

审慎推荐-A (维持)

亿城股份 000616.SZ

目标估值: 6.84 元

当前股价: 5.63 元

2011 年 4 月 11 日

基础数据

上证综指	3030
总股本(万股)	99322
已上市流通股(万股)	99322
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	56
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	62.2%
主要股东	乾通科技实业有限公司
主要股东持股比例	20.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	9	-11
相对表现	15	-1	-10



相关报告

- 1、《亿城股份(000616)——2010年上半年业绩符合预期,全年业绩已锁定》2010/08/25
- 2、《亿城股份(000616)——09年低价拿地,10年全面开工,奠定业绩增长基础》2010/05/25

贾祖国 010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

孟群 0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn
S1090511030002

洪俊骅 021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn
S1090210090015

土地成本低, 2012年将再次迎来业绩大幅增长

2010 年 EPS0.55 元略超预期。土地储备足够未来 3 年开发, 且楼面地价仅占预计售价的 19%, 2012 年将再次迎来业绩的大幅增长。在不考虑配送的情况下, 预计 2011 年 EPS0.57 元, 当前股价对应 PE10 倍, 维持“审慎推荐-A”的评级。

- **2010 年销售大幅下滑, 结算略超预期:** 2010 年主营收入 30.7 亿(YOY-10%), 归属母公司利润 5.5 亿元(YOY30%), EPS0.55 元, 略超预期; 受北京西山公馆推迟开盘影响, 销售收入下滑至 21.2 亿(YOY-54%);
- **土地储备足够未来 3 年开发, 且价格低廉:** 期末可售面积 199 万平米, 足够公司未来 3 年开发, 平均楼面地价 2354 元/平米, 仅占预计售价的 19%;
- **财务压力不大, 期待 2011 年再次通过一二级联动增加地价土地储备:** 期末资产负债率 62%, 扣除预售账款后的资产负债率 50%, 净资产率 28.6%。期末货币资金 18.8 亿元, 远高于短期借款和一年内到期的非流动负债之和(6.1 亿元); 2010 年通过一二级联动拿下秦皇岛二期项目, 目前已签署唐山两项一级开发共约 800 亩;
- **预计 2012 年将再次迎来业绩的大幅增长:** 2011 年可结算资源并不丰富, 主要是北京西山华府和苏州亿城新天地项目。2012 年起, 西山公馆, 天津红桥广场, 燕西华府, 秦皇岛项目等(共计可售面积 146 万平米)将陆续开始结算, 届时业绩将再次迎来大幅增长;
- **盈利预测与投资评级:** 在考虑配送的情况下(公司拟每 10 股派 1 元转增 2 股), 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.48 元、0.67 元和 0.82 元; 在不考虑配送情况下, 2011-2013 年 EPS 分别为 0.57 元、0.81 元和 0.98 元, RANV6.22 元, 当前股价对应 PE10 倍, 相对 RNAV 折价 9.5%, 维持“审慎推荐-A”的评级;
- **风险提示:** 北京市场调整可能影响西山公馆的销售和结算进度。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3422	3074	2518	3597	4346
同比增长	227%	-10%	-18%	43%	21%
营业利润(百万元)	615	797	762	1074	1304
同比增长	101%	29%	-4%	41%	21%
净利润(百万元)	420	547	571	805	977
同比增长	55%	30%	4%	41%	21%
每股收益(元)	0.47	0.55	0.57	0.81	0.98
PE	12.1	10.2	9.8	6.9	5.7
PB	1.8	1.7	1.4	1.2	1.0

