

房企年报系列点评（0X）

阳光城：提利润、降负债是未来发展重点

文 / 研究员 房玲、羊代红

导读：2019年销售目标1800亿元，营业收入与归母净利润也要达到公司制定的股权激励标准；净负债率降低70个百分点至182%，降负债仍是未来发展重点。

2018年阳光城合约销售1628.56亿元，同比增长77.9%，首次超过千亿，规模的增长主要得益于合作的撬动和营销运营管理体系的持续优化。进入千亿以后，阳光城关注重点向规模与利润并进转变，2019年目标1800亿相对保守，同时提出了营业收入与归母净利润要达到公司制定的股权激励标准。2018年阳光城净利润率已有所改善，但未达年初8%的预期，未来如何提高利润水平是重点。此外，降负债也是企业长期发展的关键，2018年初阳光城就提出了2020年净负债率降至100%以下的目标，负债率降低财务结构优化可以提高企业的融资能力，有利于降低融资成本，也能进一步提升企业利润空间。

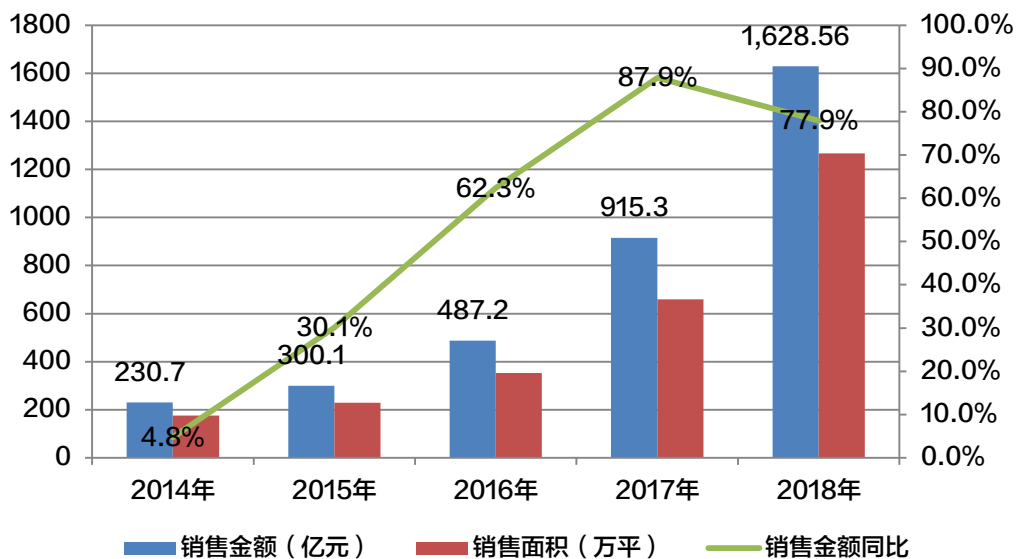
销售：千亿之后，规模与利润增长并进

2018年阳光城实现全口径合约销售金额1628.56亿元，合约销售面积1266.38万平方米，分别同比增长77.9%和92.1%。规模的增长，一方面的得益于合作开发的撬动，另一方面也与企业不断加强区域及城市深耕和持续优化营销体系息息相关。近年来阳光城持续加大合作开发的力度，2018年上半年阳光城的权益销售金额占比约为80.9%，下半年大幅下降至66.4%，2019年前两月进一步下降至62.2%，可以看出合作项目对销售的贡献越来越大。

在直接促进销售的营销方面，2018年阳光城围绕“精管理、强组织”的营销目标，提出了多个管理工作，其中案场巡检、综合考评、数据信息化、金点子案例奖以及品质101行动等提升销售管控效率以及案场服务质量升级，竞技场以及业绩红黄灯约谈机制保障各个区域项目去化和目标有质有量地完成，光盘行动、麦穗计划助力库存去化，这些动作进一步提高了营销效率，促进规模的增长，同时也促进了阳光城平均回款率的增长，达80.05%，为历史最高水平。从项目上看，西安阳光城壹号销售面积全国第一；广州阳光城丽景湾项目2018年销售额达80亿，其销售金额、面积、套数均为广州的冠军。

