



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月6日

房地产

研究部

白宏伟

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010016
baihw@cicc.com.cn

雍莹雪

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210020009
yongyx@cicc.com.cn

中性

阳光股份 (000608.SH) 未来盈利恢复仍需等待

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,514	988	3,042	1,548	2,081
(+/-%)	17%	-35%	208%	-49%	34%
营业利润	465	419	969	753	736
(+/-%)	28%	-10%	131%	-22%	-2%
净利润	28	267	435	425	375
(+/-%)	-85%	843%	63%	-2%	-12%
每股盈利 (元)	0.04	0.36	0.58	0.57	0.50
(+/-)	-85%	843%	63%	-2%	-12%
市盈率	201.7	21.4	13.1	13.4	15.2
市净率	3.2	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	42.4	11.8	9.5	11.1	12.3
净资产收益率(%)	1.6%	13.6%	18.4%	15.3%	11.9%
现金分红收益率(%)	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%

股票信息

	A股
当前股价	人民币7.62
股票代码	000608.SZ
日成交量 (百万股)	13.39
52周最高价/最低价	人民币9.943/6.22
发行股数 (百万股)	750
其中: 流通股 (百万股)	750
总市值 (百万元)	5,714
主要股东 (持股比例)	Reco Shine Pte Ltd (29.12%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
000608.CH	+1.46	+5.10	+6.28	+6.28
CICC Index	+2.28	+1.10	+4.33	+4.33
Real Estate	+5.48	+6.49	+11.30	+11.30

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年全年业绩每股 0.58 元:

阳光股份期内实现主营业务收入 30.4 亿元, 同比攀升 208%, 房地产销售收入占 92%, 商业物业租赁占 8%。净利润 4.4 亿元, 同比上升 63%, 合每股收益 0.58 元, 净利润增长率低于主营收入的主要原因是毛利率下降以及去年录得 2.9 亿元转让阳光上东酒店股权的投资收益, 而今年无此项收益。公司拟每 10 股送 4 股, 派 0.6 元现金红利。

正面:

- 主营收入大幅增加 208%:** 因主要地产项目北京阳光上东 C9 区及公寓和天津万东项目于期内竣工, 使得结算面积大幅增长。其中, 阳光上东贡献 20.3 亿元, 占整个结算收入的 74%; 天津万东项目贡献 7 亿元, 占整体收入 26%。
- 负债率较低, 财务状况依然稳健:** 资产负债率下降 15 个百分点至 56%; 净负债率虽上升 42 个百分点, 但 16% 的水平仍处于行业低位, 总体看来财务状况稳健。

负面:

- 毛利率下降 10.6 个百分点至 31.9%:** 去年同期主营收入均来源于毛利率较高的北京项目, 本期内低毛利的天津万东项目参与结算, 拉低了整体毛利率水平。
- 预售款大幅减少:** 北京阳光上东和天津万东项目在期内结算, 而其他项目的预售款不足以补充, 期末预售房款仅 1.7 亿元, 较年初减少 93%。

发展趋势:

未来公司向持有型物业公司转变, 近期内物业销售仍将是业绩的主要来源。

下调 2011 年盈利预测、维持“中性”

考虑到主要项目阳光上东和天津小马路项目已在 2010 年基本完成结算, 在未来两年缺乏结算项目的情况下, 我们下调 2011 年盈利预测至每股 0.57 元, 同时引入 2012 年盈利预测 0.50 元。目前公司股价分别对应 2011/12 年市盈率 13 倍和 15 倍, 较 2011 年 NAV 溢价 3%。公司估值吸引力一般, 其未来向持有型物业公司转型将是一个相对长期的过程, 我们暂维持“中性”投资评级。

图表 1：2010 年业绩分析

	YoY data			2010 中金评论
(百万元)	2009	2010	YoY%	
主营业务收入	988	3,042	207.9%	主要地产项目北京阳光上东C9区及公寓和天津万东项目于期内竣工，结算面积大幅增长
主营业务成本	(406)	(1,669)	310.6%	
主营业务税金及附加	(162)	(404)	148.6%	
主营业务利润	419	969	131.2%	
毛利率	42.4%	31.9%	-10.6%	期内低毛利的天津万东项目参与结算，拉低了整体毛利率水平
公允价值变动等	(117)	(3)	-97.3%	去年存货发生减值，今年仅有坏账影响
营业费用	(76)	(112)	46.4%	
管理费用	(98)	(107)	9.4%	
财务费用	(23)	(57)	150.5%	
三项费用率	19.9%	9.1%	-10.9%	
营业利润	105	691	556.6%	
营业利润率	10.6%	22.7%	12.1%	
投资收益	336	(22)	-106.6%	去年转让阳光上东酒店项目股权，今年无此收益
营业外收入	0	1		
营业外支出	(1)	(18)		
税前利润	441	651	47.6%	
税前利润率	44.6%	21.4%	-23.2%	
所得税	(140)	(203)	45.0%	
有效税率	31.7%	31.2%	-0.5%	
少数股东权益	(34)	(12)		
净利润	267	435	63.0%	
净利润率	27.0%	14.3%	-12.7%	
摊薄每股盈利(元)	0.356	0.581	63.0%	

财务指标				
(%)	2009	2010	Ppt	
资产负债率	70.1%	55.6%	(14.5)	负债率较低，财务状况依然稳健
净负债率	-25.1%	16.4%	41.5	
银行贷款占负债比率	23.0%	36.8%	13.9	
(%)	2009	2010	Ppt	
主营业务利润率	42.4%	31.9%	(10.6)	
净利润率	27.0%	14.3%	(12.7)	
(百万元)	2009	2010	YoY%	
货币资金	1,831	851	-54%	北京阳光上东和天津万东项目在期内结算，而其他项目的预售款不足以补充
预收房款	2,403	169	-93%	
经营活动现金流	1,321	(713)	154%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：历史数据和财务预测

