

模式提升显优势 整合商业地产新时代

——阳光股份 (000608) 深度报告

2014年01月16日

强烈推荐/维持

阳光股份 深度报告

报告摘要：

- 阳光股份有别于其它房地产公司。**我们认为阳光股份有别于国内大多数传统的房地产开发企业，同时也有别于国内传统的商业运营企业。阳光股份拥有很强的核心竞争力，即公司已拥有对商业地产项目进行一体化开发与营运的专业化全价值链整合能力，能实现商业项目投资、设计、开发、招商、运营全过程的市场化和个性化发展。今后阳光股份将随着市场外部条件的成熟，逐步走向房地产+金融的更高层次模式。
- 国际上商业地产逆周期保持较好成长。**受09年金融风暴影响美国房地产行业持续向下，而美国西蒙从2010年至2012年近三年中的每股收益平均增长达66.48%，2009年初开始至今股价累计上涨了189.07%，而同期纳斯达克OMX指数增长只有50.78%；近二年凯德商用总资产规模不断增加，2012年达9,931,334.00千元(SGD)，同比增长22.94%。2012年初至今的二年中股价累计上涨了72.53%，而同期新加坡海峡指数增长只有18.61%。
- 走向国内市场前列的商业地产全价值链整合专家。**我们认为阳光股份通过商业输出服务的优势能力已成为国内市场前列的整合专家，在国内具备整合的领先优势。公司是一家拥有国际化水平的公司，公司全过程、全价值链运营模式将成为国内商业地产开发与经营的引领者，市场前景非常广阔。公司近两年整合的北京分钟寺新业广场、天津友谊路新业广场和青岛南京路新业广场等项目的经营情况非常好，新开业后收益也实现成倍的增长。公司的项目已占据了全国区域的中心地带，今后将中心地带为根据地向西北和东南二个大方向逐步扩张到向全国范围内。公司从2014年开始公司将进入估值和业绩双提升阶段，将来很有可能成为中国的西蒙地产。
- 公司盈利预测及投资评级。**在不考虑公允价值等带来的业绩提升情况下，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，每股收益分别为0.39元、0.51元和0.68元，对应PE分别为12.81、9.77和7.26倍。公司NAV7.44元，当前股价4.85元较NAV折让34.81%，维持“强烈推荐”的投资评级，六个月的目标价6.56元。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	806.49	545.98	909.14	2,244.0	2,705.0
增长率(%)	-73.49	-32.30	66.52%	146.83	20.55%
净利润(百万元)	173.05	265.48	288.54	378.53	509.48
增长率(%)	8.69%	31.19%	8.69%	31.19%	34.59%
净资产收益率(%)	6.83%	9.48%	9.47%	11.22%	13.36%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.39	0.51	0.68
PE	21.43	14.09	12.81	9.77	7.26
PB	1.46	1.32	1.21	1.10	0.97

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

张鹏

010-66554029

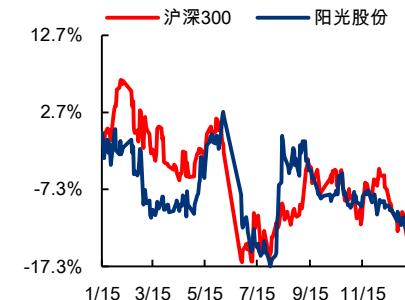
zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512060003

交易数据

52周股价区间(元)	4.87-5.69
总市值(亿元)	36.52
流通市值(亿元)	36.52
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	0.39

52周股价走势图



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

相关研究报告

- 《阳光股份(000608)：资产收购开拓大空间，上调至“强烈推荐”》2013-12-25
- 《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

目录

1. 拥有开发与商业营运专业化全价值链的竞争优势	5
1.1 走向市场前列的商业地产全价值链整合专家	5
1.2 优势的国际背景，具备优质的企业基因.....	6
1.3 专业化的产品，以商业开发与经营最为特长	8
1.4 丰富的产品，公司已占据了全国的中心地带	11
2. 西蒙地产集团和凯德置地带来的启示	16
2.1 城市广场是我国商业发展的主要方向	16
2.2 世界第一的美国西蒙地产集团五年间股价增长 200%以上.....	17
2.3 新加坡凯德置地已在中国先行	20
3. 阳光股份 A 股上市公司中的商业地产整合龙头	22
3.1“全价值链开发自我整合”已开始进入高潮.....	23
3.2 “通过管理输出整合市场”已扬帆.....	30
4. 公司盈利预测分析与投资评级	33
4.1 房地产开发与销售业务开始提升	34
4.2 公司投资性房地产租赁业务稳定增长	35
4.3 公司代管物业逐步起色.....	36
4.4 变更会计政策，真实价值凸显	36
4.5 盈利预测与估值	37
4.6 投资评级	37

表格目录

表 1: 公司发展大纪事	10
表 2: 现有整合改造项目改造后增收情况	24
表 3: 公司预计可改造项目一览	27
表 4: 公司参股和管理的公司情况	32
表 5: 公司历年营业收入	33
表 6: 公司 2012 年主营业务构成情况	33
表 7: 2012 年公司自持物业收入情况	34
表 8: 出售子公司情况	34
表 9: 公司销售项目情况	35
表 10: 公司持有物业一览	35
表 11: 公司自持物业价值估计	36
表 12: 公司项目预计计算表	37
表 13: 公司营业收入预测表	37
表 14: 公司 NAV 估值表	37
表 15: 公司盈利预测表	39

插图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司专业化全价值链整合商业地产市场战略步骤	6
图 3: 公司股权结构	7
图 4: 公司管理结构	7
图 5: 公司四大业务	8
图 6: 公司六大核心能力	9
图 7: 公司长期战略合作伙伴	10
图 8: 公司项目分布	11
图 9: 公司三大商业产品系列	12
图 10: 公司成都在售项目	12
图 11: 公司天津在售波士顿项目	13
图 12: 公司天津在售杨柳青项目	14
图 13: 公司商务项目	15
图 14: 公司品牌系列	15
图 15: 零售行业近二十年收入及营业利润增速趋势	16
图 16: 美国零售业态生命周期	17
图 17: 我国商业地产阵营分布及各自优势分布	17
图 18: 西蒙地产集团每股收益及增长情况	18
图 19: 西蒙地产集团总资产回报率及增长情况	18
图 20: 西蒙地产集团 PE 平均值保持在 35 倍以上	19
图 21: 西蒙地产集团近几年 PB 平均值保持 7 左右	19
图 22: 西蒙地产“SPG”2009 年 1 月 1 日至 2013 年 11 月 2 日股价增长最高达 250.24%	19
图 23: 凯德集团结构图	20
图 24: 凯德在国内的主要项目	20
图 25: 凯德商用的经营模式	21
图 26: 凯德商用总资产变化	22
图 27: 凯德商用总营业收入变化	22
图 28: 2012 年 1 月 1 日至 2013 年 11 月 2 日凯德商用 (JS8) 股价超越海峡指数 50% 以上	22
图 29: 阳光股份全价值链业务	23
图 30: 青岛南京路新业广场项目位置图	24
图 31: 青岛南京路新业广场项目图	24
图 32: 北京分钟寺新业广场项目位置图	25
图 33: 北京分钟寺新业广场项目图	25
图 34: 天津友谊路新业广场项目位置图	25
图 35: 天津友谊路新业广场项目图	25
图 36: 天津东丽新业广场项目位置图	26
图 37: 天津东丽新业广场项目图	26

图 38: 西安莲湖新业广场项目位置图	26
图 39: 西安莲湖新业广场项目图	26
图 40: 天津十一经路新业广场项目位置图	27
图 41: 天津十一经路新业广场项目规划图	27
图 42: 天津北辰阳光新生活广场项目位置图	28
图 43: 天津北辰阳光新生活广场项目图	28
图 44: 天津天环阳光新生活广场项目位置图	28
图 45: 天津天环阳光新生活广场项目图	28
图 46: 北京西四环阳光新生活广场项目图	29
图 47: 北京西四环阳光新生活广场项目位置图	29
图 48: 唐山路北阳光新生活广场项目位置图	29
图 49: 唐山路北阳光新生活广场项目图	29
图 50: 沈阳建设路新业广场项目位置图	30
图 51: 沈阳建设路新业广场项目图	30
图 52: 天津管理输出项目位置图	31
图 53: 天津管理输出项目图	31
图 54: 上海淮海路管理输出项目位置图	31
图 55: 上海淮海路管理输出项目图	31

1. 拥有开发与商业营运专业化全价值链的竞争优势

1.1 走向市场前列的商业地产全价值链整合专家

目前新兴行业或新兴的经营模式的广泛掀起已对传统行业或行业中传统的经营方式产生强烈的冲击。房地产行业也不例外，经历 15 年的高速发展原有的增长方式的增长速度在减弱少，行业的增长急待寻找新的增长点。今后的房地产业发展趋势是高端的企业做房地产+金融、中端的企业做房地产+服务、低端的企业仍只是房地产中的制造，而目前国内房地产企业大多仍停留在房地产的制造这一低档次。

我们判断房地产开发的增长已在减速，2014 年行业将表现为增长回落。随着房地产行业的成熟，行业整体的增长在减弱；另一方面行业龙头把持市场主导地位的格局已在形成，传统的中小房地产企业的发展已无优势。另外在商业领域，由于电商的新业务模式已在逐步取代百货商业等传统模式的商业，商业地产已从简单的开发向开发与经营之道转变，市场急需专业化经营者来引领新的市场。

阳光新业地产股份有限公司（简称“阳光股份”）是一家新型的商业地产开发与运营企业，我们认为阳光股份目前已进入房地产+服务的高层次模式，有别于国内大多数传统的房地产开发企业，同时也有别于国内传统的商业运营企业。阳光股份拥有很强的核心竞争力，即公司已拥有对商业地产项目进行一体化开发与营运的专业化全价值链整合能力，能实现商业项目投资、设计、开发、招商、运营全过程的市场化和个性化发展。今后阳光股份将随着市场外部条件的成熟，逐步走向房地产+金融的更高层次模式。

图 1：公司发展历程

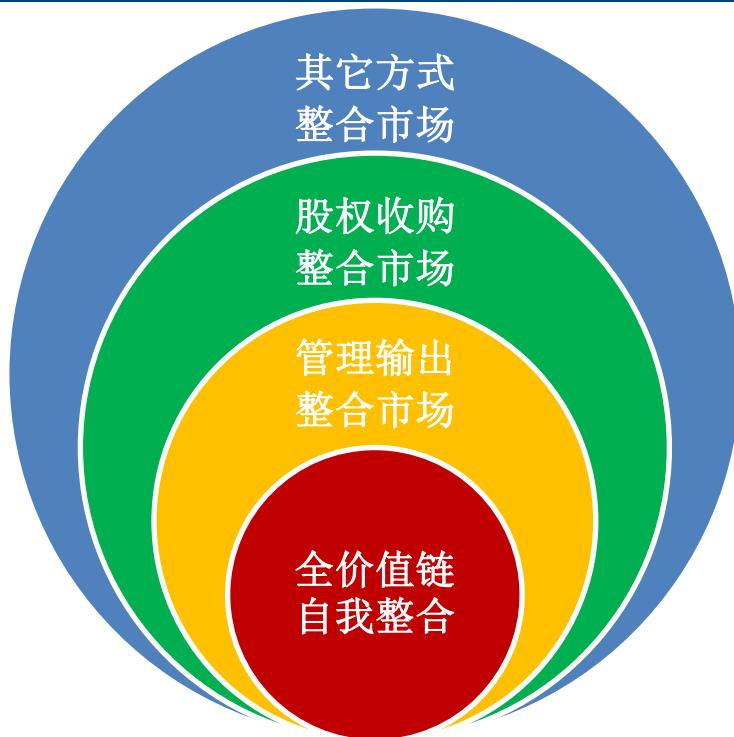


资料来源：公司资料、东兴证券研究所

目前，阳光股份通过商业输出服务的优势能力已成为国内市场前列的整合专家，目前已在整合自身资产中已显出很强的能力，在国内商业地产市场上也具备整合的技术领先优势并已取得成功实例，公司也是A股市场上商业地产整合的龙头企业。

