

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn

万事俱备 只欠东风

事件描述

阳光城今日发布 2011 年中报，11 年上半年公司实现营业收入 12.77 亿元，同比增长 22.52%；实现营业利润 1.18 亿元，同比下滑 3.74%；实现归属母公司净利润 8958 万元，同比增长 1.19%，每股收益 0.17 元。

公司业绩符合预期，结算毛利维持高位

公司本期房地产业务收入增长 10%，贸易业务增长 36%，虽然公司贸易业务增长超过房地产业务，但公司总体毛利率仍较去年同期高出两个百分点。利润增长率低于营业收入原因有两点，第一，本期公司营业税金增长接近 100%，这是因为公司本期预收款增加相应税费增加；第二，本期费用方面增长超过 100%，其主要原因是公司近期扩张加速，前期各公司拓展费用较多所致。预计公司年内房地产结算毛利率在 45% 左右，年度房地产业务收入占比接近七成。

公司上半年销售给力，关注林隐天下预售

公司上半年合同销售额在 17 亿左右，来自白金翰宫尾盘预售、乌山荣域车位、阳光理想以及阳光城新界。其中阳光理想城位于闽侯上街，处于不限购区域，去化速度快；阳光新界位于仓山区，虽然处于限购区域但项目产品以小户型为主且项目临近仓山万达，开盘以来一直保持热销。公司目前销售额在 23 亿左右，如果下半年西安林隐天下项目能够顺利实现销售，再加上福州两个主力项目目前维持每个月开盘的情况下，预计公司年内销售额至少可以完成 45 亿，冲 50 亿取决于闽侯滨江项目是否能顺利开盘。在手预收账款接近 16 亿，这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 0.55 元。

西安布局逐步进入收获期

11 年，为扩大在西安市场的影响力，公司借助和通过大股东的实力通过公开摘牌方式从金堆城钼业集团获取林隐天下项目，此项目位于高新技术产业开发区时代广场，总体量在 50 万平方米左右，一期体量在 11 万平方米左右，分别是 6 万平方米的多层公寓（低密度）与接近 5 万平方米的高层公寓。另外，目前公司在西安西咸新区拥有土地储备 933 亩左右，楼面地价不超过 700 元，预计未来公司将继续在该区域获得新的储备，目前区域内其他别墅项目价格在 14000-18000 之间，公司未来在该区域开发的获利空间非常大。我们认为公司在西安市场的数年耕耘随着林隐天下的开盘将会逐步进入收获期，在西咸新区的布局随着二级开发的深入，西咸区域进入收获期将指日可待。由于公司今年以来加大了拿地的力度，资金链较为紧张。在手货币资金有 2.4 亿，短期负债合计 2.8 亿，净负债率为 86%，杠杆运用较足。

盈利预测与投资评级

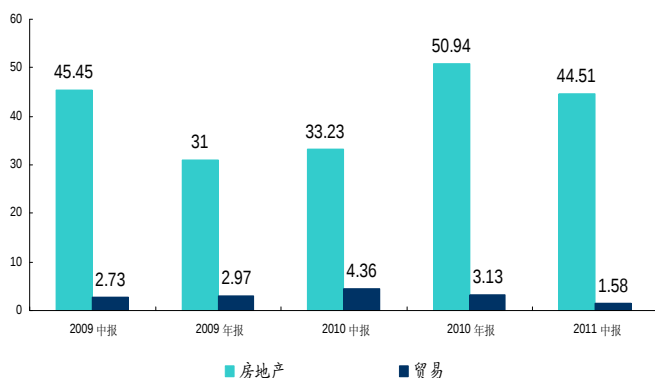
公司是一个典型的成长中企业，公司因其产品定位以及布局合理使得公司上半年销售增长较快，我们看好公司下半年以及明年销售规模的增长，公司有望从三线公司成长为二线公司。当然公司的高杠杆运作能否成功度过行业周期低点是市场分歧所在，我们认为公司快速销售策略将使得公司成功战胜行业调整期。短期来说，西安能否顺利实现预售是刺激因素。我们预计公司 11-12 年业绩分别为 0.95、1.35 元，维持“推荐”评级。

