业战略发展布局；持续提升“精准投资，高效运营，适销产品”的企业核心竞争力，提高周转率、降成本的运作模式。 2、形成“2+X”的全新区域布局，坚持把城市做精做透，把产品线做长做强；致力坚持一个可供长期坚持的经营战略，可以让公司穿越周期	完成 3+1+X 战略布局，持续布局地产金融	原有战略进一步深化，全面升级“3+1+X”战略布局，提出“三全五圆”的发展战略，将一二线城市作为根据地，形成二线城市全覆盖、核心城市辐射周边城市的战略格局，全国布局已基本形成。把“三升一降”作为提升运营能力的突破口
在任期间激励形式	12 年 7 月股权激励计划；14 年员工持股计划	16 年员工持股计划；17 年 5 月项目跟投机制“合作共赢”计划	18 年 7 月股权激励计划；双赢机制；事业合伙人机制；经营奖激励措施

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

致力“品质树标杆”，力求产品力提升溢价力。“双斌”的领导不再局限于单纯的求规模求速度，阳光城在跨越千亿规模后，愈发认识到品质提升对于增加公司核心竞争力的重要性，将品质纳入公司战略评价体系，高度重视品质先行。公司提出以品质为导向，全面提升产品力，并在如下三个方面发力：

- 1) 健全品质管理体系，建立品质考核激励措施：公司计划切实推进公司激励机制与战略真实匹配，完善激励机制以全面覆盖“规模上台阶、品质树标杆”的既定战略；品质考核体系将覆盖公司全部区域，内部进行横向对比，绩效奖惩直接与品质挂钩，用品质的考核修正唯规模经营的旧思路。
- 2) 短期以设计品质、工程品质为着力点：对标先进国家的先进经验，设计方面确立设计在品质提升中的龙头作用，工程方面打造系统的管理队伍、执行规范的管理动作、制定奖罚分明的考核体系、铭记战略的内外协调。

3) 不折不扣推进绿色智慧家品牌，全面提升绿色智慧家的技术含量及进入门槛，要以差异化、科技化提升产品力，将其打造成阳光城的企业IP形象标志。目前公司已成立绿色智慧家研究院，并围绕“绿色健康、智慧家居、家文化”，将与科研机构合作若干科研课题；开展机器人研发及推广，开发绿色智慧家APP。

图 34：阳光城“绿色智慧家”



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

当前，阳光城结合合理自住需求及城市建设的发展，公司已经形成包括住宅（城市新筑、浪漫城邦、时尚公寓、生态住宅）和商业（商务办公、商业旗舰等）两大产品体系；其中住宅产品线以首置首改为主要目标。

表 14：产品线展示

住宅产品线			
城市新筑 择址地段稀缺，户型紧凑实用，外观简洁环保，全面满足首置首改人群对于享受城市中心丰富资源和便捷配套的居住需求	浪漫城邦 由多种业态、多种产品组合，全面满足多样化居住需求	时尚公寓 户型结构小巧有致，建筑风格现代简约，周边商业交通配套成熟，力求满足年轻人的时尚宜居需求	生态住宅 选择在城郊自然景色优美的环境区域，以低密度住宅为主的产品类型
针对人群 首置首改	多样化需求	首次置业	改善型需求
代表项目 福州眼白金瀚宫、福州阳光乌山荣域、福州阳光凡尔赛宫	福州阳光城翡丽湾、厦门阳光城翡丽湾、太原阳光城翡丽湾、西安·西西安小镇	福州阳光城新界、上海阳光城新界、福州阳光城 SOHO	西安林隐天下、兰州林隐天下
产品展示 			
商业产品线			
商务办公 地处核心商务区位	商业旗舰 整合购物、餐饮、娱乐、休闲、居住、商务等各类城市资源	商务办公 旨在凭借精益求精的地标级营造标准，全面提升区域形象，积极打造城市品牌	商业旗舰 旨在为居民提供一站式便捷服务，为城市提升商业氛围
代表项目 太原环球金融中心、福州阳光城时代广场、福州阳光城国际金融中心	上海阳光 MODO 自由区、上海阳光天地		

数据来源：公司官网，克而瑞证券研究院

财务焦点

利润率：短期改善空间或有限

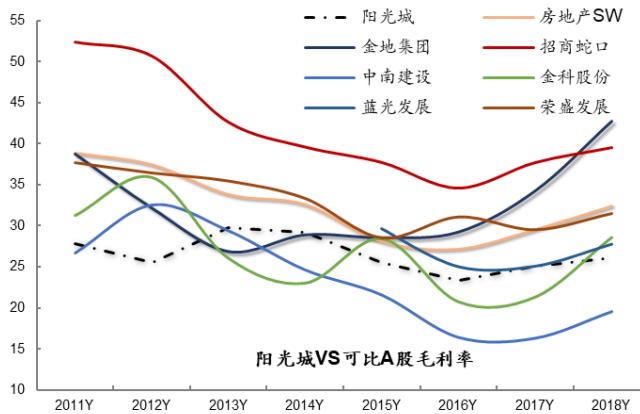
毛利率短期改善空间或有限：截止 2019 年上半年，阳光城实现销售毛利率 27.47%，较 2018 年末提升 1.41pct。考虑当前部分公司尚未披露中报数据，我们以截止 2018 年度的数据为参考，截止 2018 年度，阳光城实现销售毛利率 26.06%，较 2017 年末提升 0.98pct，持续两年维持毛利率提升态势；但相对行业毛利率水平，阳光城毛利率水平低于行业水平近 6.33pct。

在可比公司中，阳光城毛利率水平并不具备显著优势，A 股可比样本中仅高于中南建设，港股可比样本中仅跑赢旭辉控股集团；如果看 2018 年度各样本毛利率水平提升幅度，A 股可比样本在 2018 年度毛利率改善幅度均显著高于阳光城改善幅度；港股可比样本绝大部分改善幅度也高于阳光城的改善幅度。

纵向来看，阳光城毛利率水平在 2013-2014 年为较高水平，均在 29%以上，而 2015-2016 年毛利率下滑明显，由高点的 29.78%跌至 23.31%，2017-2018 年毛利率水平虽有所改善，但改善力度相对有限。若结合房地产业务毛利率的表现，销售毛利率受房地产业务毛利率影响较大，截止 2018 年度，阳光城房地产业务毛利率 25.65%，跑输样本均值 4.46pct。

