



商业地产增长好，住宅预收款有增长

——阳光股份（000608）2014年中报点评

2014年08月24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	
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031		
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003	
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029		
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001	
	yangqian@dxzq.net.cn 010-66554021		

事件:

公司发布2014年中报。2014年上半年营业收入为2.44亿元，较上年同期减21.76%；归属于母公司的净利润为2123.6万元，较上年同期减81.77%；基本每股收益为0.03元，较上年同期减81.25%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入(百万元)	145.85	217.05	94.86	162.42	215.53	96.24	147.79
增长率(%)	-41.36%	109.42%	-36.59%	10.58%	47.77%	-55.66%	55.79%
毛利率(%)	66.38%	77.91%	83.54%	156.38%	44.92%	89.47%	80.13%
期间费用率(%)	84.70%	44.62%	34.45%	63.63%	42.60%	106.28%	73.42%
营业利润率(%)	114.58%	12.93%	190.65%	22.72%	-5.73%	-27.63%	15.49%
净利润(百万元)	131.74	9.33	156.18	3.91	18.53	26.55	10.57
增长率(%)	-736.60%	-251.72%	139.56%	-95.07%	-85.94%	184.73%	-93.23%
每股盈利(季度, 元)	0.18	0.01	0.14	0.09	0.01	0.03	-0.00
资产负债率(%)	50.76%	56.32%	56.52%	52.69%	52.41%	55.95%	58.40%
净资产收益率(%)	3.92%	0.28%	4.64%	0.11%	0.37%	0.52%	0.21%
总资产收益率(%)	1.93%	0.12%	2.02%	0.05%	0.18%	0.23%	0.09%

观点:

- **公司租赁收入增长明显。**上半年公司实现商业物业租赁收入138,346千元，占公司半年度营业收入的56.69%，主要来源于商业物业出租及写字楼出租；资产管理服务收入29,487千元，占公司半年度营业收入的12.08%；经营租入项目租赁收入8,543千元，占公司半年度营业收入的3.5%；综合性开发项目结算收入67,649千元，占公司半年度营业收入的27.72%，主要来源于北京阳光上东项目和北京首创风度项目。上半年，公司与持有性商业地产相关的租赁、服务等收入稳中有升；住宅产品销售情况与预计有一定差距。

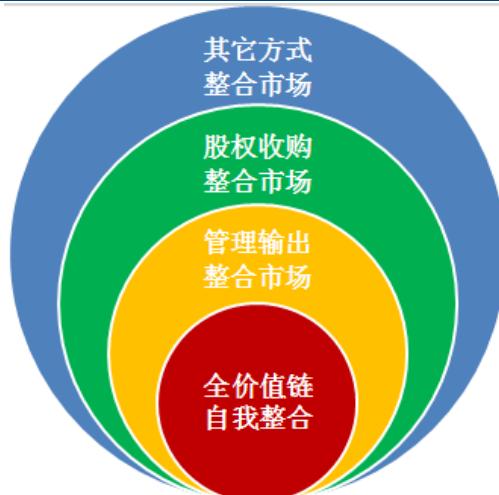
表 1:收入分类情况

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比 上年同期增减	营业成本比 上年同期增减	毛利率比上年 同期增减
分行业						
投资性房地产租赁	138,346,000.00		100.00%	8.29%		
开发产品销售	67,649,000.00	12,255,000.00	81.88%	-52.72%	-66.34%	7.33%
经营租入项目租赁	8,543,000.00	5,118,000.00	40.09%	378.66%	1.05%	223.85%
分产品						
商业出租	112,538,000.00		100.00%	8.74%		
阳光上东项目销售	54,910,000.00	10,483,000.00	80.91%	-60.58%	-69.77%	5.80%
写字楼出租	25,808,000.00		100.00%	6.36%		
首创风度项目销售	12,739,000.00	1,772,000.00	86.09%	100.00%	100.00%	
其他租赁业务	8,543,000.00	5,118,000.00	40.09%	378.66%	1.05%	223.85%
分地区						
北京地区	176,598,000.00	17,373,000.00	90.16%	-29.45%	-58.11%	6.73%
四川地区	27,160,000.00		100.00%	32.86%		
天津地区	7,662,000.00		100.00%	307.99%		
其他地区	3,118,000.00		100.00%			

