

房地产行业

肖剑

010-88092288-3207

xj@swsc.com.cn

阳光股份（000608）：零售地产业未来的翘楚

2009 年 9 月 22 日

买入（首次）

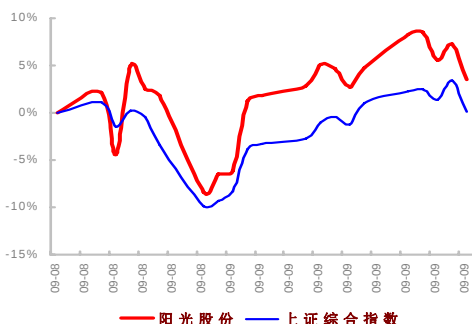
本次评级 买入

上次评级 -

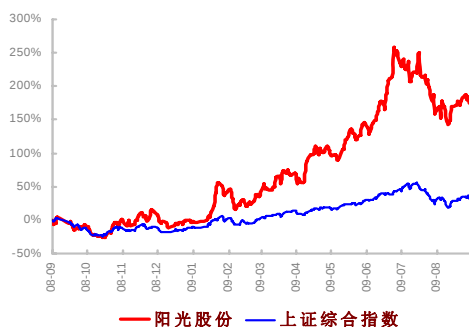
目标价格 12.06

当前价格 10.63

公司一月市场表现



公司一年市场表现



市场数据

流通市值(亿元)	39.14
总市值(亿元)	56.34
总股本(亿股)	5.36
流通股本(亿股)	3.80
08 年每股收益(元)	0.05

投资摘要：

- 从公司的发展战略来看，阳光股份经过将近两年的业务结构调整，已经逐步从住宅地产转向了“租售并举”的商业地产开发模式。公司已经在环渤海区域的核心城市拥有了五个零售业态的商业地产项目，为公司提供了稳定的收入。在全球经济波动增加、中国经济结构逐渐调整的背景下，阳光股份未来发展主要来自于由城市化导致的人口迁移带来的商业机会。从长期来看，公司运营将更加稳定，发展前景更为确定。
- 由于适合发展优质商业地产的位置具有稀缺性，零售地产长期稳定并不断增长的租金收入成为公司持续发展的基础。从长期来看，零售地产自身增值速度往往会高于住宅地产。因此发展时间越长，商业零售地产价值优势就越为明显。阳光股份目前运营中的项目年租金回报率一般可以达到 8-14%，如果加上长期的物业增值，总回报较好。
- 公司 2009 上半年，公司实现营业收入 7.28 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.49 亿元，与去年同期相比，公司营业收入减少 36.13%，主要原因为房地产项目结算面积减少；而归属于母公司所有者的净利润增加 179.32%，主要原因为公司转让控股子公司北京新资物业 100% 的股权所产生的投资收益。公司业绩与预期基本相符。
- 预计公司 2009-2011 年的每股收益分别是 0.66 元、0.69 元和 0.71 元，对应的动态市盈率分别为 18 倍、17 倍和 16 倍，给予“买入”的投资评级。

重要声明：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。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

目 录

公司概况	3
转型商业地产 追求平稳发展	3
商业地产进一步细化 零售地产成为核心.....	4
以订单式开发为基础 构建成熟开发模式.....	6
主要商业地产项目介绍	7
北京商业地产市场：成长潜力较大，市场竞争激烈	7
阳光大厦项目	8
通州宜商嘉和项目	8
阳光新城市广场	9
四川商业地产市场：订单式开发模式已经成为主流	9
成都 A-Z TOWN 商业楼	10
住宅开发业务 环渤海区域发展	10
北京商品住宅市场：土地供应不足，需求较为旺盛	11
北京阳光上东项目	12
天津商品住宅市场：“京津一体化”使得需求有所增加	13
天津万东小马路项目	13
青岛商品住宅市场：土地供应不足，中低房产需求旺盛	14
青岛阳城、千千树项目	15
盈利预测与估值	15
NAV 估值	17
附：地产行业 2009 年上半年发展情况	20
投资增速超预期 反转趋势更明显	20
销售面积大幅提升 成长性恢复较快	21
10000 元以下的小户型仍然是需求的主流.....	22
国内贷款增长较快 得益于政府扶持政策	22
土地交易再度活跃 地产企业预期较好	23

公司概况

阳光股份是一家主要从事房地产开发，商品房销售、租赁和咨询等业务的房地产开发商。公司先后推出了“阳光光华枫树园”、“阳光光华橡树园”、“盛世家园”、“阳光大厦”等项目，在北京房地产开发市场具有一定的影响力。另外，公司同时在天津、沈阳、青岛、烟台等地进行房产项目开发，均取得了较好的发展。

截止 09 年上半年，公司总股本为 5.36 亿股，流通股本为 3.80 亿股；总资产 62.50 亿元，总负债为 38.34 亿元，净资产 24.16 亿元。目前公司控股股东为新加坡政府产业投资有限公司。

图 1 公司主营业务构成

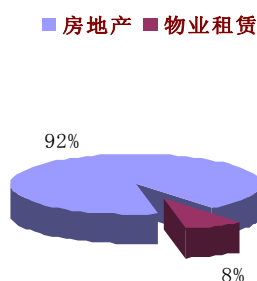
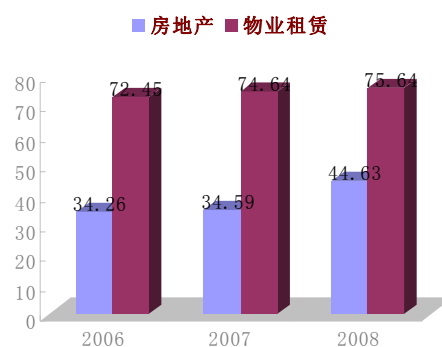


图 2 主营业务毛利率变化情况



资料来源：wind 咨询, 西南证券研发中心

从公司的发展战略来看，阳光股份经过将近两年的业务结构调整，已经逐步从住宅地产转向了“租售并举”的商业地产开发模式。公司已经在环渤海区域的核心城市拥有了五个零售业态的商业地产项目，为公司提供了稳定的收入。在全球经济波动增加、中国经济结构逐渐调整的背景下，阳光股份未来发展主要来自于由城市化导致的人口迁移带来的商业机会。从长期来看，公司运营将更加稳定，发展前景更为确定。

转型商业地产 追求平稳发展

公司在 2006 年通过定向增发方式引入战略投资者新加坡政府产业投资有限公司（GIC）下属全资子公司 Reco Shine Pte Ltd 作为控股股东。明确了公司发展战略的总体方向。公司将逐渐向在商业地产领域拓展，在 GIC 配合和帮助下，逐步进入商业地产开发领域，增加投资性物业持有的比重。而在住宅开发业务方面，公司立足北京，并在环渤海及成都地区寻找市场机会。随着公司逐步的发展，商业地产领域将成为公司业务发展的核心，而住宅地产将逐步收缩。

在随后的两年时间内，阳光股份的战略转型正在加速进行中。在 GIC 成为大股东前公司仅有阳光大厦一个商业项目及少许底商。而在 GIC 成为大股东之后，公司加快了在商业地产发展上

的步伐，增加储备商业项目 6 个，增加商业地产建筑面积 37.3 万平方米，可租赁面积 27.8 万平方米，商业物业储备面积增长了 5 倍。随着各项目陆续竣工投入运营，商业地产将成为公司最为核心的业务。预计所有商业物业竣工后，其资产总计将达到公司总资产的一半以上。