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表（人民币百万元）										
主营业务收入	455	956	1,135	987	1,296	1,514	988	3,042	1,548	2,081
主营业务利润	91	238	341	278	363	465	419	969	753	736
减：营业费用	17	32	49	42	50	58	76	112	57	80
管理费用	14	16	33	35	67	73	98	107	65	85
财务费用	-3	-3	12	17	15	31	23	57	19	27
营业利润	63	193	247	227	298	92	105	691	611	545
税前利润	65	194	248	228	299	134	441	651	611	545
减：所得税	23	64	85	81	99	55	140	203	171	153
减：少数股东损益	4	22	44	31	16	51	34	12	15	18
净利润	39	109	120	116	184	28	267	435	425	375
资产负债表（人民币百万元）										
应收款项	27	48	17	145	1,187	261	922	403	504	600
存货	1,453	2,055	1,568	1,660	2,160	3,129	3,350	2,789	3,221	3,030
货币资金	411	180	500	912	773	585	1,831	851	745	1,032
流动资产合计	1,918	2,330	2,127	2,786	4,264	4,345	6,103	4,043	4,470	4,662
固定资产	6	6	6	16	18	886	1,265	2,081	2,497	2,997
应付款项	894	1,193	956	1,644	2,159	2,025	3,989	2,067	2,580	2,656
短期借款	-	-	-	-	-	270	210	-	-	-
流动负债合计	965	1,203	1,097	1,876	2,973	2,718	4,693	2,596	2,780	2,856
长期借款	350	400	529	1,014	465	886	750	996	1,196	1,396
负债合计	1,315	1,603	1,626	2,907	3,469	3,606	5,442	3,592	3,976	4,252
股东权益	556	661	776	904	1,739	1,767	1,958	2,362	2,787	3,162
总资产	1,930	2,382	2,565	4,011	5,465	5,687	7,761	6,462	7,373	8,145
现金流量表（人民币百万元）										
经营活动现金流	-152	-178	461	381	-468	-196	1,321	-713	551	707
投资活动现金流	50	-37	-387	-487	-316	-168	-66	-260	-484	-580
筹资活动现金流	351	-15	246	533	646	176	-10	-7	-173	161
现金及现金等价物净增加额	248	-231	319	426	-138	-188	1,246	-980	-106	287
期初现金及现金等价物余额	162	411	180	486	912	774	586	1,831	851	745
期末现金及现金等价物余额	411	180	500	912	774	586	1,831	851	745	1,032
财务指标										
毛利率	20%	25%	30%	28%	28%	31%	42%	32%	49%	35%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
资产收益率	2.0%	4.6%	4.7%	2.9%	3.4%	0.5%	3.4%	6.7%	5.8%	4.6%
净资产收益率	7.0%	16.4%	15.4%	12.8%	10.6%	1.6%	13.6%	18.4%	15.3%	11.9%
净债务/股东权益	1%	28%	17%	30%	25%	47%	-25%	16%	19%	14%
每股盈利	0.05	0.14	0.16	0.15	0.25	0.04	0.36	0.58	0.57	0.50
每股净资产	0.7	0.9	1.0	1.2	2.3	2.4	2.6	3.1	3.7	4.2

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3：盈利预测调整

		2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	调整前	2,883	n/a
	调整后	1,548	2,081
	(+/-)	-46.3%	n/a
净利润 (百万元)	调整前	498	n/a
	调整后	425	375
	(+/-)	-14.7%	n/a
摊薄每股盈利 (人民币元)	调整前	0.66	n/a
	调整后	0.57	0.50
	(+/-)	-14.7%	n/a

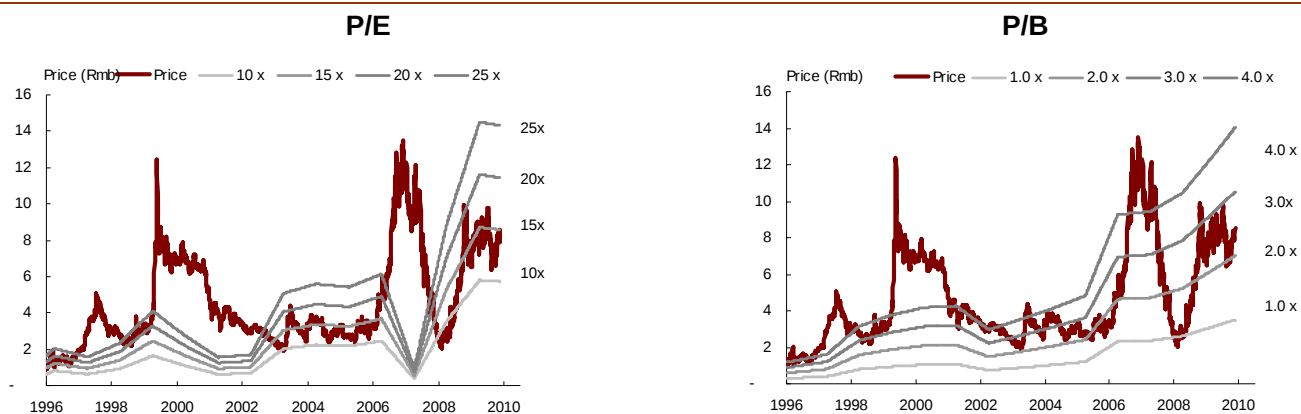
资料来源：中金公司研究部

图表 4: 估值比较表

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)			P/E(x)			P/B (x)			每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
							09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10E	11E	10E	11E	09A	
																		</			

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

图表 5: 历史 PE 和 PB



资料来源：彭博，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED