

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

亿城股份

000616

推荐

风物长宜放眼量

公司 4 月 27 日公布了 11 年一季报。前期我们也走访了公司，具体情况如下。

投资要点:

- 我们曾在多份报告多次提出公司财务风险控制好，未来 3 年业绩高增长可期，是两市中的低估值高增长的公司，市值提升潜力大。
- 10 年业绩超预期，归属上市公司股东净利润同比增长 30%，EPS0.55 元，ROE16.4%，结算毛利率大幅提升 12 个点。2011 年 1 季度结算收入同比上升 120%；归属上市公司股东净利润同比上升 96%，综合毛利率 54.7%，高于去年同期的 47.5%。财务风险控制良好，负债率在业内处于低水平。公司正不断夯实资源（可开发资源 200 万平米，开发毛利率超过 40%），走差异化竞争路径，加速开发销售，争取尽快回笼资金，11 年实现资金平衡无疑。未来 3 年公司净利润复合增长率可望超过 40%。
- 11 年公司计划结算的项目主要是西山公馆（11 年竣工）、苏州新天地三期和西山华府尾盘。其中，苏州新天地已基本售罄。上述项目盈利能力强，毛利率超过 50%。12 年结算项目多，结算规模大，主要为燕西华府、天津亿城山水颐园、天津红桥项目等。维持 11 年 EPS0.81 元，12 年 EPS 由 1.15 元提升至 1.18 元的预测。
- 公司上深沪房上市公司中具有“低廉稀缺开发资源+高品质的产品创造力”的优质高增长的上市公司。资源储备量足够近 5 年的开发结算，根据公司的开发销售节奏，我们预计公司近 3 年净利润复合增长 40%可期。
- 公司的投资价值将逐步被市场认可，未来公司的市值提升将受益于储备充裕，成本低廉，财务安全，销售收入将成倍增长以及业绩持续高增长。短期内，西山公馆预售许可若顺利获取将成为股价提升的直接催化因素。此外，公司的经营也将受益于北京最先出现房地产调控效果的一线城市，可避免后续更紧的调控政策出现。这对开发项目主要集中于若环渤海区域的公司来说无疑是极大利好，若此，公司 11 年销售额超预期可期。
- 公司 RNAV10.25 元，股价 RNAV5 折交易，投资价值严重低估。短期内公司股价受政策利空预期等的影响出现大幅下挫，正是逢低吸纳的好时机，维持未来 12 个月合理股价 10.3 元的判断，再次推荐。

风险提示: 注意银根收紧、政策调控加强、调控时间超预期等带来的公司经营的风险，以及西山公馆等楼盘销售推迟带来的风险。

6-12 个月目标价: 10.3 元

当前股价: 5.15 元

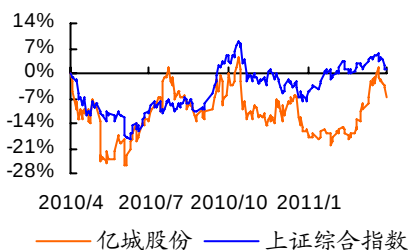
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2925.41
总股本(百万)	993
流通股本(百万)	993
流通市值(亿)	53.53
EPS (TTM)	0.56
每股净资产(元)	3.39
资产负债率	63.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亿城股份	2.39	7.74	-9.65
上证综合指数	-3.05	5.02	-3.67



相关报告

《亿城股份-业绩 4 季度集中体现，财务安全，高增长可期》2010-10-28

《亿城股份-年底盈利增长在年底集中释放》2010-8-28

《亿城股份-高增长低市值优质房地产公司》2010-8-4

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3074	3654	4836	6287
同比(%)	-10%	19%	32%	30%
归属母公司净利润(百万元)	547	806	1170	1548
同比(%)	30%	48%	45%	32%
毛利率(%)	48.6%	49.9%	55.6%	56.0%
ROE(%)	15.8%	18.9%	21.9%	22.8%
每股收益(元)	0.55	0.81	1.18	1.56
P/E	9.83	6.66	4.58	3.46
P/B	1.55	1.26	1.00	0.79
EV/EBITDA	6	5	3	3

资料来源: 中投证券研究所

1、10 年业绩超市场预期，财务风险控制良好

10 年公司年报业绩超市场预期，归属上市公司股东净利同比增长 30%，EPS0.55 元（超出市场 0.45 元的预期），ROE16.4%，结算毛利率大幅提升 12 个点。实现营业收入 30.74 亿元，归属上市公司股东净利 5.47 亿元，同比减少 10%、增长 30.%。EPS0.55 元，ROE16.4。收入来自万城华府、西山华府及亿城新天地销售结转。综合毛利率、净利率为 48.6%和 17.8%，同比增长 12 和 5.5 个点。10 年开工面积 30 万平米，竣工面积 28.3 万平米。

10 年公司三费 5.8%控制良好，净负债在仅 4%，在行业内最低之一，无长短期还款压力。尚余 11.3 亿元预收款业绩增长有基础。三费上升 2.6 个点，主要是债券利息及资金占用增加财务费用 2.2 倍。资产负债率、扣除预收账款后的负债率、净负债率为 62%、50%和 4%，尚余货币资金 18.8 亿元，通过信贷、信托融资 14 亿元，无长短期还款压力。实现销售回款 22 亿元，尚余西山华府-南区少量尾盘及亿城新天地-7#预收账款 11.3 亿元。