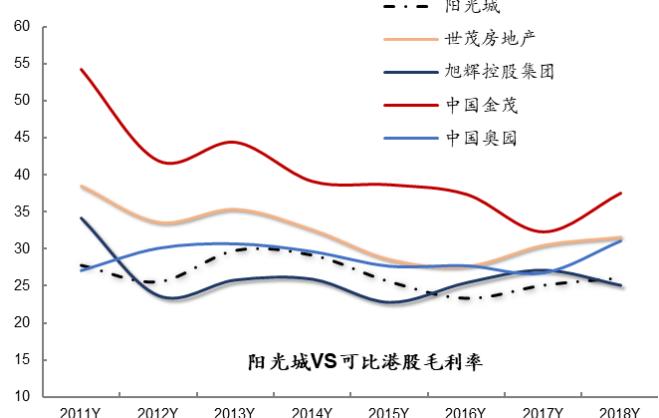
若结合利息资本化率的表现，15-16 年毛利率下滑刚好叠加彼时利息资本化率从 89.49%的水平大幅提升至 100%的力度，而 17-18 年的略微改善则对应了利息资本化率的小幅下滑。考虑 2016-2018 年这一轮周期内拿地成本有所提升，叠加限价等政策压制，或压缩潜在利润空间；若通过利息资本化的操作对毛利率做进一步改善，这一操作所带来的改善幅度仍相对有限，因此我们认为未来 2-3 年内公司毛利率的进一步改善幅度或相对有限。

图 35: 阳光城 VS 可比 A 股毛利率



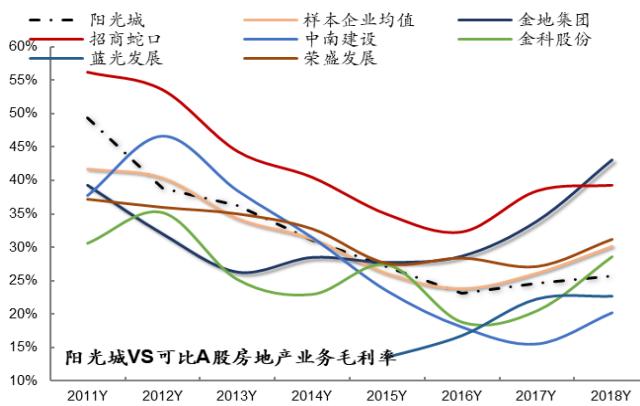
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 36: 阳光城 VS 可比港股毛利率



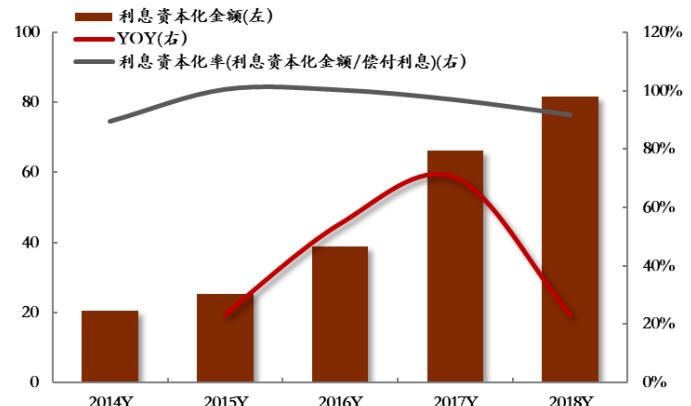
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 37: 阳光城 VS 可比 A 股房地产业务毛利率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 38: 阳光城利息资本化率



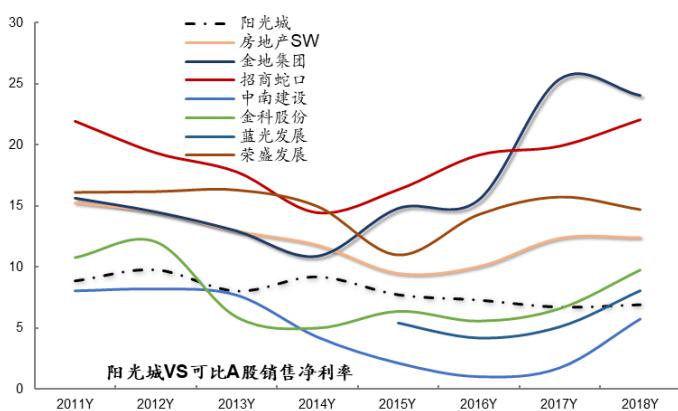
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

净利率短期改善空间或有限：截止 2019 年上半年，阳光城实现销售净利率 6.84%，较 2018 年末略微收缩 0.08pct；但在 2018 年度，阳光城实现销售净利率小幅回升 0.2pct 至 6.92%；上半年销售净利率的小幅收缩源于上半年阳光城三费比率较 2018 年末有较大的提升。与可比公司比较，阳光城销售净利率延续了销售毛利率的劣势；但在改善幅度上，阳光城销售净利率的改善幅度有一定的相对优势，2018 年度申万房地产行业销售毛利率改善 2.84pct，而对应销售净利率仅改善 0.05pct；阳光城销售毛利率改善 0.98pct，但对应销售净利率改善幅度 0.20pct，以销售净利率改善幅度/销售毛利率改善幅度衡量，阳光城的表现不输行业水平。

与可比公司比较，阳光城销售净利率改善幅度属于中等位置，相比中南建设、金科股份、蓝光发展等的改善幅度仍有一定距离。纵向比较看，近些年阳光

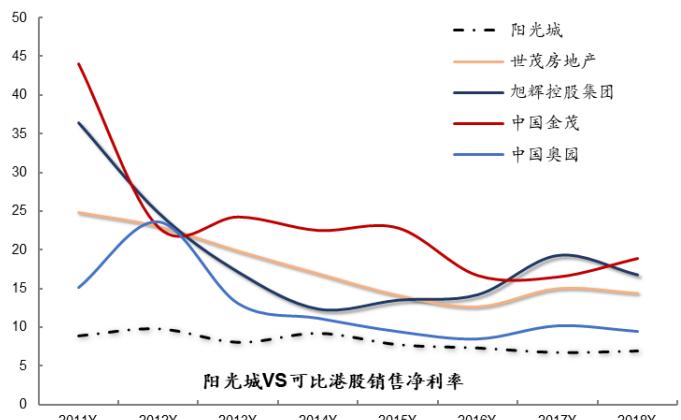
城销售净利率在不足 10%的空间内下滑，远低于行业平均净利率水平（11-18 年 12.36%的均值水平）；结合下文对三费比率的分析，我们认为，公司在销售净利率的改善上或更多需要依靠拿地端的利润率提升促进，或者通过控制融资规模、减少资本化率对毛利率的压缩；在这两者均无较大改变的前提下，我们判断公司短期销售净利率的改善空间或有限。

图 39：阳光城 VS 可比 A 股销售净利率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 40：阳光城 VS 可比港股销售净利率



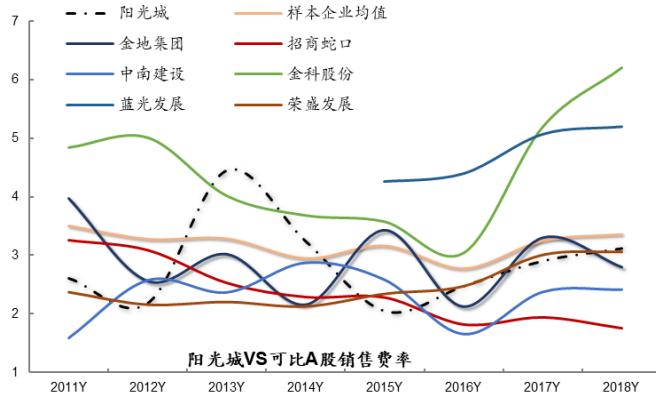
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

