

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

010-63222915

chenshujing@cjis.cn

6-12个月目标价: 6.50元

当前股价: 3.65元

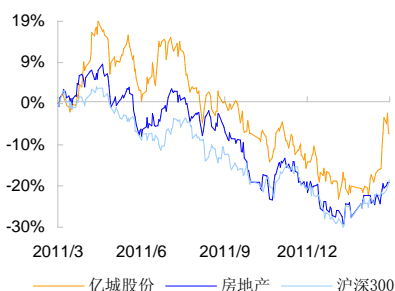
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2426.12
总股本(百万)	1191
流通股本(百万)	1191
流通市值(亿)	43
EPS	0.30
每股净资产(元)	3.02
资产负债率	62.04%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亿城股份	16.61	7.50	-5.60
房地产	13.13	6.05	-9.53
沪深300指数	7.05	0.98	-7.31



相关报告

亿城股份-丰富资源正处高释放期, 业绩高速增长可期 2011-10-25

亿城股份-估值优势突出, 持续高速增长有资源保障 2011-08-19

亿城股份-加速产品在二三线城市复制, 业绩高速增长拉开序幕 2011-05-18

亿城股份

000616

强烈推荐

资源丰富业绩增长弹性大, 投资价值被严重低估

公司3月1日公布了2011年年报。

投资要点:

- 11年为公司业绩低点, 12年销售及可结算资源增加将促使业绩持续释放。公司11年EPS0.3元, ROE10.1%。实现营业收入21.56亿元, 结算面积减少导致营业收入同比下降29.9%。归属上市公司股东净利润3.62亿元, 同比下降33.7%。因结算项目毛利率偏低, 综合毛利率下降至46.1%; 净利率16.8%, 同比低1个百分点。
- 开发项目增多、市场低迷致使销售管理费用增加, 三项费用率由10年的5.8%上升至10.8%。其中销售费用占比同比上升了2.1个百分点, 管理费用占比和财务费用占比同比也分别上升了2.1和0.8个百分点。
- 逆势扩张, 资金偏紧, 财务风险可控。11年末, 公司货币资金8.6亿元, 较10年底减少54%。短期借款及一年内到期非流动负债15.71亿元。由于公司大幅提升新开工并支付土地款及一级开发合作款, 短期资金偏紧。但资产负债率62%, 扣除预收账款后的负债率54%, 均低于市场平均, 净负债率较3季度大幅下降近30个百分点。公司逆势扩张, 获取多项资源, 使负债率同比有所上升, 但处于可控状态。
- 灵活把握扩张机会, 布局多个二三线城市, 产品线丰富, 风险分散, 足够后续5年增长。11年新增苏州胥口62#地、苏州镇湖商业地块、大连山东路地块、唐山大城山一期共四个地块, 总规划建面68万平方米, 开发资源增至建面240万平米, 足够保障公司5年高增长。
- 尚余预收款项8.04亿元, 锁定今年1/4业绩。公司在二三线城市快速复制一线城市品牌及开发模式, 加快周转。12年可售货值90亿元, 若去化5成, 则销售金额将超过125%的增长。西山公馆、燕西华府、天津倍幸福、亿城堂庭、苏州亿城天筑等项目12年均将加快销售与推盘。为12年及后续年度业绩大幅提升保驾护航。
- 保守估计12-13年EPS0.41元、0.54元, RNAV8.0元, 目前股价RNAV4.5折交易, 投资价值严重低估, 6个月合理目标价6.5元, 提升评级至“强烈推荐”。

风险提示: 欧债恶化带来中国经济恶化, 调控政策时间过长带来行业超预期调整等风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2156	3244	4244	5481
收入同比(%)	-30%	50%	31%	29%
归属母公司净利润	362	483	642	811
净利润同比(%)	-34%	33%	33%	26%
毛利率(%)	46.1%	47.6%	47.4%	47.5%
ROE(%)	10.1%	11.8%	13.7%	14.9%
每股收益(元)	0.30	0.41	0.54	0.68
P/E	12.00	9.00	6.78	5.36
P/B	1.21	1.06	0.93	0.80
EV/EBITDA	12	9	6	5

