安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 08 月 01 日

阳光股份（000608.SZ）

公司快报

证券研究报告

商业地产

业绩锁定性强，否极泰来

■**事件：**公司公告 2017 半年报，上半年共实现营业收入 3.69 亿元，同比增长 57.50%，归属于上市公司股东的净利润-7884 万元，同比增长 41.91%；基本 EPS -0.11 元，同比增长 38.89%。

■**上半年完成天津及北京项目退出，预计年末贡献投资收益 5 亿：**

1）天津杨柳青项目：公司 5 月向蓝光发展控股子公司出让了天津杨柳青项目，预计总回笼资金 21.3 亿，公司存货余额下降 21.63%，截至年中，公司未售项目仅剩下 7.9 万方。

2）北京阳光大厦项目：截至 2017 年中，公司原有 9 个投资性房地产评估价值为 51.03 亿元，其中阳光大厦估值 9.68 亿元。公司 3 月份与大业信托签订转让协议，拟以 3.16 亿元价格转让阳光大厦所在项目公司权益，其中而阳光大厦在交易中的评估值约 13.88 亿元，比投资性房地产的账面价值高出 43%。

3）否尽泰来，预计全年业绩反转。截至 2017 年末，杨柳青及北京瑞腾 100%股权已经划为持有待售资产，账面总值为 30.8 亿元。上述标的工商登记变更尚未完成，损益尚未在报表中确认，但转让价款已经收到，预计将分别为公司 2017 年度合并报表带来投资收益约 2.94 亿元和 2.12 亿元。

■**我们测算持有物业真实重估值近 60 亿，潜在退出收益可观：**由于阳光大厦项目已经处于处置状态，相应资产调整至持有待售资产。公司 2017 年中投资性房地产余额 41.36 亿元，同比下降了 8.7%。扣除阳光大厦后，公司权益可出租面积 17.7 万方，综合的出租率达到 88.9%（2016 年底为 81.4%）。我们认为公司现有物业处于低估状态，综合附近物业的资本化率及今年两次退出的交易溢价率估计，其持有物业真实重估价值估计在 60 亿元左右。

■**减少长期负债 9 亿元，财务包袱有所减少：**随着天津杨柳青和阳光大厦项目的退出，公司上半年收回投资收到的现金 6.74 亿元。同时期末长期借款 24.33 亿元，比上年同期减少 9.64 亿，同比下降 16.23%。因此公司上半年财务费用率下降至 35.4%（上年同期 61.62%）。

■**投资建议：**公司制定了新的发展方向和轻资产业务模式，并形成了以对资产投资、改造、营运及退出为主线的全新组织架构，正在重塑在地产行业产业链上端的资产管理能力。我们维持之前的判断，公司最差的年份已经过去，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元、0.62 元，维持买入-A 评级，给予 6 个月内目标价 10.16 元。

■**风险提示：公司资产处置时机存在不确定性。**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	647.6	639.6	864.7	1,143.3	1,385.8
净利润	20.2	-468.2	269.8	349.5	464.8
每股收益(元)	0.03	-0.62	0.36	0.47	0.62
每股净资产(元)	4.42	3.80	3.88	4.34	4.96

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	275.7	-11.9	20.6	15.9	12.0
市净率(倍)	1.7	2.0	1.9	1.7	1.5
净利润率	3.1%	-73.2%	31.2%	30.6%	33.5%
净资产收益率	0.6%	-16.4%	9.3%	10.7%	12.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	6.9%	4.2%	20.3%	23.7%	22.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

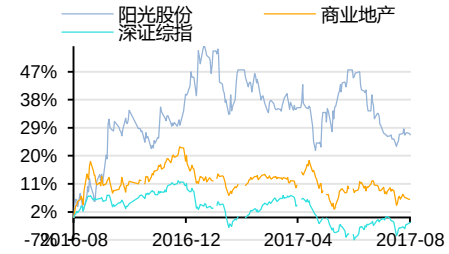
6 个月目标价： **10.16 元**

股价（2017-08-01） **7.40 元**

交易数据

总市值（百万元）	5,549.36
流通市值（百万元）	5,548.53
总股本（百万股）	749.91
流通股本（百万股）	749.80
12 个月价格区间	5.85/9.06 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.44	-4.09	24.48
绝对收益	-2.25	-5.37	21.44

陈天诚 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

阳光股份：阳光股份天津项目退出点评/陈天诚 2017-05-18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	647.6	639.6	864.7	1,143.3	1,385.8
减:营业成本	244.3	339.5	429.8	489.2	621.8
营业税费	-50.6	50.3	74.3	82.4	109.3
销售费用	75.1	65.7	84.0	118.2	136.8
管理费用	156.8	141.8	167.8	209.3	158.8
财务费用	301.1	295.3	148.4	177.1	202.8
资产减值损失	4.8	23.8	12.1	9.3	4.1
加:公允价值变动收益	-92.1	76.0	-	-	-
投资和汇兑收益	390.1	-9.6	500.0	642.1	612.0
营业利润	214.1	-210.5	448.4	699.8	764.2
加:营业外净收支	3.7	-163.5	-61.9	-106.0	-110.5
利润总额	217.7	-374.0	386.5	593.8	653.7
减:所得税	149.4	64.9	88.9	131.8	143.0
净利润	20.2	-468.2	269.8	349.5	464.8

