

2010 年 1 月 7 日

阳光城

业绩收获期渐近

A
未有评级

000671.SZ - 人民币 23.40

周路

 +86 21 6860 4866 (8587)
 lu.zhou@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(2)	(16)	7	281
相对新华富时 A50 指数(%)	(0)	(13)	(7)	213

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	168
流通股 (%)	56
流通股市值 (人民币 百万)	2,208
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	69
净负债比率 (%)	121
主要股东 (%)	
福建阳光集团有限公司	24

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

主要发现

- 08 年 12 月完成的定向增发实现了控股股东房地产业务的整体上市。公司增加了权益建筑面积约 50 万平方米的优质项目储备，股东架构和发展定位也进一步理顺。
- 公司现有土地储备的权益建筑面积达 189 万平方米，分布于福州、西安和常州等二三线城市，区位优势，成本低廉，未来的增值空间较大。
- 非公开增发募投项目的回报率较高，并将在 09-11 年间集中贡献收益。融资计划的成功实施将显著降低公司目前较高的负债率，增强其抗风险能力。
- 随着销售和结算量的大幅上升，公司的盈利将在 10 年实现跨越式增长，而控股股东在 08 年定向增发中所做的利润承诺为业绩的实现提供了切实保障。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	602	840	2,031	3,628	4,093
变动 (%)	71	39	142	79	13
净利润 (人民币 百万)	17	60	141	528	673
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.177	0.360	0.842	3.154	4.016
变动 (%)	8.7	102.8	134.0	274.5	27.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.825	2.930	2.664
核心每股收益 (人民币)	0.177	0.360	0.842	3.154	4.016
变动 (%)	8.7	102.8	134.0	274.5	27.3
市盈率 (倍)	131.9	65.0	27.8	7.4	5.8
核心市盈率 (倍)	131.9	65.0	27.8	7.4	5.8
每股现金流量 (人民币)	(2.53)	(1.62)	1.88	2.19	3.75
价格/每股现金流量 (倍)	(9.2)	(14.5)	12.5	10.7	6.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	47.5	97.2	27.1	8.1	6.3
每股股息 (人民币)	0.035	0.071	0.168	0.631	0.803
股息率 (%)	0.1	0.3	0.7	2.7	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

定向增发后带来基本面的明显改观

阳光城的前身为于 1996 年上市的福建省石狮新发股份有限公司。2002 年福建阳光集团有限公司（阳光集团）成为公司第一大股东后，通过集团逐渐的项目注入，阳光城主业转型为房地产，并兼营国内外贸易，但其土地储备和开发规模一直偏低。

2008 年 12 月，公司向阳光集团、福建省东方投资担保有限公司（东方投资）和福建康田实业有限公司（康田实业）以每股 14.80 元合计发行 7,233 万股股票，收购三方所持有的地产公司股权。由于东方投资为阳光集团持股 75.59%的控股子公司，康田实业与阳光集团系一致行动人关系，阳光集团及其一致行动人在本次增发后共持有阳光城 61.2%的股权，较之前的 31.8%大幅上升并实现了绝对控股，而原先的第二大股东福建亿力电力科技股份有限公司在股权大幅摊薄后通过后续的不断减持逐渐淡出了公司的大股东序列，公司的股东架构进一步理顺，发展定位也进一步明确。

本次交易之前阳光城的地产业务主要集中在持股 51%的阳光房地产和参股 40.3%的华康实业，土地储备有限，难以实现规模效应，而且经营业绩波动较大，持续盈利能力较弱。此次收购完成后，公司实现了对阳光房地产、汇友房地产、华康实业、康嘉房地产四个地产开发平台的 100%控股，增加了权益建筑面积约 50 万平方米的优质项目储备。同时，此次增发实现了阳光集团房地产业务的整体上市，彻底解决了上市公司与控股股东之前存在的同业竞争问题。

图表 2. 定向增发概况

发行对象	收购标的	发行股数 股	对价 百万元	发行后持股数 股	持股比例 %
福建阳光集团有限公司	汇友房地产 100%股权	9,778,121	144.72	40,032,609	23.9
福建省东方投资担保有限公司	阳光房地产 49%股权	35,459,341	524.80	35,459,341	21.2
福建康田实业有限公司	华康实业 59.7%股权和康嘉房地产 100%股权	27,091,179	400.95	27,091,179	16.2
合计		72,328,641	1,070.46	102,583,129	61.2