展望 2019 年，阳光城提出全口径销售目标 1800 亿元，目标销售增长率为 10.5%，按照近两年的阳光城的销售增长率来看，目标的制定较为保守，完成压力不大。值得注意的是，在提出销售目标的同时，阳光城也提出了营业收入与归母净利润要达到公司制定的股权激励标准，此外为了降低负债率，阳光城要加快项目的开发、结转、结算，计划 2020 年结算额达到千亿。可以看出，在步入千亿之后，阳光城的诉求从原来的重点关注规模的扩张，向规模扩张与利润增长并存改变。

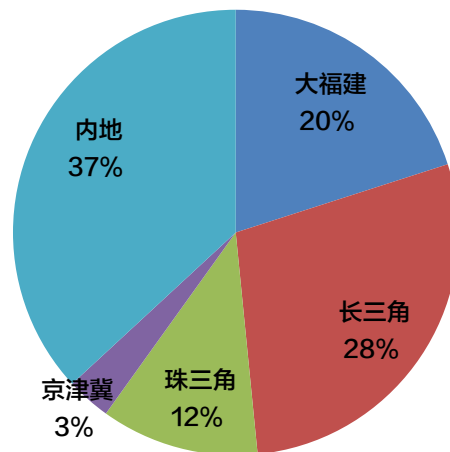
表：阳光城 2014-2018 年销售情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

从销售分布来看，2018 年阳光城销售占比最高的区域为包括长沙、成都、武汉、郑州等城市在内的内地区域，占比达 37%，在其大本营大福建以及长三角的占比分别为 20%和 28%，销售金额均超过 300 亿元。随着全国布局的铺开，区域深耕效果显著，浙江区域销售金额突破 200 亿元，此外福州、上海、陕西、广西 4 家区域公司也实现百亿的销售，其中福州区域公司连续第七年于福州排名第一。

表：阳光城 2018 年销售金额分布情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

投资：趋于谨慎，未来销售回款的 50-55%投入拿地

2018 年阳光城拿地相对谨慎，全年新增 81 个项目，新增土地建筑面积 1332.49 万平方米，同比减少 34.1%，对应的新增货值在 1700 亿元左右；新增土地权益总价 306.5 亿元，没有达到年初制定的 800 亿元的拿地目标，且合作拿地越来越多。2018 年新增土地中，单地块权益在 50% 及以下的地块建面占比 54%，同比增长 19 个百分点，新增土储的权益面积占比由 2017 年的 70.01% 降至 2018 年的 54.73%，合作项目的增多，使得其长期股权投资同比大增 495.9%，可以有效扩大企业的规模，分散财务风险。

表：2016-2018 年新增土地储备情况（单位：万平方米）

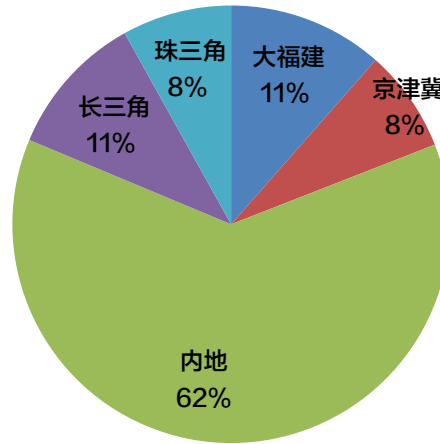
项目/年份	2016 年	2017 年	2018 年
新增土地储备建面	977.8	2,021.63	1,332.49
权益建面占比	/	70.01%	54.73%

数据来源：企业业绩公告、CRIC

在拿地方式上，阳光城通过公开招拍挂、并购、合作等多种方式获取土地，通过并购以及合作方式新增计容建面共计 502.82 万平方米，占比为 37.7%，同比减少 15.4 个百分点，但仍是阳光城重要的拿地方式之一，2019 年阳光城的土地投资重点将会偏向一二线及其周边热点城市倾斜，在公开市场竞争激烈的情况下，收并购将会是阳光城重要的拿地手段。

