

期待大股东更换之后的改变

—2013 年中报点评

民生精品---简评报告/房地产行业

2013 年 8 月 31 日

一、事件概述

公司公布 2013 年中期报告,上半年公司实现营业收入 15.90 亿元,同比增长 10.85%,归属于上市公司股东的净利润 1.90 亿元,同比下降 9.53%。基本每股收益 0.13 元,加权平均净资产收益率 4.78%。

二、分析与判断

➤ 收入增速平稳,但毛利率大幅下滑

公司上半年营业收入增长 10.85%,增速较平稳。但毛利率 29.36%,同比下滑 12.31%,主要因为结算项目的不同。去年同期结算主要为高毛利的北京西山公馆项目,而按照工程进度,今年上半年主要结算天津亿城堂庭项目,导致毛利率下降。

➤ 销售金额 14.4 亿元,除天津亿城堂庭外,其余项目去化不理想

上半年去化最快的项目为天津亿城堂庭,因其契合市场主流需求,上半年销售金额 6.6 亿元,较去年同期翻番。而苏州三个项目及北京燕西华府去化速度一般,尤其北京燕西华府和苏州胥江一号为别墅项目,限购措施下销售较为缓慢。上半年公司处理周转较慢的项目,包括亿城山水股权,颐园会所,及秦皇岛阿那亚项目股权,增加首置首改需求项目占比,欲提高经营效率。

➤ 海航资本接力乾通实业成为大股东,高溢价收购留有想象空间

8 月初公司公告海航资本以 5.63 元/股的价格收购乾通实业持有公司 19.98% 的股权,成为第一大股东,收购价格溢价 105%。海航资本系海航集团旗下主要金融业务板块。除金融业务之外,海航集团在多领域均有涉及,其中地产业务通过多年积累,当前土地储备近 600 万平。公司旗下 8 家上市公司,但却一直缺少合适的地产业务的上市整合平台。此次高溢价收购为后续运作留有较大想象空间。8 月底公司原董事会 3 名董事辞职,海航置业管理层作为增补人员提名,将提交股东大会审议。海航将公司作为地产业务整合平台的意图更加明显。当然,我们也期待大股东更换之后公司经营策略方面的变化,毕竟限购以来公司以中高端地产业务为主的经营并不理想。

三、盈利预测与投资建议

假设公司现有项目还按原计划进行,则未来三年 EPS0.40 元, 0.40 元和 0.61 元,对应 2013 年 PE11 倍。NAV 估值 7.19 元,其中地产业务 5.35 元,陶粒支撑剂相关业务 1.84 元。安全边际较高,给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示:

新股东入主后各方磨合过程过长;地产销售不及预期;陶粒及焦宝石深加工生产线建设进度或产品质量低于预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,556	2,601	3,846	6,070
增长率(%)	18.54%	1.78%	47.83%	57.85%
归属母公司股东净利润(百万元)	322	477	475	722
增长率(%)	-11.18%	48.25%	-0.43%	51.96%
每股收益(元)	0.27	0.40	0.40	0.61
PE	15	10	10	7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源:民生证券研究院

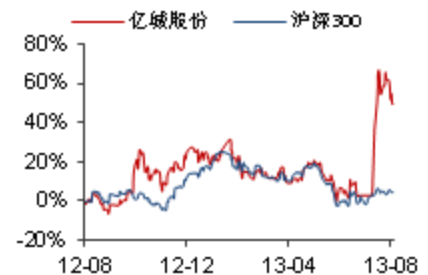
强烈推荐

维持评级

交易数据 (2013-08-30)

收盘价(元)	4.00
近 12 个月最高/最低	4.57/2.48
总股本(百万股)	1,430.23
流通股本(百万股)	1,430.23
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	57.21
流通市值(亿元)	57.21

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 肖肖

执业证书编号: S0100511070001

电话: (86755) 2266 2097

Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师: 赵若琼

执业证书编号: S0100511010006

电话: (8610)8512 7648

Email: zhaoruojiong@mszq.com

相关研究

1、《亿城股份(000616)深度报告 20121221——聚焦环渤海中高端住宅,畅享页岩气发展盛宴》

2、《亿城股份(000616)项目股权转让及资产出售点评 20130215——处置低效资产,增厚 2013 年 EPS0.06 元》

3、《亿城股份(000616)年报点评 20130423——销售额大幅上升,陶粒生产线建设有序推进》

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	2,556	2,601	3,846	6,070
减: 营业成本	1,382	1,486	2,272	3,479
营业税金及附加	361	284	383	622
销售费用	131	117	173	273
管理费用	121	104	154	243
财务费用	90	78	115	182
资产减值损失	37	0	0	0
加: 投资收益	13	201	0	0
二、营业利润	448	734	748	1,271
加: 营业外收支净额	27	0	0	0
三、利润总额	475	734	748	1,271
减: 所得税费用	162	183	187	318
四、净利润	312	550	561	954
少数股东损益	-9	73	86	232
归属于母公司的利润	322	477	475	722
五、基本每股收益(元)	0.27	0.40	0.40	0.61

主要财务指标				
项目	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	10.94	4.73	8.63	8.89
成长能力:				
营业收入同比	18.5%	1.8%	47.8%	57.9%
营业利润同比	-14.7%	64.0%	2.0%	69.9%
净利润同比	-11.2%	48.2%	-0.4%	52.0%
营运能力:				
应收账款周转率	34.58	43.95	119.90	123.05
存货周转率	0.17	0.19	0.24	0.24
总资产周转率	0.22	0.23	0.29	0.31
盈利能力与收益质量:				
毛利率	45.94%	42.90%	40.93%	42.69%
净利率	12.59%	18.34%	12.36%	11.89%
总资产净利率 ROA	2.77%	4.26%	3.53%	3.64%
净资产收益率 ROE	8.04%	10.48%	9.29%	11.89%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.6	3.4	2.5	1.8
资产负债率	65.6%	59.3%	63.3%	70.7%
长期借款/总负债	36.2%	41.6%	32.4%	21.5%
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.40	0.40	0.61
每股经营现金流量	1.02	0.62	-1.71	-2.54
每股净资产	3.27	3.67	4.06	4.67

资产负债表				
项目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1640	2660	800	800
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0
应收账款	92	26	38	60
预付账款	319	49	75	115
其他应收款	408	208	308	486
存货	8399	7428	11359	17393
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	10858	10370	12580	18854
长期股权投资	72	72	72	72
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	217	214	379	467
在建工程	170	244	170	170
无形资产	303	273	246	221
其他非流动资产	16	16	16	16
非流动资产合计	782	824	890	957
资产总计	11640	11194	13469	19811
短期借款	170	0	668	4073
应付票据	5	0	0	0
应付账款	687	446	682	1044
预收账款	1798	1040	1590	2435
其他应付款	464	473	699	1103
应交税费	-20	-20	-30	-47
其他流动负债	825	594	909	1391
流动负债合计	4136	3039	5027	10265
长期借款	2765	2765	2765	3015
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	3500	3600	3500	3750
负债合计	7635	6639	8527	14015
股本	1192	1192	1192	1192
资本公积	441	441	441	441
留存收益	2259	2737	3212	3934
少数股东权益	113	186	272	504
所有者权益合计	4005	4555	5117	6070
负债和股东权益合计	11640	11194	13643	20085

现金流量表				
项目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	1215	743	-2038	-3023
投资活动现金流量	-327	-76	-274	-200
筹资活动现金流量	-113	353	452	3223
现金及等价物净增加	774	1020	-1860	0

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

分析师与研究助理简介

肖 肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。