



中国：房地产行业

阳光股份(000608/3.75 元)：中性

08 年全年业绩预减 50%~100%

中金公司研究部

分析员：白宏炜 baihw@cicc.com.cn

电话：8610-6505 1166

.....2009 年 1 月 20 日

事件：

阳光股份今日发布业绩预警公告，预计2008年全年业绩同比下降约50%~100%，全年净利润约4,500万元，低于我们和市场预期，我们下调其盈利预测。另外阳光公告放弃A股公开增发的计划。

简评：

公司2008年业绩大幅下降，主要原因为公司开始计提存货跌价准备及交易性金融资产的公允价值较大幅度下降。我们下调其2008年盈利预测66.5%，调整后08年净利润4,500万元，同比下降75%，合每股收益0.08元。具体调整情况请见表1。公司目前股价对应的08、09及10年动态市盈率分别为44.3倍、15.6倍和18.8倍，股价对09年末净资产值有37%的折让，估值较高。

公司主要物业为位于环渤海区域的中高端物业，面临房地产市场调整压力较大，A 股增发不成也表明公司短期内资金压力加大，难以支撑其向持有性物业转型要求，我们维持公司“中性”的投资评级不变。

表 1：主要财务指标

(人民币百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,135	987	1,296	1,388	1,333	1,118
(+/-%)	19%	-13%	31%	7%	-4%	-16%
营业利润	341	278	363	401	364	328
(+/-%)	43%	-18%	30%	11%	-9%	-10%
净利润	120	116	184	45	129	107
(+/-%)	10%	-3%	58%	-75%	184%	-17%
每股盈利 (元)	0.22	0.22	0.34	0.08	0.24	0.20
市盈率	16.8	17.3	10.9	44.3	15.6	18.8
市净率	2.6	2.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.0	10.4	8.8	34.4	18.0	20.8
净资产收益率(%)	15.4%	12.8%	10.6%	2.5%	6.7%	5.3%
现金分红收益率(%)	0.7%	0.7%	1.3%	0.3%	0.9%	0.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



表 2: 公司盈利预测调整

(人民币百万元)		2008E	
	原预测	当前预测	变化 (%)
主营业务收入	1,538	1,388	-9.7%
净利润	135	45	-66.5%
摊薄每股盈利 (元)	0.25	0.08	-66.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 3: 公司财务预测

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	455	956	1,135	987	1,296	1,388	1,333	1,118
主营业务利润	91	238	341	278	363	401	364	328
减: 营业费用	17	32	49	42	50	56	55	47
管理费用	14	16	33	35	67	83	80	69
财务费用	-3	-3	12	17	15	28	31	34
营业利润	63	193	247	227	298	35	203	183
税前利润	65	194	248	228	299	84	203	182
减: 所得税	23	64	85	81	99	21	52	46
减: 少数股东损益	4	22	44	31	16	17	22	29
净利润	39	109	120	116	184	45	129	107
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	27	48	17	145	1,187	593	728	841
存货	1,453	2,055	1,568	1,660	2,160	3,457	4,148	4,563
货币资金	411	180	500	912	773	385	179	164
流动资产合计	1,918	2,330	2,127	2,786	4,264	4,449	5,071	5,584
固定资产	6	6	6	16	18	46	55	66
应付款项	894	1,193	956	1,644	2,159	1,761	2,113	2,536
短期借款	-	-	-	-	-	480	480	480
流动负债合计	965	1,203	1,097	1,876	2,973	2,541	2,793	3,216
长期借款	350	400	529	1,014	465	1,129	1,329	1,529
负债合计	1,315	1,603	1,626	2,907	3,469	3,701	4,153	4,776
股东权益	556	661	776	904	1,739	1,784	1,913	2,020
总资产	1,930	2,382	2,565	4,011	5,465	5,794	6,436	7,240
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-152	-178	461	381	-469	-1,046	-265	92
投资活动现金流	50	-37	-387	-487	-316	35	-22	-291
筹资活动现金流	351	-15	246	533	646	623	81	184
现金及现金等价物净增加额	248	-231	319	426	-139	-388	-206	-15
期初现金及现金等价物余额	162	411	180	486	912	773	385	179
期末现金及现金等价物余额	411	180	500	912	773	385	179	164
财务指标								
毛利率	20%	25%	30%	28%	28%	29%	27%	29%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.9%	0.9%	1.7%	0.4%	1.2%	1.0%
资产收益率	2.0%	4.6%	4.7%	2.9%	3.4%	0.8%	2.0%	1.5%
净资产收益率	7.0%	16.4%	15.4%	12.8%	10.6%	2.5%	6.7%	5.3%
净债务/股东权益	1%	28%	17%	30%	25%	73%	80%	83%
每股盈利	0.07	0.20	0.22	0.22	0.34	0.08	0.24	0.20
每股净资产	1.0	1.2	1.4	1.7	3.2	3.3	3.6	3.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



表 4: 中金公司重点覆盖房地产上市公司估值表

公司名称	代码	当前评级	当前股价	目标价	上涨	总市值	每股收益					CAGR	市盈率				市净率				每股NAV				溢价/折价		资产负债率	净负债率	总储备	权益储备
			(元)	(元)	空间	(十亿元)	07A	08E	09E	10E	07-09E		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	08E	09E	07A	07A	(百万美元)	(百万美元)		
2009-1-20																														
2009-1-20																														
A股																														
侧重开发:																														
万科A	000002	推荐	7.0	n.a.	n.a.	74.8	0.44	0.37	0.40	0.44	-5%	15.9	18.9	17.7	16.1	2.6	2.6	2.5	2.4	6.5	6.6	8%	6%	66%	23%	33.5	27.0			
金地集团	600383	推荐	7.6	n.a.	n.a.	12.7	0.58	0.56	0.66	0.78	7%	13.2	13.6	11.4	9.8	1.5	1.4	1.3	1.2	10.6	11.1	-28%	-32%	64%	65%	11.2	9.7			
招商地产	000024	推荐	14.7	n.a.	n.a.	24.1	0.67	0.66	0.79	0.97	8%	21.7	22.3	18.5	15.1	3.2	1.6	1.5	1.4	18.6	19.2	-21%	-23%	64%	66%	11.1	8.9			
金融街	000402	推荐	7.8	n.a.	n.a.	19.4	0.29	0.40	0.44	0.49	23%	26.5	19.4	17.6	15.9	4.1	1.4	1.3	1.2	10.3	10.6	-24%	-27%	65%	51%	5.2	4.3			
保利地产	600048	审慎推荐	16.9	n.a.	n.a.	41.5	0.61	0.92	1.20	1.40	41%	27.8	18.5	14.1	12.1	3.5	2.9	2.4	2.0	17.7	18.9	-5%	-10%	69%	59%	20.2	14.8			
华发股份	600325	审慎推荐	11.1	n.a.	n.a.	9.1	0.44	0.73	0.87	0.86	40%	25.1	15.3	12.7	12.9	4.6	1.7	1.5	1.4	12.8	13.1	-13%	-15%	75%	62%	5.8	4.5			
栖霞建设	600533	中性	3.6	n.a.	n.a.	3.7	0.33	0.25	0.25	0.28	-13%	10.8	14.1	14.3	12.6	2.3	1.3	1.2	1.2	3.7	4.0	-3%	-10%	68%	102%	3.8	3.2			
中华企业	600675	中性	6.5	n.a.	n.a.	7.1	0.56	0.42	0.44	0.41	-11%	11.6	15.3	14.6	15.8	2.4	2.0	1.8	1.6	7.8	8.2	-17%	-21%	65%	74%	2.2	1.8			
阳光股份	000608	中性	3.8	n.a.	n.a.	2.0	0.34	0.08	0.24	0.20	-16%	10.9	44.3	15.6	18.8	1.2	1.1	1.1	1.0	5.8	6.0	-35%	-37%	63%	25%	1.5	1.2			
亿城股份	000616	中性	4.6	n.a.	n.a.	2.7	0.49	0.46	0.48	0.41	-2%	9.2	9.9	9.5	11.1	1.2	1.0	0.9	0.9	6.2	6.6	-27%	-31%	57%	12%	1.2	1.0			
平均值											7%	17.3	19.2	14.6	14.0	2.7	1.7	1.6	1.4					-17%	-20%	66%	54%			
中间值											3%	14.6	16.9	14.5	14.0	2.5	1.5	1.4	1.3					-19%	-22%	65%	60%			
开发和持有:																														
浦东金桥	600639	审慎推荐	10.3	n.a.	n.a.	7.1	0.25	0.29	0.32	0.29	15%	41.9	35.4	31.7	35.3	3.0	2.7	2.5	2.3	14.9	16.2	-31%	-36%	41%	40%	2.2	2.1			
陆家嘴	600663	中性	16.6	n.a.	n.a.	25.9	0.40	0.47	0.55	0.48	17%	41.0	35.2	29.9	34.5	3.8	3.6	3.2	2.9	16.0	16.3	3%	2%	35%	-45%	2.6	2.3			
中国国贸	600007	中性	7.6	n.a.	n.a.	7.7	0.29	0.34	0.39	0.47	17%	26.5	22.5	19.4	16.2	1.9	1.8	1.6	1.5	10.6	10.9	-29%	-30%	44%	57%	0.5	0.5			
平均值											16%	36.5	31.0	27.0	28.6	2.9	2.7	2.4	2.2					-19%	-22%	40%	17%			
中间值											17%	41.0	35.2	29.9	34.5	3.0	2.7	2.5	2.3					-29%	-30%	41%	40%			
B股																														
万科B	200002	推荐	(HK\$) 6.1	(HK\$) 9.0	49%	(HK\$ bn) 87.0	(HK\$) 0.47	(HK\$) 0.43	(HK\$) 0.45	(HK\$) 0.48	-2%	12.9	14.0	13.5	12.7	2.1	1.9	1.9	1.9	(HK\$) 7.6	(HK\$) 7.5	-20%	-19%	66%	23%	33.5	27.0			
招商局B	200024	推荐	7.9	10.9	37%	28.0	0.72	0.76	0.90	1.07	12%	11.1	10.4	8.8	7.4	1.6	0.8	0.7	0.0	21.7	21.8	-63%	-64%	64%	66%	11.1	8.9			
金桥B	900911	推荐	4.4	9.2	111%	8.2	0.26	0.34	0.37	0.32	19%	16.7	12.9	11.8	13.6	1.2	1.0	0.9	0.0	17.4	18.4	-75%	-76%	41%	40%	2.2	2.1			
陆家B	900932	推荐	7.7	9.2	20%	30.1	0.43	0.55	0.63	0.53	21%	17.9	14.0	12.2	14.6	1.6	1.4	1.3	0.0	18.7	18.5	-59%	-58%	35%	-45%	2.6	2.3			
平均值											12%	14.6	12.8	11.6	12.1	1.6	1.3	1.2	0.5					-54%	-54%	52%	21%			
中间值											15%	14.8	13.5	12.0	13.1	1.6	1.2	1.1	0.0					-61%	-61%	52%	32%			
H股																														
中国海外	688	推荐	11.1	12.4	12%	86.4	0.50	0.59	0.72	0.83	20%	22.3	18.7	15.4	13.3	3.3	2.9	2.5	2.2	9.4	10.4	18%	7%	60%	31%	25.1	22.8			
华润置地	1109	推荐	9.6	10.8	13%	45.0	0.18	0.24	0.34	0.40	39%	53.8	40.2	27.8	24.0	2.0	1.5	1.4	1.3	8.9	9.0	8%	6%	50%	46%	22.2	20.9			
首创置业	2868	推荐	0.9	1.9	111%	1.9	0.28	0.21	0.21	0.25	-13%	3.3	4.4	4.4	3.6	0.4	0.3	0.3	0.3	3.2	3.2	-71%	-72%	71%	55%	9.7	5.4			
绿城中国	3900	推荐	3.0	4.6	54%	4.6	0.64	0.60	0.65	0.77	1%	4.7	5.0	4.6	3.9	0.5	0.5	0.4	0.4	7.7	7.7	-61%	-61%	71%	88%	22.2	13.7			
雅居乐	3383	审慎推荐	2.7	4.4	59%	10.3	0.60	1.37	0.52	0.61	-7%	4.6	2.0	5.2	4.5	1.1	0.7	0.7	0.6	6.3	6.2	-57%	-56%	69%	45%	31.0	27.9			
富力地产	2777	中性	7.2	6.7	-7%	23.2	1.07	1.07	0.96	0.90	-5%	6.7	6.7	7.5	8.0	1.7	1.3	1.2	1.1	9.6	9.5	-25%	-24%	77%	139%	26.8	26.5			
世茂地产	813	中性	5.0	4.5	-9%	16.4	0.93	0.68	0.64	0.53	-17%	5.3	7.4	7.7	9.3	0.8	0.7	0.7	0.6	7.4	7.5	-33%	-34%	52%	37%	27.1	25.5			
碧桂园	2007	中性	1.6	1.9	20%	25.8	0.27	0.23	0.19	0.15	-17%	5.9	6.9	8.5	10.5	1.3	1.1	1.0	0.9	3.0	3.2	-48%	-50%	50%	-13%	38.9	38.7			
瑞安地产	272	中性	2.1	2.0	-3%	8.6	0.51	0.54	0.45	0.43	-6%	4.0	3.8	4.6	4.7	0.5	0.4	0.4	0.4	3.2	3.3	-36%	-38%	44%	23%	10.7	7.8			
方兴地产	817	推荐	1.8	2.4	37%	12.5	0.09	0.16	0.17	0.18	38%	19.3	11.2	10.2	9.6	1.2	1.0	0.8	0.6	3.3	3.5	-46%	-49%	50%	60%	0.8	0.7			
平均值											3%	13.0	10.6	9.6	9.2	1.3	1.0	0.9	0.9					-35%	-37%	59%	51%			
中间值											-6%	5.6	6.8	7.6	8.7	1.1	0.8	0.7	0.6					-41%	-44%	56%	45%			

资料来源: 公司数据, 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。