资料来源：公司公告及中银国际研究

项目毛利率可观

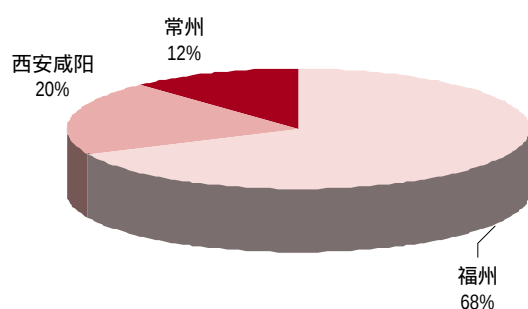
公司在福州根植多年，稳居当地市场的前五之列，产品以中高端住宅为主，形成了“城市公馆”和“生态洋房”两大产品系列。公司坚持精品路线，先后成功开发了上海“天骄大厦”以及福州的“阳光城一区”、“阳光城二区”、“阳光假日公寓”、“阳鸿新城”等项目，在当地市场建立了较高的产品美誉度和品牌号召力。公司在福州的项目储备主要位于城市核心的鼓楼区和新兴的低密度住宅集聚地闽侯区，地理位置优越，拥有便利的交通条件与优越的商业配套、自然景观。

今年以来公司积极拓展土地资源，先后通过公开市场竞拍、股权收购和合作开发等形式获得多个项目，土地储备的权益建筑面积由年初的约 82 万平方米扩大到目前的 189 万平方米，并进入了西安、常州等城市，为今后几年的可持续发展奠定了良好的基础。凭借较低的土地成本和出色的产品开发能力，这些项目的增值空间较大，扣除营业税和土地增值税后平均毛利率可达 33%。公司未来仍将立足福州，并适时择机拓展二三线城市的地产项目。

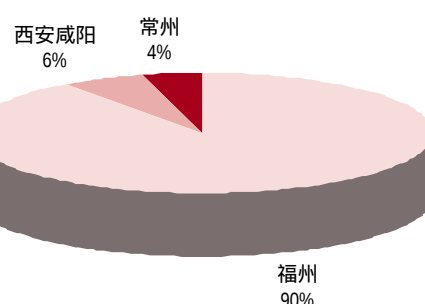
图表 3. 公司项目储备情况

项目名称	权益 (%)	区位	建筑面积 平方米	权益建面 平方米	楼面地价 元/平方米	毛利率 (%)
阳光城三期尾盘等	100	福州鼓楼区	10,000	10,000	1,800	32
乌山荣域	100	福州鼓楼区	114,734	114,734	3,617	32
白金瀚宫	100	福州鼓楼区	77,301	77,301	5,446	28
丹宁顿小镇	100	福州闽侯区	386,791	386,791	588	41
阳光上城 A 组团	100	福州闽侯区	63,140	63,140	90	43
阳光上城 B 组团	100	福州闽侯区	104,837	104,837	68	43
阳光上城 C 组团	100	福州闽侯区	62,134	62,134	65	43
2009-3 号地块	100	福州仓山区	173,144	173,144	3,350	34
2009-10 号地块	100	福州台江区	43,665	43,665	2,508	39
宗地 2006 挂 4 号	51	福州闽侯区	319,019	162,700	1,320	35
宗地 2006 挂 7 号	51	福州闽侯区	175,987	89,753	1,597	33
2009-10-1-A 地块	100	咸阳沣河新区	278,524	278,524	431	31
2009-10-1-B 地块	100	咸阳沣河新区	97,954	97,954	431	31
常州飞龙地块	13	常州新北区	1,792,810	228,404	892	30
合计			3,700,040	1,893,081	1,149	33

资料来源：公司公告及中银国际研究

图表 4. 项目储备区域分布（按权益建筑面积）


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 项目储备区域分布（按 09 年评估资产值）


资料来源：公司数据，中银国际研究

非公开增发将显著降低公司负债率

公司于今年 7 月启动了非公开增发预案，计划以不低于每股 21.58 元的价格发行不低于 3,000 万股，不超过 7,500 万股。募集资金额不超过 15 亿元，拟投向现有的 4 个房地产开发项目。目前该方案已经股东大会批准，发行材料已上报证监会尚待审核。

图表 6. 非公开增发募集资金投向

项目名称	预计总投资 (百万元)	募集资金拟投入额 (百万元)	预计毛利率 (%)
阳光丹宁顿小镇	1,322	805	41
阳光白金瀚宫	948	237	28
阳光上城 B 组团	284	235	43
阳光上城 C 组团	172	160	43
合计	2,725	1,437	

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们认为此次增发募投项目的毛利率较高，且将在 09-11 年间集中贡献收益。其中阳光白金瀚宫和阳光丹宁顿项目分别于 08 年底和 09 年上半年开始预售，销售形势良好，并自 09 年起开始结算，而阳光上城 B、C 组团也将于 11 年步入结算期。此次增发若成功实施将加快公司现有项目的开发进度，进一步提升盈利能力与发展潜力，为持续做大做强奠定坚实的基础。

