

湘财证券研究所

房地产行业

张化东：Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

杨森：Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福：Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次评级： 买入

行业以及华远地产一年来走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

杭州房地产市场调研：投资市塑造高弹性公司，历史成交地量迎短期反弹 2010.7.5

三套房贷政策点评：对房地产政策预期产生重大影响 2010.7.9

房地产行业-宏观经济数据有隐忧，房地产调控政策将持续 2010.7.16

我们于近日走访了阳光城，同公司董秘等行业和公司的情况进行了交流，并对福州项目进行调研。

投资要点：

- 目前公司项目主要位于福州，公司在福州已售待结的项目包括白金瀚宫、乌山荣域以及在售项目阳光理想城和阳光新界等都位于福州。作为福州本土开发商，公司在福州进行开发有独特的地缘优势。
- 福州市场正处于培育期向成熟期过渡的阶段，市场空间较大，未来受政策影响不大，公司以福州为核心的战略是公司的业绩更加稳健。
- 我们对公司的在福州主要项目进行调研发现，公司虽然是地方性公司，但公司开发的产品品质已经足以应对更为激烈的市场竞争。以阳光理想城为例，作为闽侯区大型楼盘，在福州的地理位置并不优越，但从公司对景观，特别是展示区景观的打造来看，公司具有成为品牌开发商的潜质。
- 阳光新界的售楼处、西安项目的展示区等也都充分体现公司在精品战略上的努力。我们认为，在市场竞争加剧的背景下，开发公司必须要在产品力上有较好的水平才能够在日益缩小的空间里求得生存。

首次给予增持评级，6-12个月目标价格 12.5 元

- 根据测算，公司的 RNAV 为每股 13.79 元/股，较 2010 年 11 月 26 日收盘价 9.78 元/股折价率达到 41%。
- 公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别 0.72 元、0.97 元和 1.25 元，以 2010 年 11 月 26 日收盘价 9.78 元/股计算，公司 2010 年至 2012 年的 PE 分别为 13.17 倍、9.76 倍和 7.58 倍。
- 公司 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 2.27 元、3.23 元和 4.48 元，以 2010 年 11 月 26 日收盘价 9.78 元/股计算，公司 2010 年至 2012 年的 PB 分别为 4.18 倍、2.92 倍和 2.11 倍。
- 我们认为，即使是考虑政策环境因素，公司的价值明显被低估，业绩增长确定性较高，首次给予公司买入评级，6-12 个月的目标价格 12.5 元。

投资风险：

房地产市场系统性风险。

表 1：阳光城财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3271	4889	6586	8543	营业收入	2232	3384	4312	5112
现金	472	2339	3386	4720	营业成本	1784	2538	3234	3783
应收账款	174	0	0	0	营业税金及附加	138	186	237	281
其他应收款	23	169	216	256	营业费用	45	61	78	92
预付账款	342	381	485	567	管理费用	17	24	30	38
存货	2260	2000	2500	3000	财务费用	12	39	11	-11
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	51	76	58	76	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	54	27	36	投资净收益	0	-1	-1	-1
固定资产	19	17	16	14	营业利润	236	535	722	929
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	4	4	14	24	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	3323	4965	6645	8619	利润总额	240	535	722	929
流动负债	2047	2622	3460	4238	所得税	59	134	180	232
短期借款	547	500	350	400	净利润	181	401	541	696
应付账款	120	254	647	757	少数股东损益	-1	16	22	28
其他流动负债	1380	1868	2464	3082	归属母公司净利润	181	385	520	669
非流动负债	23	724	1023	1524	EBITDA	251	575	734	919
长期借款	0	700	1000	1500	EPS (元)	1.08	0.72	0.97	1.25
其他非流动负债	23	24	23	24					
负债合计	2070	3345	4484	5762	主要财务比率				
少数股东权益	389	406	427	455	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	168	536	536	536	成长能力				
资本公积	335	168	168	168	营业收入	165.9%	51.6%	27.4%	18.6%
留存收益	360	510	1030	1699	营业利润	570.8%	126.3%	35.0%	28.6%
归属母公司股东权益	863	1214	1734	2402	归属于母公司净利润	200.9%	112.3%	35.0%	28.6%
负债和股东权益	3323	4965	6645	8619	获利能力				
					毛利率 (%)	20.1%	25.0%	25.0%	26.0%
现金流量表					净利率 (%)	8.1%	11.4%	12.1%	13.1%
					ROE (%)	21.0%	31.7%	30.0%	27.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	10.8%	47.8%	96.2%	145.0%
经营活动现金流	785	1269	892	793	偿债能力				
净利润	181	401	541	696	资产负债率 (%)	62.3%	67.4%	67.5%	66.8%
折旧摊销	2	1	1	1	净负债比率 (%)	45.43%	49.32%	40.14%	40.79%
财务费用	12	39	11	-11	流动比率	1.60	1.86	1.90	2.02
投资损失	-0	1	1	1					

