

证券研究报告—动态报告公司快评

房地产

房地产开发 II

亿城股份 (000616)

市场快评

推荐

(维持评级)

2014年04月03日

正变身为“京津冀概念”金融股

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

事项：

我于3月18日收市后对亿城股份进行了调研，上市公司根据合规要求，于3月19日一早公开披露了编号为2014-003的《亿城集团股份有限公司投资者关系活动记录表》，对我的调研内容进行了披露。从3月19日至4月2日，公司股价累计上涨12.54%，跑赢地产股指数2.92个百分点，跑赢沪深300指数10.55个百分点，其中4月2日公司股价大幅上涨9.85%。

评论：

■ 房地产行业的竞争格局促使公司加速转型

海航入驻前的亿城，规模小、土储优，我几年前在相关报告中曾把公司比喻为“小家碧玉”。但目前房地产行业竞争格局已基本定型，大公司竞争优势非常突出，留给小公司的空间越来越小。根据行业权威研究机构CRIC（克而瑞信息集团）的统计数据，2013年，前50名房企的销售金额占全国市场的25.35%，销售面积占全国市场的15.42%，销售金额超过千亿元的房企已达7家，销售金额前50名的上榜门槛超过150亿元。“强者恒强”、“大象起舞”的竞争格局已是不争的事实，中小房企在资产规模、经营效率、品牌知名度和认可度等方面普遍缺乏竞争优势，抗风险能力较弱，发展空间大幅压缩，面临被迫退出主流开发商行列的风险。

面对外部环境的变化，海航清楚地意识到：亿城原来的模式和路径已经走不下去，要生存和发展壮大，必须转型！公司转型有很好的基础，历史包袱小，房地产项目的存货70多亿元，可通过销售转化为现金支撑公司转型。公司转型决心非常坚决，已经实施了一系列具体举措，包括拟增资渤海信托和搭建基金平台。对于转型，大股东海航很支持，对公司未来的定位很明晰——就是要把公司打造为海航系核心的金融投资平台。

■ 参股渤海信托利好亿城，预计亿城未来将控股渤海信托

公司拟非公开发行募集资金27.59亿元对渤海信托增资，发行价3.06元/股，其中公司控股股东认购金额不低于10亿元。对渤海信托增资的PB为2.33，作价水平明显低于安信信托、陕国投、中航投资等同类公司。公司通过参股渤海信托，迈出了转型的第一步，增资完成后，公司成为渤海信托二股东，持股比例为27.93%，我个人预计未来亿城最终会控股渤海信托。

我认为，参股渤海信托对亿城是加分的，理由：①渤海信托在全国60多家信托公司中排名比较靠前，成长性好，主营业务、净利润、管理资产规模等逐年上升，13年实现净利润超过5亿元，预计14年净利润约5.9亿元；②由于海航和渤海信托业务都是单一信托业务，所以渤海信托不是海航的融资平台，而且海航通过渤海信托发行的单一信托规模占渤海信托总资产的比例很小，在6%左右；③渤海信托风控非常严格，在1800多亿信托资产中，房地产只有10%左右，基础产业18%左右，主要（约66%）分布在实业，从产品分类看，约90%是单一信托，约5%是集合信托，约5%是财产信托，由于单一信托的风险是最小的，足见其稳健；④渤海信托注册地在河北石家庄，因此参股渤海信托后，有望成为独一无二的河北金融股，受益京津冀协同发展战略。

■ 产业基金业务将与国际排名前列的基金合作，有望提升股票估值

公司的产业基金业务已经开始推进，有望借助大股东海航集团的经验和优势获得发展，已披露计划向子公司亿城投资基金管理（北京）有限公司增资2.7亿元，使其注册资本增至3亿元，将其打造成公司的基金投资和管理平台，为公司未来开展基金业务打下必要的基础。公司在产业基金业务上，还计划和国际排名前列的基金合作，但具体那是哪家，公司未披露，但毫无疑问，若成功合作，势必能提升公司股票估值。