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **资产收购取得新进展。**上半年公司加大对长三角区域的资产收购投资，通过竞买获得了上海上海市中山西路888号主楼及群楼物业所有权，目前该项目商业提升计划已开始实施。另外公司完成对香港豪威投资的出资，豪威投资于7月份完成与RecoShine及RecosiaChina资产交易的主要交割工作。公司通过此次交易提高了对天津北辰商业项目、北京分钟寺商业项目等12个商业项目的权益比例。

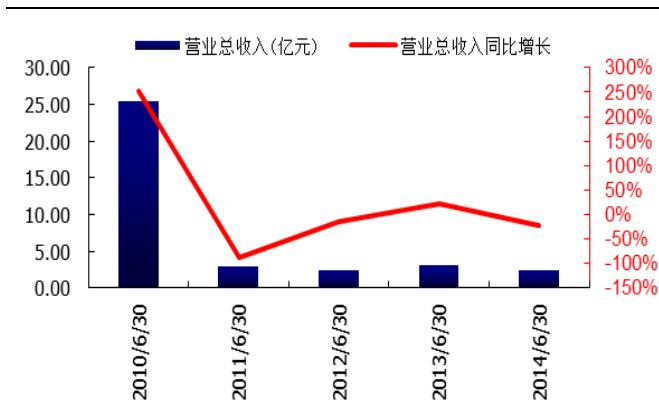
图 1：公司专业化全价值链整合商业地产市场战略步骤



资料来源：东兴证券研究所

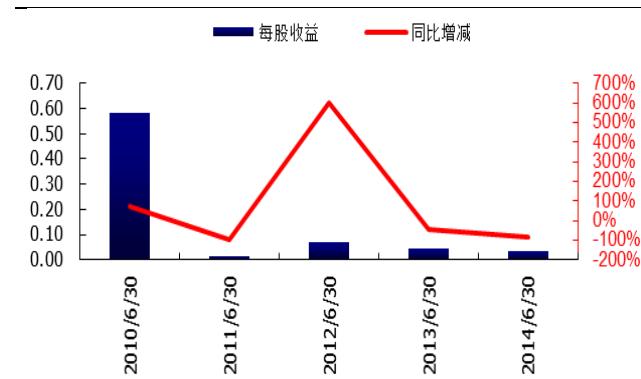
- **商业地产增长较好,住宅销售下滑。**2014年上半年资产管理等服务收入增长明显,公司控股持有的各商业项目运营平稳,租赁收入稳中有升,2014年1月成都阳光新业中心顺利开业,持有性商业地产租赁收入较去年同期增长8.29%。上海淮海路等新开业项目的招商和开业筹备工作进展顺利。住宅产品销售方面,受市场因素影响,北京阳光上东项目、成都锦尚项目、天津杨柳青项目销售情况低于预期。上半年住宅产品销售收入较去年同期下降52.72%。上半年公司住宅销售预收有所比年初增加45.29%,预收款达10.17亿元地,下半年结算有保障。
- **公司资金较好,财务费用增加。**公司根据业务的需要采取加强融资管理,公司基于业务和投资计划制定了严密的融资计划,2014年上半年取得金融机构贷款1,404,000千元。截止2014年6月30日,贷款余额3,945,430千元,较2013年12月31日增加1,187,347千元。由于贷款规模的增加,公司财务费用较上年同期增长3,318.07%。

图 2: 营业收入情况



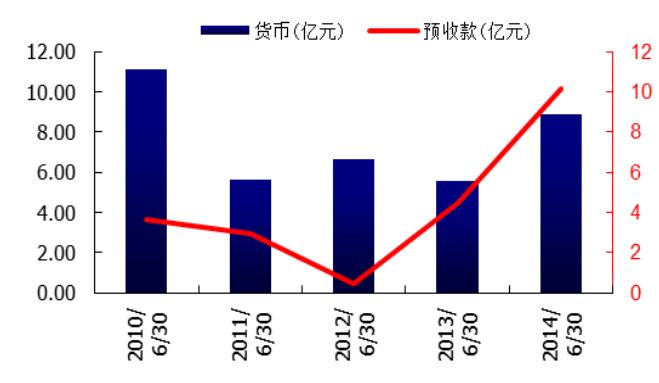
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 每股收益情况



