

# 向着阳光 继续奔跑

**陈凯总裁升任联席董事长：**陈凯先生辞去总裁职务，同时为适应公司实现新的战略目标，进一步升级地产主业，探索地产职业经理人合伙制模式，及公司未来跨界转型、并购整合、延伸拓展产业链的需要，决定聘任陈凯先生为联席董事长。公司同时公告张海民先生接任公司总裁。张海民先生 2010 年即加入公司，曾任公司执行副总裁，同时 2011 年 3 月至今一直兼任福州公司总经理，在公司巩固福州大本营的过程中功不可没。我们在今年 9 月份的福州联合调研中，专门与张总深入交流，其良好的执行力和团队影响力给我们留下了深刻印象。

**销售实现增长，土地投资放缓：**根据克尔瑞数据，公司2014年实现销售额230.7亿元，在行业面临调整的背景下仍然比去年实现一定的增长。投资方面，公司一直坚持“精准投资”的拿地理念，精选布局城市，2012年底大举进军以上海为主的长三角区域。年初公司在杭州和福建泉州共获取三个项目，随后在终端市场面临较大调整的情况下，公司审时度势，明显放缓了拿地节奏，此后仅在11月以21亿竞得杨浦区平凉地块，楼面价41077元/平，补充上海项目储备，保障可持续发展。

**业绩兑现高成长：**我们年初以来一直认为，今年是公司业绩兑现的一年，预计去年净利润增速在100%左右。公司今日公告称2014年净利润增速在100%-140%之间，业绩有望实现超预期增长，充分彰显公司过去两年高成长的本色。

**盈利预测与投资评级：**我们认为公司新的管理团队对于企业发展战略定位熟悉，执行力较强，同时公司多元化业务方面进展顺利，未来动作值得期待。近期市场对公司未来的成长有所争议，但随着管理团队的稳定，新的三年发展规划的明确，我们相信阳光城会重回成长的快车道。我们不考虑今年增发股本，保守预计14、15年EPS分别为1.29、1.94元，维持“买入”评级。

## 预测和比率

	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入（百万）	7,444	12,381	17,381	24,381
净利润（百万）	652	1,345	2,024	3,016
净利润增长率	16.7%	106.4%	50.5%	49.0%
EPS（元）	0.64	1.29	1.94	2.89
P/E	20.7	10.3	6.9	4.6

请参阅最后一页的重要声明

## 阳光城(000671)

**维持**
**买入**
**苏雪晶**

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

发布日期：2015年1月8日

当前股价：13.23 元

目标价格6个月：18 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.43/-25.28	4.17/-38.56	57.63/-7.30
12 月最高/最低价（元）			15.3/6.88
总股本（万股）			128105.75
流通 A 股（万股）			103313.82
总市值（亿元）			169.48
流通市值（亿元）			136.68
近 3 月日均成交量（万）			1326.82
主要股东			
福建阳光集团有限公司			21.15%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 14.11.05 增发收官 助力发展
- 14.10.30 增发助力 分享成长
- 14.08.28 稳健的奔跑者



### 第一，陈凯总裁升任联席董事长

阳光城今日公告称为适应公司实施整体发展战略的需要，公司董事局同意陈凯先生辞去公司总裁职务，同时为适应公司实现新的战略目标，进一步升级地产主业，探索地产职业经理人合伙制模式，及公司未来跨界转型、并购整合、延伸拓展产业链的需要，公司决定聘任陈凯先生为公司联席董事长。

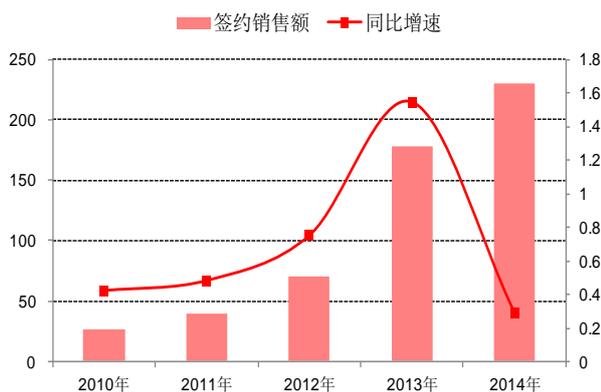
2012年3月，陈凯先生就任公司总裁，随后即提出贯彻“精准投资、高效运营、适销产品”的三大核心能力，对公司战略和企业文化进行了积极改造以适应快速扩张的需要。在过去的三年中，公司所取得的成就为市场所瞩目。2011年公司销售额仅为40亿元，而根据克尔瑞数据，2014年公司实现销售额达到230.7亿元，稳居全国30强。公司也从一个区域性房企成长为立足大福建、长三角和大西北三大地区的房地产公司。我们认为公司之所以能实现穿越周期的成长，既是来自于陈凯先生加入以来对公司的积极改造，也是陈凯先生打造的整个业务团队共同努力的结果。