此外，公司目前负债率较高，若地产项目销售不畅将有较大的财务压力。截止 09 年 3 季度末，公司资产负债率达 76.88%，净负债率达 120.95%，均高于行业平均水平。若增发在 10 年成功实施，公司 10 年资产负债率将由 65.48%降低至 47.05%，并转为净现金状态（原为 74.89%的净负债率）。届时公司的资本结构和抗风险能力将显著改善。

大股东利润承诺提供业绩保障

08 年 12 月定向增发实施完毕后，公司控股股东阳光集团出具承诺，若阳光城的 08、09 年基本每股收益分别低于 0.50 元、0.80 元，其将以现金补足实际净利润与承诺净利润的差额部分。同时，定向增发的资产出售方阳光集团、康田实业和东方投资承诺，在 08-10 年间，若相应目标资产的累计实际盈利数不足假设开发法下的累计利润预测数，或标的资产出现大幅减值的，将以现金补足其持有股权比例所对应的差额部分。大股东的利润承诺为公司未来几年的业绩实现提供了坚实的保障。

图表 7. 2008 年定向增发购买资产的目标公司盈利预测及实现情况（人民币万元、元）

目标公司	假设开发法下利润预测数				实际实现利润数		
	2008	2009	2010	三年累计	2008	1H09	截至 09 年上半年累计
阳光房地产	8,340.54	15,468.53	16,339.50	40,148.57	2794.10	609.92	3404.02
华康实业	(1,207.40)	(1,210.00)	19,561.90	17,144.50	(589.90)	(267.17)	(857.07)
康嘉房地产	(114.71)	(235.50)	8,750.79	8,400.58	(24.01)	(9.15)	(33.16)
汇友房地产	(191.89)	(474.29)	15,092.04	14,425.86	(10.12)	(17.84)	(27.96)
合计	6,826.54	13,548.74	59,744.22	80,119.51	2,170.07	315.76	2,485.83
对应每股盈利	0.41	0.81	3.57				

资料来源：公司公告及中银国际研究

盈利前景展望

公司目前房地产、贸易双业并举，但由于贸易板块毛利率微薄，利润主要来源于房地产板块。预计公司贸易板块 09-11 年间分别实现收入 9.50 亿元、10.45 亿元和 10.97 亿元，并贡献 998 万元、1,176 万元和 1,234 万元的净利润。

图表 8. 公司贸易板块主要指标

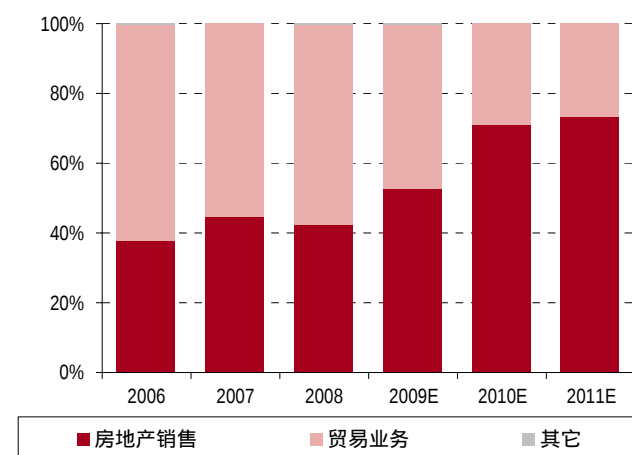
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	217	333	482	950	1,045	1,097
毛利率(%)	2.87	3.60	4.64	2.90	3.00	3.00
净利率(%)*	0.92	1.03	1.44	1.05	1.13	1.13
净利润(百万元)*	2.01	3.43	6.96	9.98	11.76	12.34
对应每股盈利(元)	0.02	0.04	0.04	0.06	0.07	0.07