公司的整合业务主要通过以下几大形式来实现收益：一是依靠公司全价值链开发能力对公司目前已有项目的整合来获取收益；二是通过商业管理输出对市场上可整合的资源项目进行合作来获取收益；三是通过股权收购市场上经营不善的商业地产项目并通过整合来获取收益；四是通过公司全价值链业务的其它方式对市场上的商业地产项目整合来获取收益等。

图2：公司专业化全价值链整合商业地产市场战略步骤



资料来源：东兴证券研究所

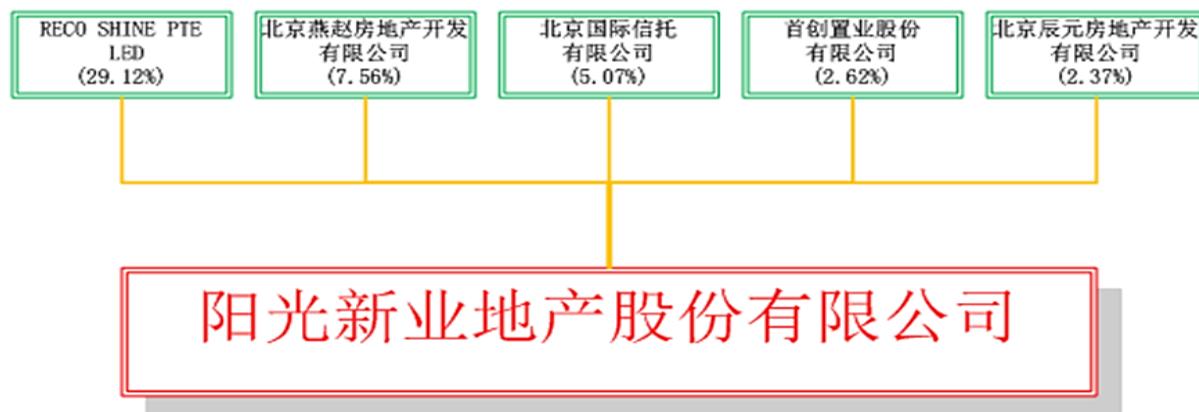
1.2 优势的国际背景，具备优质的企业基因

阳光股份是一家拥有国际背景的房地产上市公司，2006年公司引进海外战略投资者，并成为国内第一家引进国际战略投资的A股上市地产公司。公司的大股东是新加坡政府产业投资公司（GICRE）旗下RecoShine公司，新加坡政府产业投资有限公司（GICRE）是新加坡政府投资有限公司（GIC）属下负责房地产投资的分支。新加坡政府投资有限公司（GIC），成立于1981年，负责管理新加坡外汇储备。其基金总规模逾1000亿美元，投资领域涵盖了全球30多个国家的股票、债券、外汇、房地产、及私人企业等，是全球最大的基金管理公司之一。

自成立以来，新加坡政府产业投资有限公司（GICRE）的投资规模取得大幅度增长，现已经成为世界最大的房地产投资公司之一，在全球拥有多项直接投资，主要包括办公楼、购物中心、酒店、住宅、及工业地产等。同时，它也通过房地产基金、信托、上市公司及贷款等间接方式进行广泛的投资。

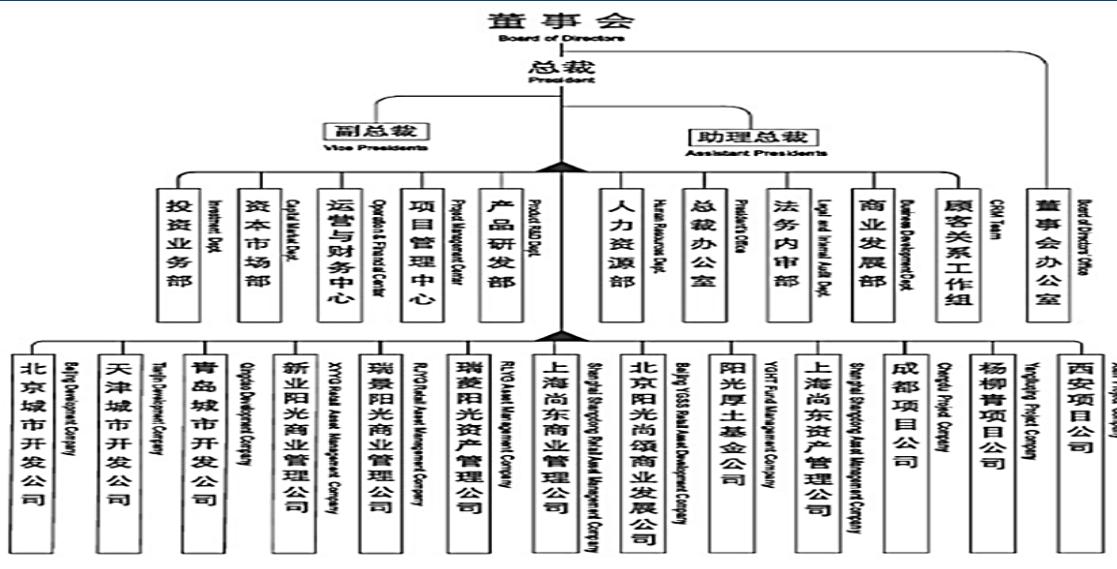
目前，大股东占公司总股本的 29.12%。公司充分利用大股东在国际上美国、日本等的持股企业资源，学习并吸取国际先进的商业地产开发和商业经营的先进理念。公司依靠大股东的国际背景并结合自身的地域和优势，形成在国内市场上整合商业地产的优质企业基因。

图 3：公司股权结构



资料来源：东兴证券研究所

图 4：公司管理结构



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

1.3 专业化的产品，以商业开发与经营最为特长

公司从2007年开始专注于商业地产项目的持有、开发、招商和运营，并以新加坡嘉德置地集团为榜样，致力于高品质住宅和商用房产的投资与开发公司。目前在北京、天津、郑州、石家庄、西安、唐山、沈阳、成都、青岛等地开发并持有商业地产项目，项目在均在经济发达的城市，主要以一、二、三线城市为主。目前公司已形成优势市场定位的四大业务模式：

一是控股商业物业，即通过持有收益性较好的写字楼和商业类项目，获取长期稳定的现金流收益，并获取长期持有带来的资产增值收益。目前，公司持有的5个控股商业物业资产状况比较好，资产比较成熟，处于满租状态，租金收入稳中有升，盈利状态稳定。

二是参股商业物业，即公司作为小股东持有部分权益，并全面负责改造、招商与运营，同时获得股权和管理双重收益。目前，公司现参股并受托管理18个项目。

三是综合性开发项目，即通过住宅类与商业类物业的组合，利用开发销售带动商业物业的持有，在快速回流资金的同时获取好的商业资产积累。

四是轻资产的业务，即管理服务输出，即为物业持有者提供包括投资、策划、规划设计、招商、资产管理、运营、工程开发建设、营销等的全程资产管理服务，公司获得管理收益，这两年大力推进后取得较好进展。这项轻资产业务资金占用少，获取管理收益，并有利于快速提高公司经营规模和品牌效应。

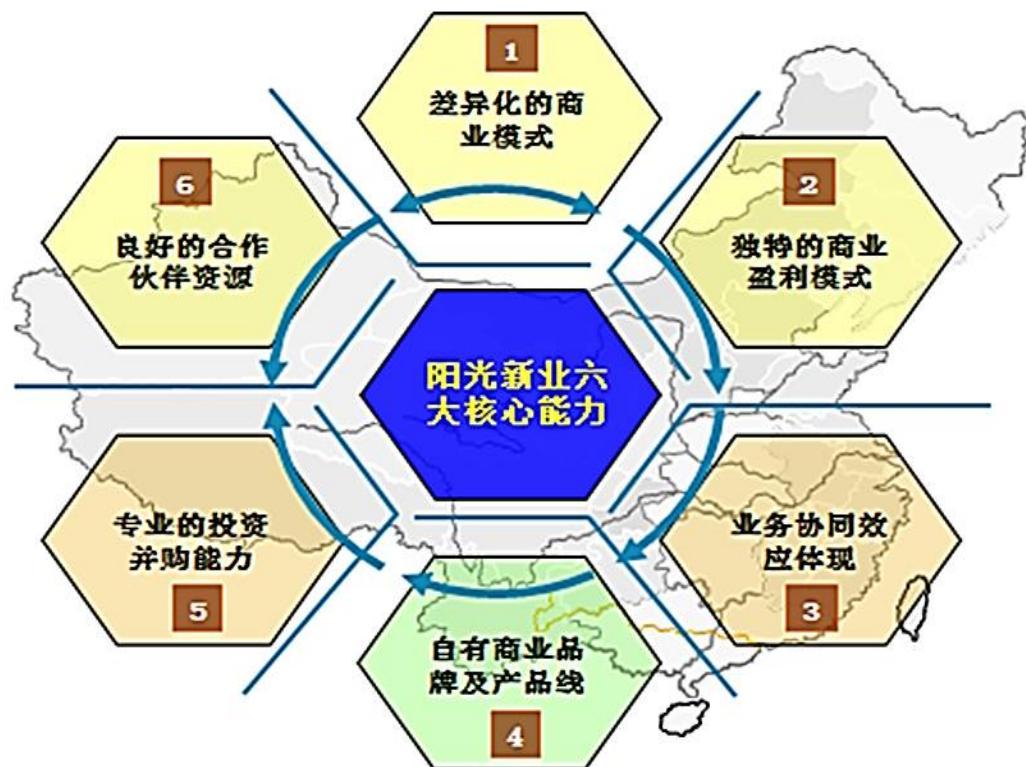
图5：公司四大业务



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

公司至 2007 年开始进行战略转型，并成功引进国际先进的商业地产基金管理模式，着力打造涵盖投资、策划、规划、开发、招商、运营、管理和退出的全过程、全价值链运营模式。公司的全价值链运营模式可从每个经营环节中挖掘出盈利的潜力，不断提升公司利润的贡献。公司经过 7 年的发展，目前已形成领先的商业运营模式，拥有丰富的产品开发经验、拥有良好的合作伙伴资源、拥有创新的资本运作理念。公司已形成核心的团队，包括投融资团队、项目管理团队、商业管理团队、商业零售团队和总部管控团队。经历 7 年的时间公司已拥有持股或代管的公司 28 家，管理商业物业的面积超过 100 万平米，多数项目的租赁都是满租。