公司同时公告，张海民先生接任公司总裁。张海民先生2010年即加入公司，曾任公司执行副总裁，同时2011年3月至今一直兼任福州公司总经理，在公司巩固福州大本营的过程中功不可没。我们在今年9月份的福州联合调研中，专门与张总深入交流，其良好的执行力和团队影响力给我们留下了深刻印象。

### 第二，销售实现增长，土地投资放缓

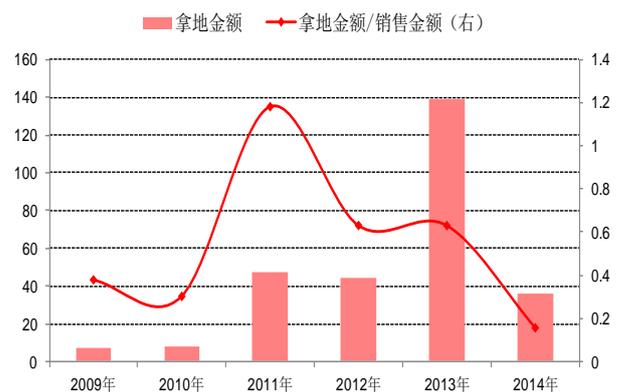
根据克尔瑞数据，公司2014年实现销售额230.7亿元，在行业面临调整的背景下仍然比去年实现一定的增长。值得一提的是，公司在大本营福州的表现依然抢眼，实现销售金额71亿元，市场份额超过10%，蝉联销售冠军，区域发展优势延续。投资方面，公司一直坚持“精准投资”的拿地理念，精选布局城市，2012年底大举进军以上海为主的长三角区域。年初公司在杭州和福建泉州共获取三个项目，随后在终端市场面临较大调整的情况下，公司审时度势，明显放缓了拿地节奏，此后仅在11月以21亿竞得杨浦区平凉地块，楼面价41077元/平，补充上海项目储备，保障可持续发展。

图：签约销售额及增速（14年为克尔瑞数据）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：拿地情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表：2014 年拿地情况

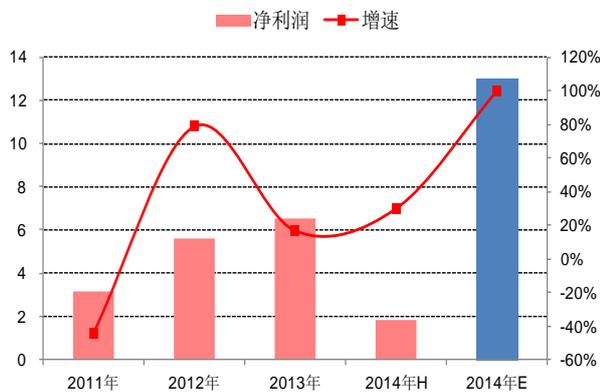
时间	地块	区域	占地面积	建筑面积	总地价	楼面地价
2014 年 11 月	上海杨浦平凉地块	上海杨浦	2.05	5.13	21.08	41077
2014 年 4 月	晋江市 G2014-14 号地块	福建泉州	4.36	4.80	1.32	2748
2014 年 4 月	晋江市 G2014-13 号地块	福建泉州	10.62	11.68	3.20	2736
2014 年 1 月	杭政储出[2013]108 号地块	浙江杭州	5.53	13.83	11.30	8169

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 第三，业绩兑现高成长

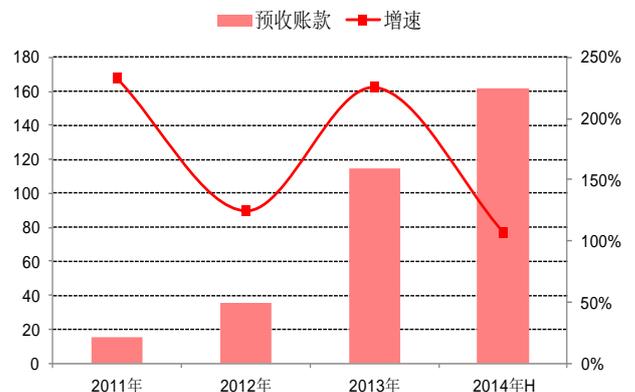
我们年初以来一直认为，今年是公司业绩兑现的一年，预计去年净利润增速在 100%左右。公司今日公告称 2014 年净利润增速在 100%-140%之间，业绩有望实现超预期增长，充分彰显公司过去两年高成长的本色。

图：净利润及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：预收账款及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### 第四，盈利预测与投资评级

我们认为公司新的管理团队对于企业发展战略定位熟悉，执行力较强，同时公司多元化业务方面进展顺利，未来动作值得期待。近期市场对公司未来的成长有所争议，但随着管理团队的稳定，新的三年发展规划的明确，我们相信阳光城会重回成长的快车道。我们不考虑今年增发股本，保守预计 14、15 年 EPS 分别为 1.29、1.94 元，维持“买入”评级。



财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,444	12,381	17,381	24,381	货币资金	2,578	3,000	5,884	12,987
减:					预付账款	6,814	8,400	7,280	8,400
营业成本	5,227	8,354	11,530	15,974	存货	21,900	39,187	58,560	76,156
毛利率	29.8%	32.5%	33.7%	34.5%	其他流动资产	793	793	793	793
营业税金及附加	756	1,107	1,602	2,272	流动资产	32,597	52,456	74,377	101,176
营业费用	331	399	629	969	投资性房地产	0	3	7	12
营业费用率	4.4%	3.2%	3.6%	4.0%	递延所得税资产	3	161	361	583
管理费用	243	385	535	655	非流动资产	113	294	519	770
管理费用率	3.3%	3.1%	3.1%	2.7%	<b>资产总计</b>	<b>32,711</b>	<b>52,750</b>	<b>74,896</b>	<b>101,946</b>
财务费用	20	46	3	-34	短期借款	1,631	862	982	1210
财务费用率	0.3%	0.4%	0.0%	-0.1%	应付账款	1,391	2,425	3,860	5,661
资产减值损失	-7	37	16	20	预收款项	11,439	30,439	54,439	81,439
<b>营业利润</b>	<b>887</b>	<b>2,058</b>	<b>3,074</b>	<b>4,534</b>	应交税费	93	134	145	267
营业利润率	11.9%	16.6%	17.7%	18.6%	其他流动负债	5,498	5,605	5,889	5,052
营业外收入	20	0	0	0	流动负债	20,052	37,621	60,285	85,953
营业外支出	16	0	0	0	长期负债	8,345	9,290	6,503	4,552
利润总额	<b>891</b>	<b>2,058</b>	<b>3,074</b>	<b>4,534</b>	递延所得税负债	16	169	373	628
所得税费用	293	686	1,009	1,456	非流动性负债	8,361	9,459	6,876	5,180
所得税率	32.9%	33.3%	32.8%	32.1%	负债合计	<b>28,413</b>	<b>47,080</b>	<b>67,161</b>	<b>91,133</b>
<b>净利润</b>	<b>598</b>	<b>1,372</b>	<b>2,065</b>	<b>3,077</b>	股本	1,044	1,044	1,044	1,044
少数股东损益	-53	27	41	62	少数股东权益	1,023	1,050	1,091	1,153
母公司股东的净利润	<b>652</b>	<b>1,345</b>	<b>2,024</b>	<b>3,016</b>	<b>股东权益合计</b>	<b>4,298</b>	<b>5,670</b>	<b>7,736</b>	<b>10,813</b>
					<b>负债及权益总计</b>	<b>32,711</b>	<b>52,750</b>	<b>74,896</b>	<b>101,946</b>
					<b>主要财务指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
现金流量表					增长率(%)				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E	营业收入	36.5%	66.3%	40.4%	40.3%
销售商品、提供劳务收入	14,522	30,781	40,581	50,381	营业利润	43.4%	132.0%	49.3%	47.5%
减:购买商品、接受劳务支出	17,128	25,349	27,559	32,299	净利润	16.7%	106.4%	50.5%	49.0%
职工支出	218	654	872	1,090	利润率(%)				
税费支出	1,274	3,730	5,087	6,524	毛利率	29.8%	32.5%	33.7%	34.5%
<b>经营现金流</b>	<b>-5,466</b>	<b>1,048</b>	<b>7,062</b>	<b>10,467</b>	EBIT Margin	12.0%	17.0%	17.7%	18.4%
取得借款	11,734	14,740	15,320	12,000	EBITDA Margin	12.0%	16.9%	17.7%	18.4%
发行债券	0	0	0	0	回报率(%)				
偿还债务	4,972	4,030	3,366	2,787	ROE	18.3%	29.7%	31.1%	31.9%
融资现金流	<b>6,762</b>	<b>10710</b>	<b>11,954</b>	<b>9,213</b>	ROA	1.8%	2.6%	2.8%	3.0%
现金及现金等价物净增加额	<b>1,644</b>	<b>422</b>	<b>2,884</b>	<b>7,102</b>					



## 分析师介绍

**苏雪晶：**毕业于天津财经大学，从事房地产研究6年。2008年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012年第十届新财富房地产最佳分析师第二名。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622