

房地产开发Ⅲ

李少明 S0960200010015

010-63222931  
lishaoming@cjis.cn

亿城股份

000616

推荐

年底盈利增长在年底集中释放

6-12个月目标价: 8.20元

当前股价: 5.43元

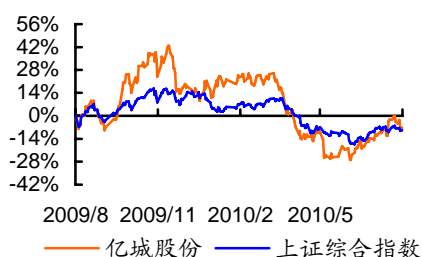
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2610.74
总股本(百万)	993
流通股本(百万)	874
流通市值(亿)	47
EPS (TTM)	0.39
每股净资产(元)	2.96
资产负债率	61.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亿城股份	9.04	15.12	-15.61
上证综合指数	1.37	-1.70	-14.46



相关报告

《亿城股份-高增长低市值优质房地产公司》2010-8-4

投资要点:

- 由于结算项目盈利能力低, EPS0.065元, ROE2.25%, 业绩符合预期。上半年, 公司营业收入、归属于母公司所有者净利润分别为10.4亿元、0.64亿元, 同比上升21%和下降30%。由于上半年公司结算的项目主要为均价5900元、毛利率低的苏州新天地, 因此综合毛利率和净利率分别为27%和6.3%, 同比下降8和5个百分点。随着四季度均价为3.2万元高毛利率的西山公馆南区的结算, 上述指标将有10个点以上的提升空间。
- 上半年三项费用率为8.3%, 同比上升0.7个百分点, 其中, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.3%、3.7%和2.2%, 随着年底大量结算三项费用率有较大的下降空间。
- 货币资金充裕 25 亿元, 较 09 年底增长 198%。长期借款 9 亿元, 较 09 年增加 1.5 亿元, 增长 32%, 短期借款仅 0.8 亿元。资产负债率、扣除预收帐款后的负债率、净负债率分别为 66%、40%和-22%, 较 09 年末分别上升 4.8、4 个百分点和下降 4 个百分点。公司有息负债大幅下降, 资产负债水平在业内保持低水平。我们预计未来半年, 土地市场供应充足, 地价有望保持平稳较低的水平, 公司谨慎的财务杠杆为进一步储备低廉的土地提供了有力的保障。
- 9、10月份西山公馆若销售顺利, 将成为股价持续上涨的催化因素。11年可售量40-50亿元, 销售大幅增长有保障。我们预计超过24亿元可售量的西山公馆9、10月将开盘, 和苏州新天地3期(均价8900元)成为11年的利润来源。已开工的天津红桥1期项目12-13万平米和即将开工的北京青龙湖项目12-13万平米将在公司11年2季度推向市场, 是公司11年的主要销售来源, 预计可售货量40-50亿元。
- 尚有近200万方的优质资源, 未来三年净利润复合增长率40%。已在消费需求旺盛的环渤海经济圈储备了足够5年开发的207万方优质开发资源, 同时拥有“高品质的产品创造力+准确的行业判断力”等成为优秀公司的品质, 当前开发规模与盈利水平正进入高速发展通道。我们预计公司10-12年3年净利润复合增长率将在09年增长55%的基础上达到40%, 12-13年是多区域项目利润的主要释放期。
- 投资价值严重低估, 投资价值凸现, 若4季度西山公馆销售顺利, 估值仍有较大的提升空间。维持对公司10-12年EPS0.59、0.81、1.15元的判断。目前PE9倍, RNAV为10.25元, 股价5.1折交易, 未来6个月合理股价应为8.2元, 对应14XPE, 给予“推荐”评级。

风险提示: 经济和居民收入增长低于预期, 调控对行业冲击过大带来的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3422	3356	3654	4836
同比(%)	227%	-2%	9%	32%
归属母公司净利润(百万元)	420	583	808	1141
同比(%)	57%	38%	39%	41%
毛利率(%)	36.7%	46.6%	49.9%	55.6%
ROE(%)	14.3%	17.0%	19.3%	21.8%
每股收益(元)	0.47	0.59	0.81	1.15
P/E	12.85	9.28	6.69	4.73
P/B	1.84	1.58	1.29	1.03
EV/EBITDA	8	6	4	3

