

加强一线布局 全价值链商业地产龙头

——阳光股份 (000608) 调研报告

2014年06月02日

强烈推荐/维持

阳光股份

调研报告

报告摘要:

- 公司在上海首个重资产项目落地,加强一线布局。**2014年5月13日公司公告收购上海银河宾馆90%的股权,是公司在上海的第一个有较大资本投入的项目。该项目位于长宁区中山西路888号,内环高架及延安高架交叉口,离虹桥机场仅10分钟车程。周边日韩企业集中,出租市场好,出租率在90%以上。主楼改造成甲级写字楼;裙楼改造成配套商业。年内进行改造,计划明年上半年招租。
- 新业527广场项目预计年底开业。**项目位于淮海中路527号,地处繁华的淮海路商圈,周边1公里内有K11购物艺术中心、中环广场、百盛购物中心、巴黎春天等商场。周边平均租金30-40元/平/天。曾经是著名的华庭伊势丹。改造面积1.8万方,使用面积9000方。以固定租金向锦江国际租过来改造后再出租。拟以销售额百分点和固定租金孰高的方式收取租金。
- 全价值链模式引领商业地产开发与经营。**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。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。
- 公司盈利预测及投资评级。**公司是商业运营专家,目前运营能力已经非常突出。收购银河宾馆项目将加大公司在上海区域的商业的竞争能力和市场影响力,有利于提升公司总体的商业地位。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12.48、6.84和5.00倍。维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	545.98	689.85	2,159.14	2,608.54	3,305.09
增长率(%)	-32.30%	26.35%	212.99%	20.81%	26.70%
净利润(百万元)	265.48	191.27	246.91	450.64	616.10
增长率(%)	29.09%	82.51%	29.09%	82.51%	36.72%
净资产收益率(%)	9.48%	6.51%	7.84%	12.75%	15.15%
每股收益(元)	0.35	0.26	0.33	0.60	0.82
PE	11.74	15.81	12.48	6.84	5.00
PB	1.10	1.05	0.98	0.87	0.76

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

杨骞

010-66554021

yangqian@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514060001

交易数据

52周股价区间(元) 3.85-5.64

总市值(亿元) 28.87

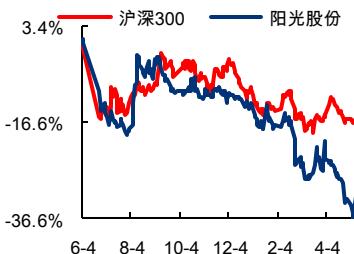
流通市值(亿元) 28.87

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 0.53

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):持续收购,一线布局加强》2014-05-16
- 《阳光股份(000608):全产业链推动14年估值、业绩双提升》2014-03-17
- 《阳光股份(000608):站稳一线 强强联手持续发展》2014-02-07
- 《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