图 6：公司六大核心能力



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

在 7 年的商业地产开发中，阳光新业已与国内外众多优秀客户的长期战略合作。为打造项目差异化、提升核心竞争力，阳光新业已将业务延伸至商业地产下游领域，开始涉足海外零售品牌引进。稳定而优质的客户资源保证了公司的商业地产项目能先于竞争对手完成招商，实现开业，兑现盈利。公司近两年整合的北京分钟寺新业广场、天津友谊路新业广场和青岛南京路新业广场等项目的招商情况非常好，新开业后的收益也实现成倍的增长。

图 7: 公司长期战略合作伙伴



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

表 1：公司发展大纪事

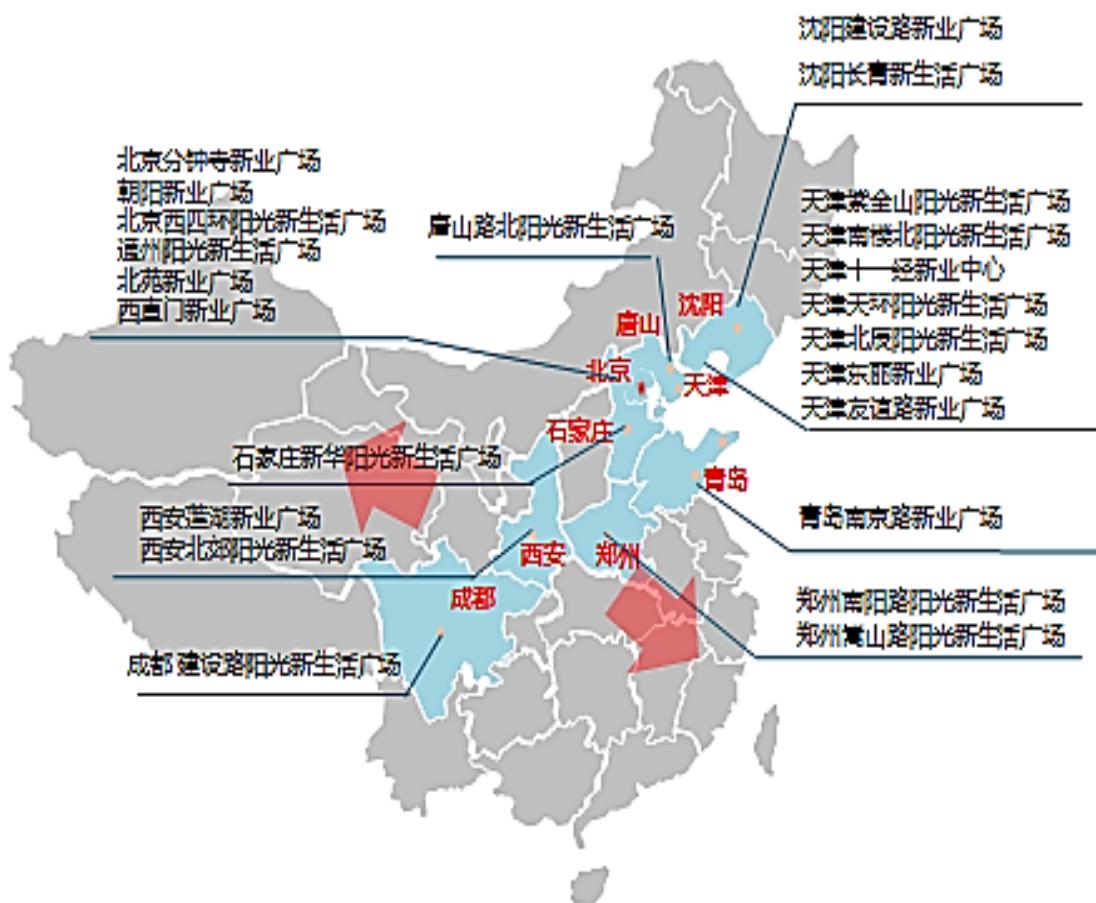
年份	主要事项
2011 年	引入新的战略合作伙伴日本三菱商事株式会社，在天津滨海新区启动了双方在中国大陆的首个零售商业项目合作。
2009~2011	公司于北京、天津、青岛、成都、沈阳等地共完成 8 个新建、改造商业项目的开业。
2009 年	公司与北京市通州区潞城镇人民政府签署《通州新城 0604 街区土地一级开发合作框架协议》，该项目总用地面积约 260 公顷。
2009 年	公司收购天津友谊新资商贸有限公司等 5 家公司各 10% 的股权，公司商业地产的投资规模继续扩大。
2008 年	公司更名为阳光新业地产股份有限公司(YANGGUANGCO.,LTD)。
2007 年	公司的非公开发行获证监会批准，公司第一大股东为 RecoShinePteLtd (中文译名“新加坡瑞阳私人有限公司”)，该公司的实际控制人为 GICRE (新加坡政府产业投资公司)。
2006 年~2007 年	先后取得北京 878 项目、北京北苑阳光新城市广场、北京通州阳光新生活广场、沈阳阳光新生活广场等商业项目和天津阳光新业国际、青岛城阳、青岛千千树、烟台福山等住宅项目。开始大规模涉足零售商业地产。
2006 年	公司与新加坡政府产业投资公司 (GICRE) 旗下 RecoShine 公司签订战略投资协议。
2005 年	公司股权分置方案获得股东大会通过。
1999 年~2004 年	公司在北京先后开发了盛世嘉园、阳春光华·枫树园、阳春光华·橡树园、阳光丽景、阳光大厦和阳光上东等多个住宅及公建项目。
1998 年	公司更名为“广西阳光股份有限公司”，主要从事房地产开发业务。
1997 年	北京阳光房地产综合开发公司控股广西虎威，实现借壳上市。
1996 年	广西虎威在深交所挂牌上市，股票代码 SZ.000608。
1993 年	广西虎威股份有限公司成立。

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

1.4 丰富的产品，公司已占据了全国的中心地带

公司的开发项目除在北京和天津这两个重点城市外，还在国内其它经济发达城市布局。这些城市的特点是经济发达，但商业的水平仍有较好的提升空间。目前，公司的商业项目主要分布在北京、天津、沈阳、唐山、石家庄、青岛、郑州、西安和成都等。形成了以北京和天津为主要市场，由北向南、由东向西地已占据了全国区域的中心地带，今后将中心地带为根据地向西北和东南二个大方向逐步扩张到向全国范围内。长三角的扩张已通过管理输出在进行中。

图 8：公司项目分布



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

公司秉承十余年专注地产开发经验，以打造精品工程为己任，所建工程往往成为区域标杆。根据消费习惯和消费能力，以标准化流程打造的“阳光新生活广场”、“阳光新城市广场”、“阳光新业中心”三大系列品牌购物中心更将成为商业地产新高度。其中阳光新生活广场是社区型购物中心，满足人们日常生活需求；新业广场是为区域型购物中心，增设了符合时尚、休闲和娱乐等更为丰富的业态；阳光新业中心是汇集国际知名品牌的高档购物中心，是都市潮流的地标志性综合商业产品。

图 9: 公司三大商业产品系列



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

除在商业地产上形成独有的产品外，公司也是高端住宅产品的开发商。十余年来，公司开发了以北京阳光上东和天津阳光新业国际为代表的多个高端住宅项目。阳光上东包含有住宅、公寓、商业和酒店等多种业态，全球 42 个国家的 2000 多个家庭寓居于阳光上东国际社区之中。阳光新业国际是精品住宅项目，社区由若干建筑组团串联而成，各类景观公寓相映成辉，体现了“多元融合”的居住理念。目前在销售的项目有成都锦尚、天津波士顿和天津杨柳青鹫岭项目。

图 10: 公司成都在售项目

成都锦尚（阳光新业中心）



成都 阳光新业中心

地处金融商业区，集高端购物中心、酒店式公寓、写字楼于一体的商业综合体项目。高端商业将汇聚国际知名的服装服饰和极具个性的设计师品牌，以及餐饮、休闲、娱乐、影视等多种业态。开业后将成为成都九眼桥区域的新地标。

位置	成都市锦江区一环路东五段内侧
总建筑面积	约250,000m ²
商业建筑面积	约60,000m ²
开盘时间	2012年8月
商业开业时间	2013年

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 11：公司天津在售波士顿项目

天津辛庄项目



天津辛庄项目

位于天津津南区大学城附近，计划营造波士顿大学城的建筑氛围，拟建成集居住、购物、娱乐于一体的综合区。住宅地上建筑面积26万平米，包含5层洋房和18-24F的高层住宅两类产品；商业地上建筑面积25万平米，包含购物中心、写字楼、公寓等产品。

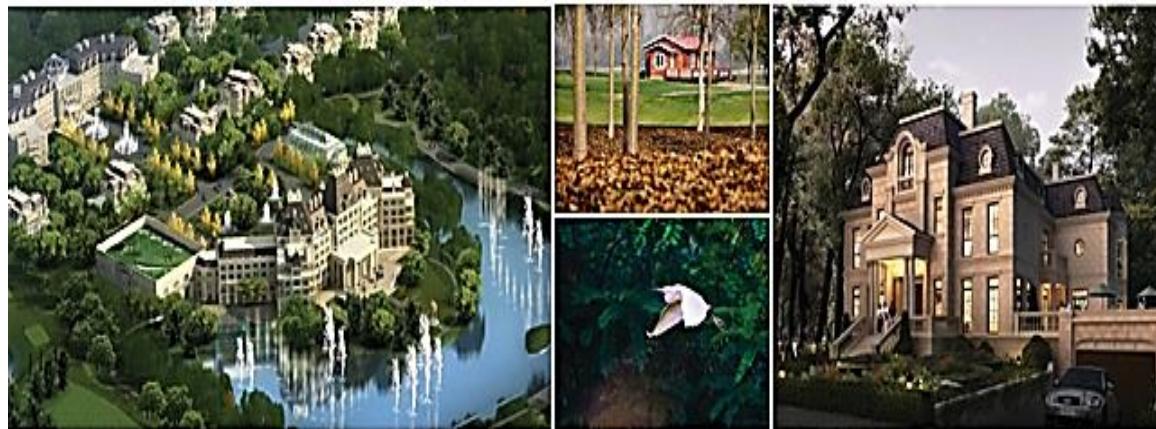
位置	天津市津南区辛庄镇北部
总建筑面积	约520,000m ²
商业建筑面积	约250,000m ²
计划开盘时间	2013年
商业计划开业时间	2014年



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 12: 公司天津在售杨柳青项目

天津杨柳青项目



天津 鳌岭高尔夫森林别墅区



地处天津知名的历史文化古镇杨柳青镇，距北京约100公里，天津城区3公里。项目定位于高端、私密、生态、宜居的国际化高尔夫森林别墅区，未来将建设成为涵盖27洞顶级高尔夫球场、超五星级度假酒店、酒店式服务公寓、高尔夫高端会员公寓、独栋企业会所等的高端高尔夫度假区。其世界级的高尔夫球场将由美加最著名的设计公司IBI把控整体球场设计规划，并将举办世界级的高尔夫赛事。

