

房地产行业

阳光城 (600048)

公司点评报告

评级：增持（维持）

收盘价（元） 8.78

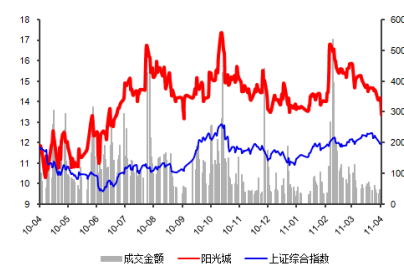
目标价（元） —

全国战略布局和扩张为亮点

市场数据

52 周最高/最低(元)	11.91/6.19
市净率	3.00
总股本(百万)	536
流通 A 股(百万)	302
流通 B 股/H 股(百万)	-/-
总市值(百万元)	4706
流通 A 股市值(百万元)	2651

相对股价表现



相关研究

《阳光城 (000671)：股权激励显信心，对外扩张或加速 20110112》

房地产研究小组

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
<http://www.tebon.com.cn>

投资要点：

- **2010年每股盈利1.05元，分配方案10派1元。**2010年公司实现营业收入32.01亿元，实现净利润5.64亿元，同比分别增长43.42%和209.22%。**实际公布利润高于业绩快报（4.8亿净利润）**，在于：（1）房地产业务加速结算。根据现金流量表推算，2010年房地产合同销售金额约17-18亿，当年房地产结算收入21.6亿。（2）结算毛利率大幅提高。2010年房价涨幅较快，例如白金瀚宫09年底价格18000元/m²，2010年25000元/m²。2010年公司房地产业务毛利率提高了20个百分点。
- **仍然未达到业绩承诺，大股东将现金补足1.45亿。**截至2010年底，四项注入的标的资产累计实现利润占利润预测值的80.57%。根据公司2008年定向发行股份购买资产时的业绩承诺，阳光集团将以现金方式向公司支付补偿款1.45亿元。目前公司账面资产负债率较为合理，但是由于信托股权融资的占比较大（并不计入负债），公司的财务压力依然存在。我们认为在市场环境紧缩的背景下，大股东现金补足，可以增加公司经营的现金流，保证财务稳健。
- **全国战略布局和扩张为亮点。**公司起步于福州，根据公司战略，在力争成为福州区域龙头之一的同时，成功拓展了省内外市场。目前，公司已在上海、西安、咸阳、常州、兰州、南宁、海口等城市设立了分公司，并且从2011年开始陆续在海南、咸阳、武夷山等地成功拿地。预计公司的全国战略布局和扩张将在今年实质性的快速推进。
- **盈利预测与投资意见：**2011年一季度房地产销售合同金额约10-12亿，约占2010年全年销售金额的50%，增强了2011年的业绩预见性。我们认为公司未来的发展增速将逐步回归到正常的稳步发展速度。预计2011-2013年营业收入分别为30亿、46亿和57亿、净利润分别为5.7亿、6.7亿和8.8亿，对应EPS1.08元、1.25元和1.65元。NAV为11元/股。静态市盈率仅有8.4倍，未来估值恢复的弹性将较大。给予增持评级。
- **投资风险：**销售不达预期、财务风险

表格 1：公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,564	6,118	6,375	7,575	营业收入	3,202	3,022	4,635	5,731
现金	699	302	464	573	营业成本	2,062	1,675	2,933	3,525
应收账款	393	229	389	375	营业税金及附加	287	272	417	516
其他应收款	199	131	46	46	营业费用	43	60	93	115
预付款项	1,051	670	587	705	管理费用	27	27	42	52
存货	3,221	4,785	4,888	5,874	财务费用	25	26	30	50
其他流动资产	0	1	1	1	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	340	332	336	334	公允价值变动净	0	0	0	0
长期股权投资	25	18	23	22	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	19	18	17	16	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	1	营业利润	753	962	1,121	1,474
其他非流动资产	295	295	295	295	营业外净收支	-4	0	0	0
资产总计	5,904	6,450	6,711	7,909	利润总额	749	962	1,121	1,474
流动负债	2,054	1,752	2,172	2,265	所得税	194	240	280	369
短期借款	209	209	309	109	未确认的投资	0	0	0	0
应付账款	305	215	372	333	净利润	555	721	840	1,106
其他流动负债	1,540	1,327	1,492	1,823	少数股东损益	-6	144	168	221
非流动负债	1,100	2,295	1,294	1,294	归属母公司净利润	561	577	672	885
长期借款	1,080	2,272	1,272	1,272	EBITDA	779	988	1,151	1,525
其他非流动负债	20	23	22	22	EPS（元）	1.05	1.08	1.25	1.65
负债合计	3,154	4,047	3,467	3,559	主要财务比率				
少数股东权益	1,130	534	702	923	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	536	536	536	536	成长能力				
资本公积	397	397	397	397	营业收入	43.4%	-5.6%	53.4%	23.6%
留存收益	686	937	1,609	2,494	营业利润	218.7%	27.7%	16.5%	31.6%
归属母公司股东权	1,619	1,870	2,542	3,427	归属于母公司净	209.2%	2.9%	16.5%	31.6%
负债和股东权益	5,904	6,450	6,711	7,909	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	35.6%	44.6%	36.7%	38.5%
单位：百万元					净利率(%)	17.5%	19.1%	14.5%	15.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	34.6%	30.9%	26.4%	25.8%
经营活动现金流	-723	-1,826	1,098	358	ROIC(%)	19.2%	27.9%	21.2%	23.5%
净利润	555	721	840	1,106	偿债能力				
折旧摊销	1	1	1	1	资产负债率(%)	53.4%	62.7%	51.7%	45.0%
财务费用	25	26	30	50	流动比率	2.71	3.49	2.93	3.34
投资损失	2	0	0	0	速动比率	1.14	0.76	0.68	0.75
营运资金变动	592	-2,573	227	-798	营运能力				
其他经营现金流	-1,900	-1	0	0	总资产周转率	0.69	0.62	0.70	0.78
投资活动现金流	-491	-281	-6	1	净资产周转率	2.87	1.73	2.10	1.92
资本支出	-56	0	0	0	每股指标				
长期投资	288	281	6	-1	（元）				
其他投资现金流	-259	0	0	0	EPS	1.05	1.08	1.25	1.65
筹资活动现金流	2,439	1,193	-931	-250	每股净资产	3.02	3.49	4.74	6.39
短期借款	-338	0	100	-200	每股经营现金流	1.46	-3.41	2.05	0.67
长期借款	533	1,192	-1,000	0	估值比率				
普通股增加	369	0	0	0	P/E	8.39	8.16	7.00	5.32
资本公积增加	62	0	0	0	P/B	2.91	2.52	1.85	1.37
其他筹资现金流	1,814	0	-31	-50	P/S	1.47	1.56	1.02	0.82
现金净增加额	250	-914	161	110	EV/EBITDA	24.40	6.18	5.31	4.01

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。