

阳光城（000671）：业绩面临高峰后的下滑

增持（维持）

房地产开发

当前股价：8.78 元

报告日期：2011 年 4 月 28 日

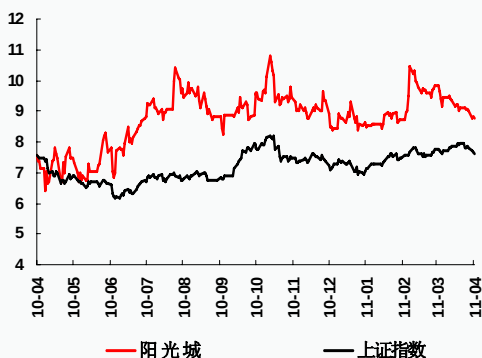
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,232	3,202	2,983	3,819
(+/-)	166%	43%	-7%	28%
营业利润	236	753	404	524
(+/-)	571%	219%	-46%	30%
归属于母公司 的净利润	181	561	303	393
(+/-)	201%	209%	-46%	30%
EPS（元）	1.08	1.05	0.57	0.73
PE（倍）	8	8	16	12

公司基本情况（2011 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	53,601/30,198
流通市值（亿元）	26.51
每股净资产（元）	3.00
资产负债率（%）	61.82

股价表现（最近一年）



证券分析师 石磊
执业证书编号：A0140511010001
010-66045557 shil@txsec.com
联系人：张会芹
021-58824282-882 zhanghq@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- **2010年业绩**：2010年公司实现营业收入32亿元，同比增长43%；归属于母公司净利润5.6亿元，同比增长209%；基本每股收益为1.05元。向全体股东每10股派发现金红利1元（含税）。
- **2011年一季度业绩**：2011年一季度公司实现营业收入5.4亿元，同比增长44%；归属于母公司净利润1599万元，同比增长37%；基本每股收益为0.03元。营业收入增长主要是期内白金瀚宫、乌山荣域、丹宁顿等项目确认收入。
- **2010年经营情况**：1）收入主要来源于房地产销售（结算收入21.65亿元），同比增长61%，占总收入的68%；贸易业务（收入10.3亿元），同比增长16.63%，占总收入的32%。2）项目盈利能力提高：2010年总体毛利率35.6%，同比提高15.5个百分点，主要由于房地产结算毛利率51%，同比大幅提高20个百分点（期内主要结算阳光理想城洋房及低密度住宅丹宁顿小镇，导致毛利率提高）。但贸易业务毛利率仅3.13%，拉低了公司整体盈利能力。毛利率提高是公司净利润增幅大于收入增幅的主要原因。3）财务费用同比增长108%，明显增加，主要是贷款增加及银行利率提高所致。4）期末应收账款账面价值3.93亿元，同比增加127%，主要是已经确认收入但未收到款项的房款。
- **一季度预收良好**：一季度末预收账款10.3亿元，较年初增加5.59亿元，增幅119.20%，主要是预收房款。预收账款锁定我们预测的2011年业绩的35%左右。
- **扩张力度很大，在多个城市拿地**：公司除增加福州的多个储备项目外，通过股权收购、合作、竞拍等方式，拓展了广西、海南、陕西、太原等房地产市场具有较大发展潜力的区域。2010年至今共增加权益建筑面积159万平米，占公司总储备面积的65%；一季度末存货账面价值36亿元，占总资产的56%，项目储备相对丰富。
- **因项目延期销售，大股东承诺业绩未完成，上市公司将获得补偿款1.45亿元**：08年阳光集团注入汇友房地产100%时承诺2008-2010年累计实现净利润1.44亿元，不足部分大股东以现金补偿。汇友房地产开发项目阳光理想城四期因房地产调控，公司调整了开发进度，三年内未实现销售，导致累计实现净利润为-67万元，低于大股东承诺额1.44亿元，阳光集团将在公司2011年8月份之前以现金方式向公司支付补偿款。目前阳光理想城四期预售中，价格已达7300元/平米，高于前期预测值，预计将在2011年部分结算。

- **2011年一月份推出股权激励草案：**行权条件之一为2011-2015年实现净利润不低于前三年平均净利润，分五期行权。按此行权条件，2011年母公司净利润需达到2.37亿元，同比下降58%，主要由于2010年业绩增幅较大，且2008年、2009年业绩基数很低。

图表 1：股权激励行权临界业绩预测

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
母公司净利润(万元)	56083	23656	33833	48457	45557	55400
近三年平均净利润(万元)	18775	26640	37857	35315	42616	
EPS(元)	1.05	0.44	0.63	0.90	0.85	1.03
PE(倍)	8	22	15	10	10	8
净利润较前三年平均净利润增长		26%	27%	28%	29%	30%
同比增长		-58%	43%	43%	-6%	22%

资料来源：天相投顾整理

- **维持“增持”评级。**我们预测公司2011年、2012年的每股收益分别为0.57元、0.73元，按公司最近收盘价为8.78元，对应的动态市盈率分别为16倍、12倍。维持“增持”的投资评级。

图表 2:阳光城(000671)盈利预测

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	223,244	320,168	298,267	381,907
营业收入增长(%)	165.88%	43.42%	-6.84%	28.04%
减：营业成本	178,434	206,183	232,619	297,236
营业毛利	44,810	113,984	65,648	84,671
毛利率(%)	20.07%	35.60%	22.01%	22.17%
减：营业税金及附加	13,823	28,730	16,405	21,005
销售费用	4,526	4,270	3,978	5,093
管理费用	1,664	2,666	2,484	3,181
财务费用	1,225	2,546	2,372	3,037
期间费用率(%)	3.32%	2.96%	2.96%	2.96%
二、营业利润	23,626	75,306	40,409	52,355
营业利润增长(%)	570.80%	218.75%	-46.34%	29.56%
营业利润率(%)	10.58%	23.52%	13.55%	13.71%
三、利润总额	23,986	74,898	40,409	52,355
利润总额增长(%)	200.15%	212.26%	-46.05%	29.56%
利润率(%)	10.74%	23.39%	13.55%	13.71%
减：所得税	5,900	19,379	10,102	13,089
实际所得税率(%)	24.60%	25.87%	25.00%	25.00%
四、净利润	18,086	55,519	30,307	39,266
其中：归属母公司所有者净利润	18,137	56,083	30,307	39,266
母公司净利润增长(%)	200.94%	209.22%	-45.96%	29.56%
净利润率(%)	8.12%	17.52%	10.16%	10.28%
少数股东损益	(51)	(564)	0	0
基本每股收益(元/股)	1.08	1.05	0.57	0.73
每股净资产(元/股)	5.15	3.02	3.59	4.32
净资产收益率(%)	21.03	34.65	15.77	16.97

资料来源：天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041