此外，从新增土地的分布来看，2018年新增土地中，内地区域占比最高，达62%，长三角、珠三角、大福建等区域新增占比相对均衡，在10%左右，但同比2017年均出现了不同程度的下降。

图：阳光城 2018 年新增土地建面分布情况

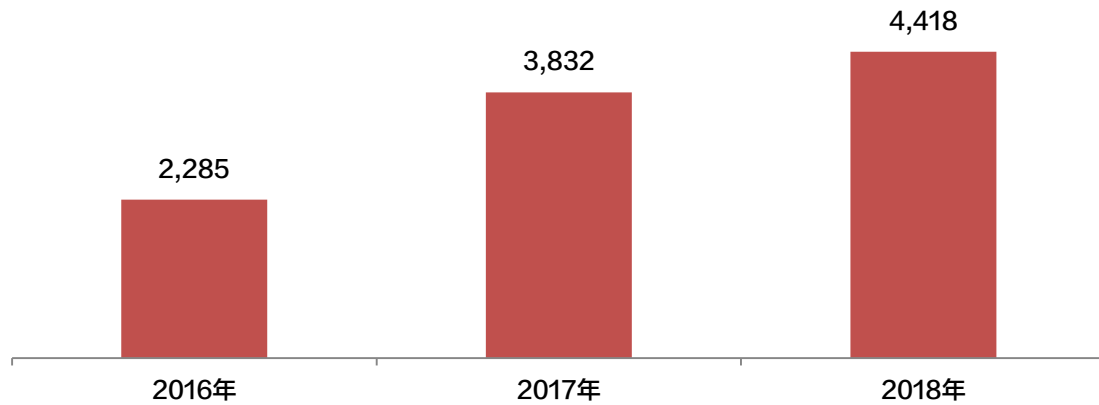


数据来源：企业业绩公告、CRIC

2018 年末，阳光城总土储建筑面积约为 4418 万平方米，同比增长 15%，权益面积占比约为 62%，总货值约 5494 亿元。从目前阳光城的销售规模和增长速度来看，土储货值略显不足，需要进一步加大力度拿地，拓展土地资源。2019 年阳光城预计会将销售回款的 50%-55%投入拿地，预计拿地金额为 800 亿元。

从区域分布来看，阳光城在大福建、长三角、珠三角的土地储备分布均衡，货值占比在 18%左右，内地区域占比稍高，为 36.99%。其中阳光城 85%的储备货值分布于一二线城市，同比减少 9 个百分点，是阳光城未来的销售与利润规模的基础。

图：阳光城 2016-2018 年历年累计土地储备建面（单位：万平方米）



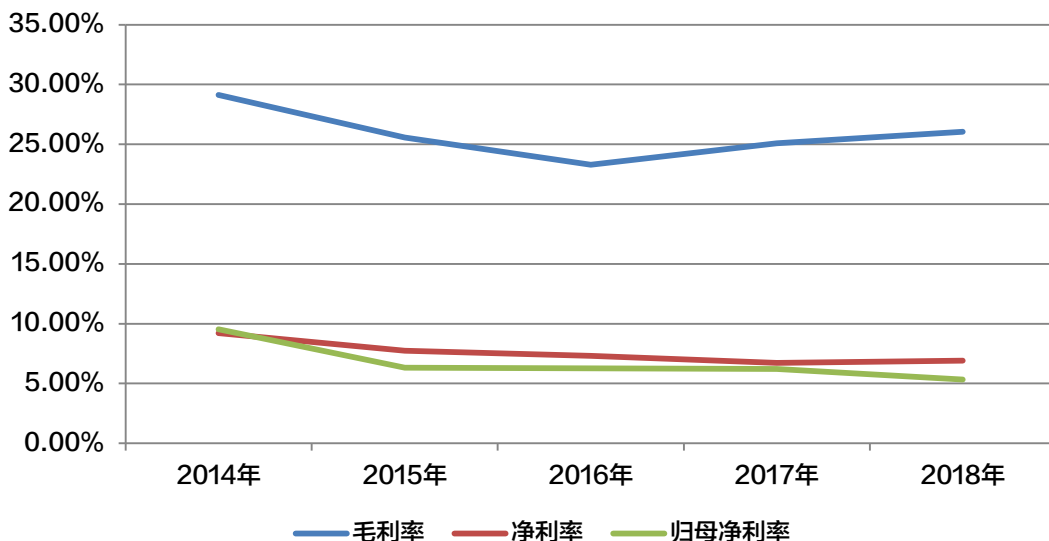
数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务：2020 年结算额达千亿、净负债率控制在 100%以内