资料来源: 中投证券研究所

附：公司2011年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

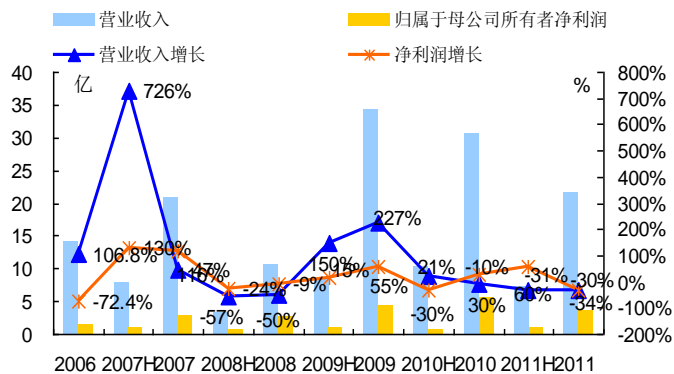


图 2：EPS 和 ROE

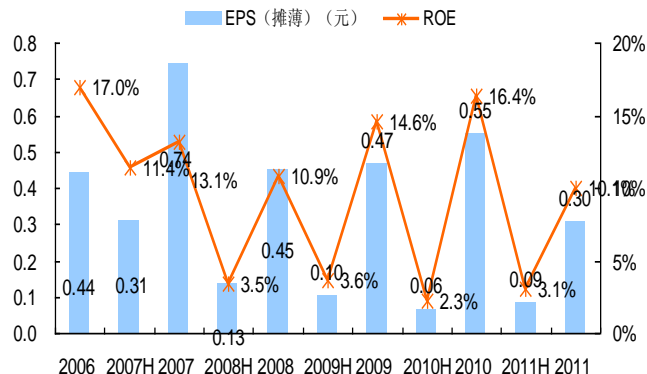


图 3：综合毛利率和净利率

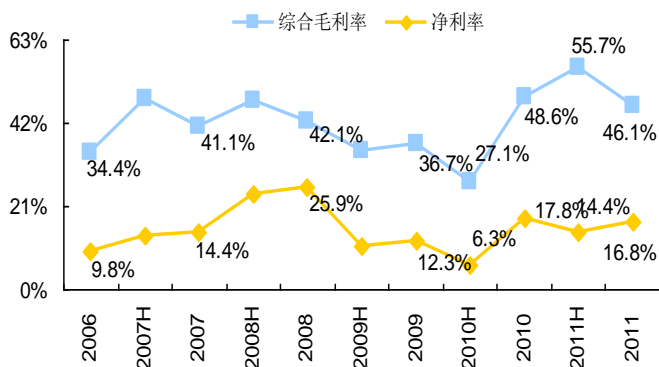


图 4：三费水平

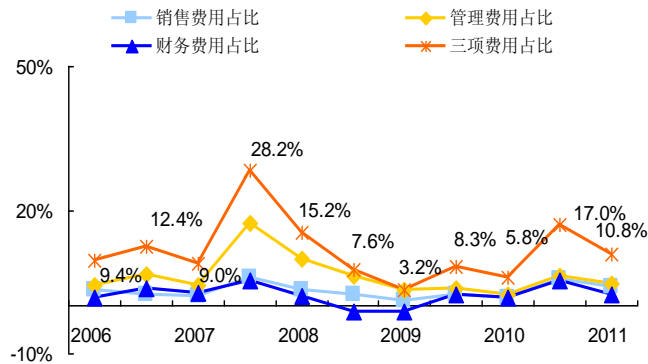
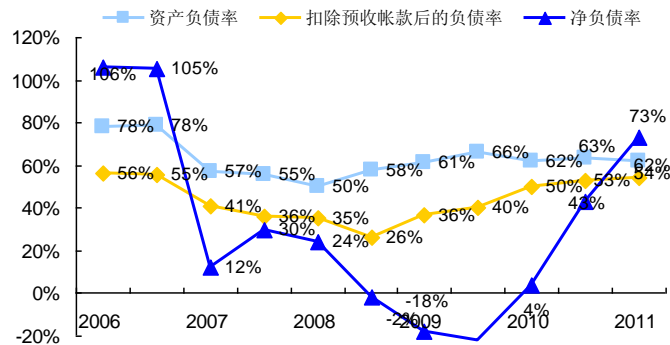