表 1：阳光股份主要地产项目各项指标对比

出租物业	权益比例	建筑面积（万m ² ）	可租面积（万m ² ）	权益可租面积（万m ² ）	总投资
阳光大厦	65.0%	5.1	4.4	2.9	451.5
底商	100.0%	3.9	3.9	3.9	
通州商业项目	61.0%	3.8	3.1	1.9	400.0
北苑科创大厦	41.0%	6.2	4.3	3.1	300.0
沈阳世达物流	30.0%	4.0	3.2	1.0	250.0
北京酒仙桥科研培训中心	51.8%	6.7	5.4	4.0	260.0
北京 A-Z Town	100.0%	8	5.6	5.6	600.0
成都 A-Z Town	94.7%	8.6	6.2	5.9	350.0
合计		46.3	36.1	28.3	2160.0

资料来源：公司年报，西南证券研发中心

商业地产进一步细化 零售地产成为核心

公司 09 年在商业地产上的战略日益清晰。公司将商业地产进一步细化，确定以零售业为主的地产项目为公司发展的主要方向。随着城市规划拓展和人口不断向城市边缘迁移，作为填补大型购物中心辐射不足、满足社区市民休闲购物生活方式的社区型商业中心渐成商业物业开发的新趋势。

社区商业中心业态一般用于满足社区内居民日常采购、餐饮、家居服务等最基本的消费，这类消费具有反复购买和消费刚性的特征，受宏观调控、经济周期等波动因素的影响较小。随着社区不断成熟和居住人口收入上升，以及地产价格自身的不断增值，在一个相当长的时期内，租金有可观的上涨空间。

图 3 法国不同地产项目指标对比

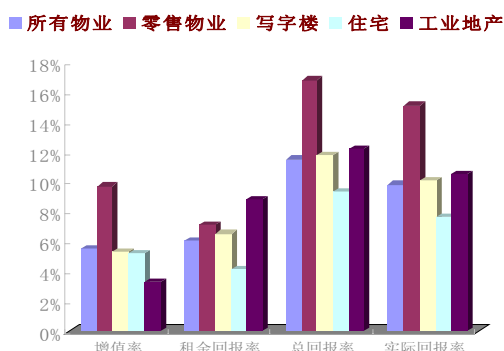
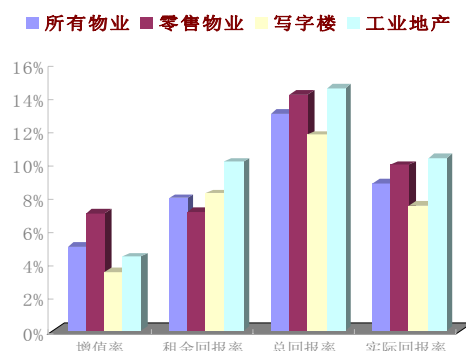


图 4 英国不同地产项目指标对比



资料来源：wind 咨询，西南证券研发中心

从长期来看，零售物业从不成熟阶段发展到相对成熟阶段，需要一个较为漫长的过程。在发展的过程中，零售地产项目往往与大型零售商签订长期租约来吸引客户，首期租金一般采用固定金额，待项目逐步培育成熟后，约定租金可向上浮动。公司与大型零售商以外的中小商铺租户签订的一般是较短期的租约，随着租户不断调整，租金会有持续的增长。

表 2：阳光股份与同类公司历年 ROE 的对比

ROE	2008	2007	2006	2005	2004	2003
华发股份	14.74	18.42	11.71	11.73	8.67	12.58
万科 A	12.65	16.55	14.48	16.25	14.16	11.53
招商地产	8.26	14.65	13.09	11.17	10.43	10.6
金地集团	9.09	11.43	14.42	11.66	9.67	10.96
陆家嘴	10.47	9.19	8.73	8.98	8.9	11.87
中航地产	1.98	16.63	12.35	11.7	9.4	16.63
金融街	7.14	15.50	13.73	18.1	15.67	18.99
名流置业	6.73	20.54	10.12	16.22	12.99	11.06
北辰实业	5.23	3.99	4.17	4.95	4.44	5.21
阳光股份	1.6	10.54	10.09	15.45	16.47	6.54

资料来源：西南证券研发中心

表 3：阳光股份与同类公司历年净利润的对比

净利率	2008	2007	2006	2005	2004	2003
名流置业	30.61	22.97	19.45	16.44	17.90	18.76
陆家嘴	53.92	42.03	39.53	38.89	29.22	30.06
华发股份	18.54	16.58	17.45	18.03	15.90	14.32
金融街	18.57	17.38	13.73	18.1	15.67	18.99
北辰实业	14.41	10.61	13.56	7.57	8.12	9.84
阳光股份	5.23	15.37	14.91	14.4	13.63	8.76

资料来源：西南证券研发中心

表 4：阳光股份与同类公司历年总资产周转率的对比

总资产周转率	平均	2008	2007	2006	2005	2004	2003
绿景地产	0.52	0.61	0.67	0.43	0.34	0.54	0.55
万通地产	0.42	0.62	0.34	0.07	0.45	0.50	0.53
金融街	0.35	0.27	0.33	0.37	0.31	0.37	0.44
陆家嘴	0.20	0.11	0.15	0.24	0.18	0.23	0.27
北辰实业	0.29	0.18	0.25	0.25	0.4	0.36	0.18
阳光股份	0.34	0.27	0.27	0.3	0.46	0.44	0.28

资料来源：西南证券研发中心

由于适合发展优质商业地产的位置具有稀缺性，零售地产长期稳定并不断增长的租金收入成为公司持续发展的基础。从长期来看，零售地产自身增值速度往往会高于住宅地产。因此发展时间越长，商业零售地产价值优势就越为明显。阳光股份目前运营中的项目年租金回报率一般可以

达到 8-14%，如果加上长期的物业增值，总回报较好。

表 5：阳光股份租金回报率与贴现率的敏感性分析

贴现率/增长率	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
8%	538.1	624.2	744.7	925.5	1226.8	1829.4	3637.4
10%	526.6	592.4	680.1	802.8	987	1293.9	1907.8
12%	482.7	534.8	601.8	691.1	816.1	1003.7	1316.2
14%	447.5	490	543	611.2	702.2	829.5	1020.5

资料来源：西南证券研发中心

以订单式开发为基础 构建成熟开发模式

从公司总体的发展战略来看，公司将立足于北京及环渤海区域，同时兼顾其他有潜力或者有合适项目的区域，如公司于去年收购的位于成都的 A-Z TOWN 项目。在盈利模式上，公司引入知名运营商或零售商开发并经营社区商业项目，采取订单式开发并经营的盈利模式，对公司持续的扩展能力起到了很好的支撑作用。

由于 GIC 有多家跨国零售公司的合作关系，为阳光股份发展订单商业物业带来便利。公司表示，通州商业项目已经引入法国家乐福，预计沈阳项目也可能会引入一家跨国零售巨头。另外，部分项目则与日本 7&I 控股公司下属的小型综合百货伊藤洋华堂品牌合作。这种订单式的开发方式，能提高新商业中心的招商效率，有利于业务的复制，从而为公司快速扩张提供了较为科学的基础模式。