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	540.9	479.0	345.9	457.3	554.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	126.6	141.8	257.5	245.6	333.4
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	107.5	48.3	171.9	157.0	226.4
存货	3,046.5	2,859.9	4,162.7	4,056.3	9,008.6
其他流动资产	-	85.0	42.5	63.8	53.1
可供出售金融资产	110.7	23.7	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,026.7	997.6	1,035.7	1,070.4	1,085.0
投资性房地产	4,984.2	5,060.2	5,933.3	6,013.7	6,356.9
固定资产	30.3	26.9	20.2	12.6	5.3
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	50.9	49.3	47.7	46.1	44.4
其他非流动资产	228.1	29.2	0.9	-28.7	-52.0
资产总额	10,252.3	9,800.9	12,018.1	12,094.1	17,615.5
短期债务	417.4	-	399.2	446.1	1,102.3
应付帐款	834.3	627.7	1,544.3	904.1	2,088.4
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,164.3	763.3	804.3	1,012.0	911.2
长期借款	2,803.9	3,396.6	4,201.8	4,189.8	7,446.3
其他非流动负债	901.4	1,321.1	1,288.2	1,299.6	1,314.1
负债总额	6,121.3	6,108.7	8,237.7	7,851.6	12,862.3
少数股东权益	816.3	845.7	873.4	986.0	1,031.9
股本	749.9	749.9	749.9	749.9	749.9
留存收益	2,379.3	1,911.0	2,157.2	2,506.6	2,971.4
股东权益	4,131.0	3,692.2	3,780.5	4,242.5	4,753.2

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-52.3%	-1.2%	35.2%	32.2%	21.2%
营业利润增长率	-144.6%	-198.3%	-313.0%	56.1%	9.2%
净利润增长率	-103.4%	-2420.3	-157.6%	29.5%	33.0%
EBITDA 增长率	-276.6%	-82.7%	568.3%	46.6%	10.2%
EBIT 增长率	-270.0%	-83.5%	604.2%	46.9%	10.3%
NOPLAT 增长率	-146.1%	-38.5%	362.0%	48.5%	10.7%
投资资本增长率	0.4%	-3.6%	27.1%	14.9%	118.1%
净资产增长率	-5.2%	-10.6%	2.4%	12.2%	12.0%
利润率					
毛利率	62.3%	46.9%	50.3%	57.2%	55.1%
营业利润率	33.1%	-32.9%	51.9%	61.2%	55.1%
净利润率	3.1%	-73.2%	31.2%	30.6%	33.5%
EBITDA/营业收入	80.5%	14.1%	69.6%	77.2%	70.2%
EBIT/营业收入	79.6%	13.3%	69.0%	76.7%	69.8%
运营效率					
固定资产周转天数	18	16	10	5	2
流动营业资本周转天数	1,200	1,198	1,004	923	1,329
流动资产周转天数	2,245	2,093	1,789	1,568	1,969
应收帐款周转天数	83	76	83	79	75
存货周转天数	1,741	1,662	1,462	1,294	1,697
总资产周转天数	5,973	5,644	4,542	3,796	3,859
投资资本周转天数	1,301	1,297	1,069	973	1,365
投资回报率					
ROE	0.6%	-16.4%	9.3%	10.7%	12.5%
ROA	0.7%	-4.5%	2.5%	3.8%	2.9%
ROIC	6.9%	4.2%	20.3%	23.7%	22.9%
费用率					
销售费用率	11.6%	10.3%	9.7%	10.3%	9.9%
管理费用率	24.2%	22.2%	19.4%	18.3%	11.5%
财务费用率	46.5%	46.2%	17.2%	15.5%	14.6%
三费/营业收入	82.3%	78.6%	46.3%	44.1%	36.0%
偿债能力					
资产负债率	59.7%	62.3%	68.5%	64.9%	73.0%
负债权益比	148.2%	165.4%	217.9%	185.1%	270.6%
流动比率	1.58	2.60	1.81	2.11	2.48
速动比率	0.32	0.54	0.30	0.39	0.28
利息保障倍数	1.71	0.29	4.02	4.95	4.77
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	68.3	-438.9	269.8	349.5	464.8
加:折旧和摊销	17.4	16.2	5.1	5.5	5.5
资产减值准备	4.8	23.8	-	-	-
公允价值变动损失	92.1	-	-	-	-
财务费用	301.1	297.0	148.4	177.1	202.8
投资损失	-390.1	9.6	-500.0	-642.1	-612.0
少数股东损益	48.2	29.3	27.7	112.6	45.9
营运资金的变动	-383.5	174.7	-632.6	-444.6	-3,900.6
经营活动产生现金流量	-15.6	175.9	-681.6	-442.0	-3,793.6
投资活动产生现金流量	206.9	-9.6	-346.1	565.4	272.3
融资活动产生现金流量	-164.5	-234.9	894.7	-12.0	3,618.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.03	-0.62	0.36	0.47	0.62
BVPS(元)	4.42	3.80	3.88	4.34	4.96
PE(X)	275.7	-11.9	20.6	15.9	12.0
PB(X)	1.7	2.0	1.9	1.7	1.5
P/FCF	-15.1	-18.5	6.1	65.9	14.4
P/S	8.6	8.7	6.4	4.9	4.0
EV/EBITDA	7.1	68.2	9.2	6.4	9.3
CAGR(%)	89.1%	-205.2%	-182.9%	89.1%	-205.2%
PEG	3.1	0.1	-0.1	0.2	-0.1
ROIC/WACC	1.0	0.6	2.9	3.4	3.2
REP	1.6	4.5	0.7	0.5	0.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。