资料来源: 中投证券研究所

附：公司 10 年中报财务经营等指标

图 1：经营情况

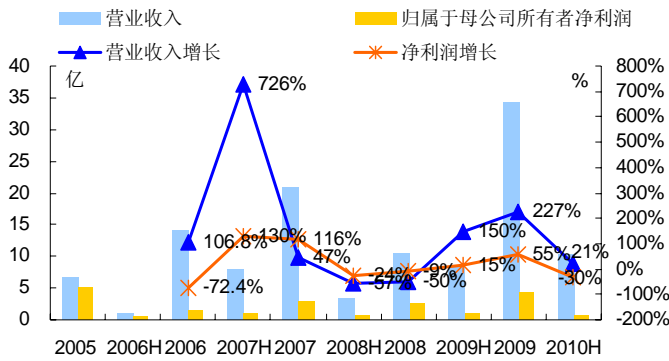


图 2：EPS 和 ROE

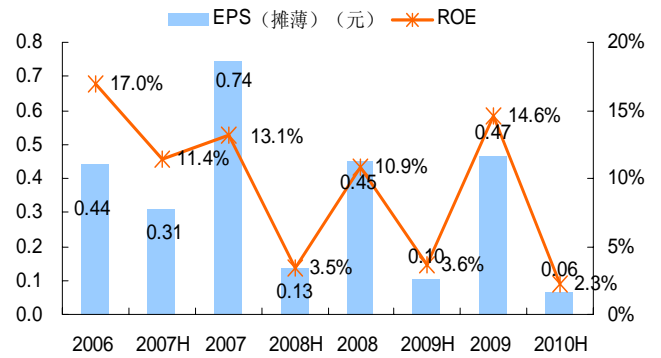


图 3：综合毛利率和净利率

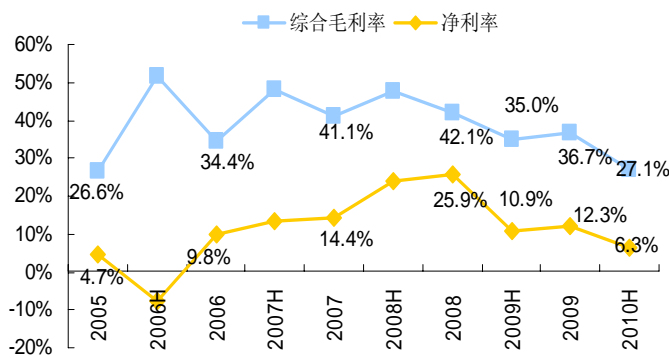


图 4：三费水平

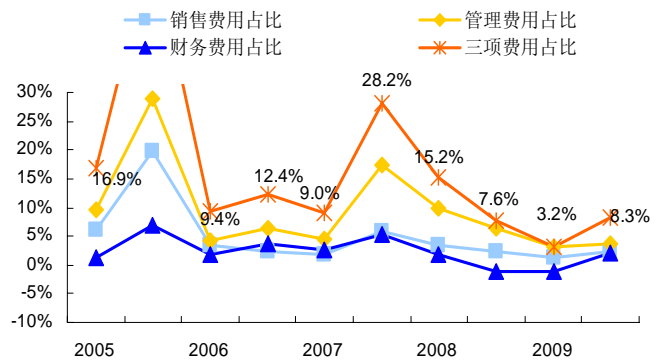
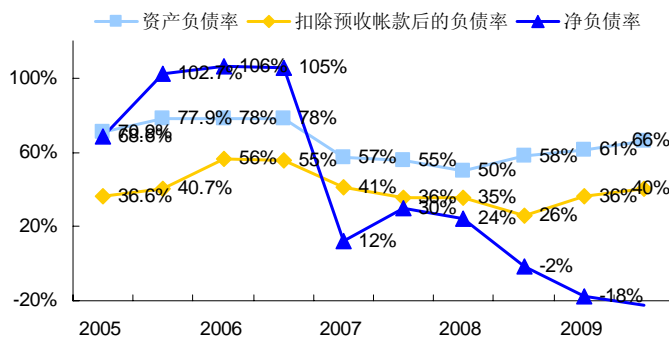


图 5：负债水平



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					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	7183	7515	9907	10245	<b>营业收入</b>	3422	3356	3654	4836
现金	1995	1	998	499	营业成本	2166	1792	1830	2147
应收账款	7	8	8	8	营业税金及附加	506	470	438	677
其它应收款	502	502	502	502	营业费用	41	134	128	169
预付账款	29	29	29	29	管理费用	109	201	73	97
存货	4650	6975	8370	9207	财务费用	-41	16	139	227
其他	0	0	0	0	资产减值损失	16	7	7	10
<b>非流动资产</b>	366	1469	3389	5401	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	27	29	28	投资净收益	-9	58	61	37
固定资产	247	237	226	215	<b>营业利润</b>	615	795	1100	1546
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	2	5	4	4
其他	86	1204	3133	5157	营业外支出	26	20	22	21
<b>资产总计</b>	7549	8984	13296	15646	<b>利润总额</b>	592	780	1082	1529
<b>流动负债</b>	3142	4453	7837	9221	所得税	172	199	276	390
短期借款	0	1622	4794	5618	<b>净利润</b>	420	583	808	1141
应付账款	1863	1678	1827	2418	少数股东损益	-1	-2	-2	-2
其他	1279	1153	1216	1184	<b>归属母公司净利润</b>	420	583	808	1141
<b>非流动负债</b>	1471	1107	1289	1198	EBITDA	590	829	1258	1792
长期借款	743	743	743	743	EPS (元)	0.47	0.59	0.81	1.15
其他	728	364	546	455					
<b>负债合计</b>	4614	5560	9126	10419					
少数股东权益	50	48	46	44	<b>主要财务比率</b>				
股本	903	993	993	993	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
资本公积	752	662	662	662	<b>成长能力</b>				
留存收益	1230	1721	2469	3527	营业收入	226.8	-1.9%	8.9%	32.4%
归属母公司股东权益	2885	3376	4124	5182	营业利润	100.9	29.1%	38.4%	40.5%
<b>负债和股东权益</b>	7549	8984	13296	15646	归属于母公司净利润	56.7%	38.4%	38.8%	41.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	36.7%	46.6%	49.9%	55.6%
					净利率	12.3%	17.3%	22.1%	23.6%
					ROE	14.3%	17.0%	19.3%	21.8%
					ROIC	24.5%	15.1%	19.6%	26.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	61.1%	61.9%	68.6%	66.6%
					净负债比率				
					流动比率	2.29	1.69	1.26	1.11
					速动比率	0.81	0.12	0.20	0.11
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.54	0.41	0.33	0.33
					应收账款周转率	253	411	448	593
					应付账款周转率	7.43	7.41	7.56	8.88
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.59	0.81	1.15
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	-2.52	-0.06	0.98
					每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.45	4.20	5.26
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.85	9.28	6.69	4.73
					P/B	1.84	1.58	1.29	1.03
					EV/EBITDA	8	6	4	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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

## 分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 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、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、中华企业、冠城大通、亿城股份、金融街、世茂股份、首开股份、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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