以订单式开发为基础，公司针对不同的客户需求，形成了两种较为成熟的运营模式。

模式一：对于对城市区域商业中心有需求的客户，公司在选址方面主要选择位于市中心或城市分区中心较近区域。由于这些地区的繁华商业气氛，客流量长年保持较高水平，属于集中消费的场所。因此这些区域是零售地产行业发展的重点模式。比如北京的阳光大厦、正在建设中的朝阳十里堡 A-Z TOWN 项目、科创大厦（北苑）都是采取的这种开发模式。

模式二：对于对社区商业中心有需求的客户，公司在选址方面主要选择位于相对较远的人口聚居区。通过在社区中心建立大型购物项目，引入餐饮、服装及其他生活配套店铺，从而使得社区居民获得全方面的消费服务体验。不仅覆盖周边居住人口，也可吸引小部分流动的非居住人口。随着大型居住小区的建立，这种开发模式也变得越来越重要。比如位于通州的宜商嘉和项目，沈阳世达物流项目便是采取这样的开发模式。

主要商业地产项目介绍

北京商业地产市场：成长潜力较大，市场竞争激烈

根据《中国房地产报》统计显示，2008年北京商业地产新开工面积达80.39万平方米，其中六环以内商业面积在一万平方米以上的百货商场、购物中心新增20家，主要集中在几个主要商业区：东部商业地产放量主要集中在朝外、燕莎、国贸等区域；西部主要集中在西单、中关村和金融街区域。

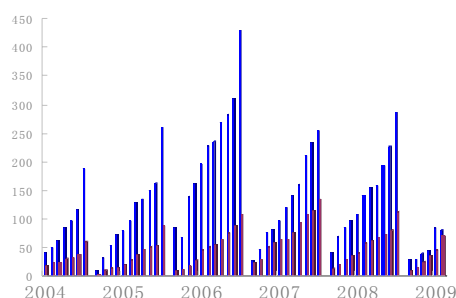
需求量的逐渐增大，使得商业地产租金也持续看涨，主要原因之一即国际零售商大举进入北京市场。年内，大多数零售商都计划在北京60年国庆前开店，这无疑成为北京整体商铺租金价格上扬的重要理由。新中国成立60周年大庆，加上奥运会遗产魅力，具有不少消费热点，我们预测2009年北京消费品零售额将会达到5300亿元，成长潜力较好。

但是随着该行业的逐步发展，竞争也将异常激烈。2008年，北京已上市商业地产项目总建筑面积约为280万平方米，预计未来三年商业地产上市项目总面积达到630万平方米。新项目的集中上市将使北京整体商业零售市场进入较为激烈竞争的状态。

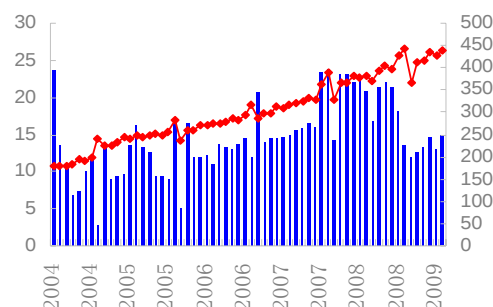
图5 北京商业地产开工与销售面积对比

图6 北京消费品零售总额与增长率情况

■北京商业新开工面积 ■北京商业销售面积



■增长率 —北京消费品零售总额



资料来源：wind 咨询，西南证券研发中心

阳光大厦项目



阳光大厦位于北京西城区西直门 112 号，临近西直门地铁站，总建筑面积 5.1 万平方米，共有 11 层。地下两层及地上的 1-5 层出租给华糖洋华堂百货公司，与其签订了 20 年的租约，前 10 年租金保持不变，每年 4171 万元，后 10 年租金水平根据市场状况协商确定。10 及 11 层公司自用，另有 7319 平方米写字楼面积用于出租，目前出租率接近 100%。裙楼主要出租给麦当劳。2009 年上半年实现租赁收入 25,046 千元。预计 09、10 年分别实现租金收入 59,412 千元和 57,846 千元，约占公司总收入的 3.2%和 3.1%。

通州宜商嘉和项目



大型纯商业建筑，总建筑面积约 46000 平方米，商业建筑面积 31000 平方米。以“家乐福”为主力店，与家乐福签订的为 20 年的长租约，前 10 年租金不变。目前项目星期一至五日均客流量达 2.7 万人次/天，节假日日均客流量达 3.3 万人次/天，是目前通州轻轨沿线最大的、也是唯一的大型购物中心。除家乐福外，公司还拥有一定比例的自主招商店铺，在项目逐渐培育成熟后，公司对主力店以外店铺招商中，租金将会有较大的上涨空间。截至 2009 年 6 月 30 日，项目整体出租率达 98%，2009 年上半年实现租赁收入 18,743 千元。预计 09、10 年分别实现租金收入 47,622 千元和 46,347 千元，约占公司总收入的 2.6%和 2.5%。

阳光新城市广场



朝阳阳光新城市广场整体规划约 87000 平方米，停车位 450 余个，以“华堂商场”为主力店，集购物、餐饮、娱乐休闲等多种业态于一体，并引入国内外知名服装服饰及餐饮品牌，以满足客户流行时尚及日常生活购物需求。该项目周边交通便利，紧邻四环主路，距项目 50 米之内有 18 条公交线路，地铁四惠站到本项目步行仅需 10 分钟。该项目地处朝青商圈核心位置，为 CBD 热点辐射地区，央视、北视入驻将引导区域经济迅速发展，商业发展潜力巨大。

四川商业地产市场：订单式开发模式已经成为主流

统计数据显示，2008 年四川省全年新建商业地产成交面积为 1965.86 万平方米，成交额为 1608.47 亿元，存量房成交面积是 1413.41 万平方米。在经济危机已经有所转机的背景下，假设中央和四川省都没有新政策推出的前提下，我们预测 2009 年四川省市商业地产交易量将有望达到 8%—10% 左右。

在需求方面，2008 年成都连锁商业发新增 5000 平方米以上的零售营业网点 31 个。连锁商业的发展受商用房地产的依存关系变得更加重要。一方面零售商家项目选取的限制较多；另一方面，地产商招商周期较长，不利于资金成本的回收。于是定制商业地成为主要的发展方向。“订单模式”、“定向开发”逐步被市场接受，例如阳光股份与伊藤洋华堂等大型超市的开发模式正属此类。

图 7 四川商业地产开工与销售面积对比

■ 四川商业新开工面积 ■ 四川商业销售面积

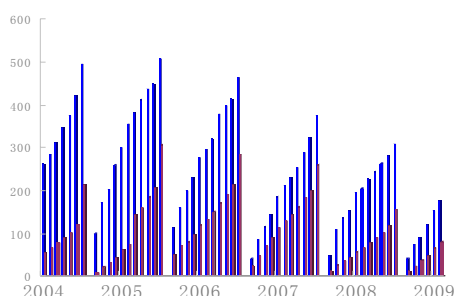
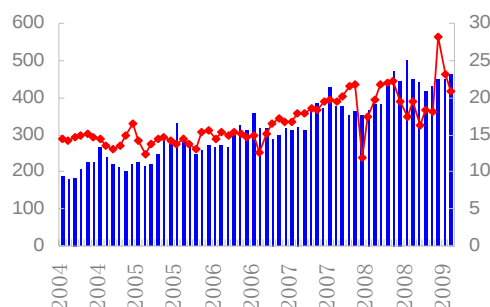


