



# 资产收购开拓大空间，上调至“强烈推荐”

## ——阳光股份（000608）事件点评

2013年12月25日

强烈推荐/上调

阳光股份 事件点评

### 事件：

2013年6月26日公司发布公告拟收购大股东GIC的优质资产，涉及12个项目。2013年12月25日公司发布收购方案，确定本次收购涉及价款总额为15亿元，收购方式包括：1) 公司将出资3.6亿元人民币认购豪威投资有限公司30%的股权及提供股东贷款，豪威投资以14.5亿元的对价拟受让北京瑞景45%的股权、沈阳世达44%的股权、Coralvest100%的股权和Merino100%的股权（总共涉及11个项目）。2) 公司将直接以6368万元的价格收购天津津北阳光新生活购物广场有限公司（北辰项目）100%股权。

### 主要观点：

#### 1. 收购收购价格较低，公司受益

本次收购涉及的金额约为15亿人民币，其中豪威投资涉及收购价款14.5亿元，北辰项目涉及收购价款6368万。豪威投资的收购价款里面，包含了Coralvest和Merino归还欠付Recosia China的款项约8.53亿元，如果扣除则实际应付股权交易价款仅为6亿元，而豪威投资涉及的11个项目的评估值为10亿元，收购价款明显低于评估价值。同时，虽然公司仅投资豪威投资30%的股权比例，但是公司未来将与豪威投资签订资产管理协议，实际上仍然掌握着收购项目的控制权。

另外，从基础评估价格的角度来看，北京分钟寺项目、北京西四环项目的评估价格分别为13628元/平方米和12176元/平方米，低于周边房价。体现了大股东对公司一贯支持的态度。

#### 2. 物业管理，提升公司发展空间

公司是商业管理专家，精于商业项目的设计、规划、运营、管理等全价值链经营。公司曾经成功完成4个项目的改造升级，使得物业价值大幅提升。

公司本次收购的项目中，以北京朝阳路和北京分钟寺为代表的部分成熟物业将逐步贡献经营性收入，以北京西四环、天津天环为代表的潜力型物业将通过重新规划和招租，在未来逐体现其应有的价值。

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120012

### 张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

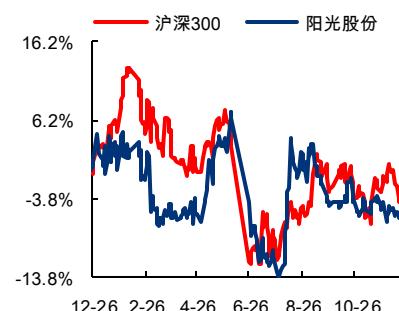
执业证书编号:

S1480512060003

### 交易数据

52周股价区间(元)	5.2-5.48
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	39
总股本/流通A股(万股)	74991/74991
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	0.43

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《阳光股份（000608）：成本冲回，业绩超预期增长》2013-10-28
- 《阳光股份（000608）：盘活资产，轻装上阵》2013-09-02
- 《阳光股份：专于商业地产，开发与管理转强》2013-08-30
- 《阳光股份（000608）：房屋销售良好，商业运营稳健》2013-08-22

## 结论：

公司是商业运营专家，从 06 年引入战略投资者开始，公司就逐步转型做商业地产。随着公司经验的丰富，目前运营能力已经非常突出。本次收购将较大程度上提升公司的整体实力。将我们预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 9.09 亿元、22.44 亿元和 27.05 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.89 亿元、3.78 亿元和 5.09 亿元，对应每股收益分别为 0.39 元、0.51 元和 0.68 元，对应 PE 分别为 13.51、10.3 和 7.65 倍。上调公司评级为“强烈推荐”。

表 1:本次收购物业一览

公司	项目	建筑面积 (平方米)	物业账面净值 (万元)	物业评估值 (万元)	单位评估值 (元/平方米)
北京瑞景阳光物业管理有限公司	北京朝阳路	66,182.19	68,261.94	129,490.47	19,565.76
沈阳世达物流有限责任公司	沈阳长青	43,436.40	21,134.70	23,586.15	5,430.04
	石家庄新华	36,471.00	3,492.33	3,492.33	957.56
	郑州嵩山路	19,898.99	2,868.82	12,733.49	6,399.06
Merino Pte Ltd	天津紫金新嘉	9,570.00	754.49	754.49	788.39
	商贸有限公司	天津天环	24,791.97	3,158.25	19,326.08
		唐山路北	12,815.77	628.72	3,083.83
		天津紫金山	37,008.31	28,561.45	46,120.87
		沈阳建设路	49,075.76	19,445.60	5,286.87
Coralvest Pte Ltd	天津建设新汇	43,177.43	21,695.06	58,841.88	13,627.93
	商贸有限公司	北京分钟寺	51,898.35	8,094.36	63,192.12
		北京西四环	394,326.17	178,095.72	387,435.76
合计					