位置	天津市西青区津同公路杨柳青镇一经路立交桥北
总建筑面积	约400,000m ²
计划开盘时间	2013年



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

公司在商务地产上也有建树，为城市区域度身打造差异化的商务空间具体项目有北京阳光上东双子座和北京阳光878项目。

图 13：公司商务项目



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 14：公司品牌系列



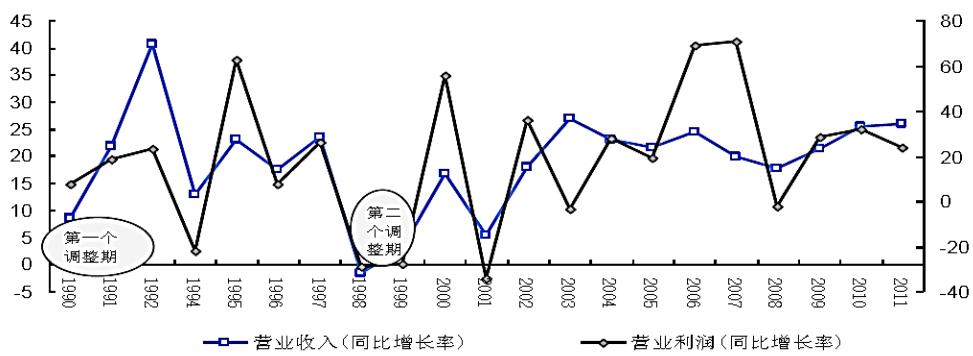
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

2. 西蒙地产集团和凯德置地带来的启示

2.1 城市广场是我国商业发展的主要方向

我国商业零售行业的发展历程可分为封闭期（1980 年-1990 年）、转型期（1991 年-2001 年）和加入世界贸易组织后的纵横拓展高峰期（2001 年-至今），目前中国的零售业呈现多业态（百货，连锁店，专卖店，仓储店，便利店，购物中心，奥特莱斯，电子商务（B2C, C2C）等）协同发展的趋势，彻底颠覆了以往的单一业态结构，中国目前已成为全球零售业最具发展潜力的国家之一。

图 15：零售行业近二十年收入及营业利润增速趋势

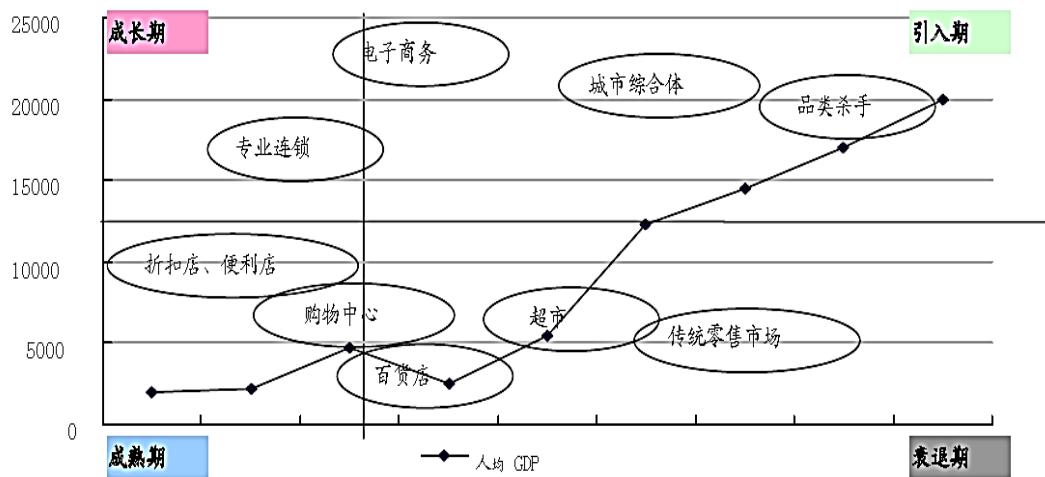


资料来源：东兴证券研究所高坤的《零售行业：百花齐放，百家争鸣—行业深度报告》

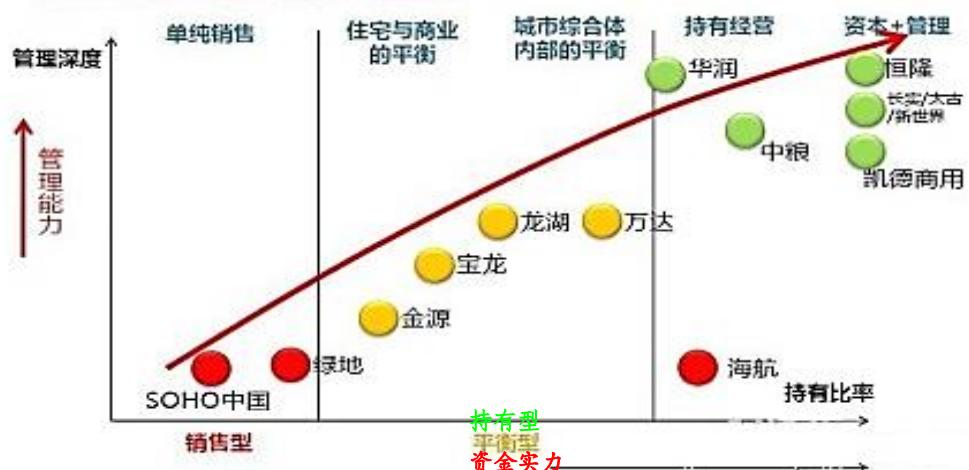
我国现阶段较低的行业集中度使得整个行业处以融资、并购、战略布局为主题的跑马占地。我国超市、百货的并购则主要集中在国内。而在全球一体化的趋势下，对于品牌制胜的可选专业连锁而言，国际化战略通过借力发展往往能够获得先导性、差异化的资源和诸如管理、物流软实力方面的经验，从而站在更高起点。

通过发达国家零售行业的发展逻辑来看，各种业态的演进与人均 GDP 的关系较为密切。我国目前的人均 GDP 已经达到 3700 美元左右，购物中心、便利店、家庭用品专卖店等业态已经具备快速成长的土壤。工业化迅猛发展对与制造业直接对接的专业连锁业态产生了积极的拉动作用，由此而引致的中国购物中心有可能比其它同样处于引入期的业态更先进入成长期。以发端于美国的购物中心为例，其发展的第二阶段（20 世纪 60 年代至 90 年代初，约 30 年）购物中心数量净增长 711%。

我国的购物中心有可能更先进入成长期。目前从商业数量分，国内处于商业地产第一阵营的主要包括万达、华润、中粮和阳光股份等；外资的企业为凯德置地、九龙仓、恒隆。（本节有关商业的内容摘选于东兴证券研究所高坤的《零售行业：百花齐放，百家争鸣—行业深度报告》）

图 16: 美国零售业态生命周期


资料来源：东兴证券研究所高坤的《零售行业：百花齐放，百家争鸣—行业深度报告》

图 17: 我国商业地产阵营分布及各自优势分布


数据来源：东兴证券研究所高坤的《零售行业：百花齐放，百家争鸣—行业深度报告》

2.2 世界第一的美国西蒙地产集团五年间股价增长 200%以上

美国西蒙地产集团(SimonPropertyGroup, 纽约证券交易所代码“SPG”)是北美最大的零售地产上市公司，并拥有北美地区公开发售的最大的商业地产信托基金(REITs)。公司总部位于美国印第安纳波利斯，公司拥有、开发和管理的零售地产类型主要包括以下五大类：区域性购物中心、名品直销折扣购物中心、娱乐主题型购物中心、社区及时尚生活中心、以及其他国家拥有的零售地产项目，其中大多数位于北美地区人口最多的 75 个城市。

公司商业物业项目遍布全球主要经常发达国家。截至 2012 年 12 月，公司在美国领土拥有或持有权益 317 家商业企业，其中包括 160 家购物中心，63 家名品折扣购物

中心, 68 个社区生活中心, 13 个大都会区购物中心(TheMills®), 以及 13 个其它的购物中心和直销中心。公司加大商业改造和扩张计划, 在美国有 56 个新主力店和 24 个大卖场在进行, 另外 2013 年有 30 个项目计划启动。国际方面, 截止到 2012 年 12 月 31 日, 公司拥有日本 8 家、南韩 2 家、墨西哥 1 家和马来西亚一家项目。此外, 公司还拥有 Klépierre 28.9% 的股权。Klépierre 是一个位于巴黎的房地产上市公司, 它拥有分布在欧洲 13 个国家逾 260 个购物中心。

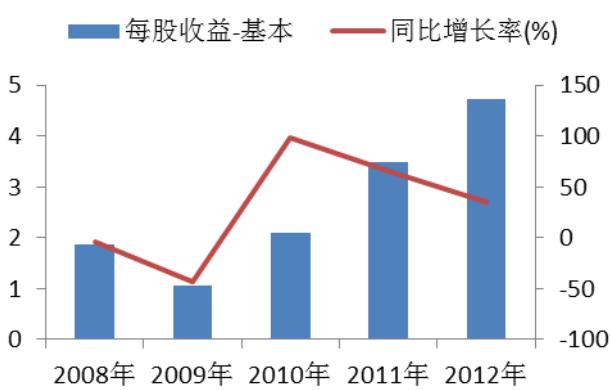
公司商业物业的出租率相当高。截止到 2012 年 12 月 31 日, 购物中心、名品折扣购物中心和其它财产零售区所拥有的可租面积出租率达 95.3%, 大都会区购物中心的出租率大约为 97.2%, 社区/生活方式中心出租率达 94.7%。

西蒙地产是全球商业地产之王, 商业地产项目业务范围覆盖北美、欧洲及亚洲地区, 核心业务包括商业地产投资、开发、出租及物业管理。公司是标准普尔 500 指数成分股之一, 2012 年底市值约 465 亿美元, 超过美国前五名零售地产公司中另外四家公司的总和。2012 年, 西蒙集团营业收入约 49 亿美元, 净利润 14 亿美元, 业绩保持持续增长。

2012 年公司营业总收入 4880084 千元 (USD), 同比增长 13.32%。每股收益 4.27 元 (USD), 同比增长 35.63%。市场一直给予西蒙地产一个很高的 PE 水平, 其中在 2010 年 PE 最高达 131.02。2012 年公司 PE 平均为 34.99, 最高 46.52, 最低 29.14; 2012 年 PB 平均为 7.69, 最高 8.82, 最低 6.78。

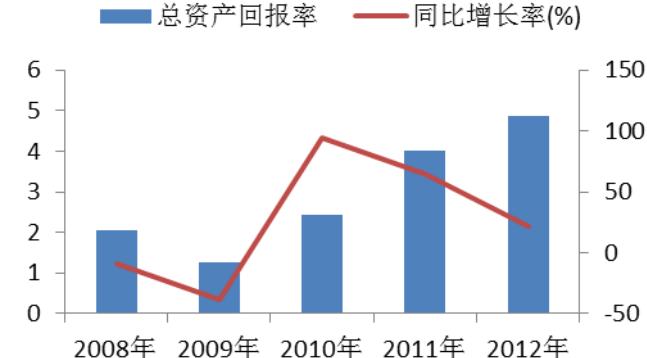
公司 2010 年至 2012 年近三年中的每股收益平均增长达 66.48%。截止 2013 年 11 月 2 日西蒙地产的股价为 148.84 美元/股, 从 2009 年初开始至今股价累计上涨了 189.07%, 而同期纳斯达克 OMX 指数增长只有 50.78%; 其中在近五年中西蒙地产的股价最高上涨达 250.24%, 而纳斯达克 OMX 指数最高只有 51.59%。