图 8 四川消费品零售总额与增长率情况

■ 四川消费品零售总额 — 增长率



资料来源：wind 咨询，西南证券研发中心

成都 A-Z TOWN 商业楼



项目位于成都市成华区建设路 2 号，建筑面积约 86000 平方米。项目是依托于首创 A-Z TOWN 爱这城建成的大型社区配套型购物广场。首创 A-Z TOWN 是建设路区域内迄今为止规模最大的住宅小区之一。该购物广场为周边区域内的家庭提供零售业态及完善的商业服务设施。依据目标客群定位，项目提供综合性的商业环境，满足购物、餐饮、娱乐、休闲、服务等多种消费需求。该项目计划引入华堂商场为主力租户，成都紫瑞已与华堂商场签订了租赁合作意向。华堂商场部分预计于 2009 年 11 月开业。预计 09、10 年分别实现租金收入 13,877 千元和 56,459 千元，约占公司总收入的 0.75% 和 3.0%。

住宅开发业务 环渤海区域发展

1—6 月，受房地产市场持续回暖的影响，公司住宅地产项目取得较好的销售业绩，共实现签约销售面积 102,494 平方米，销售金额 1,683,040 千元，其中，北京阳光上东项目实现签约

销售面积为 46,304 平方米，销售金额 1,124,850 千元；天津万东小马路项目实现签约销售面积为 48,203 平方米，销售金额 365,820 千元。

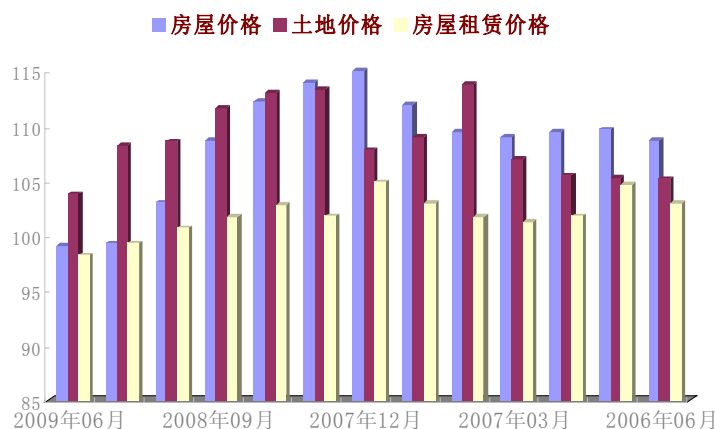
从公司近年来地产项目的发展趋势来看，公司主要是围绕着北京、天津和青岛为基点，逐步向周边地区发展，从而完成环渤海地区的总体布局。

北京商品住宅市场：土地供应不足，需求较为旺盛

根据北京市土地供应规划，07-10 年商品住宅用地供应量为 4800 万平方米，平均每年为 1200 万平方米。但实际上，北京历年来的住宅用地供应几乎都无法按计划完成。北京土地市场比较大的症结在于市场机制不够完善，导致土地供应速度较缓。虽然北京制定了未来 3 年的土地供应计划，但要按期完成恐怕难度不小，同时由于新增土地至少 70% 位于远郊区县，因此，北京商品房市场供应量未来可能仍然不足。

在需求方面，预计 2010 年北京人均居住面积为 26.64 平方米，建筑面积为 34.63 平方米。而 2010—2015 还需要建成 11847 万平方米的住宅。从数据中可以看出，北京住宅市场刚性需求较大。由于房价与收入比过高，出现了中低端房产供不应求，中等和中等以下收入户的住宅消费没有启动，还有进一步的发展空间。

图 9 北京地区各项地产指标的对比



资料来源：地产指数研究院，西南证券研发中心

北京阳光上东项目



阳光上东项目位于首都机场高速路和东四环国宾大道快速路的交汇处——四元桥南侧、霄云桥的东南角。由于临近使馆区、东直门和燕莎商圈，项目所在区域已成为很多外籍人士选择目标住所地之一。上东项目定位高端，第一期河滨项目一上市，便创造了良好的销售业绩，更强化了精品阳光的品牌号召力。据了解，目前阳光上东社区内约有 30% 左右的外籍人士居住。

项目位于北京市朝阳区将台乡大清寺，由公司控股子公司北京星泰房地产负责开发建设。项目分三期：一期为 C1、C2、B 区，二期为 C3—C9 区，三期为 A 区。

一期（C1、C2、B 区）建筑面积约 27.3 万平方米（住宅可售面积约 19.65 万平方米，底商可售面积约 1.8 万平方米），已分别于 2004 年、2005 年竣工。截至 2009 年 6 月 30 日，住宅部分累计签约率 99.3%，底商部分累计签约率 23.6%。2009 年上半年住宅部分实现销售收入 46,940 千元，底商部分实现销售收入 62,760 千元。

二期为 C3—C9 区，建筑面积约 34.8 万平方米。其中：C6C7、C3C4 区、C5C8 区：建筑面积约 24.4 万平方米（住宅可售面积约 17.83 万平方米，底商可售面积约 0.2 万平方米），已分别于 2006 年底、2007 年底竣工。截至 2009 年 6 月 30 日，住宅部分累计签约率 98.5%，底商部分尚无签约。2009 年上半年住宅部分实现销售收入 76,624 千元。

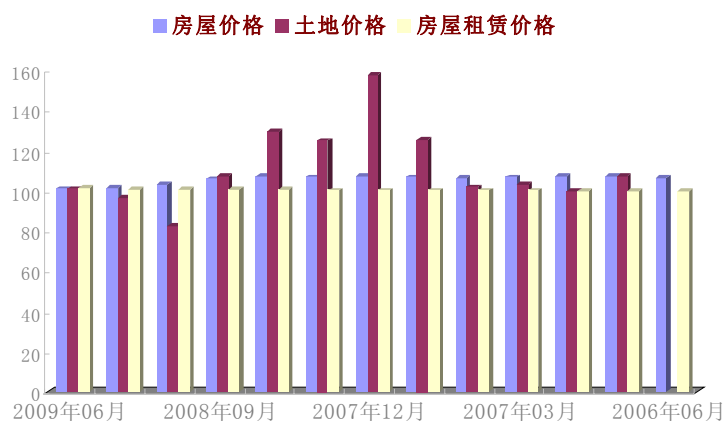
C9 区：建筑面积约 10.45 万平方米（住宅可售面积约 7.3 万平方米）。2006 年 6 月开工建设，2008 年 6 月进入预售阶段，预计 2009 年 11 月竣工。截至 2009 年 6 月 30 日，住宅部分累计签约率 58%，2009 年上半年实现签约销售面积 35,978 平方米，销售金额 856,540 千元。预计 09 年分别实现销售收入 897,464 千元，约占公司总收入的 48.59%。

天津商品住宅市场：“京津一体化”使得需求有所增加

从天津住宅市场历年供求对比看，供应总量仍略大于需求量。土地购置和开发面积在 02 年前比较相近，03 年起，两者差额表现出较大的波动性。04-06 年天津住宅完工面积均超过住宅销售面积，这一情况在 07 年得到了扭转，07 年住宅销售面积在 5 年来首次超过住宅完工面积。08—09 年销售面积相对于施工面积有所回落。从总量上来看，土地购置和开发面积仍基本处于平衡状态。