资料来源：公司数据，中银国际研究

*净利率和净利润均为估算、预测值

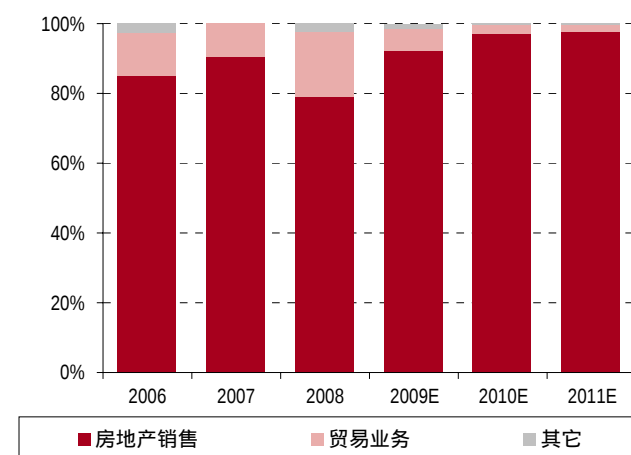
公司 09-10 年的主力结算项目为福州的乌山荣域、白金瀚宫和丹宁顿小镇项目。自 2011 年起，预计福州的其余项目和常州的飞龙地块也将陆续步入结算期。不计入常州的飞龙地块，公司 09-11 年并表的房地产销售收入分别为 10.75 亿元、25.76 亿元和 29.88 亿元。

图表 9. 公司历年各板块收入占比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 10. 公司历年各板块毛利占比



资料来源：公司数据，中银国际研究

我们初步预测公司 09-11 年间分别实现主营业务收入 20.31 亿元、36.28 亿元和 40.93 亿元，对应的 08-11 年间复合增长率为 69.6%；实现净利润 1.41 亿元、5.28 亿元和 6.73 亿元，对应的 08-11 年间复合增长率为 123.5%。按目前股本计，公司 09-11 年间每股收益为 0.842 元、3.154 元和 4.016 元。假设公司在 10 年完成 7,500 万股的增发，则 10-11 年每股收益为 2.192 元和 2.802 元，较增发前摊薄 30.49%和 30.23%。预计公司 09-10 年的每股评估净资产值(NAV)为 19.29 元和 20.15 元。

图表 11. 销售物业关键预测和假设

项目名称(平方米,元 /平方米,百万元)	权益	区位	建筑面 积	结算均价			结算面积			结算收入			NAV	
	(%)			09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E
阳光城三期尾盘	100	福州鼓楼区	10,000	8,500	8,925	-	6,300	2,700	-	54	24	-	17	-
乌山荣域	100	福州鼓楼区	114,734	10,692	15,054	16,827	39,992	49,345	11,765	428	743	198	363	99
白金瀚宫	100	福州鼓楼区	77,301	20,800	23,416	25,560	17,065	37,345	6,678	355	874	171	411	77
丹宁顿小镇	100	福州闽侯区	386,791	9,500	9,924	10,353	25,109	94,160	78,467	239	934	812	1,134	720
阳光上城 A 组团	100	福州闽侯区	63,140	-	-	8,652	-	-	25,256	-	-	219	153	132
阳光上城 B 组团	100	福州闽侯区	104,837	-	-	8,658	-	-	35,249	-	-	305	220	164
阳光上城 C 组团	100	福州闽侯区	62,134	-	-	8,658	-	-	21,211	-	-	184	132	99
2009-3 号地块	100	福州仓山区	173,144	-	-	12,128	-	-	43,286	-	-	525	500	807
2009-10 号地块	100	福州台江区	43,665	-	-	14,333	-	-	8,733	-	-	125	151	228
宗地 2006 挂 4 号	51	福州闽侯区	319,019	-	-	7,718	-	-	31,902	-	-	246	344	485
宗地 2006 挂 7 号	51	福州闽侯区	175,987	-	-	7,718	-	-	26,398	-	-	204	203	282
2009-10-1-A 地块	100	咸阳沔河新区	278,524	-	-	-	-	-	-	-	-	-	168	357
2009-10-1-B 地块	100	咸阳沔河新区	97,954	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60	140
常州飞龙地块	13	常州新北区	1,792,810	-	-	5,460	-	-	179,281	-	-	979	173	280
合计			3,700,040	12,148	14,033	8,473	88,466	183,550	468,224	1,075	2,576	3,967	4,029	3,869

资料来源：公司数据，中银国际研究

风险

1. 公司未来几年房地产销售、结算项目主要集中在福州，当地楼市的波动将对公司业绩造成重大影响。
2. 公司负债率偏高，若地产项目销售不畅或非公开增发未能顺利实施将有较大的财务压力。
3. 行业政策紧缩和宏观经济复苏低于预期。

初步结论

公司于 2008 年 12 月完成重大资产重组后，实现了控股股东房地产业务的整体上市，股权关系和发展定位进一步理顺。在立足福州的同时，公司 09 年以来积极拓展项目储备，并进入西安、常州等二三线城市，后续发展的可持续性不断加强。随着销售和结算量的大幅上升，公司的盈利将在 10 年实现跨越式增长，而控股股东在 08 年定向增发中所做的利润承诺为业绩的实现提供了切实保障。目前该股 10 年动态市盈率仅 7.4 倍，显著低于板块同业，投资价值值得关注。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371