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 个月目标价： 6.00 元

当前股价： 4.26 元

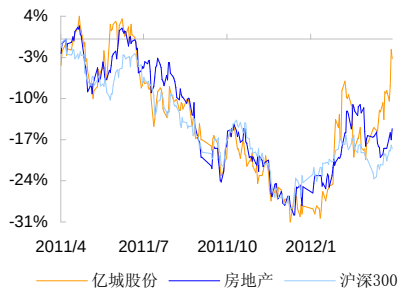
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2404.70
总股本(百万)	1191
流通股本(百万)	1191
流通市值(亿)	50
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	18.63	35.20	26.89
房地产	13.23	23.44	20.23
沪深 300 指数	2.86	4.87	1.91



相关报告

亿城股份－资源丰富业绩增长弹性大，投资价值被严重低估 2012-03-02

亿城股份-丰富资源正处高释放期，业绩高增长可期 2011-10-25

亿城股份-估值优势突出，持续高增长有资源保障 2011-08-19

亿城股份 000616 强烈推荐

西山公馆热销拉开业绩释放序幕，销售有望翻番

公司 4 月 27 日公布了 2012 年一季报。

投资要点：

- **西山公馆热销，促使业绩释放。**公司 12 年 1 季度实现营业收入 8.01 亿元，结算面积增加导致营业收入同比上升 158%。归属上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比上升 393%。EPS0.09 元，ROE2.9%。主力结算项目西山公馆毛利较高，综合毛利率较年初上升至 51.2%；净利率 12.8%，同比升 6 个百分点。

- **成本费用控制力有所提高，三项费用率 10.2%，同比降 9.7 个百分点。**其中销售费用占比同比降了 4.6 个百分点，管理费用占比和财务费用占比同比也分别下降了 3.6 和 1.6 个百分点。

- **资金紧张状态逐步缓解，财务风险可控。**12 年 1 季末，公司货币资金 12.3 亿元，较 11 年底增 43%。短期借款及一年内到期非流动负债 14.56 亿元，较 11 年底少 1.2 亿元，短期资金紧张的局面随销售回款的增加逐步缓解。资产负债率 63%，扣除预收账款后的负债率 53%，而净负债率较年初降至 68%。11 年公司逆势扩张，导致负债率有所上升，但随销售渐入佳境财务风险逐步化解。

- 1 季度销售商品收到现金 8.1 亿元，西山公馆的热销使销售同比增 146.6%。尚余预收款项 9.98 亿元，锁定部分业绩。**12 年公司布局全国的资源处于释放期，多城市多盘销售，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加快销售与推盘。12 年可售量达 90-100 亿，较去年增加五到六成；若去化水平达 50%，全年销售 40-50 亿可期。而 11 年销售签约仅 19 亿元，12 年销售有望翻番还多，业绩提升空间广阔。**

- **12-13 年 EPS0.41 元、0.54 元，RNAV8 元，股价 5 折交易，投资价值严重低估。保守预计 6 个月内合理目标价 6 元，若销售如我们的预期，股价有望平价交易，维持强烈推荐评级。**

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	14.01	10.51	7.91	6.26
P/B	1.41	1.24	1.08	0.94
EV/EBITDA	13	10	7	5

