



区域聚焦 期待业绩改善

——阳光股份 (000608)

2015年08月05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		
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001	
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582		
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023		

事件:

公司发布2015年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入3.43亿元，同比增长40.66%，归属于上市公司股东的净利润-0.17亿元，同比下降178.33%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.15亿元，同比下降32.69%，每股收益-0.02元，同比减少166.67%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	215.53	96.24	147.79	640.33	474.24	144.65	198.59
增长率(%)	47.77%	-55.66%	55.79%	294.26%	120.04%	50.31%	34.38%
毛利率(%)	52.91%	89.47%	80.13%	50.85%	19.86%	67.85%	65.88%
期间费用率(%)	42.66%	106.28%	73.42%	21.63%	38.50%	87.28%	60.00%
营业利润率(%)	6.72%	-27.63%	15.49%	14.15%	-119.48%	-29.32%	32.81%
净利润(百万元)	28.91	26.55	10.57	37.84	-597.01	-50.83	53.23
增长率(%)	-78.05%	184.73%	-93.23%	-76.48%	-2164.93%	-291.42%	403.64%
每股盈利(季度, 元)	-0.00	0.03	-0.00	-0.00	-0.80	-0.07	0.05
资产负债率(%)	52.70%	55.95%	58.40%	57.46%	61.23%	62.08%	61.20%
净资产收益率(%)	0.59%	0.52%	0.21%	0.74%	-13.70%	-1.18%	1.31%
总资产收益率(%)	0.28%	0.23%	0.09%	0.31%	-5.31%	-0.45%	0.51%

观点:

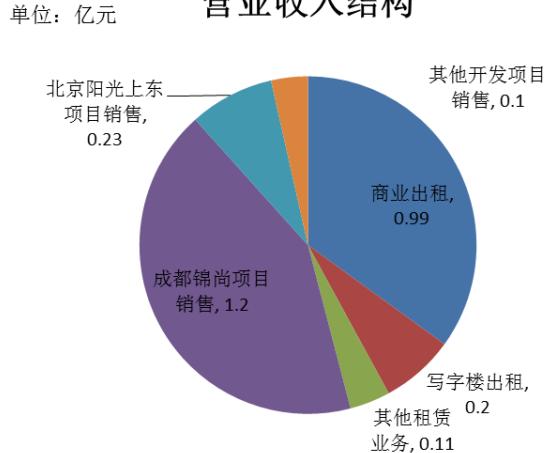
- **业绩符合预期，结算成本及费用化财务利息大幅增加致亏损。**公司2015年上半年实现营业收入3.43亿元，同比增长41%。营业成本1.14亿元，同比增加189%；财务费用1.5亿元，同比增加269%。由于营业成本与财务费用的大幅增加，公司净利润亏损0.15亿元，与此前公布的业绩预告一致（7月14日公司发布业绩预告，预计净利润亏损1130万元-2472万元）。
- **结算收入增加，租赁收入有所减少。**主营收入中，房地产开发销售收入1.54亿元，同比增长128%；房产租赁业务收入1.19亿元，同比减少14%。房地产开发销售收入主要来自成都锦尚、北京阳光上东的项

目结算。

- **区域聚焦, 加快去化。**公司开发项目集中在北京、天津和成都。公司持续推进并加速存量住宅项目的销售。报告期内, 成都九眼桥项目住宅部分已基本售罄, 商住公寓部分也在持续去化中。天津杨柳青项目利用高尔夫球场开打及市场回暖形势, 重新包装向市场推广, 并已经开始取得一些效果。

图 1: 公司收入主要来自成都锦尚项目及商业出租

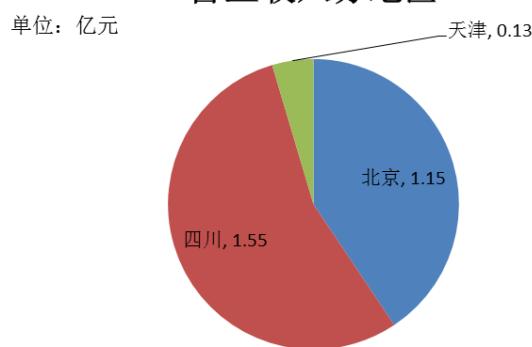
营业收入结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司实行区域聚焦