图 18: 西蒙地产集团每股收益及增长情况

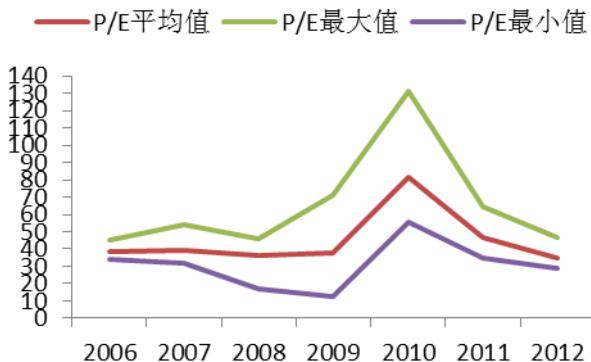


资料来源: 彭博、东兴证券研究所

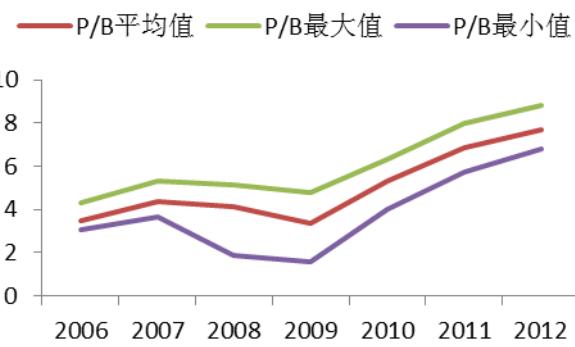
图 19: 西蒙地产集团总资产回报率及增长情况



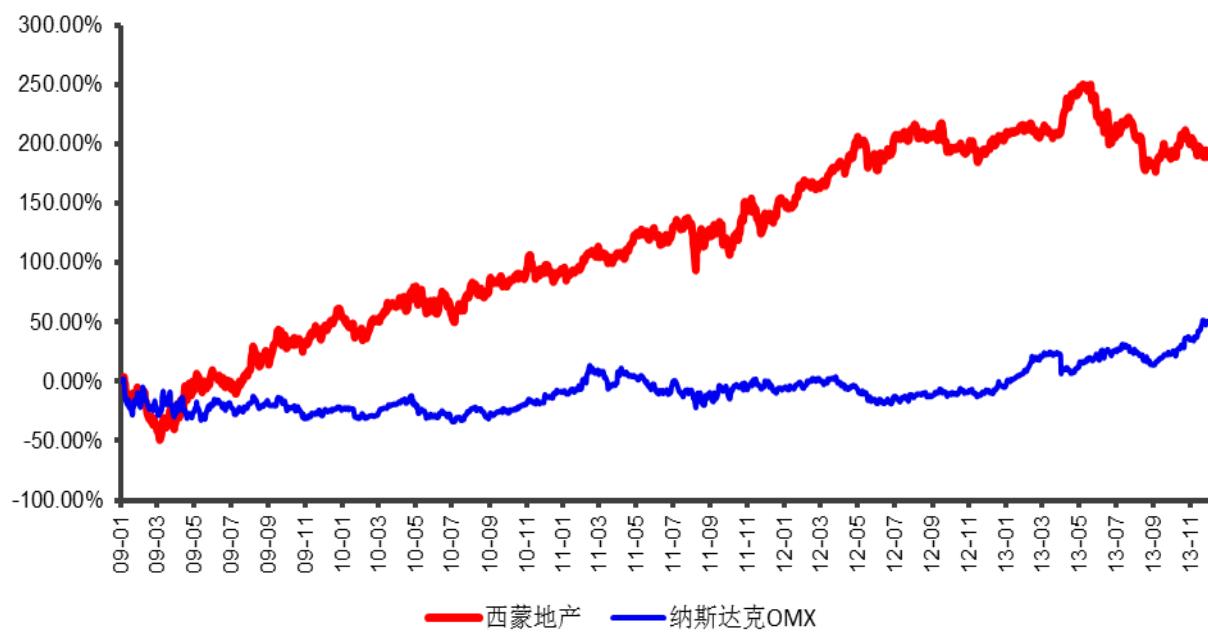
资料来源: 彭博、东兴证券研究所

图 20: 西蒙地产集团 PE 平均值保持在 35 倍以上


资料来源：彭博、东兴证券研究所

图 21: 西蒙地产集团近几年 PB 平均值保持 7 左右


资料来源：彭博、东兴证券研究所

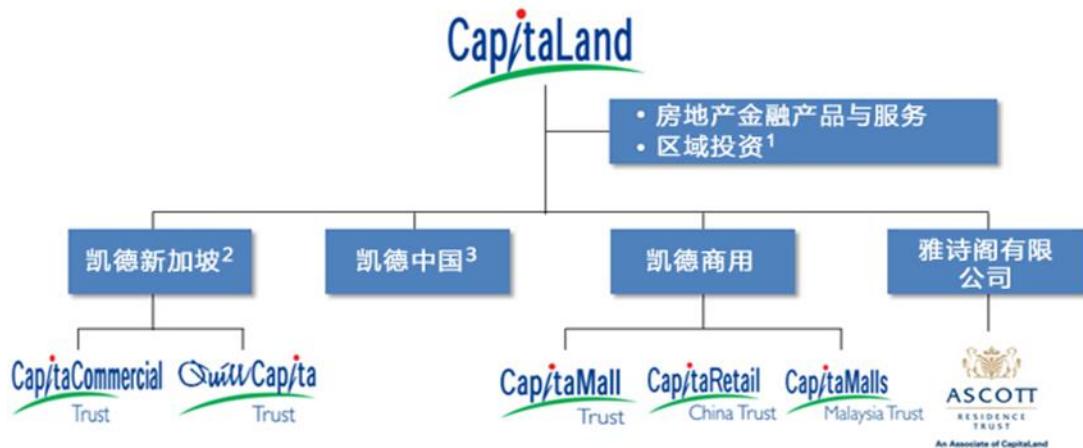
图 22: 西蒙地产“SPG”2009 年 1 月 1 日至 2013 年 11 月 2 日股价增长最高达 250.24%


资料来源：彭博、东兴证券研究所

2.3 新加坡凯德置地已在中国先行

凯德集团是亚洲规模最大的房地产集团之一，总部设在新加坡，并在新加坡上市。集团的房地产和房地产基金管理业务集中于核心市场新加坡和中国。

图 23：凯德集团结构图



资料来源：东兴证券研究所

截至 2012 年 12 月 31 日,公司拥有并管理 101 家购物中心,其中 81 家已投入运营,另有 20 家正在开发中。凯德商用的购物中心项目包括位于世界著名购物街道之一的新加坡乌节路的 IONOrchard 及狮城 68、新加坡来福士城及克拉码头。在中国的标志性项目包括北京凯德晶品购物中心、上海凯德龙之梦虹口、上海来福士广场及成都凯德广场·金牛等。

图 24：凯德在国内的主要项目



资料来源：东兴证券研究所

凯德商用的主要经营策略是在于投资、开发及管理处于亚洲，以零售商用为主的多元化地产组合，并致力于强化本身在亚洲作为顶尖的购物中心开发商、拥有者及管理者地位。凯德商用一体化的购物中心经营模式涉及商业地产投资、开发、购物中心运营、资产管理及基金管理等范畴。

凯德集团看好中国房地产市场，于1994年进入中国，是中国领先的房地产外企。目前在40余座城市运营超过130个项目，开发规模逾2,200万平方米。集团在中国的三大业务单位，包括凯德中国、凯德商用中国和雅诗阁中国，核心业务涵盖住宅、办公楼、购物中心、服务公寓、综合房产及房地产金融，总管理资产超过2,000亿元人民币。其中凯德商用以物业资产总值及地理覆盖范围计算，亚洲上市的最大购物中心开发商、拥有者及管理者之一。

图 25：凯德商用的经营模式

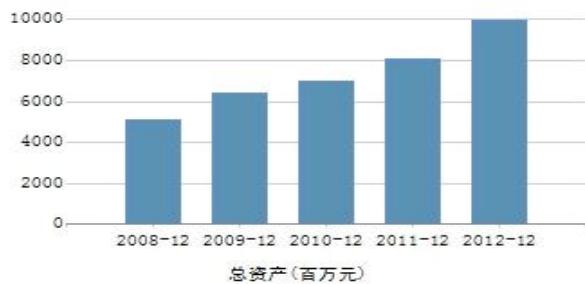


资料来源：公司材料、东兴证券研究所

凯德商用进入中国商业地产市场也已初具规模，截至2012年12月31日，凯德商用与中国36个城市内拥有共59家购物中心，总建筑面积为64.8百万平方尺。其中49家已投入运营。在2012年，公司在中国有七家购物中心开业，分别是北京的凯德MALL、武汉的凯德广场、哈尔滨的凯德广场、日照的凯德广场、西安的凯德广场、成都来福士广场及宁波来福士广场。12年通过收购持续扩大公司的资产组合，收购一幅土地用于兴建北京南部的首家购物中心，并成为在北京的第九家购物中心。2013年底成都人凯德广场-天府、凯德广场-魅力城及凯德广场-金牛二期开业。

近二年凯德商用总资产规模不断增加，2012年达9,931,334.00千元(SGD)，同比增长22.94%，同比2011年的15.7%提高7.24个百分点。营业收入达363,498.00千元(SGD)，同比增长44.61%。从2012年初至今的二年中凯德商用(js8)股价累计上涨了72.53%，而同期新加坡海峡指数增长只有18.61%；其中在近二年中凯德商用(js8)的股价最高上涨达92.27%，而新加坡海峡指数最高只有28.49%的涨幅。

