

阳光城 (000671): 股权激励显信心, 对外扩张或加速

房地产行业研究小组

联系人: 黄玉梅 8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

事项:

公司拟向79名激励对象授予总量3165万份的股票期权, 占授予时公司股本总额的5.90%, 授予的股票期权的行权价格为8.97元。授予的股票期权的有效期为6年, 等待期一年, 之后5年每年行权20%。

点评:

增强长期稳定发展的信心。公司公布了2011年股权激励预案, 总的行权期6年, 采取连续三年滚动基数的计算方法, 保持稳定增长的态势(下表)。我们认为, 公司09年完成重组, 当前权益土地储备218万 m^2 , 土地储备规模相对较小, 同时由于福州区域性开发的局限性, 市场对公司长期的成长性存在担忧。尽管我们认为本次行权条件相对宽松, 按照最低要求估计, 2015年净利润水平4-5亿左右。但是我们认可长达6年的行权期, 这传达了公司高层对长期的发展的信心, 同时稳步增长的战略态度。

行权时间	行权条件	行权数量 (万份)
2012 年	2011 年净利润较 2008-2010 年三年净利润平均数增长 26%, 加权 ROE 不低于 15%	633
2013 年	2012 年净利润较 2009-2011 年三年净利润平均数增长 27%, 加权 ROE 不低于 15.5%	633
2014 年	2013 年净利润较 2010-2012 年三年净利润平均数增长 28%, 加权 ROE 不低于 16%	633
2015 年	2014 年净利润较 2011-2013 年三年净利润平均数增长 29%, 加权 ROE 不低于 16.5%	633
2016 年	2015 年净利润较 2012-2015 年三年净利润平均数增长 30%, 加权 ROE 不低于 17%	633
合计		3165

数据来源: 公司公告, 德邦研究

业绩承诺完成困难, 影响并非负面。在2008 年12 月的资产购买方案中, 大股东阳光集团承诺, 此次资产的出售方阳光集团、康田实业、东方投资对出售资产及公司2009-2010 年净利润分别为1.35 亿元和5.97 亿元, 不足部分现金补足。2010年公司整体推盘量低于预期, 从2010年前三季度的报表来看, 营业收入17.75 亿元, 净利润1.9亿元, 地产预收账款4.5亿。我们估计公司完成5.9亿的承诺业绩存在困难, 公司也可能不会为了承诺而努力挖掘业绩。反过来思考, 大股东现金补足业绩, 可以补充公司运营现金, 在资金面相对紧缺的行业背景下, 或许更有利于公司今后的长远发展。

走出福州，对外扩张或将加速。2010年公司拿地进度相对谨慎，仅取得马尾区2个地块，合计建筑面积27.5万方。而在当前权益土地储备中，福州占比72%。整体来看，公司储备规模相对较小，而且受区域的局限性较大。但是2010年以来，公司陆续在北京、兰州、海南等地设立了子公司，我们预计，2011年公司对外扩张的步伐将加快。同时，凭借公司历史以往的开发能力，我们有理由相信公司拿地的成本也将具有优势。

时间	子公司地点	注册资本（万元）
2010.10	山西太原	10,000
2010.10	北京实业	5,000
2010.9	海南实业	5,000
2010.7	广西南宁	10,000
2010.6	兰州实业	10,000

数据来源：公司公告，德邦研究

盈利预测。2011和2012推盘量将加快，预计2010-2012年的EPS为0.58/0.93/1.28元，对应当前PE15.4 /9.6/7.0倍。估值相对合理。公司具备快速成长的潜力，关注对外扩张的进程和楼盘销售的进程。

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	3,271	3,436	3,695	4,496	营业收入	2,232	2,883	3,883	4,883
现金	77	288	388	488	营业成本	1,784	2,156	2,806	3,456
应收账款	0	115	144	181	营业税金及附加	138	179	241	303
其他应收款	0	14	19	24	营业费用	45	58	78	98
预付款项	443	323	337	346	管理费用	17	58	78	98
存货	2,157	2,695	2,806	3,456	财务费用	12	16	13	14
其他流动资产	593	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	51	62	55	57	公允价值变动净	0	0	0	0
长期股权投资	50	39	33	36	投资净收益	0	0	1	1
固定资产	1	18	17	16	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	42	1	1	1	营业利润	236	417	668	915
其他非流动资产	-42	4	4	4	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	3,323	3,498	3,750	4,554	利润总额	240	417	668	915
流动负债	2,047	1,610	1,361	1,478	所得税	59	104	167	229
短期借款	0	347	247	247	未确认的投资	0	0	0	0
应付账款	46	96	129	102	净利润	181	312	501	686
其他流动负债	2,001	1,166	985	1,129	少数股东损益	-1	0	0	0
非流动负债	23	324	323	324	归属母公司净利润	181	312	501	686
长期借款	200	300	300	300	EBITDA	251	433	682	930
其他非流动负债	-177	24	23	24	EPS (元)	1.08	0.58	0.93	1.28
负债合计	2,070	1,933	1,685	1,802	主要财务比率				
少数股东权益	0	389	389	389	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	427	536	536	536	成长能力				
资本公积	470	335	335	335	营业收入	#DIV/0!	29.1%	34.7%	25.8%
留存收益	28	304	805	1,491	营业利润	#DIV/0!	76.3%	60.3%	36.9%
归属母公司股东权	925	1,176	1,676	2,362	归属于母公司净	#DIV/0!	72.3%	60.3%	36.9%
负债和股东权益	3,323	3,498	3,750	4,554	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	20.1%	25.2%	27.7%	29.2%
单位:百万元					净利率(%)	8.1%	10.8%	12.9%	14.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	21.0%	26.6%	29.9%	29.0%
经营活动现金流	785	145	207	116	ROIC(%)	10.8%	17.0%	23.0%	24.9%
净利润	181	312	501	686	偿债能力				
折旧摊销	2	1	1	1	资产负债率(%)	62.3%	55.3%	44.9%	39.6%
财务费用	12	16	13	14	流动比率	1.60	2.13	2.71	3.04
投资损失	0	0	-1	-1	速动比率	0.54	0.46	0.65	0.70
营运资金变动	592	-185	-307	-584	营运能力				
其他经营现金流	-3	1	0	0	总资产周转率	0.72	0.85	1.07	1.18
投资活动现金流	-52	-11	6	-2	净资产周转率	2.50	2.83	2.72	2.42
资本支出	17	0	0	0	每股指标				
长期投资	-23	11	-6	3	(元)				
其他投资现金流	-58	0	1	1	EPS	1.08	0.58	0.93	1.28
筹资活动现金流	-103	-320	-114	-14	每股净资产	5.15	2.19	3.13	4.41
短期借款	-188	347	-100	0	每股经营现金流	4.69	0.27	0.39	0.22
长期借款	-388	100	0	0	估值比率				
普通股增加	332	109	0	0	P/E	8.27	15.35	9.58	6.99
资本公积增加	441	-135	0	0	P/B	1.74	4.08	2.86	2.03
其他筹资现金流	-300	-741	-14	-14	P/S	1.71	1.66	1.24	0.98
现金净增加额	250	-186	100	100	EV/EBITDA	20.91	12.09	7.68	5.63

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。