营业收入分地区



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

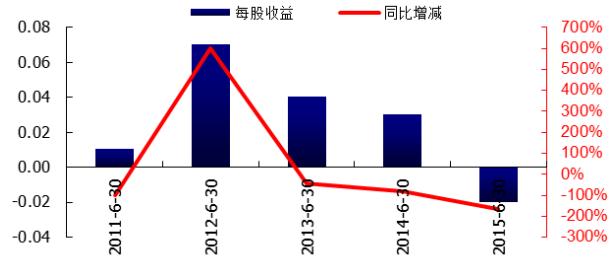
- **未来租金收入预期稳定。**公司在北京、上海的办公物业比重有所增加, 资产结构更加合理科学, 西直门项目、北苑项目、上海银河宾馆主楼的改造招商工作进展顺利。公司未来租金收入更具有稳定性及可持续性。此外, 公司上半年转让了北京朝阳路商业项目45%股权, 实现小股操盘, 将上海银河项目裙楼收购房比从90%降至50%, 缓解公司资金压力的同时, 积极探索轻资产模式。
- **加快融资步伐。**公司5月起开始停牌, 筹划非公开发行股票事宜, 拟增加在天津的物业规模。我们认为, 公司加重布局天津, 符合京津冀一体化战略, 将有助于改善公司业绩。

图 3: 营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

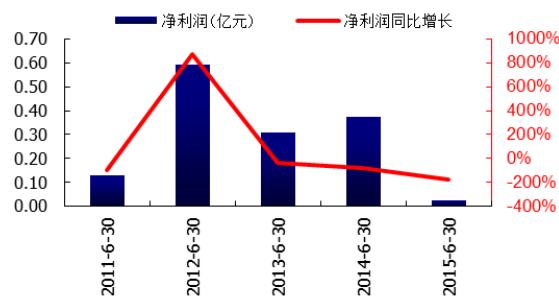
图 4: 每股收益情况



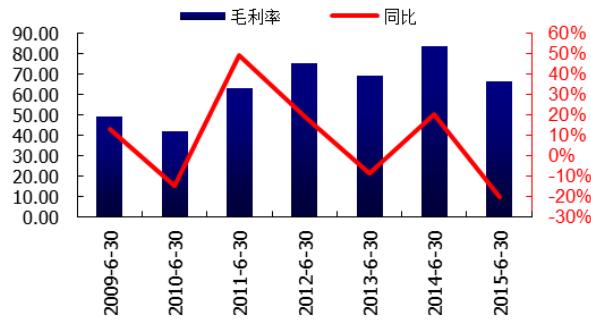
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况

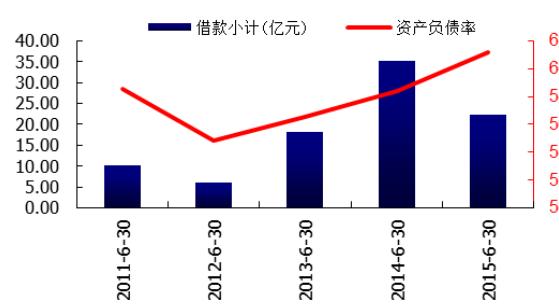

资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况


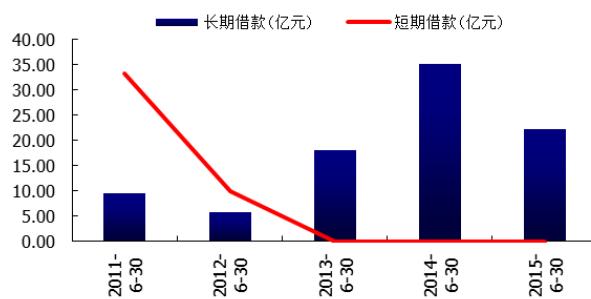
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况


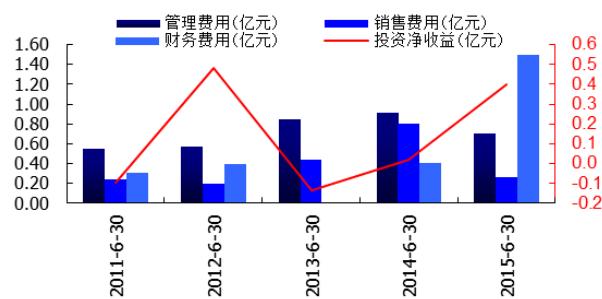
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 10: 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

结论:

公司重点布局北京、上海、天津等一线城市的商业资产，加快存量物业的去化。上半年公司出售部分项目股权度过难关。同时，公司部分高管的变更也为公司经营转变与提升带来保障。我们认为，公司最困难的时期已经过去，未来业绩改善空间大。预计公司2015、2016年营业收入分别为19.5亿元和25.5亿元，净利润分别为1.1亿元和1.5亿元，eps分别为0.07元和0.11元，维持“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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E			
流动资产合计	4916	4256	5361	6530	8186	营业收入	690	1359	1946	2545	3041			
货币资金	913	515	985	764	912	营业成本	91	734	1050	1416	1825			
应收账款	24	44	373	488	583	营业税金及附加	90	168	136	178	213			
其他应收款	223	129	185	242	289	营业费用	117	174	39	51	61			
预付款项	208	349	360	374	392	管理费用	200	182	97	102	91			
存货	3548	3219	3452	4655	6000	财务费用	7	177	96	105	132			
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-14.20	418.13	20.00	5.00	5.00			
非流动资产合计	3645	6982	5892	5883	5874	公允价值变动收益	0.00	7.53	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	883	931	0	0	0	投资净收益	34.55	6.39	30.00	8.00	20.00			
固定资产	36.71	34.86	30.70	26.54	22.38	营业利润	233	-480	538	696	734			
无形资产	34	52	47	42	37	营业外收入	15.65	59.87	59.87	59.87	59.87			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.56	30.96	30.96	30.96	30.96			
资产总计	8561	11239	11253	12413	14059	利润总额	249	-451	567	725	763			
流动负债合计	2584	3062	2971	4027	5527	所得税	61	71	453	580	534			
短期借款	30	0	0	681	1743	净利润	188	-522	113	145	229			
应付账款	410	607	201	272	350	少数股东损益	-3	63	63	63	63			
预收款项	700	185	380	634	939	归属母公司净利润	191	-585	50	82	166			
一年内到期的非流	293	1498	1498	1498	1498	EBITDA	280	-245	643	811	875			
非流动负债合计	2518	3819	2960	2960	2960	BPS(元)	0.26	-0.78	0.07	0.11	0.22			
长期借款	2435	2960	2960	2960	2960	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E			
负债合计	5102	6882	5931	6987	8487	成长能力								
少数股东权益	523	1062	1126	1189	1252	营业收入增长	26.35%	96.94%	43.24%	30.78%	19.49%			
实收资本(或股本)	750	750	750	750	750	营业利润增长	-16.27	-305.47	-212.08	29.49%	5.48%			
资本公积	512	511	1389	1389	1389	归属于母公司净利润	-108.60	63.20%	-108.58	63.17%	102.50			
未分配利润	1580	1752	1772	1805	1872	盈利能力								
归属母公司股东权	2936	3294	4012	4053	4136	毛利率(%)	86.85%	45.95%	46.02%	44.38%	40.00%			
负债和所有者权	8561	11239	11068	12228	13874	净利率(%)	27.25%	-38.43	5.82%	5.70%	7.53%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	2.23%	-5.21%	0.45%	0.66%	1.18%			
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	6.51%	-17.76	1.25%	2.02%	4.01%			
经营活动现金流	-448	-165	-923	-760	-713	偿债能力								
净利润	188	-522	113	145	229	资产负债率(%)	60%	61%	54%	57%	-			
折旧摊销	39.03	58.24	0.00	9.38	9.38	流动比率	1.90	1.39	1.80	1.62	1.48			
财务费用	7	177	96	105	132	速动比率	0.53	0.34	0.64	0.47	0.40			
应收账款减少	0	0	-329	-115	-95	营运能力								
预收帐款增加	0	0	195	255	304	总资产周转率	0.09	0.14	0.17	0.22	0.23			
投资活动现金流	-467	-1883	1090	3	15	应收账款周转率	39	40	9	6	6			
公允价值变动收益	0	8	0	0	0	应付账款周转率	1.46	2.67	4.81	10.76	9.79			
长期股权投资减少	0	0	1080	0	0	每股指标(元)								
投资收益	35	6	30	8	20	每股收益(最新摊薄)	0.26	-0.78	0.07	0.11	0.22			
筹资活动现金流	1456	1650	303	535	847	每股净现金流(最新)	0.72	-0.53	0.63	-0.30	0.20			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.92	4.39	5.35	5.40	5.52			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	31.65	-10.55	122.84	75.50	37.24			
资本公积增加	-26	-1	878	0	0	P/B	2.10	1.87	1.54	1.52	1.49			
现金净增加额	541	-398	470	-222	149	EV/EBITDA	28.66	-41.32	15.00	13.01	13.09			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员(D)，基础产业小组组长。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。万得资讯2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4年证券行业相关研究经验。2014年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

联系人简介

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015年6月加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

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。