目 录

1. 公司在上海首个重资产项目落地, 加强一线布局	3
2. 全价值链模式引领商业地产开发与经营	6
3. 盈利预测与估值	8

表格目录

表 1: 阳光股份上海项目	4
表 2: 公司盈利预测表	9

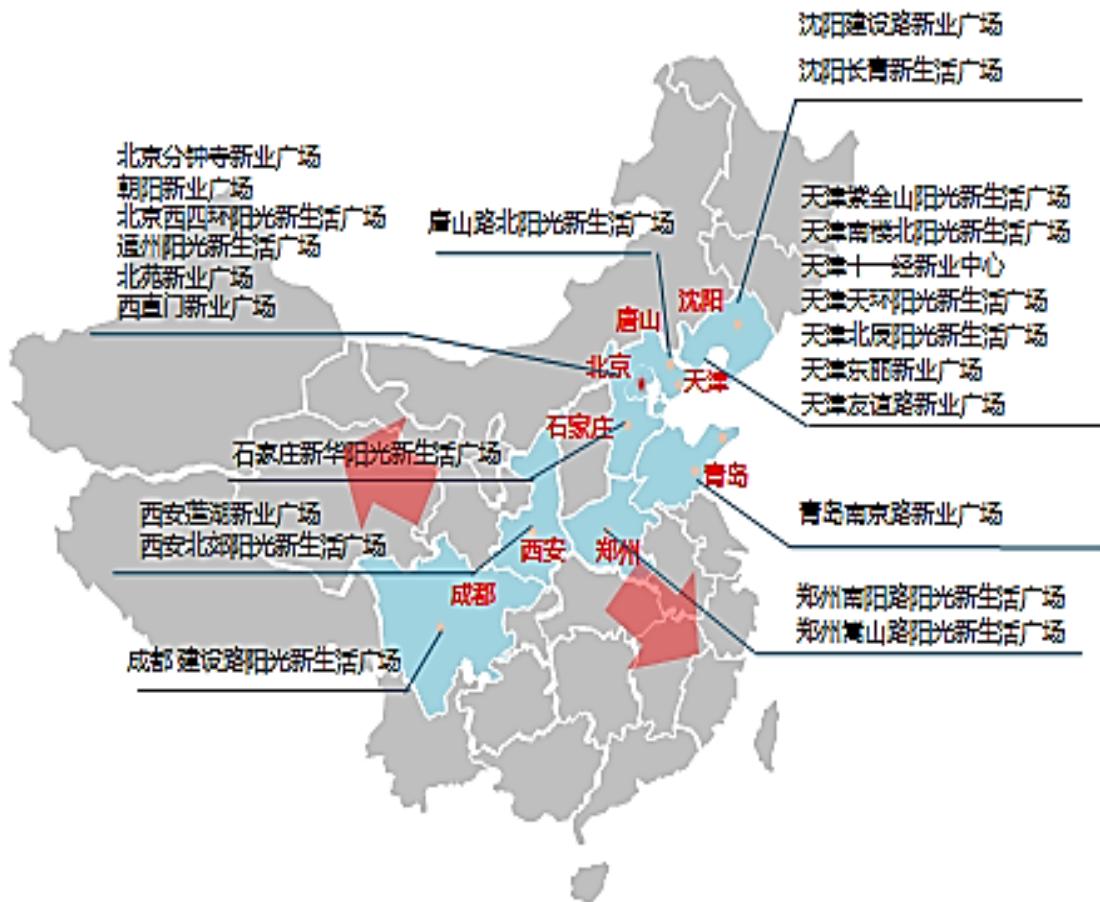
插图目录

图 1: 公司项目分布	3
图 2: 新业中心 527 广场项目地理位置	4
图 3: 银河宾馆项目地理位置	5
图 4: 银河宾馆项目地理位置	6
图 5: 公司专业化全价值链整合商业地产市场战略步骤	7
图 6: 阳光股份全价值链业务	7

1. 公司在上海首个重资产项目落地，加强一线布局

公司 2007-2008 年开始向商业地产转型。项目主要分布在北京、天津、沈阳、唐山、石家庄、青岛、郑州、西安和成都等城市。

图 1：公司项目分布



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

对于上海市场，公司最开始以轻资产的招商引资为主，后续以包租等形式逐步加大资本投入（2013 年，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）。公司计划以这种形式培养对上海区域市场的认识，同时也作为团队建设的准备期。2014 年 5 月 13 日公司公告收购上海银河宾馆 90% 的股权，这是公司在上海的第一个有较大资本投入的项目。阳光股份通过商业输出服务的优势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。目前，公司在上海地区通过管理输出和股权收购已拥有多个项目。

表 1: 阳光股份上海项目

项目	地理位置	基本情况	形式
松江阳光新生活广场	松江新城, 文诚路西林路路口, 松江新城商业核心区	总建筑面积 4 万 m ² , 2013 年底已开业	轻资产
兆丰 99·阳光新生活广场	昆山花桥国际商务城, 上海 11 号地铁线“兆丰路”站直达	总建筑面积 4 万 m ² , 预计 2015 年 5 月 1 日开业	轻资产
新业中心 527 广场 (拟命名)	黄浦区淮海中路 527 号, 南北高架路和延安路高架	包租面积 1.8 万 m ² , 其中使用面积 9000 m ² , 预计年底开业	轻资产
银河宾馆	长宁区中山西路 888 号, 距虹桥机场 20 分钟车程	主楼 4.7 万 m ² 拟改作写字楼, 褶楼 3.1 万 m ² 拟改作配套商业物业, 年内进行改造, 希望 2015 年上半年招租	收购 90% 股权

资料来源: 公司公告, 网络资料, 东兴证券研究所

● 新业中心 527 广场项目 (锦江国际购物中心) 具体情况

地理位置: 淮海中路 527 号, 位于繁华的淮海路商圈, 周边 1 公里内有 K11 购物艺术中心、中环广场、百盛购物中心、巴黎春天等商场。周边平均租金 30-40 元/平/天

图 2: 新业中心 527 广场项目地理位置



资料来源: 公司资料, 网络资料, 东兴证券研究所

项目面积: 1.8 万方改造面积, 使用面积 9000 平方米

收入模式: 包租。以固定租金租过来改造后再出租。拟以销售额百分点和固定租金孰高的方式收取租金。

项目定位及规划: 28-40 岁之间白领。1-2 层: 轻奢品牌; 3-4 层: 生活类; 5-6 层: 餐饮

其他信息: 曾经是华亭伊势丹, 后改为锦江国际购物中心

● 银河宾馆项目具体情况

地理位置: 长宁区中山西路 888 号。内环高架及延安高架交叉口, 离虹桥机场仅 10 分钟车程。周边日韩企业集中, 出租市场好, 出租率在 90% 以上。周边类似物业有铂尔曼酒店, 25-26 层售价 4.4 万/方, 36 层售价 5.3 万/方。周边写字楼平均租金 6-8 元/ m^2 /天。

图 2: 银河宾馆项目地理位置



资料来源: 公司资料、网络资料, 东兴证券研究所

收购成本: 公司今年先后收购了银河宾馆的主楼和裙楼, 平均楼面价 2.56 万/ m^2

项目面积: 主楼 4.6 万方+裙楼 3.3 万方, 总共 7.9 万方。

项目规划: 主楼改造成甲级写字楼; 裙楼改造成配套商业, 已有餐饮等物业, 需要招租的不到 1 万方。年内进行改造, 计划明年上半年招租。

公司在上海的这两个项目均是与锦江国际集团合作。锦江国际集团是中国规模最大的综合性旅游企业集团之一，实际控制人为上海市国资委。锦江国际集团旗下核心产业为酒店、客运物流和旅游。公司与锦江国际集团的合作将发挥各自专长，优势互补。