营运资金变动	592	827	338	105	速动比率	0.49	1.10	1.18	1.31
其他经营现金流	-3	-1	-0	0	营运能力				
投资活动现金流	-52	-28	16	-20	总资产周转率	0.74	0.82	0.74	0.67
资本支出	2	0	10	10	应收账款周转率	22	39	-	-
长期投资	-26	27	-26	9	应付账款周转率	18.12	13.58	7.18	5.39
其他投资现金流	-76	-1	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-483	626	139	561	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.72	0.97	1.25
短期借款	380	-47	-150	50	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.46	2.37	1.66	1.48
长期借款	-512	700	300	500	每股净资产 (最新摊薄)	1.61	2.27	3.23	4.48
普通股增加	0	369	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-168	0	0	P/E	27.96	13.17	9.76	7.58
其他筹资现金流	-351	-228	-11	11	P/B	5.87	4.18	2.92	2.11
现金净增加额	250	1866	1047	1335	EV/EBITDA	24	10	8	6

资料来源：公司公告；湘财证券研究所

1、公司以福州为核心，全国性布局二三线城市

目前公司项目主要位于福州，公司在福州已售待结的项目包括白金瀚宫、乌山荣域以及在售项目阳光理想城和阳光新界等都位于福州。从权益建筑面积上看，福州项目的权益建筑面积占比达到 38%，西安项目权益建筑面积占比达到 30%，常州项目权益占比达到 32%，福州项目在建筑面积上的优势地位并不明显。从重估净资产的角度，福州项目重估净资产占全部项目比例达到 54%，西安项目占比达到 24%，常州项目占比达到 22%，福州项目重估净资产占全部项目重估净资产比重较大。作为福州本土开发商，公司在福州进行开发有独特的地缘优势。福州市市场正处于培育期向成熟期过渡的阶段，市场空间较大，未来受政策影响不大，公司以福州为核心的战略是公司的业绩更加稳健。

在福州外公司也广泛布局二三线城市。公司的全国化布局策略属于机会性策略，以具体的项目机会作为导向。公司多次公告在全国各地成立项目公司，以期获取参与土地招牌挂的机会。从设立项目公司以图实现全国化布局的情况看，目标城市（省）范围涵盖了北京、海南、南宁、兰州、太原等。作为一家处于成长期内的公司，机会导向型布局全国是公司成长期最合理和有效的策略。

2、项目品质高，具有形成品牌开发商的潜质

我们对公司的在福州主要项目进行调研发现，公司虽然是地方性公司，但公司开发的产品品质已经足以应对更为激烈的市场竞争。以阳光理想城为例，作为闽侯区大型楼盘，在福州的地理位置并不优越，但从公司对景观，特别是展示区景观

的打造来看，公司具有成为品牌开发商的潜质。此外，阳光新界的售楼处、西安项目的展示区等也都充分体现公司在精品战略上的努力。我们认为，在市场竞争加剧的背景下，开发公司必须要在产品力上有较好的水平才能够在日益缩小的空间里求得生存。随着调控成为常态，小型开发商的生存空间日益缩小，如果没有内生的能力支撑，即使是小规模公司可能也难以实现持续增长。阳光城作为正处于成长期的公司，如果能够通过产品品质的有效复制，完全能够快速实现公司的扩张。

3、首次给予买入评级，6-12 个月的目标价格 12.5 元

根据测算，公司的 RNAV 为每股 13.79 元/股，较 2010 年 11 月 26 日收盘价 9.78 元/股折价率达到 41%；公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别 0.72 元、0.97 元和 1.25 元，以 2010 年 11 月 26 日收盘价 9.78 元/股计算，公司 2010 年至 2012 年的 PE 分别为 13.17 倍、9.76 倍和 7.58 倍。公司 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 2.27 元、3.23 元和 4.48 元，以 2010 年 11 月 26 日收盘价 9.78 元/股计算，公司 2010 年至 2012 年的 PB 分别为 4.18 倍、2.92 倍和 2.11 倍。我们认为，即使是考虑政策环境因素，公司的价值明显被低估，业绩增长确定性较高，首次给予公司买入评级，6-12 个月的目标价格 12.5 元。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。