



分析师

杨国华

电话: 010-62294631

Email: yangguohua@hysec.com

阳光城 (000671)
买入 (首次)

公司事件点评



绝好的“标的”

事件:

09年9月28日公司公告:全资子公司福州开发区华康实业有限公司受让福建宏辉房地产开发有限公司100%股权;公司受让咸阳上林西苑房地产开发有限公司100%股权。

核心观点:

我们一直在寻找这样的股票:长期具有持续发展的可能,短期具有业绩快速增长的能力,而股价却尚未充分反映这一特性。“阳光城”——可结算资源翻倍增加,每股土储位居行业之冠,长期持续增长无忧;高盈利项目进入结算期,短期业绩呈现爆发式增长,超低PE说明股价尚未充分反应业绩增长——可谓绝好的“标的”。

报告要点:

零溢价收购,新获项目盈利能力正常

公司全资子公司华康实业按照福建宏辉房地产开发有限公司净资产收购其100%股权,收购完成后,公司将增加两块土地储备,地上建筑面积合计约49.5万平方米。此两块土地均位于福州闽侯上街-南屿区域沿江区域,毗邻海西高新技术产业园。海西高新技术产业园于2009年9月7日开工建设,将成为福州市承接海峡两岸高新技术产业的新平台。两地块距离福州主城区仅一江之隔,现有洪塘大桥、金上大桥、浦上大桥和湾边大桥连接市区,临近国道、省道,规划建设中的轨道交通也将穿园而过,周边分布着数十所高校科研院所和博士后工作机构,如福州大学、福建师范大学、福建医科大学、福建农林大学、福建工程学院、闽江学院等。

公司按照咸阳上林西苑房地产开发有限公司净资产收购其100%股权,收购完成后,公司将再增加两块土地储备,地上建筑面积合计约37.6万平方米。两块地位于西安市与咸阳市交界处,项目东距西安市中心约10公里,西距咸阳市中心约4公里,南临西安、咸阳之间的城市主干道——世纪大道和陇海铁路线,交通网络发达迅捷,项目距离咸阳国际机场15公里,距离西安市西高新直线5公里。

参考项目周边商品房销售价格,此次收购的项目毛利率在30%左右,盈利能力正常、合理。

表 1：收购宏辉房地产公司后新增土地

土地编号	土地位置	土地面积 (平方米)	地上建筑面积 (平方米)	楼面地价 (元/平米)	预计毛利率
宗地 2006 挂 4 号地	闽侯南屿镇晓歧、元峰村	199387	319019.2	1320	34%
宗地 2006 挂 7 号地	闽侯南屿镇晓歧、元峰村	109992	175987.2	1597	28%

表 2：收购咸阳上林西苑房地产公司后新增土地

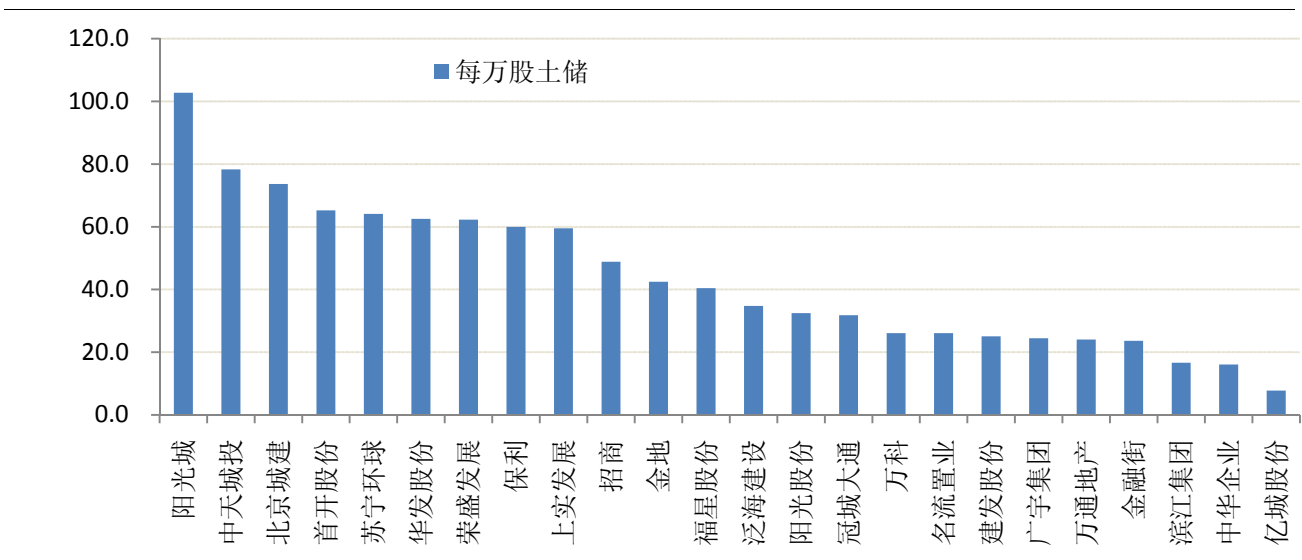
2009-10-1-A 地块	咸阳市沔河新区内	214249	278523.7	430	31%
2009-10-1-B 地块	咸阳市沔河新区内	54419	97954.2	430	31%