2018 年阳光城实现营业收入 564.70 亿元，同比增长 70.3%，营业收入增长，主要由于达到结算条件的项目增加所致，2018 年阳光城结算项目达 75 个，同比增加 8 个项目，物业销售收入共计 555.01 亿元，同比增长 69.9%；其中，厦门海峡时尚创意中心结算金额 40.52 亿元占据首位，有 8 个项目的结算金额超过 20 亿元，同比增加 5 个。为了降低负债率，阳光城还在加快项目的开发、结转、结算，到 2020 年预计有千亿的结算额，届时阳光城的营收将会有进一步的提升。

在盈利性指标上面，毛利率上涨 1 个百分点至 26.06%，净利润率同比增长 0.2 个百分点至 6.92%，盈利情况有所改善，但离 2018 年年初制定的 8% 的目标还是有一定的距离，且归母净利润率减少 0.87 个百分点到 5.34%，利润率水平未来仍需进一步提升。

图：阳光城 2014-2018 年毛利率、净利率、归母净利率情况

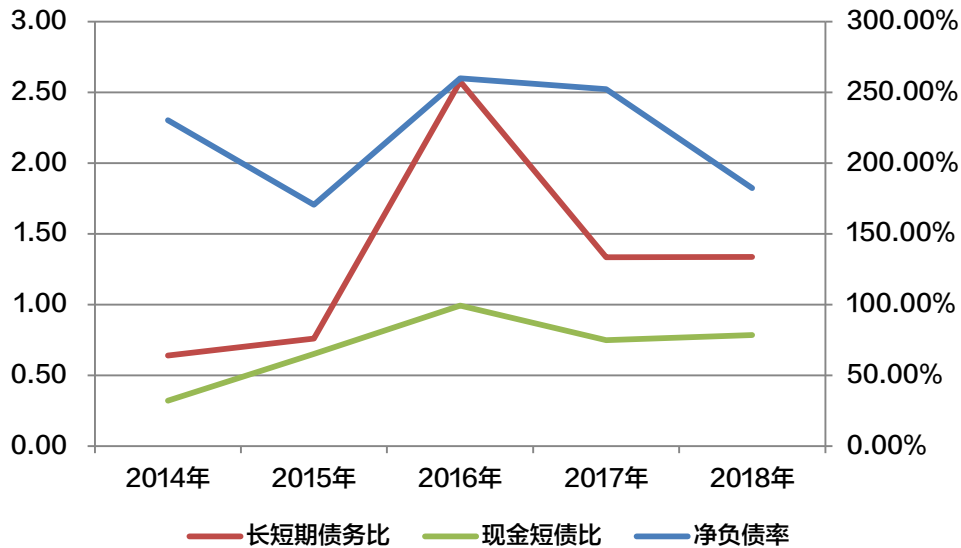


数据来源：企业业绩公告、CRIC

2018 年阳光城持续通过多元化方式进行融资，包括资产证券化、中期票据、定向工具、永续债、银行贷款等，其中成功发行多个国内首单证券化产品，但 2018 年整体融资环境进一步收紧，企业融资成本普遍上升，阳光城的平均融资成本上涨 0.86 个百分点到 7.94%，与其他同等规模企业相比并不算低，未来融资成本还需进一步降低。