图 26: 凯德商用总资产变化



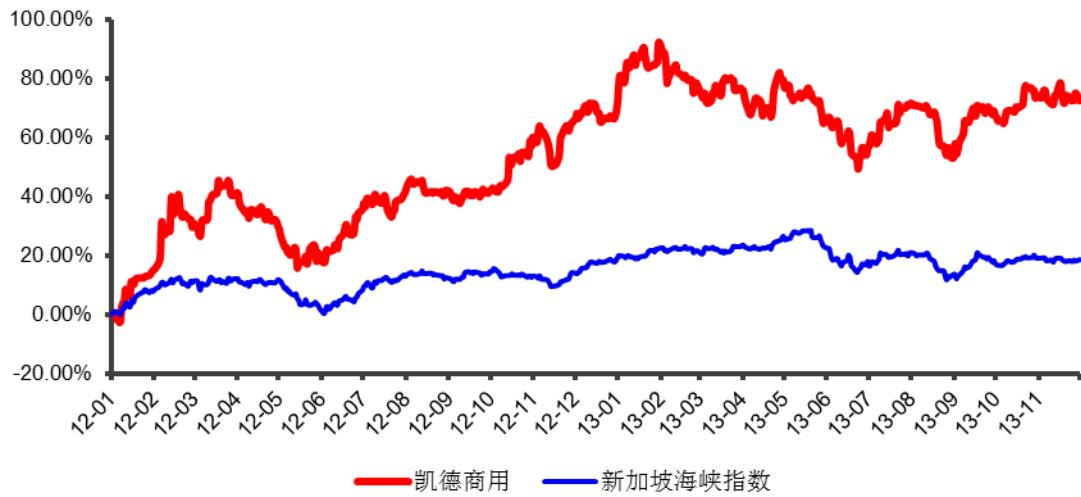
资料来源:彭博、东兴证券研究所

图 27: 凯德商用总营业收入变化



资料来源:彭博、东兴证券研究所

图 28: 2012 年 1 月 1 日至 2013 年 11 月 2 日凯德商用 (JS8) 股价超越海峡指数 50%以上



资料来源:彭博、东兴证券研究所

3. 阳光股份 A 股上市公司中的商业地产整合龙头

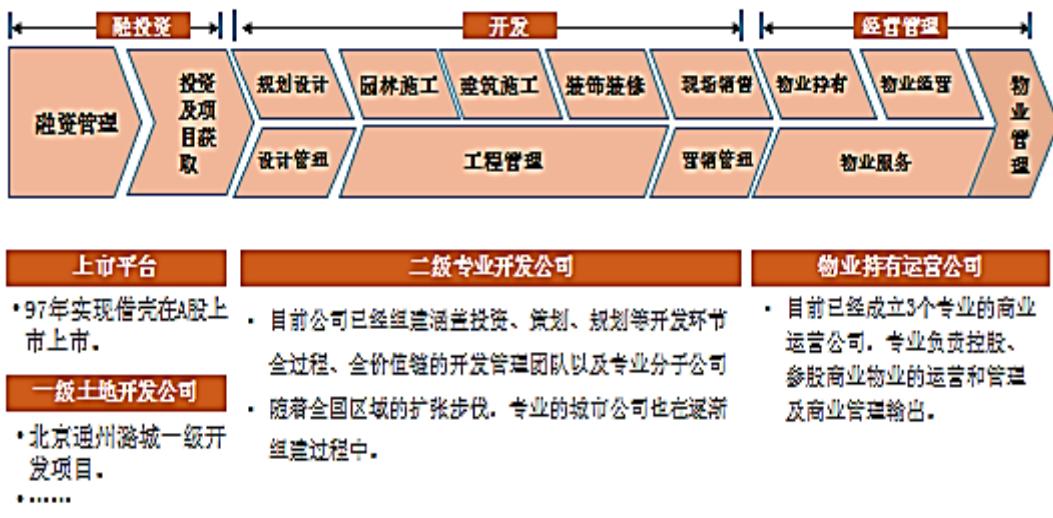
经过 7 年的商业地产经验的积累,阳光股份一直坚持打造的全价值链商业运营模式日趋成熟,为公司实现“中国领先的商业地产集团”的目标奠定了坚实的基础。作为国内第一家引进国际战略投资的 A 股上市地产公司,阳光新业独特的商业模式,使其已成为了国内商业地产全价值链运营的领先者。

从 2007 年阳光新业开始转型商业地产的起始,公司就已经为商业地产的长远发展,成立了商业管理公司。目前,阳光新业旗下已有 5 家专业的商业管理公司,其中 3 家是阳光新业完全持有的,另 2 家与业内知名公司合作。阳光新业目前已形成以资金管理、项目管理、商业管理、资产管理构建起的全价值链业务平台,公司已能在商业地产价值链上的每个环节都可以创造出独立的盈利能力。

我们认为公司拥有这些专业并具规模的商业管理公司，已在目前国内市场上奠定行业领先的地位，是A股市场中商业地产整合的龙头上市公司，并将成为国内商业地产开发与经营的引领者，市场前景非常广阔。阳光股份估值严重低估，从2014年开始公司将进入估值和业绩双提升阶段，将来很有可能打造成为中国的西蒙地产。

公司已拥有整合整个商业地产的全价值链模式，第一阶段的“全价值链开发自我整合”已开始进入高潮、“通过管理输出整合市场”已进入实施阶段，公司正在进入对商业地产市场全面整合的新征程。

图 29：阳光股份全价值链业务



资料来源：公司材料、东兴证券研究所

3.1 “全价值链开发自我整合”已开始进入高潮

近几年公司已对现有项目进行整合改造，并取得所改造项目效益的显著提升。目前公司已实现对青岛南京路、北京分钟寺、天津友谊路和天津东丽区的三家新业广场和一家新业生活广场进行了整合改造，整改取得明显的收益增长，这四家整合改造后的项目租金收入成倍增长，其中分钟寺项目的当年租金由改造前1860万元提升到4438万元；青岛南京路项目由1932万元提升到3712万元；天津友谊路项目由5178提升到10733万元。2013年10月开张的东丽项目预计增长在400%左右。

公司的整合改造能力极强，公司将进一步对控制的项目进行整合改造，其中有六家公司将进入实施计划中，根据历史经验和项目当前的情况，改造后可以增加约70万平米的规划建筑面积。

表 2：现有整合改造项目改造后增收情况

项目名称	产品系列	开业时间	改造前可租 面积(平米)	改造后可租 面积(平米)	改造前租金 收入(万元)	改造后租金 收入(万元)	整合改造 后收入增 长率(%)
青岛南京路	新业广场	2010年12月	35,282.00	45,863.90	1,932	3,711.70	92%
北京分钟寺	新生活广场	2011年7月	25,862.00	29,214.00	1,860	4,437.68	139%
天津友谊路	新业广场	2013年1月	35,874.00	55,129.00	5,178	10,732.88	107%
天津东丽	新业广场	2013年10月	13,692.36	60,000.00	1,000	5,000.00(E)	400%
西安莲湖	新业广场	改造中	41,309.12		1,908		

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

● 青岛南京路新业广场

项目位于青岛市市北区南京路与辽阳西路交叉路口处，建筑面积约 67,000 平方米。项目位于青岛 CBD 核心区，地处在建地铁 3、4 号线的中转站之上。以“美特好”、“星美国际影城”为主力店，采用涵盖购物、美食、娱乐、休闲的一站式商业模式，将引领青岛市北区时尚娱乐新方向。目前必胜客、KFC、麦当劳、新华书店、屈臣氏、苏宁电器、同仁堂等知名品牌已进驻。

图 30：青岛南京路新业广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 31：青岛南京路新业广场项目图



资料来源：东兴证券研究所

● 北京分钟寺新业广场

项目位于北京市南三环东路与成寿寺路交口东南角，建筑面积约 50000 平方米。项目北临南三环东路与京津塘高速路交汇处的商业核心区。项目周边云集众多精品住宅，包括四方景园、鑫源国际、文成建筑、晶城秀府、中海城、华芳园、方庄 6 号、亚胜·铂第公馆等。1 公里内核心商圈的人口数量约为 10 万人左右，3 公里内次级商圈人口数量约为 50 万人左右，总人口约为 60 万。预计未来 3 年内，人口数量将超过 80 万。消费人群的年龄结构横跨 0-60 岁，家庭消费需求旺盛，为项目本身提供了强大的购买能力。商业定位集购物、餐饮、娱乐、休闲为一体的时尚生活购物中心。主

力店有 1) 星美国际影城、2) 华润万家。经营以特色餐饮、儿童天地、休闲服饰、生活配套为四大主题业态。

图 32: 北京分钟寺新业广场项目位置图


资料来源：东兴证券研究所

图 33: 北京分钟寺新业广场项目图


资料来源：东兴证券研究所

● 天津友谊路新业广场

项目位于天津市河西区黑牛城道与友谊路交口，总建筑面积（改造后）约 99,000 平方米，地处天津城南商业核心要位。周边众多的星级酒店、写字楼、百货商场及文体功能场馆会集。周边云集众多精品住宅，海逸长洲、世纪梧桐公寓、水岸公馆、俊城橡树园等 20 多个项目。主力店有华润万家、星美国际影城。

图 34: 天津友谊路新业广场项目位置图


资料来源：东兴证券研究所

图 35: 天津友谊路新业广场项目图


资料来源：东兴证券研究所

● 天津东丽新业广场

项目位于天津东丽经济开发区二经路 1 号，为城区与滨海新区的中间区域，总占地约 117000 平方米，总建筑面积约 276000 平方米，其中：商业建筑面积约 124000 平方米，住宅建筑面积约 149000 平方米。城铁站紧邻本项目能带来更多客流；项目公交接驳情况较好，有 11 条公交线路在项目门前经停。本项目商圈覆盖人口约 30 万人。主力店有华润万家超市。

图 36：天津东丽新业广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 37：天津东丽新业广场项目图



资料来源：东兴证券研究所

● 西安莲湖新业广场

项目位于西安市莲湖区西二环内大庆路 120 号，建筑面积约 42000 平方米，以华润万家超市、唯真家具为主力店的区域型大型综合购物中心，还将结合多间时尚品牌、星级影院、特色主题餐厅、美食广场及精致生活服务。项目周边半径三公里有新建在建住宅项目 23 个，总建筑面积 251 万平方米。目前周边半径一公里人口约为 10 万人，半径三公里预计人口为 45 万人。项目未来周边半径三公里预计人口增加 6.5 万人左右。此区域新增人口整体富裕程度相对较高。

图 38：西安莲湖新业广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 39：西安莲湖新业广场项目图



资料来源：东兴证券研究所

目前，公司还有6个拥有区域优势项目可进行后期整合改造，这些项目目前的建筑面积20.37万平方米，经我们估算整合改造后的建筑面积可达94万平方米，将增加73.63万平方米的出售和出租面积。公司“全价值链开发自我整合”已开始进入高潮。

表3：公司预计可改造项目一览

项目名称	改造前建筑规划面积	预计改造后规划建筑面积	预计售价(元/平方米)
天津十一经路	3.72	9	20000
天津北辰	2.75	40	15000
天津天环	2.5	20	15000
北京西四环	5.2	10	50000
唐山路北	1.3	5	8000
沈阳建设路	4.9	10	8000
合计	20.37	94	

资料来源：东兴证券研究所

● 天津十一经路新业广场

项目位于天津市河东区十一经路与六纬路交口，建筑面积（改造后）约为120,000平方米。此项目由著名跨国公司担当设计，引入全球领先商业建筑设计概念，为超12万平米地标性都市综合体建筑，购物中心、公寓、写字楼合三为一，构筑商业黄金组合。购物中心部分超6万平方米，集购物、餐饮、娱乐、观光、休闲于一体，为天津大都会的购物中心，紧邻河东区政府、凯悦大酒店、海信广场、国际大厦等众多顶级写字楼、酒店、名品公寓、商场。连通天津轨道交通三大干线之一的地铁9号线，拥有往来“北京——天津站——滨海”一线庞大的商务和观光休闲客流。天津近半数的甲乙级写字楼、四五星级酒店、涉外公寓聚集于此，本项目的建成有望寡占河东中、东部大半区域，所辐射的常住人口将超100万人。项目购物与餐饮娱乐休闲的比例接近50:50，提供流行时尚的零售业态及缤纷娱乐休闲的服务设施。