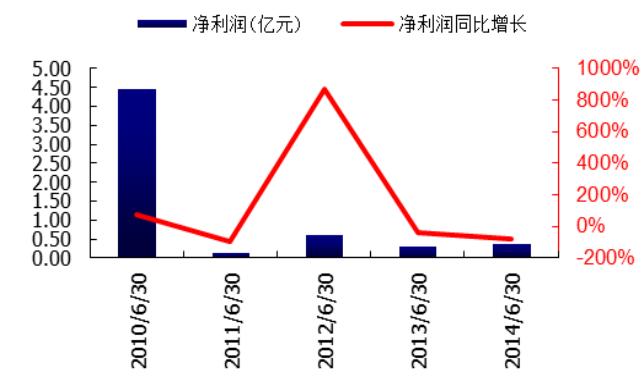
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 货币和预收款情况

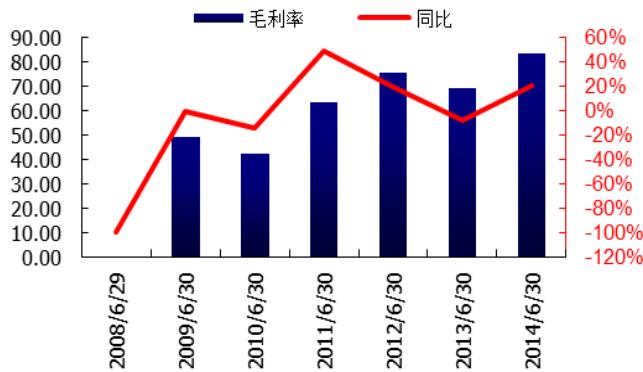


资料来源：公司公告、东兴证券

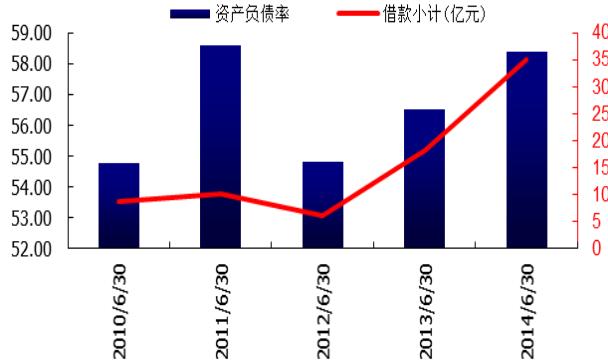
图 5: 净利润情况



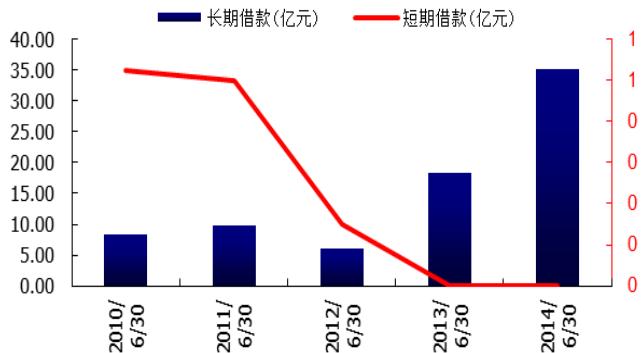
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 销售毛利率情况


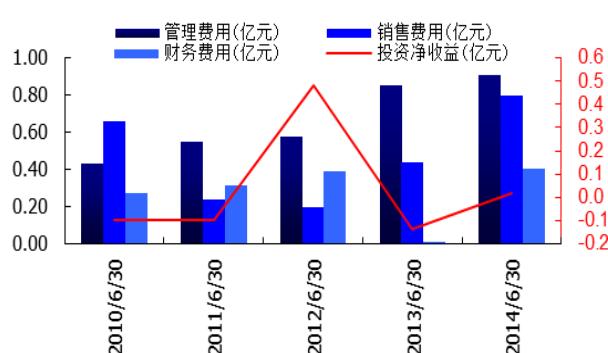
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 7: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 9: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