按国际上通用的标准，商品房总价为家庭年收入的 4-6 倍较为合理推算，天津市的商品房价维持在一个比较高的水平，大部分消费者认为与自己的消费能力相比，目前商品房价偏高。使得一段时间天津住宅地产需求有所下降。但是 2008 年 8 月 1 日，京津高速铁路投入运营，全程直达天津站运行时间约为 29 分钟。使得“一小时都市生活圈”概念在京津两地盛行，京津一体化必然会对住宅市场的需求产生重要的影响。

图 10 天津地区各项地产指标的对比



资料来源：地产指数研究院，西南证券研发中心

天津万东小马路项目

公司于 2006 年 11 月在天津取得万东小马路项目，标志着公司开始实施跨区域发展的第一步。天津万东项目位于天津市河东区，处于天津市城区通往滨海新区的必经之路，东接京津唐高速，紧邻即将于 2008 年建成的地铁 2 号线，周边拥有成熟居住区。目前周边临近项目销售均价基本在 8000—9000 元以上。

项目位于天津市河东区卫国道与万东小马路交口西南角，由公司控股子公司天津阳光滨海房地产负责开发建设。项目规划建筑面积约 10.4 万平方米（住宅可售面积约 8.5 万平方米）。项目已于 2008 年初开工，2008 年 10 月进入预售阶段，预计 2009 年 12 月底竣工。截至 2009 年 6 月 30 日，住宅部分累计签约率 62%，2009 年上半年实现签约销售面积 48,203 平方米，销

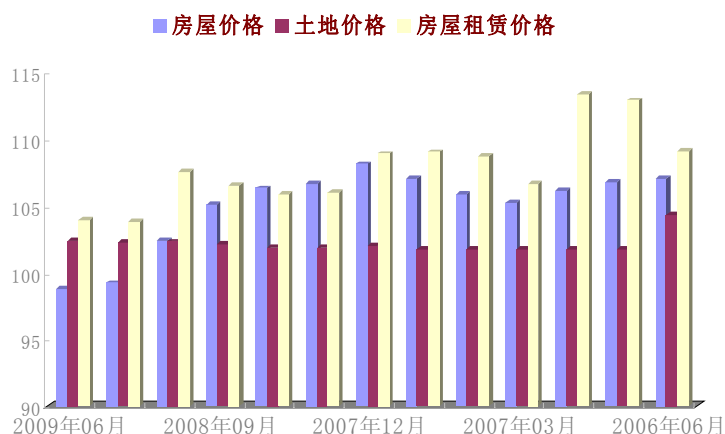
售金额 365,820 千元。预计 09、10 年分别实现销售收入 147,612 千元和 216,503 千元，约占公司总收入的 7.99%和 11.50%。

青岛商品住宅市场：土地供应不足，中低房产需求旺盛

06 年起，青岛商品住宅市场表现出销售面积超过住宅完工面积的趋势，结合近几年土地供应及开发情况，累计未开发土地亦呈下降趋势。09 年上半年，这一情况有所改变。但从总体上看，青岛土地供应基本处于供不应求的状态。

青岛市近期销售的新建商品房中，销售统计数据，60 到 120 平方米的中小户型总成交量达 7300 套，占总成交量近 8 成的比例。从价格区间来看，市内四区 2912 套的总成交量中，每平方米 8000 元以下的中小户型房源最好卖，市内四区销量达 2140 套，全市总销售量达 7824 套。从近期市场的市场数据中可以看出，青岛中小户型房产需求非常旺盛。

图 11 青岛地区各项地产指标的对比



资料来源：地产指数研究院，西南证券研发中心

青岛阳城、千千树项目



青岛千千树项目位于青岛市李沧区唐山路。2007 年 9 月 8 日，阳光股份（“阳光新业”前身）与青岛颐中房地产开发有限公司签署《千千树项目合作协议》收购其以公开招拍挂方式取得的青岛市李沧区唐山路一宗土地的国有土地使用权，暂命名为“千千树项目”。项目规划地上建筑面积约 125800 m²，土地使用性质为居住用地。截至 2009 年 6 月 30 日，项目已取得《国有土地使用权证》和《建设用地规划许可证》。

公司于 2007 年取得青岛城阳项目，位于青岛市城阳区流亭立交桥东北角，长城路与 308 国道交口的东侧，与城阳世纪公园隔长城路相望，属于机场生活区范围，且正对青岛最大的城市公园世纪公园，未来居住环境良好。截至 2009 年 6 月 30 日，项目已取得《国有土地使用权证》和《建设用地规划许可证》，预计项目一期将于 2009 年 9 月底开工。

盈利预测与估值

公司 2009 上半年，公司实现营业收入 7.28 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.49 亿元，与去年同期相比，公司营业收入减少 36.13%，主要原因为房地产项目结算面积减少；而归属于母公司所有者的净利润增加 179.32%，主要原因为公司转让控股子公司北京新资物业 100% 的股权所产生的投资收益。公司业绩与预期基本相符。

1—6 月，受房地产市场持续回暖的影响，公司地产项目取得较好的销售业绩，共实现签约销售面积 102,494 平方米，销售金额 16.83 亿元，其中，北京阳光上东项目实现签约销售面积为 46,304 平方米，销售金额 11.25 亿元；天津万东小马路项目实现签约销售面积为 48,203 平方米，销售金额 3.66 亿元。

公司地产项目销售结算收入 6.6 亿元，占公司半年度营业收入 91%，主要来源于北京阳光上东项目；商业物业租赁收入 0.48 亿元，占公司半年度营业收入 7%，主要来源于北京阳光大厦项目和通州商业项目；资产交易服务及运营管理费收入 0.11 亿元，占公司半年度营业收入 2%。

表 6：2009 年收入预测

		结算/出租面积 万平方米	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业税及附加 百万元	毛利 百万元
开发业务	阳光上东酒店	3.54	607.6	409.9	38.4	196.5
	北京阳光上东	5.14	897.4	539.4	54.5	356.8
	天津万东小马路	2.64	147.6	135.5	12.9	10.9
	开发业务小计	7.14	1637.4	1077	95.6	559.2
出租业务	北京阳光大厦	5.24	59.4	16.8	8	41.4
	通州商业项目	3.74	47.6	20.5	6.8	25.9
	科创大厦项目	4.94	31.8	14.5	6.4	16.1
	其他商铺		27.6	11.8	6.3	14.6
	成都 A-Z Town		13.8	26.2	10.9	3.7
	出租业务小计	24.44	166	57.7	13.5	107.1
物业管理			58.9	49	7.9	5.9
合计			1847.1	1175.8	180.4	667.2

资料来源：西南证券研发中心

表 7：2010 年收入预测

		结算/出租面积 万平方米	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业税及附加 百万元	毛利 百万元
开发业务	阳光上东酒店	6.9	1392	761.3	81.9	632.6
	天津万东小马路	3.6	216	203.3	16.7	14.6
	开发业务小计		1602	958.7	214.4	645.2
出租业务	北京阳光大厦	5.2	57.8	18.8	7.9	40.9
	通州商业项目	3.7	46	22.5	7.2	25.4
	科创大厦项目	4.9	38.3	20	6.8	20.2
	其他商铺	51.9	51.1	8.7	8.4	2
	成都 A-Z Town	6.8	50.6	17.6	7.5	35
	北京 A-Z Town	6.2	46.3	25.9	7.2	22.3
	出租业务小计		235.1	70	17.7	166.9
			26	13.8	6.1	14.1
物业管理			57.3	51	7.8	5.4
合计			1882.4	1067.9	229.9	813.6