三费比例：控费成效已有

控费成效已有，进一步收缩空间不大：截止 2019 年上半年，阳光城销售费率 4.53%，较 2018 年末提升 1.42pct；管理费率 3.68%，较 2018 年末提升 0.89pct；财务费率 1.07%，较 2018 年末收缩 0.02pct；上半年阳光城三费比率合计 9.28%，较 2018 年末大幅提升 2.29pct，三费比率的大幅提升进一步压缩了净利率的空间，致使上半年销售净利率改善幅度不高。截止 2018 年度，阳光城三费比率合计约 6.99%，较 2017 年末小幅提升 0.16pct，提升幅度小于行业样本均值（0.23pct）；若与行业可比公司比较，阳光城三费比率有一定的优势，仅高于 A 股可比公司招商蛇口、H 股可比公司世茂房地产。

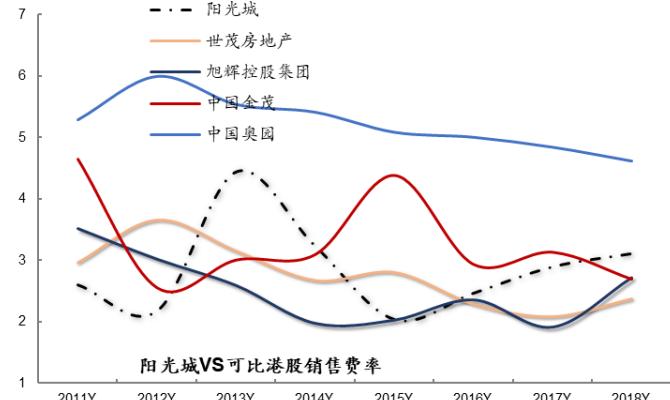
拉长时间周期看，阳光城三费比率在 4%-8% 的区间内波动，与地产周期叠加后，可发现在 17 年前，阳光城三费比率呈现明显的周期性，在地产周期的底部一般是三费比率的低点，而随着周期的抬升，三费比率有阶段性抬高中枢；在周期的下降过程中，三费比率有阶段性的下移中枢，而这一特征到 17-18 年显现的并不明显，甚至于相对平稳的状态，或与公司 17 年第三任明星管理团队到位后，提倡的平稳投资，烫平周期策略有关系。

图 41：阳光城 VS 可比 A 股销售费率



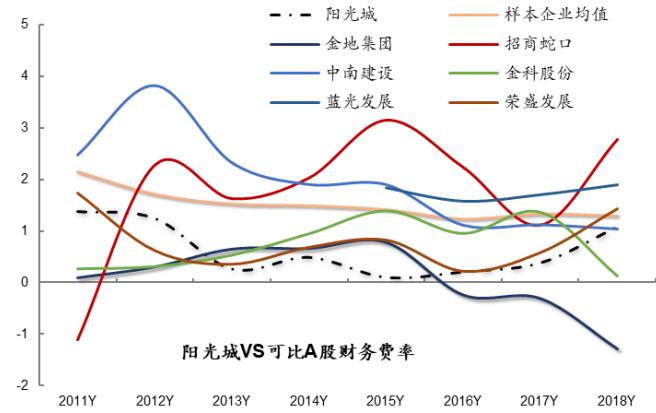
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 42：阳光城 VS 可比港股销售费率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 43：阳光城 VS 可比 A 股财务费率



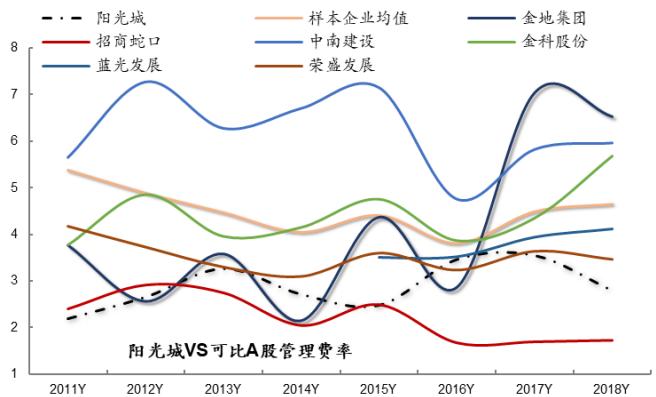
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 44：阳光城 VS 可比港股财务费率



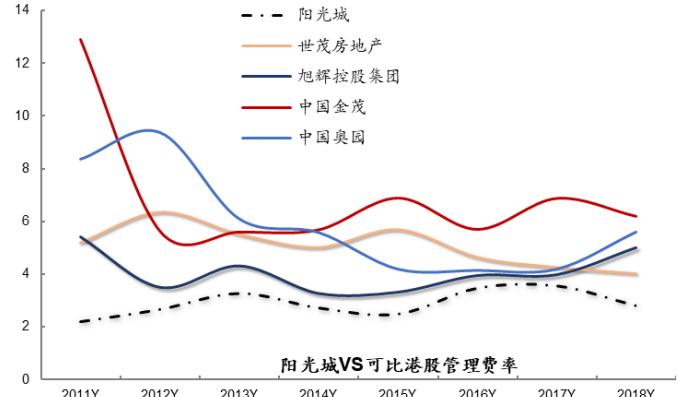
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 45：阳光城 VS 可比 A 股管理费率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 46：阳光城 VS 可比港股管理费率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

主流房企三费比率情况：我们也观察到，阳光城三费比率在可比公司中有一定的优势，对此，我们对主流房企三费比率做如下统计：在前 35 房企中，阳光城三费比率仍是相对有优势的位置，民企背景企业中仅次于世茂房地产及滨江集团。从控费的效果拓展未来可调整空间看，我们认为未来阳光城三费比率可继续收缩空间不大。

表 15：主流房企三费-1

	2018 年	中国海外发展	世茂房地产	绿地控股	滨江集团	保利地产	招商蛇口	阳光城	融信中国	龙湖集团	碧桂园	荣盛发展	金地集团	华润置地	万科 A	正荣地产	龙光地产
		4.07	5.14	5.99	6.03	6.19	6.26	6.99	7.41	7.45	7.64	7.95	8.04	8.17	8.45	8.46	8.55
	2017 年	中国海外发展	滨江集团	招商蛇口	绿地控股	融信中国	保利地产	旭辉控股集团	阳光城	远洋集团	龙湖集团	万科 A	荣盛发展	世茂房地产	碧桂园	华润置地	龙光地产
		4.29	4.38	4.75	5.15	5.66	6.22	6.71	6.83	7.00	7.06	7.08	7.22	7.36	8.03	8.11	8.47