第一，公司业绩符合预期，结算毛利维持高位

公司本期房地产业务收入增长 10%，贸易业务增长 36%，虽然公司贸易业务增长超过房地产业务，但公司总体毛利率仍较去年同期高出两个百分点。利润增长率低于营业收入原因有两点，第一，本期公司营业税金增长接近 100%，这是因为本期预收款增加相应税费增加；第二，本期费用方面增长超过 100%，其主要原因是公司近期扩张加速，前期各公司拓展费用较多所致。

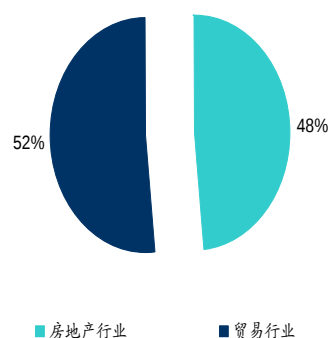
预计公司年内房地产结算毛利率在 45% 左右，年度房地产业务收入占比接近七成。

图：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司收入分业务占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

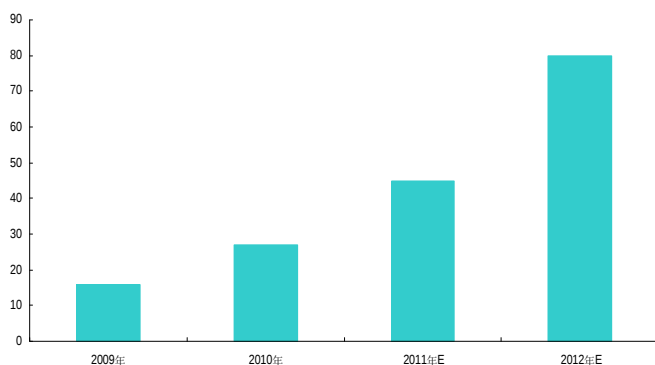
第二，公司上半年销售给力，关注林隐天下预售

公司上半年合同销售额在 17 亿左右，来自白金翰宫尾盘预售、乌山荣域车位、阳光理想以及阳光城新界。其中阳光理想城位于闽侯上街，处于不限购区域，去化速度快；阳光新界位于仓山区，虽然处于限购区域但项目产品以小户型为主且项目临近仓山万达，开盘以来一直保持热销。

公司目前销售额在 23 亿左右，如果下半年西安林隐天下项目能够顺利实现销售，再加上福州两个主力项目目前维持每个月开盘的情况下，我们预计公司年内销售额至少可以完成 45 亿，冲 50 亿取决于闽侯滨江项目是否能顺利开盘。

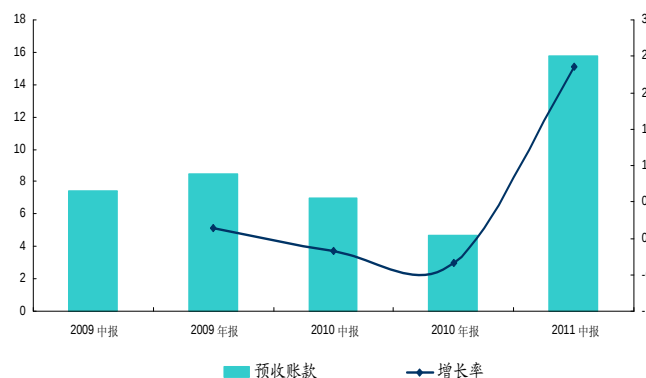
公司目前在手预收账款接近 16 亿，这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 0.55 元。

图：公司销售预计（亿元）



资料来源：长江证券研究部

图：公司预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：预计公司各项目销售

名称	区域	类型	可售金额 (亿)	已售金额 (亿)	预计实现销售金额 (亿)
----	----	----	----------	----------	--------------

阳光理想城	福州闽侯	住宅	18.7	12	18
白金翰宫	福州鼓楼区	住宅	2.5	2.5	2.5
乌山荣域	福州鼓楼区	车位	1	0.5	1
阳光新界	福州仓山区	住宅	20.00	8	16
滨江房地产	福州闽侯县新区	住宅	6.18	0	1
国中林隐天下	西安高新区	住宅	13.26	0	10
合计			101.97	23	48.5

资料来源：长江证券研究部

第三，西安布局逐步进入收获期

公司在 09 年收购了咸阳上林西苑公司（现更名为阳光城集团陕西实业公司），上市公司开始在西安、咸阳区域的布局。11 年，为扩大在西安市场的影响力，公司借助和通过大股东的实力通过公开摘牌方式从金堆城钼业集团获取西安国中星城置业有限公司 100% 的权益及其所属林隐天下项目，此项目位于高新技术产业开发区时代广场，总体量在 50 万平方米左右，一期体量在 11 万平方米左右，分别是 6 万平方米的多层公寓（低密度）与接近 5 万平方米的高层公寓。

另外，目前公司在西安西咸新区拥有土地储备 800 亩左右，楼面地价不超过 700 元，预计未来公司将继续在该区域获得新的储备，目前区域内其他别墅项目价格在 14000-18000 之间，公司未来在该区域开发的获利空间非常大。据报道西咸新区有可能成为中国继浦东新区、滨海新区、两江新区之后的第四个副省级新区。

我们认为公司在西安市场的数年耕耘随着林隐天下的开盘将会逐步进入收获期，在西咸新区的布局随着二级开发的深入，西咸区域进入收获期将指日可待。

由于公司今年以来加大了拿地的力度，因此资金链较为紧张。公司目前在手货币资金有 2.4 亿，短期借款与一年内到期的非流动负债合计 2.8 亿。净负债率方面，公司目前净负债率为 86%，杠杆运用较足。

图：林隐天下区位图



资料来源：长江证券研究部

图：林隐天下实景图



资料来源：长江证券研究部

表：公司在西安拥有的项目

项目公司	宗地编号	土地位置	土地面积	建筑面积	成交价格	楼面价
陕西实业	2009-10-1-A	沣东路以西，黄家寨路以东	15.98	20.78	16224	531
	2009-10-1-B	沣东路以西，黄家寨路以东	5.44	9.80		
	2010-9-3	陕西咸阳上林路以东地块	15.74	38.33	13000	339
	2011-4-4	沣二路以西，阳光城集团陕西实业有限公司以东，沣太八路以南，九路以北。	3.35	8.33	3000	360
隆丰置业	2011-4-3	规划路以南，上林路以东，沣二路以西，沣太七路以北	11.20	28.00	9950	355
金鑫泰置业		咸阳市沣太八路	8.9	26.7	9500	356

国中置业	西高科技国用	高新区新型工业园信息大道	3.84	12.23
	[2006]37056			
	西高科技国用	高新区新型工业园信息大道	4.40	12.37
	[2006]37054			
	西高科技国用	高新区新型工业园信息大道	4.46	5.44
	[2006]37057			
	西高科技国用	高新区新型工业园信息大道	6.34	8.81
	[2006]37055			
合计			79.66	170.77