从负债情况来看，2018 年末阳光城持有现金 378 亿元，同比增长 4.1%，现金短债比 0.79，长短债比 1.34，债务结构还需要进一步优化。降负债是阳光城最近几年的重点，2018 年也取得了较为明显的成绩，净负债率同比大幅减少 70 个百分点至 182%。未来阳光城还将加大降负债的力度，一方面加快在手项目的开发、结转、结算，增加营收以及净资产；另一方面积极推进定增的实现，通过股权融资扩大权益，从而实现到 2019 年净负债率降至 150%、2020 年降到 100%之内的目标。

图：阳光城 2014-2018 年负债情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

管理：钱、人双管齐下提升效率助力规模增长

2018年阳光城规模的增长以及财务各项指标的改善，很大程度上与其公司内部的管理改革有关。在人才激励及培养上，阳光城2018年7月推出股权激励计划，股票期权数量高达34,500万份，占公司股本总额的8.52%，覆盖了422名核心业务骨干；同时，持续推进跟投计划，2018年跟投项目172个，股东资金平均年化回报率35%，激励员工积极性；此外，内部人才培养体系“光合工程”逐渐完善，培养出的“光之子”进一步成为自身的业务骨干。

同时，阳光城在公司的各个业务环节以及制度上也进行了不少改革。在营销方面围绕“精管理、强组织”的营销目标，提出了多个管理工作，一方面提升案场的服务质量，另一方面加强营销各个环节的梳理及管理，助力新项目以及老库存的去化，从而保证营销效率，促进规模增长。在集团管控上，将30区域分成了成熟区域、发展区域和新区域，对不同特点的区域进行分级差异化管理。此外，为优化财务，阳光城于2018年上线了财务共享中心，打通业务系统和财务系统，进行数据交互，提高效率，将来业务终端的业务人员输入的整个业务通过智能化的处理，实现90%的转化率之后，转变成会计上最后需要的数据。

总的来说，阳光城内部的改革，是其规模增长与财务指标得以改善的关键，未来，如何平衡规模发展与利润增长的将是发展的重点，也是其更上一层楼的一大挑战。

附表：阳光城 2014-2018 财务指标

指标分类	指标体系	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
规模性 指标	营业收入（亿元）	138.94	223.80	195.98	331.63	564.70
	销售收入（亿元）	130.13	212.13	194.40	327.21	555.01
	净资产（亿元）	70.79	137.42	189.24	305.70	410.30
	总资产（亿元）	462.29	701.73	1204.31	2132.50	2633.97
	总负债（亿元）	391.51	564.31	1015.06	1826.80	2223.67
	股东权益（亿元）	64.23	120.14	132.03	191.50	229.79
	土地储备 （万平方米/建筑面积）	/	1307	2285	3832	4418
	新增土地储备 （万平方米/建筑面积）	/	315	978	2022	1332
营利性 指标	毛利润（亿元）	40.49	57.20	45.67	83.16	147.15
	净利润（亿元）	12.82	17.33	14.31	22.28	39.06
	毛利率	29%	26%	23%	25%	26%
	净利率	9%	8%	7%	6.72%	6.92%
	每股盈余（元）	1.22	0.44	0.30	0.51	0.66
抗风险 指标	现金（亿元）	39.61	137.95	188.89	363.74	378.48
	现金短债比	0.32	0.65	0.99	0.75	0.79
	长短期债务比	0.64	0.76	2.58	1.33	1.34
	净负债率	230%	171%	260%	252%	182%
	总资产负债率	85%	80%	84%	86%	84%
	净资产负债率	553%	411%	536%	598%	542%
	平均借贷利率	0.63%	9.41%	8.42%	7.08%	7.94%
运营效率 指标	总资产周转率	0.35	0.38	0.21	0.20	0.24
	营业成本（亿元）	98.45	166.60	150.31	248.47	417.55
	存货（亿元）	350.52	423.83	747.21	1264.91	1421.72
	存货周转率	0.35	0.43	0.26	0.25	0.31
	三费比率	6.44%	4.62%	6.14%	6.83%	6.99%
	销售费用率	3.23%	2.04%	2.47%	2.90%	3.11%
	管理费用率	2.71%	2.48%	3.46%	3.55%	2.79%
	财务（利息）费用率	0.49%	0.10%	0.21%	0.39%	1.09%

数据来源：企业业绩公告、CRIC