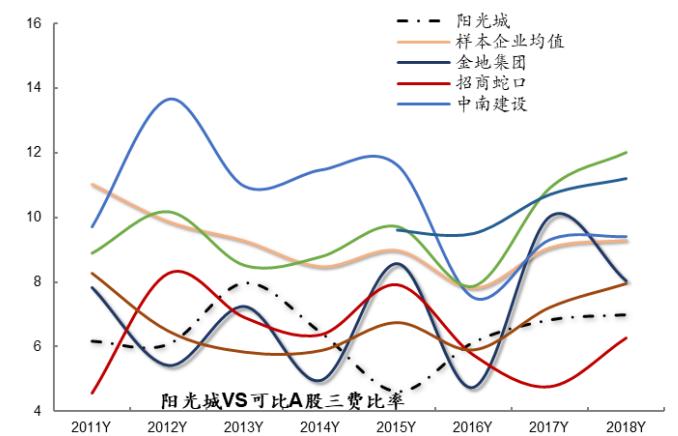
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

表 16：主流房企三费-2

	2018 年	旭辉控股集团	中国恒大	中南建设	新城控股	融创中国	蓝光发展	远洋集团	中国奥园	雅居乐集团	金科股份	绿城中国	佳兆业集团	华夏幸福	富力地产	中国金茂
		8.59	8.74	9.41	9.93	10.62	11.21	11.36	11.52	11.77	12.02	12.04	12.68	13.01	15.05	15.09
	2017 年	正荣地产	中南建设	金地集团	新城控股	中国奥园	蓝光发展	雅居乐集团	金科股份	中国恒大	富力地产	绿城中国	佳兆业集团	华夏幸福	富力地产	中国金茂
		9.29	9.31	10.03	10.38	10.41	10.71	10.76	10.91	11.94	13.75	14.12	14.14	15.42	17.49	21.50

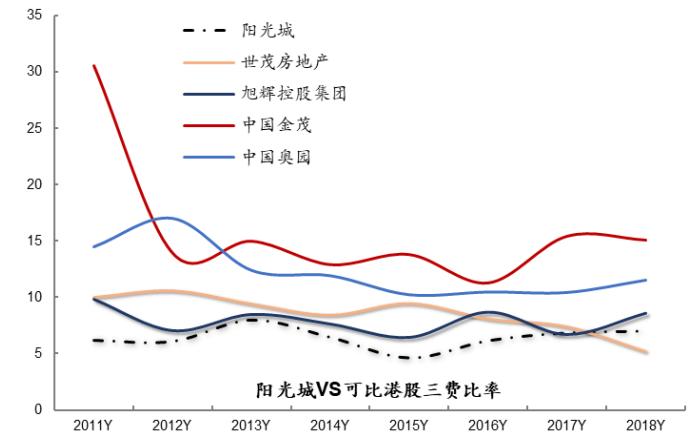
数据来源：wind，克而瑞证券研究院

图 47：阳光城 VS 可比 A 股三费率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 48：阳光城 VS 可比港股三费率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 49：阳光城三费比例周期图



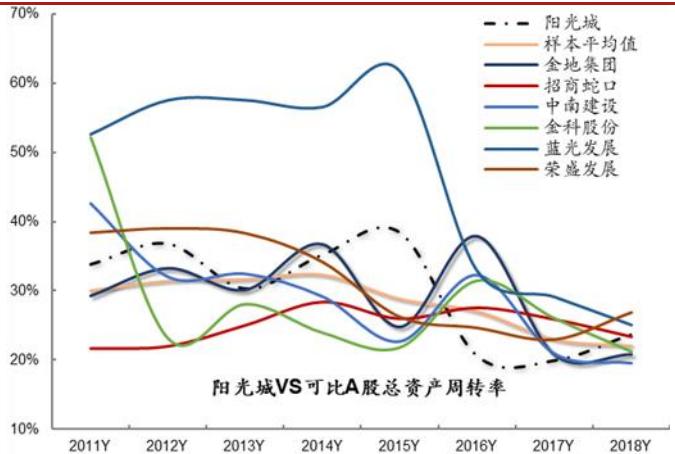
周转率：高周转，提速度

高周转、提速度：阳光城在明星管理团队的带领下不断完善运营体系，坚持“三全”的投资战略、“五圆”的快速发展模型，以三升一降（提升规模、速度、品质，降低成本）为核心；从目前来看，提升规模已有成效，且提升速度上也有一定的体现。

速度的提升表现为：1) 总资产周转率持续提升：截止 2018 年度阳光城总资产周转率为 0.24，略高于样本均值 0.02pct；2) 存货变现年数缩小。

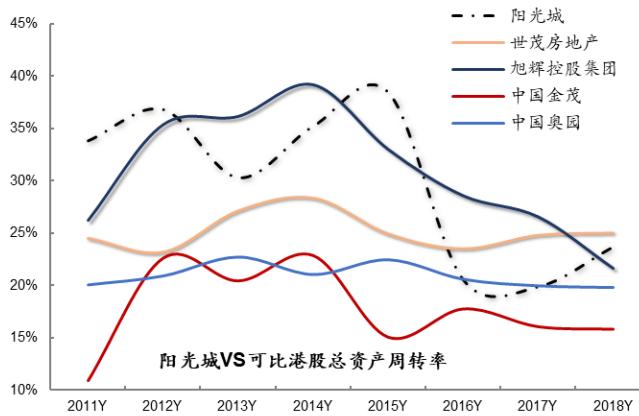
截止 2018 年度阳光城存货变现年数为 2.41 年，较 2017 年末收缩 0.51 年，收缩幅度仅次于中南建设的 0.67 年。从可比 A 股样本中存货变现年数的情况看，阳光城存货可变现年数具备较强优势。周转率及存货变现年数都反应了阳光城在速度上的快与提升。

图 50：阳光城 VS 可比 A 股总资产周转率



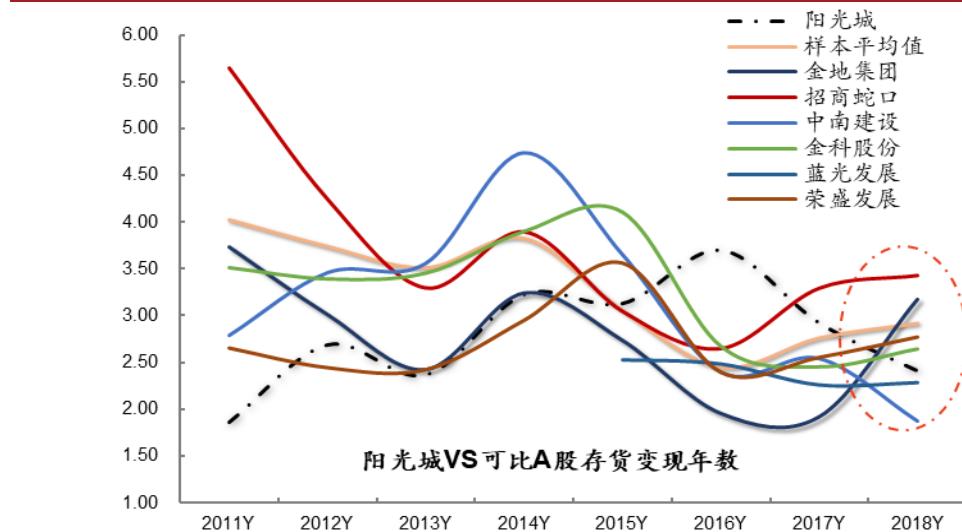
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 51：阳光城 VS 可比港股总资产周转率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 52：阳光城 VS 可比 A 股存货变现年数