资料来源：西南证券研发中心

公司业绩的预测假设主要以下几个方面：

第一、目前阳光上东的酒店出售，预计 09 年实现销售将至少增加营业收入 6.07 亿元。09 年的开发业务结算收入将主要是阳光上东、天津万东项目及阳光上东酒店带来的，预计约有 16.37 亿元。

第二、出租业务中，科创北苑项目和成都 A-Z TOWN 项目 09 年可以投入运营，将使总的租金收入增加到 1.7 亿元以上。

第三、2010 年结算收入仍然主要是阳光上东 C9 和天津万东项目，预计结算收入 16.02 亿元，出租业务则增加北京 A-Z TOWN 项目，预计总的出租收入 2.35 亿元。

NAV 估值

我们对阳光股份每股净资产的估值为 12.06 元，主要基于以下假设：

1. 09 年商品住宅市场暂不出现价格大幅下跌和成交量大幅减少；
2. 阳光上东公寓的单价目前约 25000 元/平米；
3. 考虑了青岛和烟台项目的跌价损失；
4. 下调了天津项目的销售均价至 8000 元/平米；

表 8：阳光股份 NAV 估值表

	储备面积 万平方米	重估价值 百万元	权益重估价值 百万元
北京阳光上东	12	3000	2160
北京酒仙桥危改项目	115	105	89
天津万东小马路项目	9	720	720
青岛城阳项目	12	258	256
烟台福山项目	47	600	597
开发业务小计		4683	3822
北京阳光大厦项目	5	926	596
通州商业项目	3	476	236
科创大厦项目	4	679	366
沈阳世达物流商业项目	3	305	81
北京酒仙桥科研培训中心	5	142	142
北京 A-Z Town 商业楼	6	1165	634
成都 A-Z Town 商业楼	6	446	238
底商	4	585	465
出租业务小计		4724	2758
合计		9407	6580
交易性金融资产			0
货币资金			1252
付息债务			1366
有形资产净值			6466
股本（百万股）			536
每股 NAV			12.06

资料来源：西南证券研发中心

预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别是 0.66 元、0.69 元和 0.71 元，对应的动态市盈率分别为 18 倍、17 倍和 16 倍，给予“买入”的投资评级。

表 9：主要上市公司的盈利预测与估值

代码	证券名称	评级	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2009PE	2010PE	2011PE	目标价位
000002	万科 A	买入	0.56	0.64	0.83	24.10	21.24	16.84	13.69
000024	招商地产	买入	1.01	1.21	1.51	30.30	26.10	20.14	30.87
600048	保利地产	买入	0.93	1.32	1.91	30.56	24.36	19.66	32.71
600067	冠城大通	买入	0.59	0.90	1.15	23.69	18.95	12.64	15.19
600383	金地集团	买入	0.52	0.68	0.81	29.63	26.34	20.91	16.75
600325	华发股份	买入	0.86	1.04	1.12	25.73	20.98	16.62	20.85
600533	栖霞建设	买入	0.20	0.25	0.31	35.00	31.21	26.47	7.67
000608	阳光股份	买入	0.66	0.69	0.71	18	17	16	12.06
600153	建发股份	增持	0.70	0.91	1.09	20.46	16.98	12.33	14.40
600736	苏州高新	增持	0.28	0.33	0.39	28.60	22.45	19.67	7.70
600052	浙江广厦	增持	0.56	0.78	0.93	17.84	11.43	9.74	9.32
600376	首开股份	增持	0.71	1.01	1.42	31.30	26.74	18.93	25.37
600641	万业企业	增持	0.53	0.64	0.76	21.64	17.86	13.44	11.04
600649	城投控股	增持	0.43	0.59	0.71	26.87	22.61	17.34	12.40
000667	名流置业	增持	0.30	0.58	0.81	26.96	20.49	16.38	11.08
000046	泛海建设	增持	0.26	0.30	0.38	59.67	50.39	39.08	15.16
002146	荣盛发展	增持	0.69	0.89	1.07	37.45	30.21	16.36	23.41
000718	苏宁环球	增持	0.45	0.74	1.01	28.42	21.36	12.55	13.76
600675	中华企业	中性	0.51	0.71	0.80	33.65	24.86	20.06	16.95
000043	中航地产	中性	0.13	0.34	0.57	120.00	53.18	31.72	17.25
000042	深 长 城	中性	1.21	1.33	1.49	18.32	14.69	13.59	20.65
600266	北京城建	中性	0.65	0.87	1.21	25.74	20.47	15.31	17.69
000031	中粮地产	中性	0.10	0.15	0.19	113.69	82.61	60.19	11.73
000616	亿城股份	中性	0.34	0.38	0.45	20.63	18.33	12.47	6.53

资料来源：西南证券研发中心

表 10：公司盈利预测

资产负债表（万元）					利润表（万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	58,517	73,283	86,611	89,540	营业收入	151,396	184,703	188,249	198,428
应收票据	0	0	0	0	营业税金及附加	22,699	1,435	1,437	1,440
应收帐款	941	50,878	55,966	60,443	营业成本	82,229	101,829	110,781	123,841
存货	312,941	328,342	31,177	33,671	销售费用	57	33	36	39
其它流动资产	0	0	0	0	管理费用	7,275	11,515	11,618	11,097
在建工程	31,146	45,128	49,641	53,612	财务费用	3,083	6,369	6,189	5,833
固定资产	2,619	9,235	10,159	10,971	营业外收入	88	42	46	49
无形资产	2,172	25,265	27,791	30,015	营业外支出	141	229	252	272
其他非流动资产	0	0	0	0	所得税	5,514	5,764	224	233
资产总计	568,695	227,731	250,504	270,545	少数股东损益	5,083	5,114	5,268	5,341
短期借款	27,000	27,000	27,000	27,000	净利润	2,833	34,924	37,125	38,579
应付帐款	77,125	1,587	1,745	1,885	财务指标				
非流动负债合计	88,736	88,610	44,276	41,446	净资产收益率（年初）	1.42%	16.78%	16.87%	14.94%
负债合计	360,582	206,788	167,490	169,091	总资产报酬率	0.50%	15.34%	14.82%	14.26%
股本	53,565	53,565	53,565	53,565	净利率	1.87%	18.91%	18.27%	17.58%
盈余公积	1,318	6,217	12,100	17,861	毛利率	45.69%	32.42%	21.36%	20.78%
未分配利润	60,457	87,796	115,894	142,968	净资产收益率（年末）	1.36%	14.50%	13.25%	15.97%
少数股东权益	31,410	31,410	31,410	31,410	总资产 / 净资产	2.73	3.49	2.92	2.52
负债和所有者总计	568,695	647,140	695,896	719,014	资产负债率	63.41%	71.34%	65.73%	60.36%
现金流量表（万元）					总负债 / 净资产	1.73	2.49	1.92	1.52
净利润	2,833	34,924	37,125	38,579	长期负债 / 净资产	42.64%	67.83%	48.28%	33.23%
折旧	9,752	20,917	5,436	4,784	总资产周转率	0.27	0.29	0.25	0.24
经营活动现金流量	(46,876)	173,037	33,712	35,575	存货周转率	0.31	0.73	0.87	0.96
投资活动现金流量	(31,587)	23,949	(10,995)	(9,676)	固定资产周转率	67.97	31.16	20.95	20.77
筹资活动现金流量	64,482	(222,220)	(19,388)	(22,970)	应收账款周转率	114.38	7.13	3.80	3.77
现金净额	(13,981)	(25,234)	3,328	2,929					

资料来源：西南证券研发中心

附：地产行业 2009 年上半年发展情况

09 年上半年，随着房地产市场深度调整后，部分城市房价明显回调，购房者购买能力相应提升；随着按揭贷款和购房税费上的优惠等一系列稳定房地产市场的政策出台，进一步降低了购房者的支付压力。另外，国家振兴经济的一系列举措收效明显，经济预期开始向好。在多重因素的作用下，前期累积的需求开始集中释放。住房市场在 09 年一季度迅速走出低谷。进入二季度后，整体经济企稳的信号愈发明显，适度宽松信贷政策的效果逐步显现，股市的向好产生了正向的财富效应，通胀预期也在一定程度上提高了人们的购房意愿，市场成交更为旺盛。

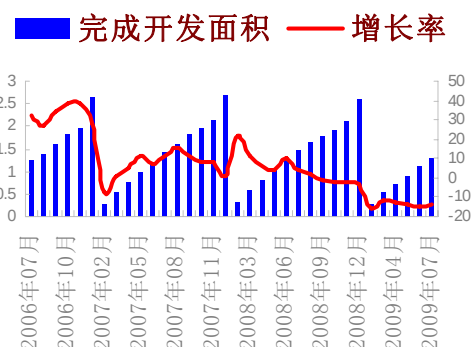
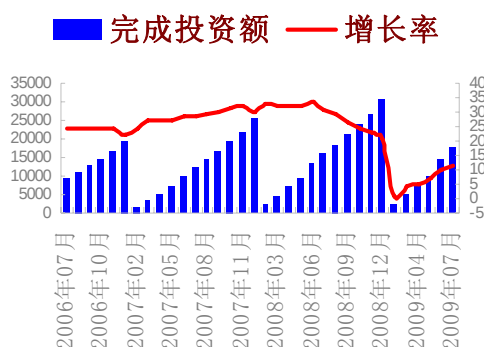
投资增速超预期 反转趋势更明显

09 年 1-6 月，全国完成房地产开发投资 14505 亿元，同比增长 9.9%，增幅比 1-5 月提高 3.1 个百分点，比去年同期回落 23.6 个百分点。其中，商品住宅完成投资 10189 亿元，同比增长 7.3%，比 1-5 月提高 3.1 个百分点，比去年同期回落 29.3 个百分点，占房地产开发投资的比重为 70.2%。而六月单月完成投资额 4340 亿元，同比增长 18%。

09 年 1-6 月，全国房地产开发企业房屋施工面积 23.97 亿平方米，同比增长 12.7%，增幅比 1-5 月提高 1.0 个百分点；房屋新开工面积 4.79 亿平方米，同比下降 10.4%，降幅比 1-5 月缩小 5.8 个百分点；房屋竣工面积 2.07 亿平方米，同比增长 22.3%，增幅比 1-5 月回落 0.3 个百分点。其中，住宅竣工面积 1.70 亿平方米，增长 22.9%，比 1-5 月回落 0.7 个百分点。新开工面积同比下降 10.4%，降幅比 1-5 月缩小 5.8 个百分点。

图 12 我国房地产投资规模与增长率的变化情况

图 13 我国房地产开发面积与增长率的变化情况



资料来源：西南证券研发中心

结合五六月份地产开发投资的情况来看，开发商在经历前几个月的去库存化、改善现金流之后，已经开始进入买地开工的新一轮循环。虽然六月份单月投资额受半年度统计汇总影响较大，但就目前形势分析，全年投资增速很有可能超出 10% 的预期。房地产投资增速超出预期，表明

行业反转趋势更加明显。

图 14 我国商品房施工面积与增长率的变化情况

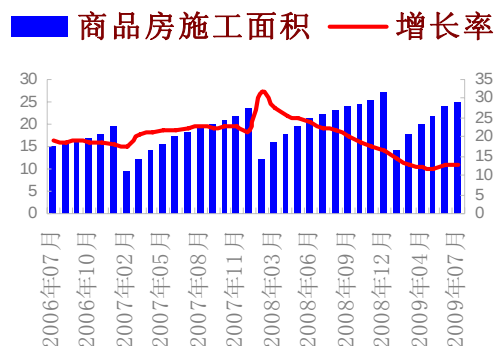
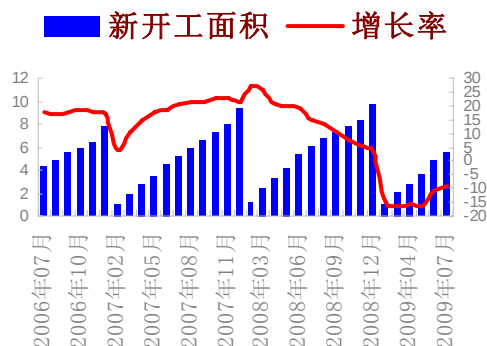


图 15 我国商品房新开工面积与增长率的变化情况



资料来源：wind 咨询，西南证券研发中心

销售面积大幅提升 成长性恢复较快

09 年 1—6 月累计商品房销售面积达 34109 万平米，同比增长 31.7%，增幅较五月份继续提升 6.2 个百分点，单月销售 9465 万平米，较 07 及 08 年同期分别增长 40%及 50%，行业销售数据也超过了我们的预期。

随着成交量的放大，销售面积的较快增长，整体房价有所回升。部分地区的房价甚至开始出现迅猛上涨。与 07 年因市场情绪过于乐观所导致的房价普遍快速上涨不同，当前部分地区的价格上涨，主要源于市场存货消化过快和短期内新增供应不足。

销售面积的大幅提升，表明地产行业在经历了前期的低潮后，开始进入了新一轮的成长阶段。我们预期在未来 2—3 年，房地产行业的销售面积增长率将依然保持 20%以上。

图 16 我国商品房销售面积与增长率的变化情况

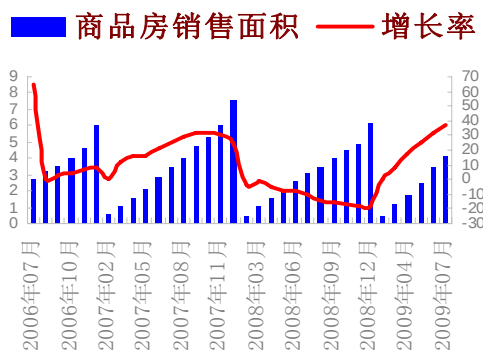
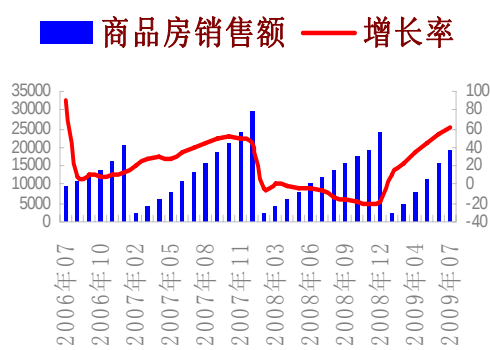


图 17 我国商品房销售金额与增长率的变化情况



资料来源：wind 咨询，西南证券研发中心

10000 元以下的小户型仍然是需求的主流

从产品类型看，与去年同期相比，经济适用房销售价格上涨 0.6%，涨幅比 5 月份扩大 0.2 个百分点；商品住宅销售价格下降 0.8%，降幅比 5 月份缩小 0.7 个百分点，其中普通商品住宅销售价格下降 0.2%，高档住宅销售价格下降 3.0%。与上月相比，经济适用房销售价格上涨 0.3%；商品住宅销售价格上涨 0.9%，其中普通商品住宅销售价格上涨 0.9%，高档住宅销售价格上涨 0.8%。分套型看，90 平方米及以下的新建住宅销售价格同比上涨 0.9%，环比上涨 1.0%。

从需求可以看出，10000 元以下的小户型都是需求的主体。由于价格较低、流动性较好，购房者无论是自住或是投资，都比较倾向于此类低端产品。而价格较高、面积较大的高端产品，由于购买成本较高、流动性较差，往往增长较为有限。我们预期，这一需求趋势将会持续很长一段时间。

表 11：不同类型房市变化情况

类型\时间	0704	0710	0712	0803	0807	0812	0902	0903	0904	0905
10000 元以下	75.5	78.6	78.1	76.8	75.5	77.2	72.6	65.7	65	62
10000-20000	20.9	16.7	17.6	20.4	21.7	19	19.9	28.7	27.4	28.5
20000 元以上	3.6	4.7	4.3	2.8	2.7	3.8	7.5	5.6	7.5	9.6
90 m ² 以下	39.6	54.1	60	60.8	45.4	49.7	47.1	46.1	44.1	41.2
120-210 m ²	35.1	26.7	21.1	20.4	20.4	19.9	20.8	22.5	22.8	25.9
210 m ² 以上	4.7	4.6	3	2.8	3.8	2.7	3.5	2.7	3.5	4.4

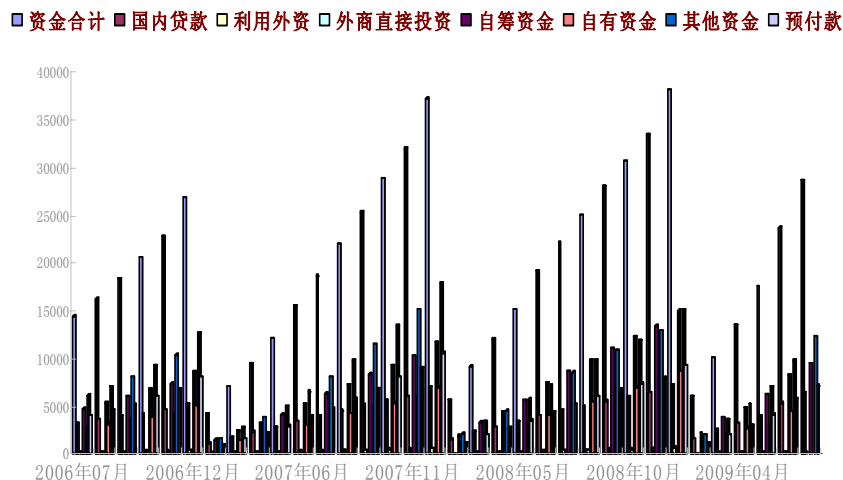
资料来源：soufun 网，西南证券研发中心

国内贷款增长较快 得益于政府扶持政策

从地产开发的资金来源看，09 年 1-7 月，房地产开发企业资金来源 28639 亿元，同比增长 20.8%。其中，国内贷款 6524 亿元，增长 21.2%，占总体开发资金比例为 22.8%；利用外资 273 亿元，增长 12.3%，占总体开发资金比例为 9.5%；企业自筹资金 9557 亿元，增长 15.97%，占总体开发资金比例为 33.37%；其他资金 12285 亿元，增长 22.88%，占总体开发资金比例为 42.90%。在其他资金中，定金及预收款 7179 亿元，增长 24.69%，占总体开发资金比例为 25%。

从房地产开发资金来源方面看，和过去没有太大的变化。国内贷款、企业自有资金以及预收款和住房按揭款，是地产开发资金的主要来源。其中国内贷款和预收账款以及按揭款增长较快，和我国实现的宽松货币政策和房地产扶持政策有关。预期到明年年初，这些政策不会有太大的改变。

图 18 我国商品房销售面积与增长率的变化情况



资料来源：wind 咨询，西南证券研发中心

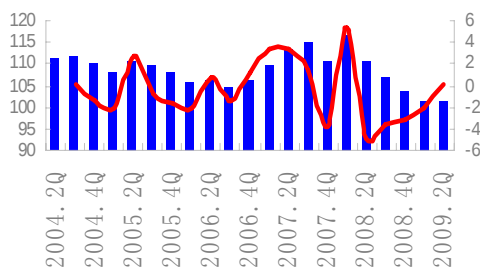
土地交易再度活跃 地产企业预期较好

土地市场方面，09 年 1—6 月土地成交逐渐活跃，08 年频繁出现的土地流拍现象基本消失，溢价成交的地块比例明显上升，超过总量的一半。其中 4、5 月份交易达到上半年的高峰，随后小幅回落。尤其核心城市，再度呈现激烈的竞拍场面，甚至出现地王频出的现象。土地成交的活跃，反映企业市场信心的提升和资金状况的改善。而核心城市的土地供应量持续数年低于住房开工量和销售量，则在一定程度上加剧了竞争的激烈程度，使得部分项目的地价带有较强的预期成分。

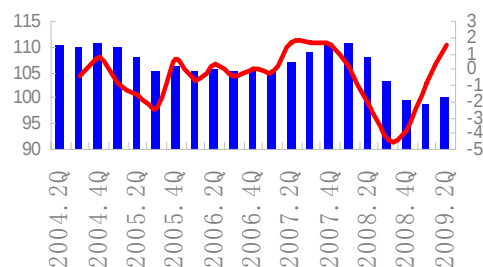
图 19 我国土地交易价格与增长率的变化情况

图 20 我国房产交易价格与增长率的变化情况

■ 土地交易价格 — 增长率



■ 房产交易价格 — 增长率



资料来源：wind 咨询 西南证券研发中心

在市场信心回升和销售回暖的带动下，企业的投资意愿逐渐恢复，并纷纷加快项目的开发节奏，如市场环境不出现大的变化，预计 09 年底市场供应量会出现比较明显的增长，新房供应不足的现象将得到有效改善。根据行业回暖和宏观经济逐渐复苏的趋势，预计 09 年房地产投资同比增长 11%—16%之间。

表 12：内地房地产开发投资额增速表

建筑工程\土地购置	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0%	0%	2%	3%	5%	6%	8%	9%
5%	4%	5%	6%	8%	9%	11%	12%
10%	7%	8%	10%	11%	13%	14%	16%
15%	10%	12%	13%	14%	16%	17%	19%
20%	13%	15%	16%	18%	19%	21%	22%
25%	17%	18%	20%	21%	22%	24%	25%
30%	20%	21%	23%	24%	26%	27%	29%

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

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。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3215

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>