



东兴证券
DONGXING SECURITIES

持续收购，一线布局加强

——阳光股份（000608）事件点评

2014年05月15日

强烈推荐/维持

阳光股份

事件点评

事件：

公司近期发布公告，其全资子公司上海晟璞投资管理有限公司（以下简称：“上海晟璞”）于2014年5月9日与上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司（以下简称：“锦江酒店”）签署《上海市产权交易合同》，上海晟璞拟受让锦江饭店所持有的上海银河90%股权，上述交易完成后，本公司通过上海晟璞持有上海银河90%的股权，上海银河成为本公司的控股子公司。

主要观点：

1. 收购优质资产，巩固一线地位

本次收购的项目位于长宁区中山西路888号2-9幢（延安西路和中山西路交界处），是上海银河宾馆的裙楼（主楼已于2014年1月收购），总建筑面积31806平方米，股权转让款为7.59亿元（负债和流动资产基本抵消），单位成本为23864元/平方米（周边住宅、写字楼售价均在60000元/平方米以上）。该项目位于虹桥开发区中心地带，商务氛围成熟，交通优势明显，将给公司带来良好的收益，有利于公司的长远发展，在经营提升战略计划顺利实施的情况下，公司预计三年后整体物业投入运营，物业增值将达到30%-50%。

我们认为，此次收购将给公司在一线城市增加优质的持有型物业。公司目前在北京拥有4个持有物业，参股并管理2个具有改造潜力的物业。本次收购将使公司加大在上海的布局，增加了公司的整体实力。

2. 拟对项目改造，再次体现商业物业的运营能力

公司从2006年开始逐步转型为商业地产，目前已经积累了相当的商业地产运营能力，现已完成商业地产改造项目4个，项目改造后的单位租金均有不同程度的提升，最高提升幅度达100%。公司在项目改造方面经验丰富，本次收购项目位于一线城市，改造完成后将对公司品牌提升有较大推动作用。

郑闵钢

010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120012

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

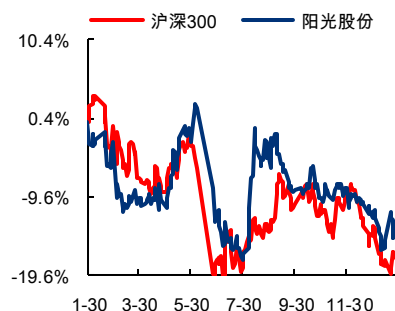
执业证书编号：

S1480512060003

交易数据

52周股价区间（元）	4.9-5.75
总市值（亿元）	36.75
流通市值（亿元）	36.75
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：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《阳光股份（000608）深度报告：模式提升显优势 整合商业地产新时代》2014-01-17
- 2、《阳光股份（000608）：资产收购开拓大空间，上调至“强烈推荐”》2013-12-25
- 3、《阳光股份（000608）：成本冲回，业绩超预期增长》2013-10-28
- 4、《阳光股份（000608）：盘活资产，轻装上阵》2013-09-02

3. **资产运营加速布局。**2013 年，公司实行积极的商业地产并购策略，增持天津北辰、沈阳长青等 12 个项目权益，有效提升公司持有型资产经营收入，加速公司商业地产业务战略的实施进程。从公司今年以来的动作来看，公司将加大在资产运营方向的投入，积极收购合适的商业物业，通过改造和管理提升物业价值，公司正积极发挥自身的管理优势，向轻资产模式转变。

4. 盈利预测与投资建议：

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。我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 21.6 亿元、26.09 亿元和 33.05 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.47 亿元、4.51 亿元和 6.16 亿元，对应每股收益分别为 0.33 元、0.6 元和 0.82 元，对应 PE 分别为 13、7.2 和 5.2 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						单位: 百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	4239	4916	5573	6096	7442	营业收入	546	690	2159	2609	3305
货币资金	388	913	648	977	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	1034
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	10106	11524	利润总额	324	249	466	819	1040
流动负债合计	2577	2584	2952	2808	3333	所得税	54	61	116	205	260
短期借款	0	30	457	0	50	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	102	164	164
预收款项	184	700	959	1272	1668	归属母公司净利润	265	191	247	451	616
一年内到期的非	239	293	0	0	0	EBITDA	375	280	524	903	1131
非流动负债合计	890	2518	2725	2972	3172	EPS (元)	0.35	0.26	0.33	0.60	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	5677	5781	6505	成长能力					
少数股东权益	563	523	625	789	953	营业收入增长	-32.30%	26.35%	212.99%	20.81%	26.70%
实收资本 (或股	750	750	750	750	750	营业利润增长	43.73%	-16.27%	96.95%	76.82%	27.13%
资本公积	538	512	512	512	512	归属于母公司净利	29.09%	82.51%	29.09%	82.51%	36.72%
未分配利润	1419	1580	1713	1956	2289	获利能力					
归属母公司股东	2800	2936	3148	3536	4066	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	6830	8561	9451	10106	11524	净利率 (%)	49.47%	27.24%	16.18%	23.55%	23.59%
现金流量表						总资产净利润 (%)	3.89%	2.23%	2.61%	4.46%	5.35%
单位: 百万元						ROE (%)	9.48%	6.51%	7.84%	12.75%	15.15%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	-598	-448	-342	801	-51	资产负债率 (%)	51%	60%	60%	57%	56%
净利润	270	188	349	614	780	流动比率	1.65	1.90	1.89	2.17	2.23
折旧摊销	21.21	39.03	0.00	68.95	77.95	速动比率	0.36	0.53	0.58	0.79	0.76
财务费用	75	7	19	21	19	营运能力					
应收账款减少	0	0	10	-3	-4	总资产周转率	0.08	0.09	0.24	0.27	0.31
预收帐款增加	0	0	259	313	397	应收账款周转率	54	39	116	174	177
投资活动现金流	521	-467	-205	-130	-80	应付账款周转率	0.95	1.46	6.16	8.97	10.02
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	35	0	0	每股收益 (最新摊	0.35	0.26	0.33	0.60	0.82
投资收益	285	35	70	70	70	每股净现金流 (最新	-0.56	0.72	-0.35	0.44	0.02
筹资活动现金流	-340	1456	281	-341	145	每股净资产 (最新摊	3.73	3.92	4.20	4.71	5.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	200	200	200	P/E	11.74	15.81	12.48	6.84	5.00
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.10	1.05	0.98	0.87	0.76
资本公积增加	0	-26	0	0	0	EV/EBITDA	10.03	17.61	10.55	5.47	4.58
现金净增加额	-417	541	-266	330	14						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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：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。