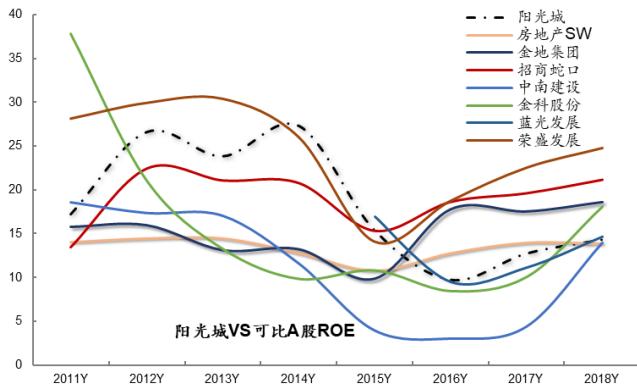
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

收益率：趋于稳定

ROE 或趋于稳定：截止 2018 年度阳光城 ROE 为 14.33%，较 2017 年末提升约 1.58pct；跑赢申万房地产行业 ROE 水平约 0.49pct。与可比公司比较，阳光城 ROE 并未有较大的优势，虽然其周转率较快，但销售净利率较低，对 ROE 有一定的拖累。

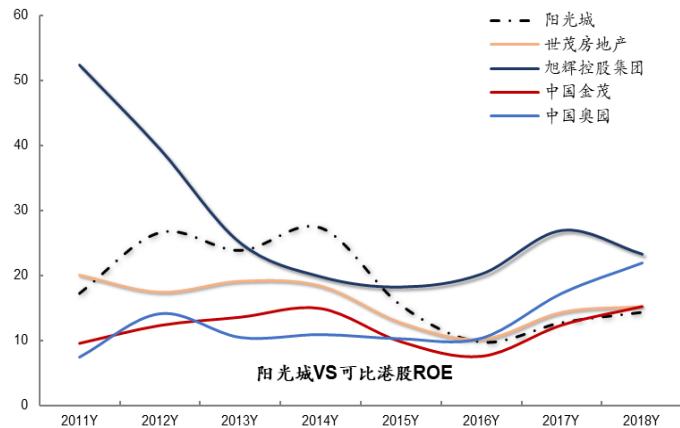
纵向数据比较看，阳光城 ROE 自 2016 年触底反弹，改善的趋势较为显著，但考虑净利率在未来的改善幅度或有限，周转率进一步提升的空间也相对受限，我们认为，阳光城未来 ROE 的表现或可维持在 15% 左右的水平。

图 53: 阳光城 VS 可比 A 股 ROE



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

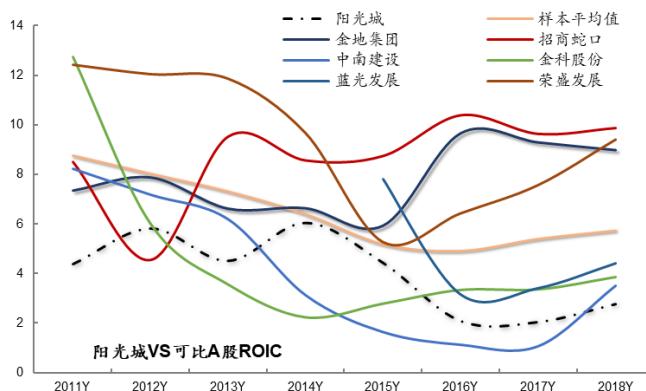
图 54: 阳光城 VS 可比港股 ROE



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

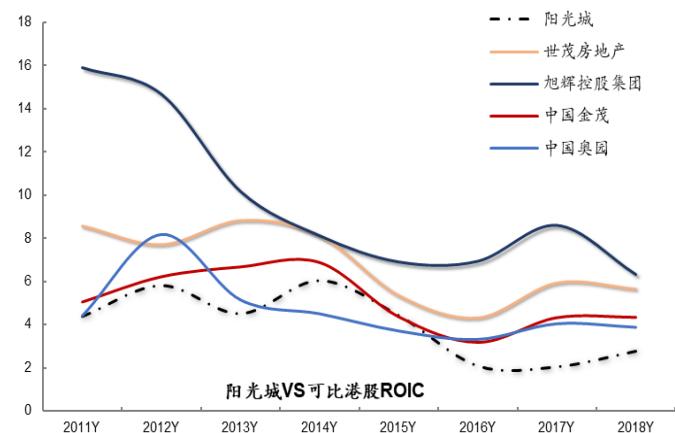
长周期 ROIC 下降：截止 2018 年度阳光城 ROIC 为 2.77%，较 2017 年末提升约 0.72pct；跑输样本企业 ROIC 水平约 2.95pct。与可比公司比较，阳光城 ROIC 水平较低，且长周期看下降趋势较为明显。

图 55: 阳光城 VS 可比 A 股 ROIC



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 56: 阳光城 VS 可比港股 ROIC



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

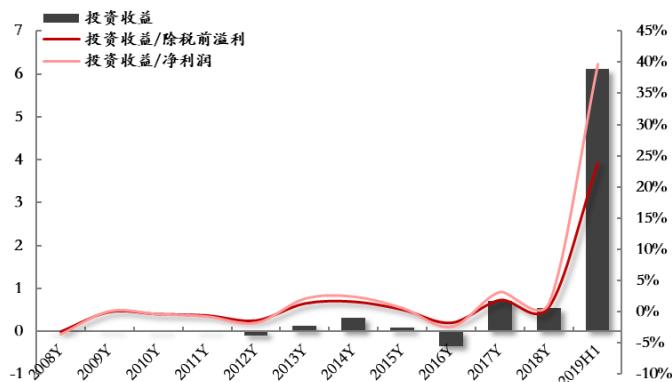
其他需关注财务变动

投资收益占利润比例提升：阳光城往年投资收益占除税前溢利或净利润的比重并不高，在-3%~3%的区间内，而 2019 年上半年度，实现投资收益 6.11 亿元，占除税前溢利 23.89%，较 2018 年末提升 23.04pct；占净利润比重约 39.66%，较 2018 年末提升 38.26pct；创 08 年来投资收益新高。

投资收益主要源于权益法核算下的长期股权投资收益，这一收益截止 19 年上半年约 4.6 亿元，占总投资收益比重为 75.29%。

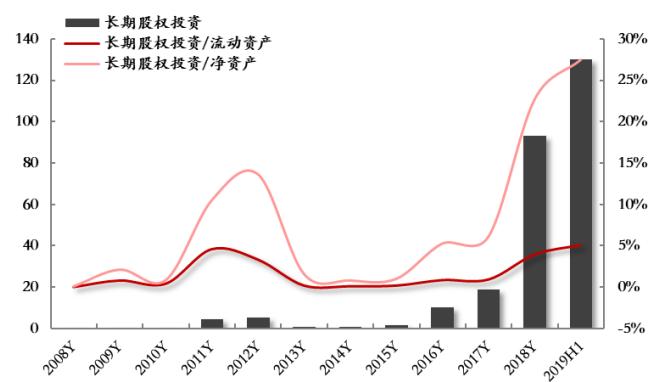
对比至长期股权投资的变化，2018 年前长期股权投资总值不到 20 亿元，而至 2018 年长期股权投资增至 93 亿元，同比增长 395.91%，2019 年上半年长期股权投资进一步提高至 130 亿元，较 2018 年末提升 39.80%；考虑到阳光城长期股权投资的大幅提升始于 2018 年，而 2019 年上半年投资收益开始体现长期股权投资的较大增幅，我们认为伴随近两年阳光城长期股权投资的增加，未来投资收益的增加可预期，投资收益占净利润的比重或维持较高比重。

图 57：阳光城投资收益及比例关系



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

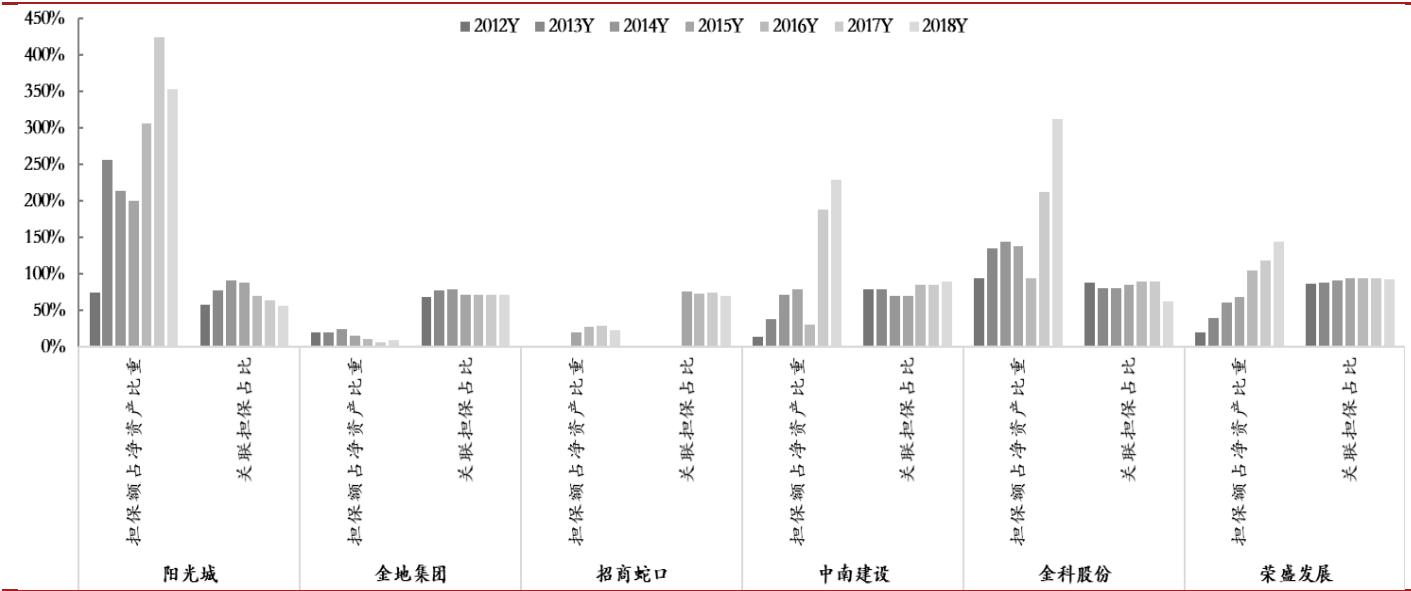
图 58：阳光城长期股权投资及比例关系



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表外负债的探讨：从担保数据看，阳光城对子公司、关联方的担保比率（担保额占净资产比重）显著高于同规模房企。从绝对规模上看，由于阳光城净资产规模仅低于金地集团及招商蛇口，高于中南建设、金科股份、荣盛发展等，因此从绝对规模看，阳光城对子公司、关联方的担保也远高于其他可比房企的情况，体外或有一定的表外负债。

图 59：担保及关联担保情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

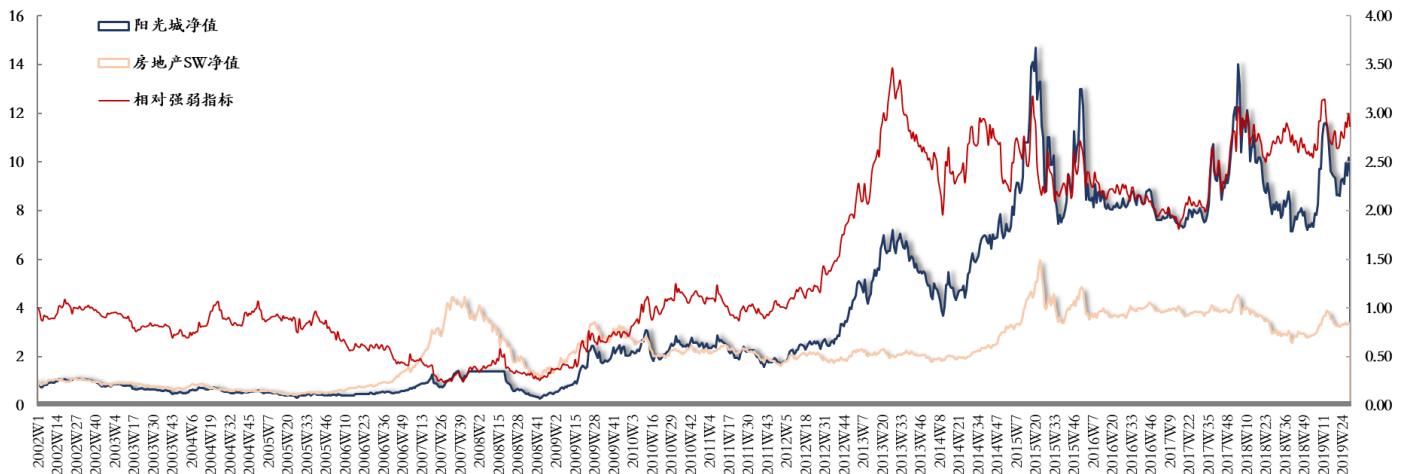
估值预测

净值表现

以 2002 年 1 月首个交易日为基准，我们计算了阳光城及申万房地产行业自 2002 年起的净值表现及相对强弱指标的表现。02 年至 09 年初，相对强弱指标显示，阳光城跑输申万行业房地产指数，且在 07 年中旬强弱指标处于低谷位置，07 年整体市场虽有较强表现，但彼时阳光城刚处于从摸索阶段逐步进入起步经营期，超额表现不足。09 年起，强弱指标触底反弹，由 0.4 稳步提升至 11 年末的 1.04，09-11 年末这一阶段只是收复了以前失去的领地，真正跑赢市场在于 12-14 年这一阶段里，强弱指标由 1 最高到 3.47，实现穿越周期；15-17 年末震荡调整居多；17 年四季度到 18 年初的地产行情里，阳光城为行情启动的领头羊。