资料来源：公司公告，政府网站，长江证券研究部

表：11 年以来取得的土地储备

名称	区域	权益	性质	地价	未结算面积	权益未结算面积
上林景苑	西安西咸新区	100%	住宅	0.97	26.83	26.83
上林雅苑一期预留地	西安西咸新区	100%	住宅	0.30	8.33	8.33
上林雅苑一期	西安西咸新区	100%	住宅	1.30	38.33	38.33
上林雅苑二期	西安西咸新区	100%	住宅	0.95	26.70	26.70
国中林隐天下	西安高新区	100%	商住	1.50	50.00	50.00
2011-02 号	福州台江区光明港以南，鳌峰路以北	51%	商住	30.50	35.65	18.18
海南实业	海南昌江黎族自治县棋子湾旅游度假区	100%	商服	1.25	7.27	7.27
2011-09 号	武夷山大布村战备路西側	100%	住宅	1.13	6.22	6.22
2011-10 号	武夷山大布村战备路西側	100%	住宅	1.35	6.77	6.77
2011-11 号	武夷山大布村战备路西側	100%	住宅	1.62	6.67	6.67
2011-12 号 A 地块	武夷山大布村战备路西側	100%	商服	1.99	5.30	5.30
2011-12 号 B 地块	武夷山大布村战备路西側	100%	商服		11.05	11.05

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，盈利预测与投资评级

公司是一个典型的成长中企业，公司因其产品定位以及布局合理使得公司上半年销售增长较快，我们看好公司下半年以及明年销售规模的增长，公司有望从三线公司成长为二线公司。当然公司的高杆杠运作能否成功度过行业周期低点是市场分歧所在，我们认为公司快速销售策略将使得公司成功战胜行业调整期。短期来说，西安能否顺利实现预售是刺激因素。我们预计公司 11-12 年业绩分别为 0.95、1.35 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3202	3596	4826	6040	货币资金	699	788	861	2270
营业成本	2062	2469	3289	3990	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1140	1127	1536	2050	应收账款	593	670	899	1125
% 营业收入	35.6%	31.3%	31.8%	33.9%	存货	3221	3879	5163	5616
营业税金及附加	287	324	434	574	预付账款	1051	1287	1713	2050
% 营业收入	9.0%	9.0%	9.0%	9.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	43	58	77	97	流动资产合计	5564	6624	8636	11061
% 营业收入	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	27	36	48	60	持有至到期投资	290	290	290	290
% 营业收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	长期股权投资	25	25	25	25
财务费用	25	61	56	54	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	1.7%	1.2%	0.9%	固定资产合计	386	383	386	394
资产减值损失	2	-4	0	0	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	-2	24	42	62	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	753	677	962	1327	其他非流动资产	-367	-367	-367	-367
% 营业收入	23.5%	18.8%	19.9%	22.0%	资产总计	5904	6960	8975	11408
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	209	0	0	0
利润总额	749	677	962	1327	应付款项	312	379	504	603
% 营业收入	23.4%	18.8%	19.9%	22.0%	预收账款	469	1079	1930	3020
所得税费用	194	169	240	332	应付职工薪酬	4	6	9	10
净利润	555	508	721	995	应交税费	330	340	466	625
归属于母公司所有者的净利润	560.8	507.6	721.4	995.5	其他流动负债	729	895	1192	1429
少数股东损益	-6	0	0	0	流动负债合计	2054	2700	4101	5688
EPS (元/股)	1.05	0.95	1.35	1.86	长期借款	1080	1080	1080	1080
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	20	0	0	0
经营活动现金流净额	-723	431	220	1581	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	24	42	62	负债合计	3154	3780	5181	6768
收回现金					归属于母公司	1619	2050	2664	3510
长期股权投资	-141	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1130	1130	1130	1130
固定资产投资	-29	-18	-24	-30	股东权益	2749	3181	3794	4640
其他	-321	0	0	0	负债及股东权益	5904	6960	8975	11408
投资活动现金流净额	-491	6	17	31	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	976	0	0	0	EPS	1.046	0.947	1.346	1.857
银行贷款增加 (减少)	252	-209	0	0	BVPS	3.02	3.83	4.97	6.55
筹资成本	84	-138	-165	-203	PE	7.56	8.35	5.88	4.26
其他	152	0	0	0	PEG	0.36	0.40	0.28	0.20
筹资活动现金流净额	1463	-347	-165	-203	PB	2.62	2.07	1.59	1.21
现金净流量	249	89	73	1409	EV/EBITDA	6.19	5.97	4.29	2.17
					ROE	34.6%	24.8%	27.1%	28.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。