图 3：银河宾馆项目地理位置

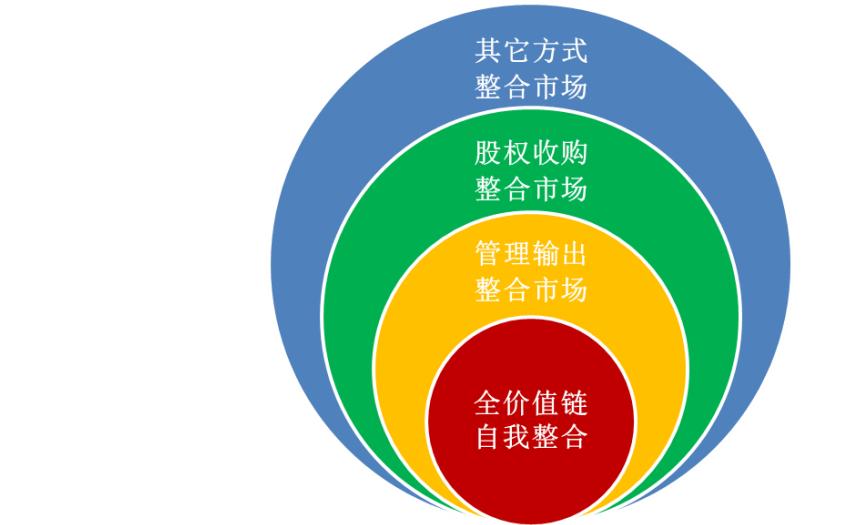


资料来源：公司资料、网络资料、东兴证券研究所

2. 全价值链模式引领商业地产开发与经营

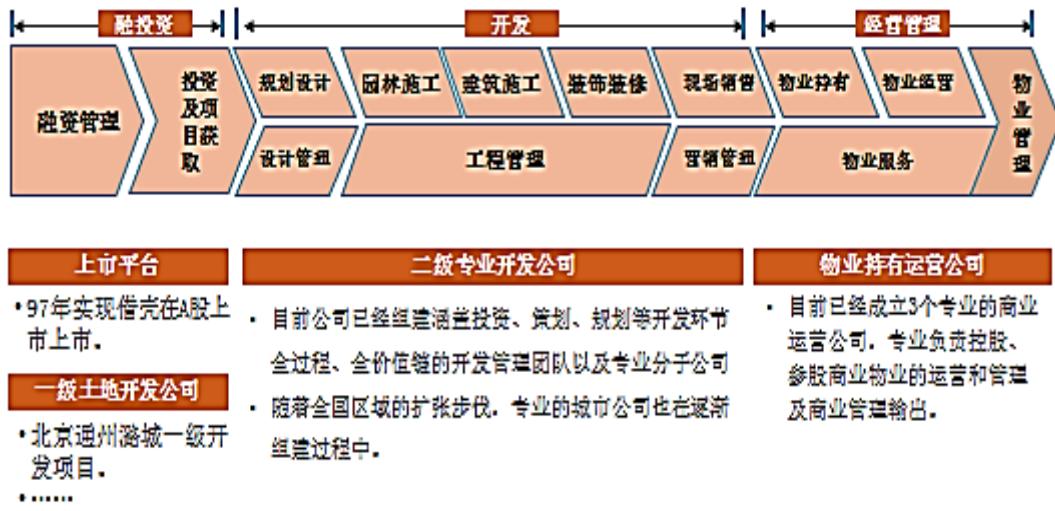
有别于国内大多数传统的房地产开发企业，同时也有别于国内传统的商业运营企业。公司已拥有对商业地产项目进行一体化开发与营运的专业化全价值链整合能力，能实现商业项目投资、设计、开发、招商、运营全过程的市场化和个性化发展。

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 4: 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

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。

图 5：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

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。

3. 盈利预测与投资评级

公司是商业运营专家，目前运营能力已经非常突出。收购银河宾馆项目将加大公司在上海区域的商业的竞争能力和市场影响力，有利于提升公司总体的商业地位。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 12.48、6.84 和 5.00 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

表 2：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					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	BPS (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	归属于母公司净利润	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					单位:百万元		主要财务比率				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
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%	56%
折旧摊销	21.21	39.03	0.00	68.95	77.95	流动比率	1.65	1.90	1.89	2.17	2.23
财务费用	75	7	19	21	19	速动比率	0.36	0.53	0.58	0.79	0.76
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	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	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	0.33	0.60	0.82
筹资活动现金流	-340	1456	281	-341	145	每股净现金流(最新)	-0.56	0.72	-0.35	0.44	0.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.73	3.92	4.20	4.71	5.42
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	11.74	15.81	12.48	6.84	5.00
资本公积增加	0	-26	0	0	0	P/B	1.10	1.05	0.98	0.87	0.76
现金净增加额	-417	541	-266	330	14	EV/EBITDA	10.03	17.61	10.55	5.47	4.58

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。

杨骞

北京大学城市与区域规划系硕士，3 年证券行业从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产、建筑工程行业研究工作。

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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。