从过往的净值表现中，阳光城不失为一个较好的投资标的，未来能否继续凸显其配置价值？我们认为阳光城在 PE、PS、RNAV 的折价空间均具备一定的优势，叠加公司股权激励方案在 2019-2021 年可实现净利润增速在 25% 之上，业绩增速稳定，具备成长空间；但由于目前中民投事件尚未有较大进展，及大环境下对于房企长周期成长性的考量，短期或对其估值有一定的压制，我们认为短期内配置价值并不突出，但拉长周期而言，阳光城若能成功实现融资驱动到经营驱动的转变，长周期发展可持续，或具备溢价能力。

图 60：阳光城相对强弱指标表现



数据来源：wind, 公司公告, 克而瑞证券研究院

备注：数据截止 2019 年 7 月 26 日

PE-Band

PE-Band 显示，当前阳光城的估值区间位于 **9XPE** 以下，与历史 **PE** 表现看，处于相对低位，估值具备一定的优势。与行业主流房企比较，公司静态 **PE** 低于行业水平，与可比公司比较，虽不属于估值优势领先个股，但较部分规模相似企业而言，有一定的估值优势；此外，根据 **wind** 一致预期计算，阳光城 **2019** 年一致预期 **PE** 为 **5.68X**，低于可比公司平均水平 **6.36X**。

我们同时根据公司 **2018** 年全口径销售金额及 **2019** 年计划销售金额的情况，计算了各公司 **PS** 表现，从数据结果看，阳光城 **2018** 年 **PS** 及 **2019** 年预计 **PS** 表现在可比公司中具备优势，有一定的成长空间。

表 17：主流房企估值比较-1

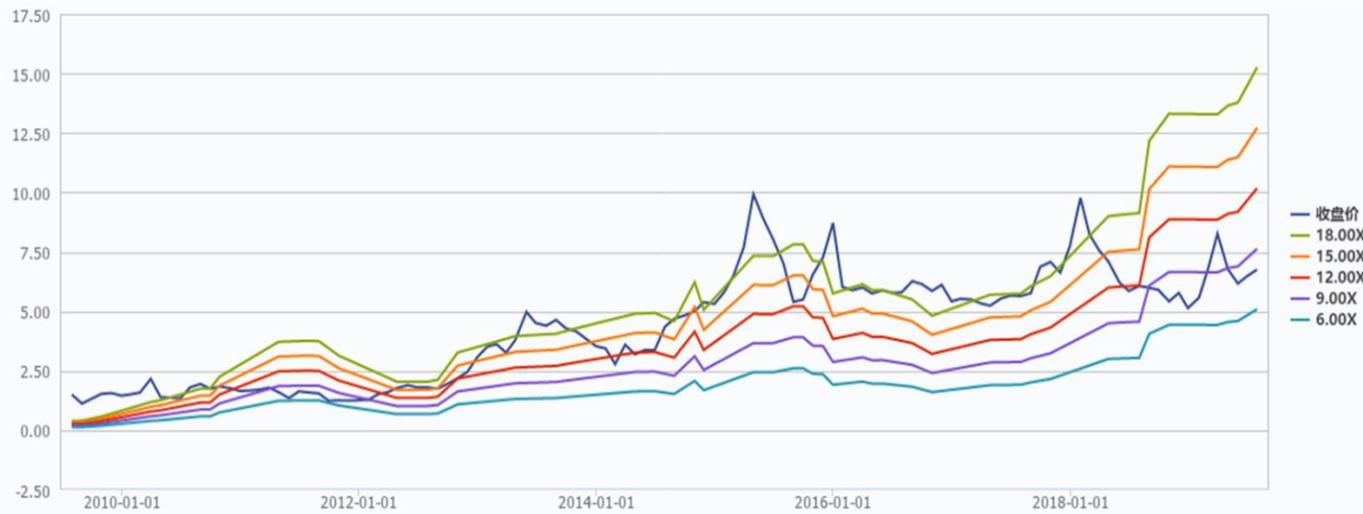
代码	000671.SZ	申万房地产	600383.SH	001979.SZ	000961.SZ	000656.SZ
简称	阳光城	行业水平	金地集团	招商蛇口	中南建设	金科股份
PE-TTM	8.01	10.33	6.62	13.78	13.85	8.71
PE-2019E	5.68	6.36	5.49	10.96	7.19	6.59
PS-2018	0.17	0.39	0.35	0.98	0.22	0.29
PS-2019E	0.15	0.33	0.28	0.83	0.17	0.23

数据来源：**wind**, 公司公告, 克而瑞证券研究院备注 1：数据截止 **2019** 年 **7** 月 **26** 日备注 2：**PS** 为市值对应销售规模**表 18：主流房企估值比较-2**

代码	600466.SH	002146.SZ	0813.HK	0884.HK	0817.HK	3883.HK
简称	蓝光发展	荣盛发展	世茂房地产	旭辉控股集团	中国金茂	中国奥园
PE-TTM	7.87	5.09	7.27	6.74	10.15	10.24
PE-2019E	5.27	4.00	5.52	5.18	7.65	5.76
PS-2018	0.22	0.39	0.42	0.27	0.47	0.31
PS-2019E	0.17	0.35	0.35	0.22	0.40	0.25

数据来源：**wind**, 公司公告, 克而瑞证券研究院备注 1：数据截止 **2019** 年 **7** 月 **26** 日备注 2：**PS** 为市值对应销售规模

图 61：阳光城 PE-Band



数据来源：wind，公司公告，克而瑞证券研究院

备注：数据截止 2019 年 7 月 26 日

RNAV 测算

RNAV 做如下假设

- 1) 结算均价按照 18 年单项目实际销售均价或者根据搜房网等可查信息周边定价给定
- 2) 每年价格的涨幅根据不同城市给予不同的涨幅设定
- 3) 根据公司财务报表相关数据及一定假设，测算 WACC 参考值为 7.88%
- 4) 假设主营业务税金比率 7%，期间费用率 12%，所得税率 25%

