

被市场严重低估品种

——公司调研简报

亿城股份
000616

公司已升华为一家以职业管理团队经营的开发企业。2010年10月，芦清云女士控股的北京智平投资斥资3亿元，收购宫晓冬先生持有的海南耀博50%股权和乾通实业8%股权。收购完成后，芦清云女士和侯莹女士成为亿城股份的共同实际控制人，目的是成为公司长期战略财务投资者。

近年来，公司结算规模、利润率常剧烈波动，原因是公司项目偏少所致。2008年，苏州新天地项目开始进入结算期，公司毛利率走低并一直在徘徊在40%以下，但随着未来苏州胥口花园洋房替代性入市，公司毛利率将会出现明显回升。

受政策调控影响，西山公馆项目施工进度慢于预期，2010年未能按计划推盘入市。上年全年，公司共实现销售金额约22亿元，仅上年同期的一半，主要来自于西山华府南区、新天地2期、新天地3期、其他项目的销售。

2011年一季度，公司销售金额2-3亿元，来自于新天地3期与天津山水颐园。2011年，公司计划推盘量规模较大，主要包括：西山公馆10万平米、青龙湖燕熙华府10万平米、山水颐园10万平米、苏州胥口2地块共15万平，可售资源价值约100亿元，但由于下半年销售出现爆发式增长可能性并不大，我们保守估计11年销售回款40-50亿元。

为解决土地储备问题，在“双聚焦”战略下，2011年1月公司与唐山市政府协议大城山片区一、二级联动开发，现有500亩土地已经基本被锁定，公司还继续谋求附近1000亩土地的一二级联动。根据政府规划，该片区定位高端，容积率大约1.0，物业类型为花园洋房，这将给公司带来100亿元左右的收入规模，可贡献净利润20亿元。

公司目前土地款已全部交清，不存在土地款支付压力。2011年拿地方面，公司目标是聚焦唐山、放眼天津，同时关注其他市场机会。

公司价值目前被市场严重低估，市值仅50亿元，但青龙湖单独一个项目土地价值就高达50亿元左右。不考虑唐山一级土地开发，公司NAV价值9.99元/股，目前股价相对折价率高达48%，在行业中排在前列。预计2010-2012年公司主营业务收入分别为29亿元、32亿元、43亿元，净利润分别为4.6亿元、5.7亿元、6.6亿元，折合EPS分别为0.46元、0.57元、0.67元，PE分别为11X、9X、8X，公司合理价格区间8-10元/股，给予“买入”评级。

维持

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

分析：2011年04月01日

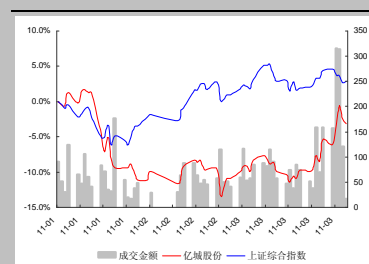
调研：有

价格

当前市价：5.17元

半年目标：8.00元

股价表现



相关研究报告

1、《差异化产品策略可助公司进退自如》2009/04/02

公司 NAV 估值表

所在城市	地块/楼盘名称	取得时间	股权比例	占地面积 (万平)	规划总建面 (万平)	未结权益面 积 (万平)	楼面地价 (元/平)	预期销售均价 (元/平米)	预期销售金 额 (万元)	权益净增值 (万元)
北京	西山公馆	2009年5月	100%	4.3	10.5	10.5	7200	35000	368,200	72,613
北京	青龙湖项目(燕熙华府)	2009年9月	100%	34.3	37.8	37.8	4205	30000	1,133,700	205,807
苏州	新天地	2005年10月	100%	17.3	34.6	15.0	1156	9000	135,000	28,307
苏州	胥口镇项目1	2007年12月	55%	10.5	14.0	7.7	1800	15000	115,500	25,805
苏州	胥口镇项目2	2011年1月	100%	7.2	11.6	11.6	4397	15000	174,000	25,871
天津	山水颐园	2009年10月	100%	9.3	30.5	30.5	4791	18000	549,000	93,070
秦皇岛	黄金假日滨海度假城一期	2007年11月	70%	60.0	36.0	25.2	800	20000	504,000	157,906
秦皇岛	黄金假日滨海度假城二期	2010年2月	70%	56.0	32.5	22.8	940	20000	455,000	84,879
三亚	东河项目	2009年9月	100%	2.3	1.6	1.6	5043	20000	31,400	4,778
合计				201	209	163			3,434,400	699,035
2009年账面净资产(万元)										293,529
总股本(万股)										99,322
NAV(元/股)										9.99

数据来源: 公司公告、东海证券研究所

公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1995	2195	2414	2656	营业收入	3422	2908	3199	4319
应收款项	509	324	337	487	营业成本	2166	1787	1920	2591
存货净额	4650	5629	6124	7909	营业税金及附加	506	311	379	519
其他流动资产	29	479	443	463	销售费用	41	71	48	65
流动资产合计	7183	8627	9290	11364	管理费用	109	159	112	151
固定资产	247	270	274	277	财务费用	(41)	3	5	6
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	(9)	45	55	56
投资性房地产	86	86	86	86	资产减值及公允价值变动	(16)	(8)	(7)	(7)
长期股权投资	31	38	37	27	其他收入	0	11	13	15
资产总计	7549	9023	9689	11755	营业利润	615	625	770	895
短期借款及交易性金融负债	0	1020	1022	1437	营业外净收支	(23)	(12)	(12)	(11)
应付款项	242	534	532	685	利润总额	592	613	759	884
其他流动负债	2900	2406	2276	2854	所得税费用	172	153	190	221
流动负债合计	3142	3959	3829	4977	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	743	843	943	1043	归属于母公司净利润	420	460	570	663
其他长期负债	728	910	1138	1422					
长期负债合计	1471	1753	2081	2465	现金流量表(百万元)				
负债合计	4614	5713	5910	7442	净利润	420	460	570	663
少数股东权益	50	50	49	48	资产减值准备	20	(16)	0	0
股东权益	2885	3261	3730	4264	折旧摊销	12	14	15	16
负债和股东权益总计	7549	9023	9689	11755	公允价值变动损失	16	8	7	7
					财务费用	(41)	3	5	6
关键财务与估值指标					营运资本变动	1486	(1282)	(348)	(815)
每股收益	0.42	0.46	0.57	0.67	其它	(20)	16	(1)	(1)
每股红利	0.10	0.09	0.10	0.13	经营活动现金流	1934	(801)	242	(130)
每股净资产	2.90	3.28	3.76	4.29	资本开支	(3)	(27)	(26)	(25)
ROS	12%	16%	18%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(11)	(35)	(24)	(15)
毛利率	37%	39%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	20%	23%	23%	负债净变化	60	100	100	100
EBITDA Margin	17%	20%	23%	23%	支付股利、利息	(99)	(85)	(100)	(129)
收入增长	227%	-15%	10%	35%	其它融资现金流	(521)	1020	2	416
净利润增长	55%	10%	24%	16%	融资活动现金流	(599)	1035	1	386
资产负债率	62%	64%	62%	64%	现金净变动	1325	200	219	241
息率	1.5%	1.6%	1.9%	2.5%	货币资金的期初余额	670	1995	2195	2414
P/E	16.3	11.2	9.0	7.8	货币资金的期末余额	1995	2195	2414	2656
P/B	2.4	1.6	1.4	1.2	企业自由现金流	1993	(866)	171	(203)
EV/EBITDA	14.0	23.3	19.6	19.5	权益自由现金流	1532	205	198	227

资料来源：公司公告、东海证券研究所

作者简介

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897