图40：天津十一经路新业广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图41：天津十一经路新业广场项目规划图



资料来源：东兴证券研究所

● 天津北辰阳光新生活广场

项目位于天津市北辰区京津公路吴嘴村天穆镇政府对面，建筑面积约 27500 平方米。

目前以华润万家超市为主力店的社区型购物中心。

图 42: 天津北辰阳光新生活广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 43: 天津北辰阳光新生活广场项目图



资料来源：东兴证券研究所

● 天津天环阳光新生活广场

项目位于天津市红旗路 242 号，项目体量建筑面积约 25000 平方米。项目紧邻天津市长途运站，目前是以华润万家超市为主力店的社区型购物中心。

图 44: 天津天环阳光新生活广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 45: 天津天环阳光新生活广场项目图



资料来源：东兴证券研究所

● 北京西四环阳光新生活广场

项目位于北京市丰台区西四环中路 78 号，建筑面积约 54000 平方米。紧邻西四环主干道，目前是以华润万家超市、家得宝家居超市为主力店，集购物、餐饮、服务为一体的社区型综合购物中心。

图 46: 北京西四环阳光新生活广场项目图


资料来源：东兴证券研究所

图 47: 北京西四环阳光新生活广场项目位置图


资料来源：东兴证券研究所

● 唐山路北阳光新生活广场

项目位于唐山市路北区体育馆道 2 号，建筑面积约 13000 平方米，目前以华润万家超市为主力店的社区型购物中心。

图 48: 唐山路北阳光新生活广场项目位置图


资料来源：东兴证券研究所

图 49: 唐山路北阳光新生活广场项目图


资料来源：东兴证券研究所

● 沈阳建设路新业广场

项目位于沈阳市铁西区建设中路 52 号，建筑面积约 49000 平方米，目前以华润万家超市为主力店的区域型大型综合购物中心。铁西区原为老工业区，随着工厂的搬迁和商品住宅的兴建，铁西区已经成为沈阳重要的商业、居住区，2008 年被评为全球最佳宜居奖。以 26-60 岁为主的项目周边社区及铁西区居民。

图 50：沈阳建设路新业广场项目位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 51：沈阳建设路新业广场项目图



资料来源：东兴证券研究所

3.2 “通过管理输出整合市场”已扬帆

2011 年，阳光新业在已有的管理平台基础上，还向外延伸出了创新业务平台，即形成了包括全程资产管理、包租、商业管理服务输出等相对完整的轻资产业务体系。

2012 年，阳光新业参股并接受委托管理 18 个项目；

轻资产的管理服务输出项目包括已开业的天津绿游天地，还有已签署管理服务协议的上海松江区和上海淮海路锦江国际购物中心项目（原万得城）、嘉兴协和广场项目、嘉兴富安广场项目、杭州运河上街项目、济南泉城旺角项目、鞍山兴隆项目、辽宁葫芦岛项目、沈阳全运村项目等。

● 天津绿游天地

项目位于天津滨海新区中心区，所在区域板块享有“滨海新区最重要的一平方英里”，商业建筑面积约 29,000 m²，商场于 2012 年 10 月开业。项目打造轻松、舒适的立体生态商业空间，是集购物、餐饮、时尚休闲等功能于一体的情景式绿色购物公园，将成为天津的商业新地标。

图 52: 天津管理输出项目位置图


资料来源：东兴证券研究所

图 53: 天津管理输出项目图


资料来源：东兴证券研究所

● 上海淮海路项目

锦江国际购物中心的管理服务协议是在 2013 年 8 月 21 日签约，该项目位于作为上海商业中心的淮海路黄金商业街的核心位置，总面积约 1.8 万平方米。此项目将打造成为一个集时尚、旅游、聚会、美食、休憩为一体的高端体验式购物中心。上海淮海路锦江国际购物中心项目是公司管理输出的一个重要项目，将加快公司商业管理和商业地产走向全国的步伐，加快公司商业地产规模的提升。

图 54: 上海淮海路管理输出项目位置图


资料来源：东兴证券研究所

图 55: 上海淮海路管理输出项目图


资料来源：东兴证券研究所



表 4: 公司参股和管理的公司情况

序号	项目名称	产品系列	地点	所有权 (%)	建筑面积 (m ²)	可租面积 (m ²)	主力店
1	天津友谊路	新业广场	天津市河西区黑牛城道 125 号	10%	44,656.86	24,833.87	华润万家 家得宝
2	北京分钟寺	新业广场	北京市丰台区南三环东路成寿寺路 2 号	33%	48,976.00	29,214.00	华润万家 星美影院
3	青岛南京路	新业广场	青岛市市北区辽阳西路 100 号	9.5%	67,360.50	45,863.90	美特好 家得宝
4	天津十一经	新业广场	天津市河东区十一经路于六纬路交口	10%	37,226.76	22,359.00	华润万家
5	天津紫山路	新生活广场	天津市河西区气象台路 100 号	40%	37,008.31	26,590.06	华润万家
6	天津南楼北	新生活广场	天津市河西区大沽南路	10%	30,141.89	21,263.62	华润万家
7	郑州南阳路	新生活广场	郑州市金水区南阳路 300 号	10%	17,349.86	15,870.00	华润万家
8	郑州嵩山路	新生活广场	郑州市二七区嵩山南路 19 号	33%	19,898.99	16,016.00	华润万家
9	石家庄新华	新生活广场	石家庄市新华区友谊北大街 418 号	32%	37,562.88	33,091.79	华润万家
10	北京西四环	新生活广场	北京市丰台区西四环中路 78 号	34%	51,898.35	40,517.59	华润万家 家得宝
11	沈阳建设路	新业广场	辽宁省沈阳市铁西区建设中路 52 号	40%	49,076.00	43,202.80	华润万家
12	西安莲湖	新业广场	西安市莲湖区大庆路 120 号	10%	41,533.00	41,309.12	华润万家 家得宝
13	西安北郊	新生活广场	西安未央路 105 号	32%	9,570.97	9,570.97	华润万家
14	唐山家乐	新生活广场	河北省唐山市路北区体育馆道 2 号	36%	12,815.77	12,815.77	华润万家
15	天津北辰	新生活广场	天津市北辰区京津公路吴嘴村天穆镇政府对面	100%	27,531.45	25,967.03	华润万家 家得宝
16	天津东丽	新业广场	天津市东丽区东丽开发区津塘公路南, 一经路东	10%	48,365.98	13,692.36	华润万家 家得宝
17	天津天环	新生活广场	天津市南开区红旗路 242 号	34%	24,791.97	24,426.47	华润万家 家得宝
18	沈阳长青路	新生活广场	沈阳市长青街 121 号	100%	43,436.00	29,228.10	沃尔玛 星美影院

资料来源：东兴证券研究所

4. 公司盈利预测分析与投资评级

公司的主营业务收入主要分三个部分：房地产开发与销售、投资性房地产租赁业务和管理服务输出。2012年，公司实现营业收入5.46亿元，其中房屋开发与销售为1.91亿元，投资性房地产租赁为2.5亿元，项目管理、资产交易、市场研究及策划顾问服务费和代理费及手续费收入等其他收入为1.04亿元。

表5：公司历年营业收入

营业收入（百万元）	2010	2011	2012
开发产品销售	2765.70	509.44	191.23
投资性房地产租赁	226.77	237.5	250.01
其他业务收入		57.856	104.73
合计	2992.47	805	546

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表6：公司2012年主营业务构成情况

营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年	营业成本比上年	毛利率比上年
			同期增减(%)	同期增减(%)	同期增减(%)
分行业					
开发产品销售	191,231,000.00	27,444,000.00	85.65%	-62.46%	-90.36%
投资性房地产租赁	250,014,000.00	62,800,000.00	74.88%	5.27%	2.22%
分产品					
北京阳光上东项目	184,240,000.00	24,152,000.00	86.89%	-27.87%	-66.63%
青岛城阳项目				-100.00%	-100.00%
天津万东花园项目	3,839,000.00	3,216,000.00	16.23%	-91.37%	-92.62%
盛世嘉园				-100.00%	-100.00%
其他开发项目	3,152,000.00	76,000.00	97.59%	-85.54%	-99.21%
商业出租	241,730,000.00	61,546,000.00	74.54%	4.91%	2.26%
写字楼出租	8,284,000.00	1,254,000.00	84.86%	16.89%	0.00%
分地区					
北京地区	395,444,000.00	78,214,000.00	80.22%	-22.24%	-48.31%
山东地区				-100.00%	-100.00%
天津地区	3,839,000.00	3,216,000.00	16.23%	-91.37%	-92.62%
四川地区	41,962,000.00	8,814,000.00	79.00%	1.96%	0.01%

资料来源：公司材料，东兴证券研究所

表 7: 2012 年公司自持物业收入情况

序号	项目名称	地点	阳光权益 (%)	建筑面积 (m ²)	2012 年租金收入 (万元)
1	朝阳新业广场	北京市朝阳区朝阳路十里堡 1 号	100%	80,846.13	6,964.00
2	通州阳光新生活广场	北京市通州九棵树 48 号院	51%	37,692.66	4,753.00
3	北苑新业广场	北京市朝阳区北苑大羊坊 10 号	51.03%	34,740.85	2,916.00
4	成都建设路阳光新生活广场	成都市建设路 2 号	55%	82,011.43	4,196.00
5	西直门新业广场	北京市西直门外大街 112 号	65%	52,094.88	4,743.00
合计				287,385.95	23,572.00

资料来源: 公司资料、东东兴证券研究所

4.1 房地产开发与销售业务开始提升

2006 年, 公司引入 GIC 之后, 便逐步向商业地产开发业务转型。2007 年, 公司联合其股东 GIC 共同收购了天津“家世界”旗下的商业物业。2011 年, 公司出售山东区域的 4 个住宅项目, 以回笼资金, 加快上而言类项目与综合类项目的开发。因此, 从 2011 年开始, 公司的房地产开发与销售(尤其是住宅的开发销售)逐年下滑。2011 年和 2012 年分别实现营业收入 5.09 亿元和 1.91 亿元, 较 2010 年 27.66 亿元的营业收入大幅下降。

公司未来的开发项目中将更多的以综合体为主, 纯住宅项目减少, 取而代之更多的是综合体项目。2012 年实现开发产品销售收入 1.91 亿元, 成都锦尚、天津杨柳青和天津辛庄项目将在未来贡献较多开发产品销售收入。2013 年公司主要结转项目还是阳光上东尾盘, 2014 年-2015 年成都锦尚、天津杨柳青和天津辛庄项目将贡献较多开发产品销售收入。

表 8: 出售子公司情况

被出售子公司	出售权益 比例	出售价格 (万元)	授予权对象
青岛阳光滨海置业有限公司	100%	3,190	首创朝阳房地产发展有限公司
青岛千千树置业有限公司	100%	1102	首创朝阳房地产发展有限公司
烟台阳光新业房地产开发有限公司	100%	6,835	首创朝阳房地产发展有限公司
烟台阳光骊都房地产开发有限公司	100%	5000	首创朝阳房地产发展有限公司
烟台阳光骊臻房地产开发有限公司	100%	7,450	首创朝阳房地产发展有限公司