根据 RNAV 测算，如果计算所有项目情况，阳光城净权益增值 **200.82** 亿元，每股 **RNAV** 为 **10.63** 元/股，折价率 **40.84%**；如果仅计算 NPV 为正的项目，则净权益增值 **557.31** 亿元，每股 **RNAV** 为 **19.43** 元/股，折价率 **67.63%**；如果排除上半年新增土地储备的项目，则净权益增值为 **120.11** 亿元，每股 **RNAV** 为 **8.64** 元/股，折价率为 **27.19%**。

表 19：阳光城 RNAV 测算结果

	只求 NPV 为正的项目	所有项目	排除新增土地储备项目
公司代码	000671.SZ		
DATE	2019/8/13		
YEAR (最近年报)	2018/12/31		
WACC	7.88%		
开发类物业增值	557.31	200.82	120.11
总股本	40.50	40.50	40.50
开发类物业每股增值	13.76	4.96	2.97
账面每股净资产	5.67	5.67	5.67
RNAV	19.43	10.63	8.64
股价	6.29	6.29	6.29
折价率	67.63%	40.84%	27.19%

数据来源：wind，公司公告，克而瑞证券研究院

以所有项目计算的净权益增值为基准，对主营业务税金比例及期间费用率的变化做敏感性测试，由测试结果显示，保持主营业务税率不变的情况下，随着期间费用率的逐步提升，企业 RNAV 的折价率逐步下降，并且在期间费用率提升的过程中，折价率的下降幅度增加。保持期间费用率不变的情况下，主营业务税率的提升将逐步压缩折价率，但随着主营税率的增加，折价率的压缩幅度逐渐减小。

结合阳光城 RNAV 不同统计口径下折价率的表现与主营业务税率及期间费用率的变化对折价率的影响看，我们认为当前阳光城的折价空间在 45%~50% 的区间内，相比于行业内的平均折价空间看，相对折价或不足，但相比于内房股 35% 左右的折价率而言，有一定的相对空间。

表 20：RNAV 敏感性测试-1

折价率	主营业务税率					
	5.00%	5.20%	5.40%	5.60%	5.80%	6.00%
期间费用率	10.00%	54.62%	54.20%	53.78%	53.35%	52.92%
	10.20%	53.96%	53.53%	53.10%	52.66%	52.21%
	10.40%	53.28%	52.84%	52.40%	51.94%	51.48%
	10.60%	52.59%	52.13%	51.68%	51.21%	50.73%
	10.80%	51.87%	51.40%	50.93%	50.45%	49.95%
	11.00%	51.13%	50.65%	50.16%	49.66%	49.15%
	11.20%	50.37%	49.87%	49.37%	48.85%	48.33%
	11.40%	49.58%	49.07%	48.55%	48.02%	47.47%
	11.60%	48.77%	48.24%	47.70%	47.15%	46.59%
	11.80%	47.93%	47.38%	46.83%	46.26%	45.68%
	12.00%	47.06%	46.50%	45.92%	45.34%	44.74%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 21: RNAV 敏感性测试-2

期间费用率	折价率	主营业务税率				
		6.20%	6.40%	6.60%	6.80%	7.00%
10.00%	52.02%	51.56%	51.09%	50.61%	50.12%	
	51.28%	50.81%	50.32%	49.83%	49.32%	
	50.53%	50.04%	49.53%	49.02%	48.50%	
	49.74%	49.24%	48.72%	48.19%	47.65%	
	48.94%	48.41%	47.88%	47.34%	46.78%	
	48.11%	47.56%	47.01%	46.45%	45.87%	
	47.24%	46.69%	46.11%	45.53%	44.94%	
	46.35%	45.78%	45.19%	44.58%	43.97%	
	45.43%	44.84%	44.23%	43.60%	42.96%	
	44.48%	43.86%	43.23%	42.58%	41.92%	
	43.50%	42.85%	42.20%	41.53%	40.84%	

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

盈利预测

盈利假设如下：

1) 假设股权激励方案中业绩考核目标可实现，则根据业绩考核目标，2019 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 82%，且净利润相比 2017 年度增长不低于 82%；2020 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 146%，且净利润相比 2017 年度增长不低于 146%；2021 年度营业收入比 2017 年度增长不低于 232%，且净利润比 2017 年度增长不低于 232%。四年复合增速不低于 23%。

2) 基于上文对利润率水平的分析，合理假设阳光城未来三年毛利率水平维持在 26%~27% 的区间内，相对稳定。

3) 考虑长期股权投资收益在 2018 年开始有较大的提升，并于 2019 年上半年投资收益占净利润比重提升至超 30% 的比重，合理假设未来投资收益/净利润的比重可维持较高比率，设定为 25% 的权重比。

4) 少数股东损益/税后利润的比重 2018 年达到 22.75% 的比例，而 2018 年前该比重不足 10%，考虑公司后期合作拿地居多，权益比例有所下降，未来或维持这一权益比一段时间，合理假设未来三年内少数股东损益/税后利润的比重为 25%。

5) 考虑公司提效控费在已有一定体现，未来进一步控费空间不大，维持三费比例相对稳定的假设。

基于上述假设及公司股权激励方案的考核目标及考虑全部行权后的情况，我

们预计阳光城 2019-2021 年营业收入增速分别为 10.0%、35.0、32.0%，净利润增速分别为 29.0%、33.9%、39.0%，对应 PE 倍数为 6.9X、5.2X、3.7X，业绩增速稳定，具成长弹性；首次覆盖，给予预期 PE 为 6.7X，对应 EPS 以 2020 年的 1.22 元/股计算，对应目标价为 8.20 元。

表 22：阳光城盈利预测部分指标展示

	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	19,598.02	33,163.13	56,470.09	62,117.10	83,858.08
增长率(%)	-12.43%	69.22%	70.28%	10.00%	35.00%
净利润(百万元)	1,431.37	2,228.35	3,906.36	5,191.36	6,953.00
增长率(%)	-13.27%	67.63%	46.36%	29.02%	33.93%
每股收益 (EPS)	0.30	0.51	0.75	0.91	1.22
市盈率 (P/E)	20.71	12.35	8.44	6.93	5.17
市净率 (P/B)	1.93	1.33	1.11	1.21	1.00

数据来源：公司公告，wind，克而瑞证券研究院

风险提示

- 1) 公司经营改善不及预期
- 2) 全国房地产销量不及预期
- 3) 房地产政策调控力度进一步提升

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供[服务名称]服务，[并已在过去十二个月内收取了该服务之费用]/[并预计在未来三个月内收取该服务之费用] (选其一)。

克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。(如不适用可以移除)

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥补不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向 CEO 直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅 (复权后) 超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅 (复权后) 介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度 (复权后) 介于±5%之间

回避：公司股价跌幅 (复权后) 超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

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。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或不完整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数组产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。