资料来源: 招商证券

表 1: 重点公司投资评级

元,亿元,万平	总市值	每股净资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10PE	11PE	评级
商业地产										
中国国贸	103.9	4.31	110	10.3	20.0	0.12	0.30	85.9	34.4	强烈推荐—A
开发加持有										
金融街	214.3	5.21	769	7.1	13.4	0.58	0.74	12.2	9.6	强烈推荐—A
世茂股份	190.6	7.04	831	16.3	22.9	0.75	0.80	21.8	20.4	审慎推荐—A
张江高科	177.8	3.76	367	11.5	13.7	0.55	0.60	20.9	19.1	审慎推荐—A
浦东金桥	87.4	3.67	91	10.4	13.0	0.40	0.45	25.9	23.0	审慎推荐—A
开发类										
北京城建	116.9	5.86	244	15.8	18.6	1.35	1.41	11.7	11.2	强烈推荐—A
华业地产	48.6	3.38	158	7.5	14.0	0.43	0.89	17.5	8.5	强烈推荐—A
荣盛发展	205.3	3.32	1766	14.3	10.8	0.71	0.96	20.2	14.9	强烈推荐—A
首开股份	209.9	9.91	975	18.3	19.0	1.17	1.50	15.6	12.2	强烈推荐—A
金地集团	312.1	3.95	1838	7.0	7.8	0.60	0.74	11.6	9.4	强烈推荐—A
福星股份	100.9	6.62	611	14.2	14.5	0.71	0.89	19.9	15.9	强烈推荐—A
苏宁环球	159.5	2.02	1451	9.4	11.8	0.60	0.90	15.6	10.4	强烈推荐—A
万科 A	1006.1	4.02	4600	9.2	10.6	0.66	0.91	13.8	10.1	强烈推荐—A
招商地产	334.9	10.60	980	19.5	28.7	1.17	1.60	16.7	12.2	审慎推荐—A
保利地产	658.4	6.49	4600	14.4	17.5	1.08	1.37	13.4	10.5	审慎推荐—A
鲁商置业	91.5	1.08	575	9.1	8.5	0.44	0.73	20.8	12.5	审慎推荐—A
冠城大通	73.0	2.96	215	9.9	7.6	0.80	1.15	12.4	8.6	审慎推荐—A
格力地产	49.0	3.09	183	8.5	11.5	0.25	0.52	33.9	16.3	审慎推荐—A
华发股份	103.4	7.05	650	12.7	19.2	0.92	1.06	13.8	11.9	审慎推荐—A
天津松江	50.7	1.10	283	8.1	6.1	0.20	0.25	40.5	32.4	审慎推荐—A
新湖中宝	299.0	1.38	927	5.9	3.7	0.28	0.40	21.0	14.7	审慎推荐—A
龙元建设	64.8	5.05		13.7		0.50	0.80	27.3	17.1	审慎推荐—A
浙江广厦	46.8	2.35	219	5.4	5.2	0.37	0.41	14.5	13.1	审慎推荐—A
滨江集团	162.5	3.18	385	12.0	11.5	0.71	0.85	16.9	14.1	审慎推荐—A
信达地产	103.3	3.77	388	6.8	6.5	0.45	0.50	15.1	13.6	审慎推荐—A
苏州高新	74.4	3.25	273	8.4	6.9	0.36	0.40	23.8	21.1	审慎推荐—A
华丽家族	122.9	3.09	94	23.3	9.7	0.98	0.88	23.7	26.5	审慎推荐—A
亿城股份	55.9	2.91	185	5.6	6.4	0.48	0.60	11.7	9.4	审慎推荐—A
建发股份	201.6	2.41	545	9.0	6.5	0.60	0.68	15.0	13.3	审慎推荐—A
中南建设	156.7	3.95	1135	13.4	13.0	0.64	0.85	21.1	15.8	审慎推荐—A
中天城投	154.8	1.53	1027	17.0	7.8	0.59	0.98	28.7	17.3	审慎推荐—A
凤凰股份	54.4	1.90	114	7.4	4.7	0.25	0.35	29.4	21.0	审慎推荐—A
上实发展	93.7	2.39	627	8.7	11.5	0.30	0.44	28.8	19.7	审慎推荐—A
京投银泰	68.4	2.31	128	9.2	5.4	0.36	0.54	25.4	17.1	审慎推荐—A
中大股份	77.3	6.20	180	17.6	18.3	1.13	1.46	15.6	12.1	审慎推荐—A
天宸股份	30.0	1.56	49	8.5	7.6	0.45	0.45	18.9	18.9	审慎推荐—A

资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

专著:

《房地产投资原理》，贾祖国，孟群著，经济科学出版社出版，2010年9月

中国当代房地产研究专题系列:

《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18

《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21

《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08

《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17

《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28

《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06

《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10

《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08

《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12

《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03

《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14

《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18

《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

《中国当代房地产研究专题之十四——土地制度研究》2010/10/20

《中国当代房地产研究专题之十五——国际核心城市的总结与展望》2010/10/22

海外房地产企业研究专题系列:

《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产:美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14

《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕:全球房地产服务业龙头》2009/09/04

《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪:全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7183	8650	8889	10810	11741
现金	1995	1876	5344	5399	5065
交易性投资	0	30	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	7	45	48	68	83
其它应收款	502	252	201	288	348
存货	4650	6438	3274	5021	6205
其他	29	8	22	33	41
非流动资产	366	489	444	402	366
长期股权投资	31	27	27	27	27
固定资产	247	326	292	259	229
无形资产	2	53	48	43	39
其他	86	83	77	73	70
资产总计	7549	9139	9332	11212	12106
流动负债	3142	3432	3154	4128	5095
短期借款	0	90	50	50	50
应付账款	242	391	655	1004	1241
预收账款	1863	1128	1091	1674	2068
其他	1037	1823	1358	1400	1736
长期负债	1471	2254	2154	2254	1303
长期借款	743	673	573	673	573
其他	728	1581	1581	1581	730
负债合计	4614	5686	5308	6382	6398
股本	903	993	993	993	993
资本公积金	752	662	662	662	662
留存收益	1230	1686	2257	3062	3940
少数股东权益	50	111	112	112	113
母公司所有者权益	2885	3342	3912	4717	5595
负债及权益合计	7549	9139	9332	11212	12106

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1663	(1143)	3505	251	607
净利润	420	547	571	805	977
折旧摊销	0	0	49	43	37
财务费用	0	0	7	(4)	(9)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	2885	(593)	(399)
其它	1243	(1690)	(6)	0	1
投资活动现金流	(407)	(126)	30	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(407)	(126)	30	0	0
筹资活动现金流	69	1150	(67)	(196)	(941)
借款变动	0	0	(60)	(200)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	(99)
其他	69	1150	(7)	4	(841)
现金净增加额	1325	(119)	3468	55	(334)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3422	3074	2518	3597	4346
营业成本	2166	1582	1091	1674	2068
营业税金及附加	506	527	495	654	760
营业费用	41	55	68	84	95
管理费用	109	73	95	115	128
财务费用	(41)	50	7	(4)	(9)
资产减值损失	16	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	(9)	(2)	0	0	0
营业利润	615	797	762	1074	1304
营业外收入	2	4	0	0	0
营业外支出	26	8	0	0	0
利润总额	592	793	762	1074	1304
所得税	172	248	191	268	326
净利润	420	544	572	805	978
少数股东损益	(1)	(2)	1	0	1
母公司所有者净利润	420	547	571	805	977
EPS (元)	0.47	0.55	0.57	0.81	0.98

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	227%	-10%	-18%	43%	21%
营业利润	101%	29%	-4%	41%	21%
净利润	55%	30%	4%	41%	21%
获利能力					
毛利率	36.7%	48.6%	56.7%	53.5%	52.4%
净利率	12.3%	17.8%	22.7%	22.4%	22.5%
ROE	14.6%	16.4%	14.6%	17.1%	17.5%
ROIC	11.1%	12.3%	11.0%	13.7%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	62.2%	56.9%	56.9%	52.9%
净负债比率	9.8%	14.0%	13.1%	9.1%	8.5%
流动比率	2.3	2.5	2.8	2.6	2.3
速动比率	0.8	0.6	1.8	1.4	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	0.8	0.6	0.5	0.9	0.8
应收帐款周转率	295.9	117.9	54.0	61.9	57.6
应付帐款周转率	7.4	5.0	2.1	2.0	1.8
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.55	0.57	0.81	0.98
每股经营现金	1.84	-1.15	3.53	0.25	0.61
每股净资产	3.20	3.36	3.94	4.75	5.63
每股股利	0.05	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	12.1	10.2	9.8	6.9	5.7
PB	1.8	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	22.0	15.1	15.9	11.7	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。