资料来源：公司公告 宏源证券研究所

可结算面积大幅增加 102%，每股土地储备傲居行业之冠

本次收购前，公司拥有权益可结算面积为 85.5 万平方米，相对于公司目前快速的开发节奏以及业绩的高增长来说，土地储备略显不足。但通过此次收购后，公司新增土地 87.1 万平方米，增幅高达 102%。截至目前为止，公司拥有权益可结算面积为 172.6 万平方米，每万股土地储备高达 102.7 平方米，在我们统计的行业主流公司中，位居首位。土地储备的大幅增加，完全解决了公司长期发展的瓶颈，同时，陕西项目的获取也标志着公司走出福州，进行多区域布局的开始。

图 1：行业主流公司每股土地储备（单位：平米/万股）



资料来源：宏源证券研究所；注：按现在总股本计算，土地储备为权益可结算面积。

表 3：公司项目储备变化情况

项目名称	物业类型	占地面积 (平方米)	地上建筑面积 (平方米)	权益比例
收购前项目				
福州乌山荣域	住宅	31010	96440	100%
福州丹宁顿小镇	住宅	209244	313866	100%

福州阳光上城 A 组团	住宅、商业	30800	46200	100%
福州阳光上城 B 组团	住宅、商业	43334	65001	100%
福州阳光上城 C 组团	住宅、商业	25867	38800	100%
福州白金翰宫	豪宅	20610	77555	100%
福州仓山区建新大道项目	住宅	75280	173144	100%
福州台江区西二环南路项目	商业	10650	43665	100%
小计			854671	
新收购项目				
福州宏辉房地产 4 号地	住宅	199387	319019	100%
福州宏辉房地产 7 号地	住宅	109992	175987	100%
陕西咸阳市上林西苑	住宅	268668	376478	100%
小计			871484	
合计			1726155	

资料来源：公司公告 宏源证券研究所

2009、2010 年净利润增幅均高达 100%以上，2010 年 PE 仅为 12 倍

公司业绩高速增长的背后原因是其在 2008 年 12 月通过定向增发获取了大股东大量高盈利能力的房地产项目。这些项目正值开发、销售期，且具有高售价，高利润率的特点。

2009-2010 年主要结算的项目“乌山荣域”、“白金翰宫”均位于福州市区中心地段，且目前销售状况良好。其中乌山荣域住宅部分基本售罄，预计 2009 年结算两栋住宅，均价为 9100 元/平米，2010 年结算剩余两栋住宅，均价为 10500 元/平米，而 1.6 万平米的商业也将在 09 年开始销售，预计售价 35000 元/平米左右，并于 2010-2011 年陆续结算。

白金翰宫地处福州市政治文化中心鼓楼区的中心位置，属于市区高端豪宅，为 4 幢 29-31 层高层住宅，目前住宅已经实现销售 40%左右，销售均价 17500 元/平米，预计 2010 年-2011 年陆续结算，另有 4400 平方米的商业预计售价为 50000 元/平米，在 2011 年结算。