资料来源：东兴证券研究所

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表							
	单位:百万元					单位:百万元						
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>流动资产合计</b>	3786	4239	3361	6573	7033	<b>营业收入</b>	806	546	909	2244	2705	
货币资金	796	388	1846	673	812	<b>营业成本</b>	393	142	212	1226	1213	
应收账款	8	12	6	14	17	<b>营业税金及附加</b>	115	98	91	224	271	
其他应收款	1268	377	628	1551	1870	<b>营业费用</b>	71	80	100	101	135	
预付款项	227	146	146	146	146	<b>管理费用</b>	152	157	200	180	243	
存货	1487	3310	696	4030	3988	<b>财务费用</b>	78	75	-2	8	21	
其他流动资产	0	6	39	159	200	<b>资产减值损失</b>	-203.57	0.05	0.00	0.00	0.00	
<b>非流动资产合计</b>	2470	2590	2897	3031	3107	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	340	472	472	472	472	<b>投资净收益</b>	-6.78	284.75	70.00	70.00	70.00	
固定资产	24.40	24.13	294.07	430.00	506.93	<b>营业利润</b>	194	279	379	576	891	
无形资产	16	16	14	12	11	<b>营业外收入</b>	9.67	45.49	8.00	8.00	8.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业外支出</b>	0.01	0.63	2.00	2.00	2.00	
<b>资产总计</b>	6257	6830	6257	9605	10139	<b>利润总额</b>	204	324	385	582	897	
<b>流动负债合计</b>	2541	2577	1549	4245	3978	<b>所得税</b>	16	54	96	145	224	
短期借款	70	0	0	2177	1589	<b>净利润</b>	187	270	289	436	673	
应付账款	620	535	52	302	299	<b>少数股东损益</b>	14	5	0	58	164	
预收款项	85	184	293	562	887	<b>归属母公司净利润</b>	173	265	289	379	509	
一年内到期的非	290	239	0	0	0	<b>EBITDA</b>	354	375	418	649	988	
<b>非流动负债合计</b>	659	890	1097	1365	1565	<b>BPS(元)</b>	0.23	0.35	0.38	0.50	0.68	
长期借款	659	828	1028	1228	1428	<b>主要财务比率</b>						
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>负债合计</b>	3200	3467	2646	5610	5543	<b>成长能力</b>						
少数股东权益	522	563	563	621	784	<b>营业收入增长</b>	-73.49%	-32.30%	66.52%	146.83%	20.55%	
实收资本(或股)	750	750	750	750	750	<b>营业利润增长</b>	-70.98%	43.73%	35.83%	52.03%	54.84%	
资本公积	538	538	538	538	538	<b>归属于母公司净利</b>	8.69%	31.19%	8.69%	31.19%	34.59%	
未分配利润	1165	1419	1575	1779	2055	<b>获利能力</b>						
归属母公司股东	2535	2800	3048	3374	3812	<b>毛利率(%)</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
<b>负债和所有者权</b>	6257	6830	6257	9605	10139	<b>净利率(%)</b>	23.23%	49.47%	31.74%	19.44%	24.88%	
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>							
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		总资产净利润(%)	2.77%	3.89%	4.61%	3.94%	5.02%
							ROE(%)	6.83%	9.48%	9.47%	11.22%	13.36%
<b>经营活动现金流</b>	-80	-598	1772	-3359	700	<b>偿债能力</b>						
净利润	187	270	289	436	673	<b>资产负债率(%)</b>	51%	51%	42%	58%	55%	
折旧摊销	82.29	21.21	0.00	65.63	74.63	<b>流动比率</b>	1.49	1.65	2.17	1.55	1.77	
财务费用	78	75	-2	8	21	<b>速动比率</b>	0.90	0.36	1.72	0.60	0.77	
应收账款减少	0	0	7	-8	-3	<b>营运能力</b>						
预收帐款增加	0	0	109	269	325	<b>总资产周转率</b>	0.13	0.08	0.14	0.28	0.27	
<b>投资活动现金流</b>	-182	521	-240	-130	-80	<b>应收账款周转率</b>	106	54	101	226	173	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	1.29	0.95	3.10	12.66	9.00	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>						
投资收益	-7	285	70	70	70	<b>每股收益(最新摊</b>	0.230	0.350	0.385	0.505	0.679	
<b>筹资活动现金流</b>	221	-340	-74	2316	-481	<b>每股净现金流(最新</b>	-0.06	-0.56	1.94	-1.56	0.18	
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	3.38	3.73	4.06	4.50	5.08	
长期借款增加	0	0	200	200	200	<b>估值比率</b>						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.61	14.86	13.51	10.30	7.65	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.54	1.39	1.28	1.16	1.02	
<b>现金净增加额</b>	-41	-417	1458	-1173	138	EV/EBITDA	11.64	12.21	7.37	10.22	6.18	

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

### 张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

## 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。

## 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：

看好评好：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。