



全产业链推动14年估值、业绩双提升

——阳光股份（000608）报点评

2014年03月14日

强烈推荐/维持

阳光股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmg@dxzq.net.cn 010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件:

公司发布2013年年报。2013年，公司实现营业收入689,851千元，同比增26%；净利润1.91亿元，同比降27.95%。拟每10股派0.30元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	149.61	146.88	145.85	217.05	94.86	162.42	215.53
增长率（%）	10.87%	-43.48%	-41.36%	109.42%	-36.59%	10.58%	47.77%
毛利率（%）	76.55%	78.73%	66.38%	70.65%	66.87%	175.81%	44.92%
期间费用率（%）	39.66%	49.17%	84.70%	44.62%	34.45%	63.63%	42.60%
营业利润率（%）	50.09%	26.14%	114.58%	3.70%	39.03%	123.62%	-5.73%
净利润（百万元）	65.20	79.29	131.74	-6.77	37.67	138.52	18.53
增长率（%）	1092.10%	-59.39%	-736.60%	10.20%	-42.22%	74.71%	-85.94%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.11	0.18	-0.00	0.05	0.20	0.01
资产负债率（%）	54.81%	54.10%	50.76%	56.32%	56.52%	52.69%	59.60%
净资产收益率（%）	2.04%	2.45%	3.92%	-0.20%	1.12%	3.94%	0.54%
总资产收益率（%）	0.92%	1.13%	1.93%	-0.09%	0.49%	1.87%	0.22%

观点:

- 公司租赁收入增长明显。2013年，公司实现营业收入689,851千元，营业利润233,473千元，归属于母公司所有者的净利润191,274千元，与去年同期相比，公司营业收入增长26%，主要原因本年度公司开发产品销售增加及出售持有性商业物业资产所致；营业利润减少16%，归属于母公司所有者的净利润减少28%，主要原因因为本年度较上年度投资收益减少所致。公司实现商业物业租赁收入275,476千元，占公司年度营业收入的39.9%，主要来源于商业物业出租及写字楼出租；资产管理等服务收入86,091千元，占公司年度营业收入的12.5%；投资性房地产销售收入85,500千元，占公司年度营业收入的12.4%；综合性开发项目结算收入242,784千元，占公司年度营业收入的35.2%，主要来源于阳光上东项目。业绩低于预期主要是成都项目结算滞后所致，反过来对2014年的结算收入增加有利。

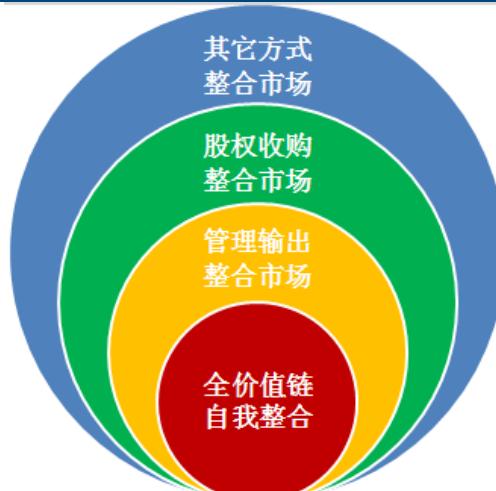
➤ **全价值链商业运营模式日趋成熟。**作为国内第一家引进国际战略投资的A股上市地产公司，阳光新业独特的商业模式，使其已成为了国内商业地产全价值链运营的领先者。2013年公司实现商业物业租赁收入275,476千元，占公司年度营业收入的39.9%，主要来源于商业物业出租及写字楼出租；资产管理等服务收入86,091千元，占公司年度营业收入的12.5%；投资性房地产销售收入85,500千元，占公司年度营业收入的12.4%；综合性开发项目结算收入242,784千元，占公司年度营业收入的35.2%，主要来源于阳光上东项目。租赁收入的增长得益于近几年公司已对现有项目的整合改造，使得所改造项目效益的显著提升。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。

表 1：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

➤ **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。

图 1：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

- **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%。
- **轻资产管理业务在大力加速。**公司签署上海淮海路新业广场、上海松江新生活广场资产管理协议，阳光品牌正式进入上海。天津友谊路新业广场、天津东丽新业广场完成商业升级重新开业，客流量、销售额和租金均大幅增长，未来将贡献较多的资产管理服务收入。