考虑公司的贸易收入，若以当前股本计算，预计 2009 年-2011 年 EPS 分别为 0.81 元、2.63 元、3.23 元，对应动态 PE（以 2009-9-24 日股价 21.11 元计算）分别为 26 倍、8 倍、7 倍；若以增发后（假设增发 7500 万股）股本计算，预计 2009 年-2011 年 EPS 分别为 0.56 元、1.82 元、2.23 元，动态 PE 分别为 38 倍、12 倍、9 倍。

表 4：公司项目结算情况预测

序号	项目	结算面积（万平米）			结算均价（元/平米）			结算金额（万元）		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
1	乌山荣域	3.9	5.9	0.8	9100	13850	35000	35490	81025	28000
2	丹宁顿小镇	7.0	6.0	6.0	6100	6100	5500	42700	36600	33000
3	阳光上城 A 组团			4.6			5500			25300
4	阳光上城 B 组团			6.5			5500			35750
5	阳光上城 C 组团									

6	白金翰宫	4.8	1.6	17500	26220	84000	43000	
7	仓山区建新大道项目		5.0		8500		42500	
8	台江区西二环南路项目		4.4		10000		44000	
合计		10.9	16.7	28.9		78190	201625	251550

资料来源：宏源证券研究所

表 5：公司每股收益预测

	2009E	2010E	2011E
房地产业务收入（万元）	78190.0	201625.0	251550.0
房地产业务净利润（万元）	13049.8	43447.5	53544.8
贸易业务收入（万元）	60000.0	60000.0	60000.0
贸易业务净利润（万元）	600.0	600.0	600.0
净利润合计（万元）	13649.8	44047.5	54144.8
净利润增幅	126.5%	222.7%	22.9%
目前股本（万股）	16750.2	16750.2	16750.2
每股收益（元/股）	0.81	2.63	3.23
考虑增发后股本（万股）	24250.17	24250.17	24250.17
增发后每股收益（元/股）	0.56	1.82	2.23

资料来源：宏源证券研究所

业绩承诺，增加业绩确定性

在 2008 年 12 月的资产购买方案中，大股东阳光集团承诺公司 2008-2009 年每股收益分别不低于 0.5 元和 0.8 元，否则将现金补足差额。同时，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 年净利润进行了承诺，分别为 1.35 亿元和 5.97 亿元，按当前股本折合 2009-2010 年每股收益分别为 0.81 元和 3.57 元。若实际盈利数不足业绩预测数，出售方将用现金补足不足部分。

表 6：公司 2009-2011 年盈利预测表

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	60229.3	83962.9	138190.0	261625.0	311550.0
房地产业务收入			78190.0	201625.0	251550.0
贸易营业收入			60000.0	60000.0	60000.0
二、营业总成本	53883.0	80192.2	119990.3	202895.0	239356.9
房地产业务成本	47670.6	71883.7	46775.6	100240.5	125230.8
贸易营业成本			58380.0	58380.0	58380.0
营业税金及附加	2733.7	3579.3	7759.6	27324.5	34802.1
销售费用	1596.6	1426.2	2189.3	5645.5	7043.4
管理费用	1181.2	1371.8	3322.1	7272.0	8869.6
财务费用	772.5	1800.7	1563.8	4032.5	5031.0
资产减值损失	(71.5)	130.6			
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.0	0.0			
投资净收益	(68.6)	(248.7)	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	6277.6	3522.0	18199.7	58730.0	72193.1
加：营业外收入	27.8	4821.6			
减：营业外支出	150.7	352.2			
五、利润总额	6154.8	7991.4	18199.7	58730.0	72193.1
减：所得税	2383.5	1170.6	4549.9	14682.5	18048.3
六、净利润	3771.3	6820.8	13649.8	44047.5	54144.8
减：少数股东损益	2031.8	794.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	1739.5	6026.9	13649.8	44047.5	54144.8
七、当前总股本			16750.2	16750.2	16750.2
基本每股收益(元)	0.2	0.6	0.8	2.6	3.2
增发后新股本			24250.2	24250.2	24250.2
增发后每股收益(元)			0.6	1.8	2.2

资料来源：宏源证券研究所

销售经理：万玮
联系电话：010-62294617
电子信箱：wanwei@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上