

买入 维持
阳光城（000671）
2010 年 3 月 11 日

海西地产龙头，隐形资产庞大

2010 年 3 月 10 日收盘价 29.92 元，6 个月内目标价 42.45 元

房地产行业分析师：帅虎
SAC 执业证书编号：S0850209110692
shuaih@htsec.com
021-23219401

投资建议：自 2010 年始，公司的丹宁顿小镇、白金翰宫、乌山荣域等项目进入结算高峰，业绩成长速度惊人，2009 年良好的销售也将支撑其较高的业绩承诺；而随着近期拓展项目的陆续公告，公司业绩的可持续性得到不断加强；另外，公司在西安和常州等地拥有庞大的隐形资产，是其未来土地储备扩张的保证。如其大股东在西安就曾持有有阳光上林城项目，占地 7500 亩，为西北第一大盘。另外，公司当下土地储备主要集中在福州，或将受益于海峡西岸经济区战略的深化。预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.83 元、2.83 元、3.14 元。公司未来业绩高速增长，远超同行；且随着土地储备的增加，业绩的可持续性将得到保障。因此，我们维持对公司“买入”的投资评级，按其 2010 年 EPS 的 15 倍 PE，调高 6 个月目标价至 42.45 元。

1. 自 2010 年始，公司的丹宁顿小镇、白金翰宫、乌山荣域等项目进入结算高峰，业绩成长速度惊人，2009 年良好的销售也将支撑其较高的业绩承诺；而随着近期拓展项目的陆续公告，公司业绩的可持续性得到不断加强；另外，公司在西安和常州等地拥有庞大的隐形资产，是其未来土地储备扩张的保证。另外，公司当下土地储备主要集中在福州，或将受益于海峡西岸经济区战略的深化。

前期，公司项目集中在福州市，对单一市场较为依赖，且土地储备规模一般；但近期在福州获取三个新项目之后，公司在福州当地的土地储备已经较为饱满。而随着咸阳项目的公告，以及公司间接参股江苏省常州市飞龙地块，公司加快全国化扩张进程。

其中，公司持有常州君德公司 26% 股权，后者持有绿都公司 49% 股权，而绿都公司负责常州市飞龙地块的商业开发；该地块位于常州市新北区南端，占地 1184.67 亩，容积率为 2.27。我们认为，公司未来有望提高对绿都公司的控股比例，并以此项目所在的常州为依托，进一步拓展长三角二三线城市。

表 1 公司项目储备情况

	总建筑面积（平方米）	地上建筑面积（平方米）	权益比例（%）
白金翰宫	93066	77555	100
乌山荣域	114734	96440	100
丹宁顿小镇	386791	313866	100
阳光上城	180001	150001	100
福州仓山区地块	207773	173144	100
福州台江区地块	52398	43665	100
福州闽侯地块	594008	495006	100
咸阳上林苑地块	451773	376478	100
合计	2080544	1726155	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司现有大股东为福建阳光集团，总部设于福州，在北京、上海、厦门、西安等地均有投资项目，主业为地产、教育、酒店，总资产超过 50 亿元。在房地产领域，阳光集团的全国化布局早已展开。例如，其在西安就曾持有有阳光上林城项目，占地 7500 亩，为西北第一大盘。因此，就长期而言，我们看好公司的全国化拓展空间。

2010 年，丹宁顿小镇、白金翰宫、乌山荣域都将开始竣工交房并结算收入；因此，公司 2010 年业绩将呈爆发式增长。其中，乌山荣域基本销售完毕，前期销售均价为 8860 元/平方米，后续销售均价为 11000 元/平方米。白金翰宫位于福州

核心地段，为福州当地顶级豪宅，共 4 栋，销售均价 17200 元/平方米。至于阳光上城项目，分为 A、B、C 三个区域，位于丹宁顿小镇项目旁边，将自 2011 年开始贡献业绩。公司近期在福州获取的三个项目，将对市场关心的 2011 年业绩有所贡献，并提高公司业绩的可持续性。

表 2 公司 2009-2011 年房地产项目结算面积与结算收入

	结算面积（千平方米）			结算收入（百万元）		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
阳光假日尾盘	7	0	0	245	0	0
白金翰宫	0	78	0	0	1334	0
乌山荣域	0	96	0	0	955	0
丹宁顿小镇	66	51	197	363	272	1000
阳光上城	0	0	90	0	0	405
仓山区建新大道项目	0	0	104	0	0	914
西二环南路项目	0	0	44	0	0	371
福州闽侯地块	0	0	149	0	0	817
咸阳上林苑地块	0	0	0	0	0	0
合计	73	225	583	608	2561	3507

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 盈利预测与投资建议。预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.83 元、2.83 元、3.14 元。公司未来业绩高速增长，远超同行；且随着土地储备的增加，业绩的可持续性将得到保障。因此，我们维持对公司“买入”的投资评级，按其 2010 年 EPS 的 15 倍 PE，调高 6 个月目标价至 42.45 元。

表 3 公司利润表预测（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	319	482	1115	3093	4066
减：营业成本	308	460	735	1869	2714
营业税金及附加	2	1	111	301	322
销售费用	4	5	26	101	112
管理费用	4	5	31	92	114
财务费用	3	13	26	98	103
资产减值损失	-5	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	20	0	0	0
二、营业利润	15	20	186	631	700
加：营业外收入	0	1	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0
三、利润总额	15	21	186	631	700
减：所得税费用	2	0	47	158	175
四、净利润	14	21	140	473	525
归属于母公司所有者的净利润	14	21	140	473	525
少数股东损益	0	0	0	0	0
五、每股收益（元）	0.16	0.55	0.83	2.83	3.14

资料来源：公司公告，海通证券研究所

另外，需要强调的是，2008 年 12 月 10 日，公司实施定向增发，以股份购买阳光集团持有的汇友房地产 100%股权、东方投资持有的阳光地产 49%股权、康田实业持有的华康实业 59.7%股权，以及康嘉房地产 100%股权，以实现对相关资

产的 100%控股。在定向增发公告中，公司承诺，对于相关项目 2009-2010 年的业绩预测分别为 1.35 亿元和 5.97 亿元，折合公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.81 元和 3.57 元。同时，公司承诺，若实际盈利数不足业绩预测数，母公司将用现金补足不足部分。另外，公司于 2009 年 7 月 22 日公告，拟于 21.58 元的价格非公开发行 7500 万股。

表 4 公司 2008 年定向增发业绩预测

目标公司	2008 年利润预测数	2009 年利润预测数	2010 年利润预测数	对应物业
福建阳光房地产开发有限公司	8341	15469	16340	阳光城一区三期，丹宁顿小镇
福州开发区华康实业有限公司	-1207	-1210	19562	白金翰宫
福州康嘉房地产开发有限公司	-115	-236	8751	阳光上城 C 组团
福州汇友房地产开发有限公司	-192	-474	15092	阳光上城 B 组团
合计	6827	13549	59744	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 不确定性因素。

系统性风险；公司土地储备仍有待加强。

相关研究报告：

《隐形冠军_阳光城调研简报》，2009 年 6 月 23 日

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、北京城建、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、华发股份、滨江集团、苏宁环球、万通地产、福星股份、嘉宝集团、格力地产、中南建设、ST 东源、阳光城等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。