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	9411	13665	17591	21468
现金	860	1622	2122	2740
应收账款	55	28	1	1
其他应收款	458	254	18	16
预付账款	317	8	0	0
存货	7721	11753	15449	18710
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	460	408	367	354
长期投资	31	31	31	31
固定资产	302	288	275	261
无形资产	53	51	48	46
其他非流动资产	74	38	13	17
<b>资产总计</b>	9872	14074	17958	21822
<b>流动负债</b>	3893	7610	10897	14954
短期借款	200	5127	7975	11219
应付账款	622	286	84	66
其他流动负债	3071	2197	2838	3669
<b>非流动负债</b>	2231	2234	2237	1297
长期借款	1297	1297	1297	1297
其他非流动负债	934	937	940	0
<b>负债合计</b>	6124	9844	13134	16252
少数股东权益	143	142	142	142
股本	1192	1192	1192	1192
资本公积	463	463	463	463
留存收益	1949	2433	3026	3773
归属母公司股东权益	3605	4088	4681	5428
<b>负债和股东权益</b>	9872	14074	17958	21822

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-1274	-2674	-2097	-1530
净利润	359	482	642	811
折旧摊销	17	17	17	17
财务费用	52	122	204	293
投资损失	-86	0	0	0
营运资金变动	-1692	-3277	-2929	-2618
其他经营现金流	76	-18	-32	-34
<b>投资活动现金流</b>	135	-1	-1	-1
资本支出	35	0	0	0
长期投资	21	0	0	0
其他投资现金流	190	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	124	3436	2598	2150
短期借款	110	4927	2848	3244
长期借款	624	0	0	0
普通股增加	199	0	0	0
资本公积增加	-199	0	0	0
其他筹资现金流	-611	-1490	-250	-1095
<b>现金净增加额</b>	-1016	762	500	618

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2156	3244	4244	5481
营业成本	1163	1700	2232	2878
营业税金及附加	292	519	637	822
营业费用	85	117	127	164
管理费用	96	97	127	164
财务费用	52	122	204	293
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	86	0	0	0
<b>营业利润</b>	525	689	917	1159
营业外收入	41	0	0	0
营业外支出	51	0	0	0
<b>利润总额</b>	515	689	917	1159
所得税	156	207	275	348
<b>净利润</b>	359	482	642	811
少数股东损益	-3	-1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	362	483	642	811
EBITDA	594	828	1138	1469
EPS (元)	0.30	0.41	0.54	0.68

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-29.9%	50.5%	30.8%	29.1%
营业利润	-34.2%	31.3%	33.1%	26.4%
归属于母公司净利润	-33.7%	33.3%	32.8%	26.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.1%	47.6%	47.4%	47.5%
净利率	16.8%	14.9%	15.1%	14.8%
ROE	10.1%	11.8%	13.7%	14.9%
ROIC	6.3%	5.9%	6.2%	6.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.0%	69.9%	73.1%	74.5%
净负债比率	46.83	65.26%	70.60	77.02%
流动比率	2.42	1.80	1.61	1.44
速动比率	0.43	0.25	0.20	0.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.23	0.27	0.27	0.28
应收账款周转率	40	72	274	5481
应付账款周转率	2.30	3.75	12.07	38.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.41	0.54	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.07	-2.24	-1.76	-1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.43	3.93	4.55
<b>估值比率</b>				
P/E	12.00	9.00	6.78	5.36
P/B	1.21	1.06	0.93	0.80
EV/EBITDA	12	9	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-25	亿城股份-丰富资源正处高释放期，业绩高增长可期
2011-08-19	亿城股份-估值优势突出，持续高增长有资源保障
2011-05-18	亿城股份-加速产品在二三线城市复制，业绩高增长拉开序幕
2011-04-28	亿城股份-风物长宜放眼量

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李少明, 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

陈舒静, 中投证券房地产行业分析师, 毕业于中国人民大学商学院财务与金融系, 管理学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434