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 9: 公司销售项目情况

项目名称	类型	位于	权益	建筑面积	未结面积	权益未结	楼板价	售价
北京阳光上东项目	住宅	北京	100%	69.5	3.2	3.2	1461	60000
成都锦尚项目	综合	成都	51%	25	25	12.8	2000	14500
杨柳青项目	综合	天津	100%	28.2	26.1	26.1	2739	15000
其中: 商业金融	商业	天津	100%	8.3	8.3	8.3		
住宅	住宅	天津	100%	19.9	18.5	18.5		
辛庄项目	综合	天津	51%	51.9	51.9	26.5	1345	11500
其中: 商业金融	商业	天津	51%	25	25	12.7		
住宅	住宅	天津	51%	26.9	26.9	13.7		
合计				174.5	106.8	69.2		

资料来源: 东兴证券研究所

4.2 公司投资性房地产租赁业务稳定增长

公司目前主要持有 5 个持有型物业, 4 个位于北京、一个位于成都, 合计总建筑面积 33.23 万平方米。公司的持有物业位于较好, 盈利稳定, 历年实现营业收入约在 2.2 亿元左右, 并保持稳定增长。2012 年实现租赁收入 2.38 亿元, 较 2011 年增长 4.3%

表 10: 公司持有物业一览

公司项目	项目位于	权益比例	总建筑面积(万平米)	可租面积			租赁收入(万元)			主要承租人	
				(万平米)	米)	2010 年	2011 年	2012 年		开业日期	
北京阳光大厦项目	西城区西直门外大街 112 号	65%	5.21	4.6		4713	4647	4742	华堂商场		
北京通州商业项目	通州九棵树 48 号院 瑞都景园北区 1A#楼	51%	3.77	3.1		4046	4379	4880	家乐福	2006 年 10 月	
北京北苑科创大厦项目	北京市朝阳区北苑大羊坊 10 号	51%	3.47			2958	2913	2916	华堂商场	2009 年 9 月	
北京 A-ZTown 商业楼项目	北京市朝阳区朝阳路十里堡 1 号	100%	8.08	4.15		6460	6755	7056	华堂商场	2010 年 1 月	
成都 A-ZTown 商业楼项目	成都市建设路	55%	8.20	5.98		3721	4115	4198	华堂商场	2010 年 7 月	
合计			28.74			21899	22812	23792			

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

公司未来还将至少有 3 个商业地产项目竣工, 分别是成都的锦尚项目、天津的杨柳青项目和天津辛庄项目, 根据公司长期持有物业的战略规划, 其中的部分商业项目有望被公司持有并运营。

4.3 公司代管物业逐步起色

公司 2007 年与大股东 GIC 一起收购天津“家世界”集团的资产后，一方面占有 10% 的股份，获取了一定的收益权；一方面公司负责物业的改造，招商与运营，获得管理收益。2010-2012 年，这 18 个项目为公司带来管理收入分别为 4812 万元、5546 万元和 5671.6 万元。目前从投资收益的角度来讲，这 18 个物业的贡献较少，多数还处于亏损状态（主要因为折旧摊销较大），目前主要是管理费贡献收入。

另外，从 2010 年开始，公司逐步提供管理输出服务，即为物业持有者提供包括投资、策划、规划设计、招商、资产管理、运营、工程开发建设、营销等的全程资产管理服务，公司获得管理收益。2012 年公司管理服务输出业务取得突破性进展，资产管理能力获得行业认可，10 月 28 日第一个管理服务输出项目——天津绿游天地开业，上海锦江国际购物中心正在。2013 年实现管理服务收入 580 万元，其他管理服务收入 4000 万元，2013 年管理服务收入开始增长。

4.4 变更会计政策，真实价值凸显

2013 年 12 月 24 日公司发布公告，公司拟从 2014 年 1 月 1 日起将投资性房地产后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式。公司目前持有的投资性房地产为北京阳光大厦、北京阳光上东商业底商、北京北苑华堂、北京 A-Ztown、北京通州瑞都商业、成都 A-Ztown，以及参股公司的投资性物业。

截止 2013 年 10 月 30 日，公司以成本计量投资性房地产的价值为 19.32 亿元。公司变更为公允价值计量方法后，我们估计公司的投资性房地产价值将大幅提升至 76 亿元。如果公司物业评估价值保持 5% 的增长，则公司每年的公允价值变动损益可以增厚利润约 3.8 亿元。

同时，会计政策的变更除了影响利润表外，公司的资产负债情况将有效改善，公司净资产的提升将有助于公司融资便利性提升。同时，公司以公允价值计量后将不再计提项目折旧，这将在进一步改善财务报表的盈利情况。

表 11：公司自持物业价值估计

项目名称	项目位置	权益比例	项目总建筑面积 (万平米)	估计售价 (元/平方米)
北京阳光大厦项目	西城区西直门外大街 112 号	65%	5.1	45000
北京通州瑞都商业项目	通州九棵树 48 号院瑞都景园北区 1A#楼	51%	4.6	20000
北京北苑科创大厦项目	北京市朝阳区北苑大羊坊 10 号	51%	6.23	30000
北京 A-ZTown 商业楼项目	北京市朝阳区朝阳路十里堡 1 号	100%	8.7	30000
成都 A-ZTown 商业楼项目	成都市建设路	55%	8.6	13000

资料来源：东兴证券研究所

4.5 盈利预测与估值

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。公司 NAV7.44 元，当前股价 4.85 元较 NAV 折让 34.81%。

表 12：公司项目预计计算表

项目名称	规划建面 (万平)	权益比例	预计销售 均价	预计结算面积 (万平米)		
				2013E	2014E	2015E
北京阳光上东项目	69.5	100.00%	50000	1		
成都锦尚项目	18.17	51.00%	13500		10	
杨柳青项目 (鹫岭)	27.27	100.00%	20000		2	2
辛庄项目(阳光波士顿)	51.88	51.00%	11430			15

资料来源：东兴证券研究所

表 13：公司营业收入预测表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
开发产品销售 (百万元)	191.23	500.00	1750.00	2114.50
投资性房地产租赁 (百万元)	250.01	262.51	288.77	303.20
其他业务收入 (百万元)	104.73	146.63	205.28	287.39
合计	545.98	909.14	2244.04	2705.09

资料来源：东兴证券研究所

表 14：公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价 (百万元)	2627.47
帐面净资产 (百万元)	2953.69
重估净资产 (百万元)	5581.16
总股本	749.91
NAV	7.44
当前股价	4.85
当前股价溢价	-34.81%

资料来源：东兴证券研究所

4.6 投资评级

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。我们认为阳光股份通过商业输出服务的优势能力已成为国内市场前列的整合专家，目前已在整合自身资产中已显出很

强的能力，在国内商业地产市场上也具备整合的技术领先优势并已取得成功实例，公司也是A股市场上商业地产整合的龙头企业。公司全过程、全价值链运营模式将成为国内商业地产开发与经营的引领者，市场前景非常广阔。公司的项目已占据了全国区域的中心地带，今后将中心地带为根据地向西北和东南二个大方向逐步扩张到向全国范围内。公司从2014年开始公司将进入估值和业绩双提升阶段，将来很有可能成为中国的西蒙地产。在不考虑公允价值等带来的业绩提升情况下，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，每股收益分别为0.39元、0.51元和0.68元，对应PE分别为12.81、9.77和7.26倍。公司NAV7.44元，当前股价4.85元较NAV折让34.81%，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级，六个月的目标价**6.56元**。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	3786	4239	3361	6573	7033	营业收入	806	546	909	2244	2705
货币资金	796	388	1846	673	812	营业成本	393	142	212	1226	1213
应收账款	8	12	6	14	17	营业税金及附加	115	98	91	224	271
其他应收款	1268	377	628	1551	1870	营业费用	71	80	100	101	135
预付款项	227	146	146	146	146	管理费用	152	157	200	180	243
存货	1487	3310	696	4030	3988	财务费用	78	75	-2	8	21
其他流动资产	0	6	39	159	200	资产减值损失	-203.57	0.05	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2470	2590	2897	3031	3107	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	340	472	472	472	472	投资净收益	-6.78	284.75	70.00	70.00	70.00
固定资产	24.40	24.13	294.07	430.00	506.93	营业利润	194	279	379	576	891
无形资产	16	16	14	12	11	营业外收入	9.67	45.49	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.01	0.63	2.00	2.00	2.00
资产总计	6257	6830	6257	9605	10139	利润总额	204	324	385	582	897
流动负债合计	2541	2577	1549	4245	3978	所得税	16	54	96	145	224
短期借款	70	0	0	2177	1589	净利润	187	270	289	436	673
应付账款	620	535	52	302	299	少数股东损益	14	5	0	58	164
预收款项	85	184	293	562	887	归属母公司净利润	173	265	289	379	509
-年内到期的非流动负债	290	239	0	0	0	EBITDA	354	375	418	649	988
非流动负债合计	659	890	1097	1365	1565	EPS (元)	0.23	0.35	0.38	0.50	0.68
长期借款	659	828	1028	1228	1428	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	3200	3467	2646	5610	5543	成长能力					
少数股东权益	522	563	563	621	784	营业收入增长	-73.49%	-32.30%	66.52%	146.83%	20.55%
实收资本(或股)	750	750	750	750	750	营业利润增长	-70.98%	43.73%	35.83%	52.03%	54.84%
资本公积	538	538	538	538	538	归属于母公司净利	8.69%	31.19%	8.69%	31.19%	34.59%
未分配利润	1165	1419	1575	1779	2055	获利能力					
归属母公司股东权益	2535	2800	3048	3374	3812	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	6257	6830	6257	9605	10139	净利率 (%)	23.23%	49.47%	31.74%	19.44%	24.88%
现金流量表						总资产净利润 (%)	2.77%	3.89%	4.61%	3.94%	5.02%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)	6.83%	9.48%	9.47%	11.22%	13.36%
经营活动现金流	-80	-598	1772	-3359	700	偿债能力					
净利润	187	270	289	436	673	资产负债率 (%)	51%	51%	42%	58%	55%
折旧摊销	82.29	21.21	0.00	65.63	74.63	流动比率	1.49	1.65	2.17	1.55	1.77
财务费用	78	75	-2	8	21	速动比率	0.90	0.36	1.72	0.60	0.77
应收账款减少	0	0	7	-8	-3	营运能力					
预收账款增加	0	0	109	269	325	总资产周转率	0.13	0.08	0.14	0.28	0.27
投资活动现金流	-182	521	-240	-130	-80	应收账款周转率	106	54	101	226	173
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.29	0.95	3.10	12.66	9.00
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-7	285	70	70	70	每股收益(最新摊)	0.23	0.35	0.38	0.50	0.68
筹资活动现金流	221	-340	-74	2316	-481	每股净现金流(最新)	-0.06	-0.56	1.94	-1.56	0.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.38	3.73	4.06	4.50	5.08
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.43	14.09	12.81	9.77	7.26
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.46	1.32	1.21	1.10	0.97
现金净增加额	-41	-417	1458	-1173	138	EV/EBITDA	11.07	11.67	6.88	9.91	5.98

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 年由中国东方资产管理公司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：

看高：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。