资料来源：中投证券研究所

附：公司2012年一季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

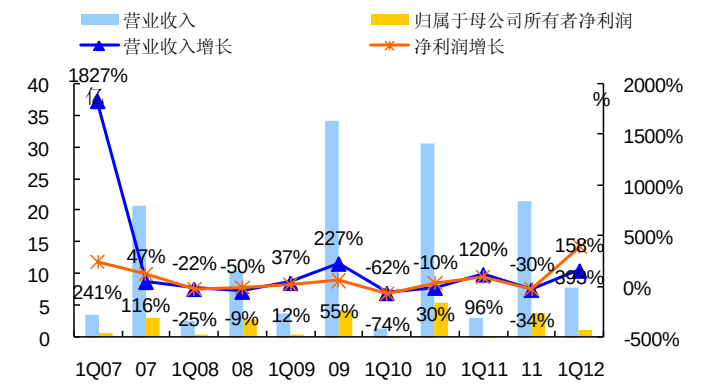


图 2：EPS 和 ROE

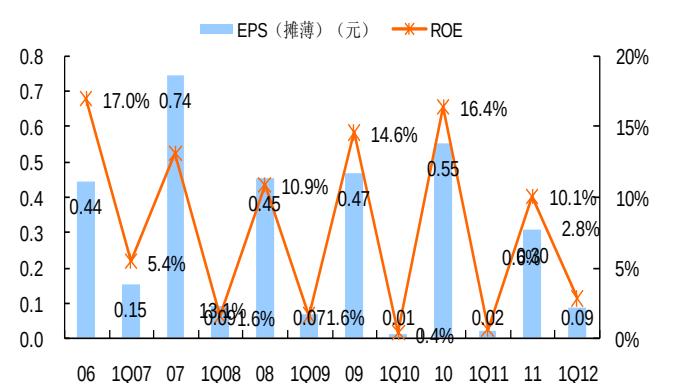


图 3：综合毛利率和净利率

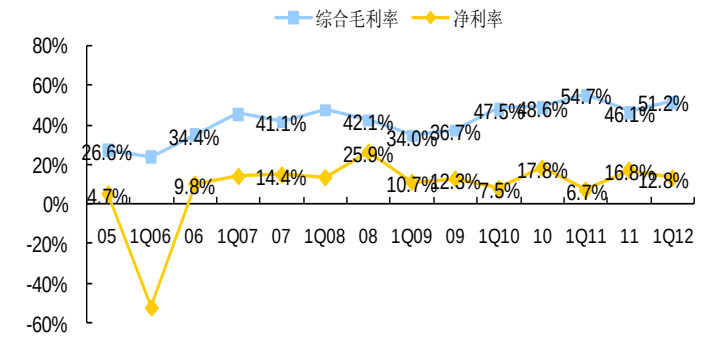


图 4：三费水平

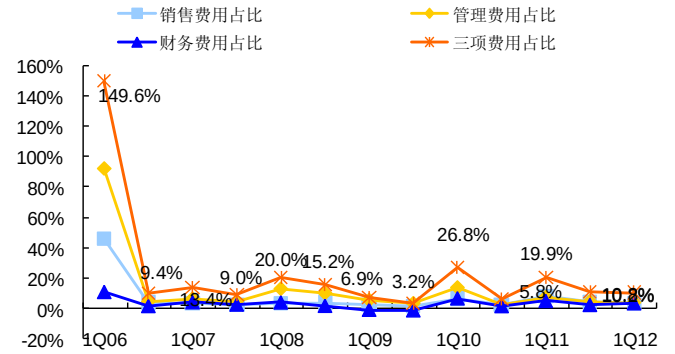
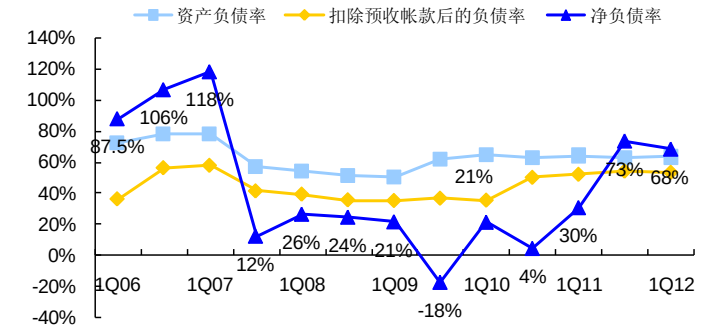


图 5：负债水平



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
流动资产	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
非流动资产	460	409	369	357
长期投资	31	31	31	31
固定资产	302	289	277	264
无形资产	53	51	48	46
其他非流动资产	74	38	13	17
资产总计	9872	14075	17959	21825
流动负债	3893	7611	10899	14957
短期借款	200	5128	7977	11222
应付账款	622	286	84	66
其他流动负债	3071	2197	2838	3669
非流动负债	2231	2234	2237	1297
长期借款	1297	1297	1297	1297
其他非流动负债	934	937	940	0
负债合计	6124	9845	13136	16255
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
负债和股东权益	9872	14075	17959	21825

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-1274	-2675	-2098	-1531
净利润	359	482	642	811
折旧摊销	17	16	16	16
财务费用	52	122	204	294
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
投资活动现金流	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
筹资活动现金流	124	3437	2599	2150
短期借款	110	4928	2849	3245
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
现金净增加额	-1016	762	500	618

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	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	294
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
营业利润	525	689	917	1159
营业外收入	41	0	0	0
营业外支出	51	0	0	0
利润总额	515	689	917	1159
所得税	156	207	275	348
净利润	359	482	642	811
少数股东损益	-3	-1	0	0
归属母公司净利润	362	483	642	811
EBITDA	594	827	1137	1468
EPS（元）	0.30	0.41	0.54	0.68

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.27	0.26	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
每股指标（元）				
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
估值比率				
P/E	14.01	10.51	7.91	6.26
P/B	1.41	1.24	1.08	0.94
EV/EBITDA	13	10	7	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
2012-03-02	亿城股份－资源丰富业绩增长弹性大，投资价值被严重低估
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。

张岩，中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学经济学院金融学专业，经济学硕士。

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，旨为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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434