■ 公司正在变身为“京津冀”概念的金融股，维持推荐评级

2014年，公司的首要工作是深化战略转型，由房地产开发企业转型为金融投资企业，以信托和基金为重点，并探索其他金融服务业和相关产业投资业务，同时逐步减少房地产开发业务。公司在唐山有土地一级开发业务及二级开发项目、拟参股的渤海信托注册地在石家庄，因此，公司不仅是当前大热的京津冀概念地产股，也是京津冀概念金融股。我在3月17日发表了房地产专题研究《京津冀-京津冀协同发展战略专题（一）》，大声呼吁做多河北，亿城股份当属京津冀主题投资标的。暂未考虑增发参股渤海信托影响，预计14-15年EPS分别为0.30/0.42元，对应PE为12.3/8.8倍，RNAVPS5.9元，维持推荐评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1258	2417	2767	3159
应收款项	499	682	899	1120
存货净额	7397	6275	7584	7907
其他流动资产	2039	1337	1918	1939
流动资产合计	11194	10712	13168	14125
固定资产	146	147	137	120
无形资产及其他	301	289	277	265
投资性房地产	14	14	14	14
长期股权投资	93	93	93	93
资产总计	11748	11254	13689	14618
短期借款及交易性金融负债	2041	1300	1300	1300
应付款项	657	349	1543	937
其他流动负债	2194	2478	3369	4442
流动负债合计	4891	4127	6212	6679
长期借款及应付债券	2343	2343	2343	2343
其他长期负债	0	0	0	10
长期负债合计	2343	2343	2343	2353
负债合计	7234	6470	8555	9032
少数股东权益	274	267	256	243
股东权益	4240	4518	4878	5342
负债和股东权益总计	11748	11254	13689	14618

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.15	0.30	0.42	0.61
每股红利	0.28	0.10	0.17	0.29
每股净资产	2.96	3.16	3.41	3.74
ROIC	2%	6%	8%	12%
ROE	5%	9%	12%	16%
毛利率	27%	40%	39%	40%
EBIT Margin	10%	19%	19%	22%
EBITDA Margin	11%	20%	20%	23%
收入增长	1%	20%	37%	23%
净利润增长率	-34%	100%	40%	46%
资产负债率	64%	60%	64%	63%
息率	8%	3%	5%	8%
P/E	24.6	12.3	8.8	6.0
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	44.8	18.6	16.1	11.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2592	3110	4261	5241
营业成本	1879	1866	2599	3145
营业税金及附加	251	467	603	634
销售费用	81	93	128	157
管理费用	109	84	106	135
财务费用	66	47	47	47
投资收益	100	0	0	17
资产减值及公允价值变动	(47)	2	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	259	556	778	1140
营业外净收支	20	0	2	1
利润总额	279	556	780	1141
所得税费用	70	139	195	285
少数股东损益	(5)	(10)	(14)	(21)
归属于母公司净利润	214	427	600	877

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	214	427	600	877
资产减值准备	10	2	(2)	(5)
折旧摊销	7	31	32	33
公允价值变动损失	47	(2)	0	0
财务费用	66	47	47	47
营运资本变动	(1616)	1620	(23)	(94)
其它	(5)	(9)	(8)	(8)
经营活动现金流	(1344)	2069	598	803
资本开支	272	(20)	(8)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	250	(20)	(8)	0
权益性融资	435	0	0	0
负债净变化	(422)	0	0	0
支付股利、利息	(403)	(150)	(240)	(412)
其它融资现金流	1928	(741)	0	0
融资活动现金流	712	(891)	(240)	(412)
现金净变动	(381)	1159	350	391
货币资金的期初余额	1640	1258	2417	2767
货币资金的期末余额	1258	2417	2767	3159
企业自由现金流	(1133)	2082	620	817
权益自由现金流	372	1305	585	781

相关研究报告:

- 《亿城股份-000616-2011 年年报点评: 业绩受“限证”拖累, 2012 年有望改善》 —— 2012-03-01
- 《亿城股份-000616-小家碧玉, 稳健成长》 —— 2011-08-18
- 《亿城股份-000616-聚焦“实惠高端”, 稳健成长》 —— 2011-04-08
- 《亿城股份: 对未来发展持谨慎态度》 —— 2009-12-21
- 《亿城股份: 09 业绩将稳步增长》 —— 2009-03-12

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行