结论：

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。2013年公司收购大股东的商业地产资产后，将给公司的商业运营能力更添色彩。我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为21.59亿元、26.09亿元和33.05亿元，每股收益分别为0.47元、0.74元和0.82元，对应PE分别为9、6和5倍。维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F					2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
流动资产合计	4239	4916	5573	6067	7442	营业收入				546	690	2159	2609	3305
货币资金	388	913	648	948	992	营业成本				142	91	1178	1180	1496
应收账款	12	24	14	16	21	营业税金及附加				98	90	216	261	331
其他应收款	377	223	697	843	1068	营业费用				80	117	119	143	165
预付款项	146	208	208	208	208	管理费用				157	200	238	261	331
存货	3310	3548	3873	3879	4918	财务费用				75	7	19	21	19
其他流动资产	6	0	132	173	235	资产减值损失				0.05	-14.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2590	3645	3878	4009	4082	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	472	883	883	883	883	投资净收益				284.75	34.55	70.00	70.00	70.00
固定资产	24.13	36.71	305.15	439.59	515.03	营业利润				279	233	460	813	1033
无形资产	16	34	31	27	24	营业外收入				45.49	15.65	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出				0.63	0.56	2.00	2.00	2.00
资产总计	6830	8561	9451	10076	11524	利润总额				324	249	466	819	1039
流动负债合计	2577	2584	2967	2808	3363	所得税				54	61	116	205	260
短期借款	0	30	472	0	80	净利润				270	188	349	614	780
应付账款	535	410	290	291	369	少数股东损益				5	-3	0	58	164
预收款项	184	700	959	1272	1668	归属母公司净利润				265	191	349	556	616
一年内到期的非流	239	293	0	0	0	EBITDA				375	280	524	903	1131
非流动负债合计	890	2518	2725	2972	3172	BPS (元)				0.35	0.26	0.47	0.74	0.82
长期借款	828	2435	2635	2835	3035	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
负债合计	3467	5102	5692	5781	6535	成长能力								
少数股东权益	563	523	523	581	744	营业收入增长	-32.30	26.35%	212.99	20.81%	26.70%			
实收资本(或股本)	750	750	750	750	750	营业利润增长	43.73%	-16.27	96.92%	76.80%	27.13%			
资本公积	538	512	512	512	512	归属于母公司净利润	82.63%	59.26%	82.63%	59.26%	10.71%			
未分配利润	1419	1580	1768	2069	2401	获利能力								
归属母公司股东权	2800	2936	3236	3715	4244	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%			
负债和所有者权	6830	8561	9451	10076	11524	净利率 (%)	49.47%	27.24%	16.18%	23.54%	23.59%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	3.89%	2.23%	3.70%	5.52%	5.34%			
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	ROE (%)	9.48%	6.51%	10.79%	14.98%	14.51%			
经营活动现金流	-598	-448	-342	801	-51	偿债能力								
净利润	270	188	349	614	780	资产负债率 (%)	51%	60%	60%	57%	57%			
折旧摊销	21.21	39.03	0.00	68.95	77.95	流动比率	1.65	1.90	1.88	2.16	2.21			
财务费用	75	7	19	21	19	速动比率	0.36	0.53	0.57	0.78	0.75			
应收账款减少	0	0	10	-3	-4	营运能力								
预收帐款增加	0	0	259	313	397	总资产周转率	0.08	0.09	0.24	0.27	0.31			
投资活动现金流	521	-467	-205	-130	-80	应收账款周转率	54	39	116	174	177			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	0.95	1.46	6.16	8.97	10.02			
长期股权投资减少	0	0	35	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	285	35	70	70	70	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.26	0.47	0.74	0.82			
筹资活动现金流	-340	1456	281	-370	174	每股净现金流(最新)	-0.56	0.72	-0.35	0.40	0.06			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.73	3.92	4.32	4.95	5.66			
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	12.23	16.46	9.19	5.77	5.21			
资本公积增加	0	-26	0	0	0	P/B	1.15	1.09	0.99	0.86	0.76			
现金净增加额	-417	541	-266	300	43	EV/EBITDA	10.37	18.07	10.82	5.65	4.72			

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。

联系人简介

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，需注明出自为东兴证券研究所，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：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。