结论：

公司业务向核心城市聚集，通过收购等方式储备多处一二线城市核心地段商业项目。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。公司资本平台建设逐步完善，融资渠道多元。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两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15.11亿元、20.35亿元和31.40亿元，每股收益分别为0.33元、0.48元和0.71元，对应PE分别为13.48、9.34和6.34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	营业收入	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	营业成本	营业税金及附加	管理费用	财务费用		
流动资产合计	4239	4916	6666	8830	12374	546	690	1511	2035	3140						
货币资金	388	913	4909	6715	9378	142	91	272	305	408						
应收账款	12	24	41	56	86	98	90	196	265	408						
其他应收款	377	223	488	657	1014	80	117	257	346	534						
预付款项	146	208	208	208	208	157	200	446	600	926						
存货	3310	3548	1043	1171	1566	75	7	42	26	12						
其他流动资产	6	0	-25	22	122	0.05	-14.2	3.00	0.00	0.00						
非流动资产合	2590	3645	3878	4009	4082	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	472	883	883	883	投资净收益	284.75	34.55	33.00	60.00	70.00						
固定资产	24.13	36.71	305.1	439.5	515.0	营业利润	279	233	328	553	921					
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	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	10545	12839	16456	利润总额	324	249	334	559	927					
流动负债合计	2577	2584	4198	5953	8860	所得税	54	61	83	140	232					
短期借款	0	30	0	0	0	净利润	270	188	250	419	696					
应付账款	535	410	1043	1171	1566	少数股东损益	5	-3	0	58	164					
预收款项	184	700	1909	3537	6048	归属母公司净利	265	191	250	361	532					
一年内到期的	239	293	0	0	0	EBITDA	375	280	415	648	1011					
非流动负债合	890	2518	2725	2972	3172	EPS(元)	0.35	0.26	0.33	0.48	0.71					
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	6923	8925	12032	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	119.0	34.62	54.32					
实收资本(或股	750	750	750	750	750	营业利润增长	43.73%	-16.2	40.41	68.60	66.71					
资本公积	538	512	512	512	512	归属于母公司净	30.90%	44.28	30.90	44.28	47.26					
未分配利润	1419	1580	1662	1782	1957	获利能力										
归属母公司股	2800	2936	3099	3333	3679	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
负债和所有者	6830	8561	10545	12839	16456	净利率(%)	49.47%	27.24	16.57	20.59	22.15					
现金流量表					单位:百万元	主要财务比率					总资产	3.89%	2.23%	2.37%	2.81%	
						2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	9.48%	6.51%	8.08%	10.84	14.46
经营活动现金	-598	-448	4493	1899	2741	偿债能力										
净利润	270	188	250	419	696	资产负债率(%)	51%	60%	66%	70%	73%					
折旧摊销	21.21	39.03	0.00	68.95	77.95	流动比率	1.65	1.90	1.59	1.48	1.40					
财务费用	75	7	42	26	12	速动比率	0.36	0.53	1.34	1.29	1.22					
应收账款减少	0	0	-18	-14	-30	营运能力										
预收帐款增加	0	0	1209	1628	2512	总资产周转率	0.08	0.09	0.16	0.17	0.21					
投资活动现金	521	-467	-245	-140	-80	应收账款周转率	54	39	47	42	44					
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	0.95	1.46	2.08	1.84	2.29					
长期股权投资	0	0	35	0	0	每股指标(元)										
投资收益	285	35	33	60	70	每股收益(最新摊	0.35	0.26	0.33	0.48	0.71					
筹资活动现金	-340	1456	-252	47	2	每股净现金流(最	-0.56	0.72	5.33	2.41	3.55					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.73	3.92	4.13	4.45	4.91					
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	12.86	17.31	13.48	9.34	6.34					
资本公积增加	0	-26	0	0	0	P/B	1.21	1.15	1.09	1.01	0.92					
现金净增加额	-417	541	3996	1806	2662	EV/EBITDA	10.81	18.66	2.65	-0.78	-2.93					

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业资深研究员，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最佳分析师第五名。

张鹏

金融学硕士，2011年进入东兴证券研究所。

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。