附：公司10年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

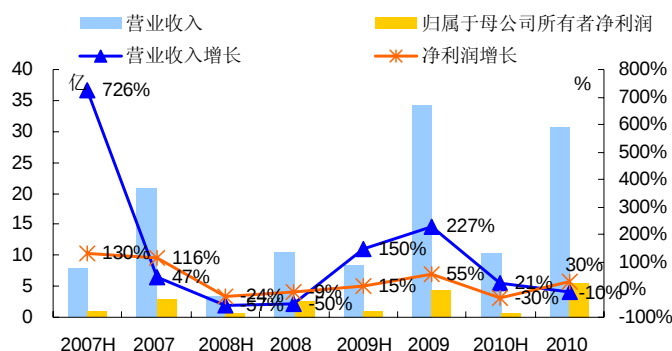


图 2：EPS 和 ROE

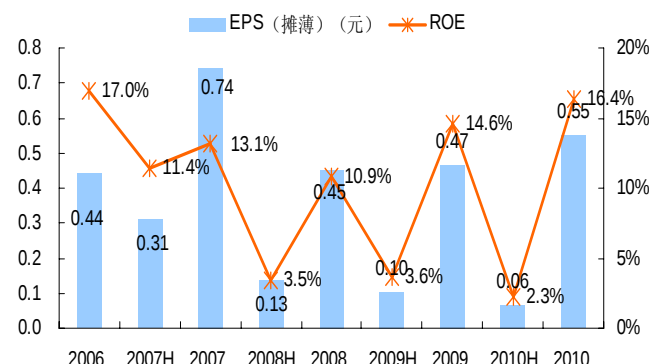


图 3：综合毛利率和净利率

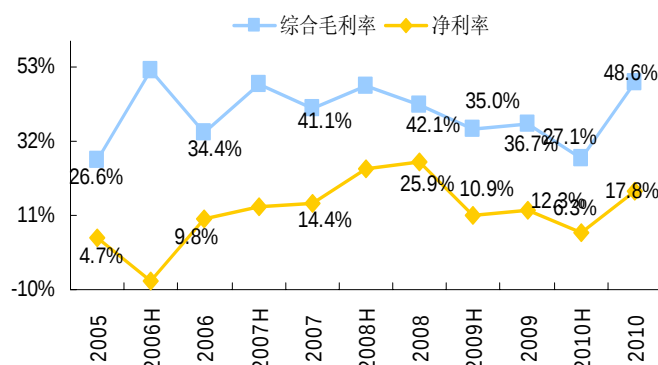


图 4：三费水平

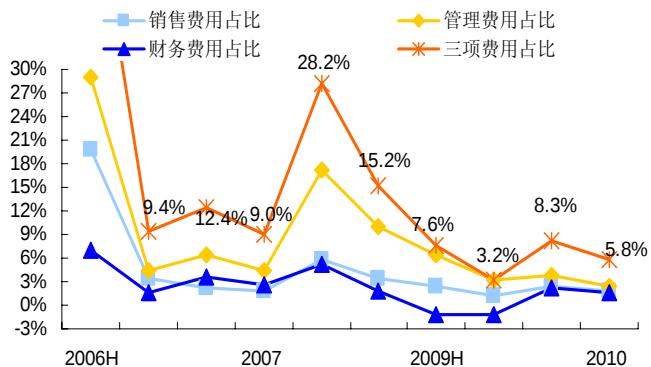
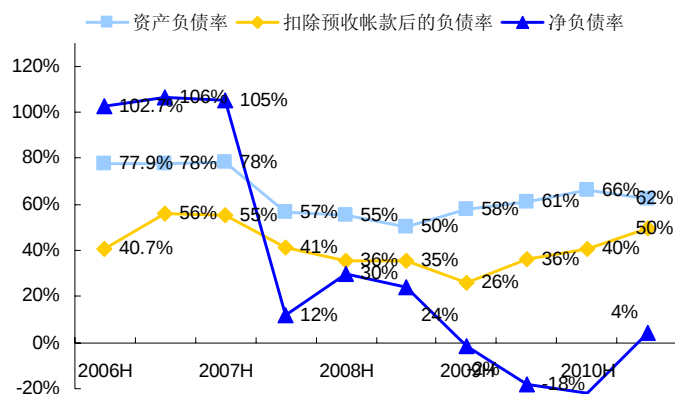


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

2、2011 年 1 季度结算收入同比大幅增加

2.1 11 年 1 季度公司结算收入大幅增加，业绩符合预期

公司 11 年 1 季度 EPS0.02 元，ROE0.62%。1 季度结算的房地产销售收入增加，实现营业收入 3.11 亿元，同比上升 120.5%；归属上市公司股东净利润 0.21 亿元，同比上升 96.2%。综合毛利率 54.7%，高于去年同期的 47.5%；净利润率 6.7%，低于去年 0.8 个百分点，由于费用季度均摊，结算规模的大小直接影响到净利润率水平的高低。

2.2 三项费用率由去年同期的 26.8%下降至 19.9%

其中除了销售费用占比因营销推广致使费用增加，同比上升 1.17 个百分点外，管理费用占比和财务费用占比同比分别下降了 6.35 和 1.75 个百分点。显示了公司较好的费用控制能力和管理效率。

2.3 货币资金充裕，财务状况安全

11 年 1 季报公司账面货币资金 13.79 亿元，较 10 年年底减少 4.97 亿元，减少部分主要是支付唐山一级土地开发前期费用。短期借款及一年内到期非流动负债 6.2 亿元，货币资金余额高于短期借款和一年内到期的非流动负债之和 7.59 亿元，短期偿债无忧。长期借款 10.62 亿，比 10 年末增加了 57.8%。资产负债率 64%，扣除预收账款后的负债率由去年同期的 35%上升至 52%，而净负债率由去年同期的 21%上升至 30%。但整体说来，在目前的行业调控持续，通货收紧的形势下，公司的负债情况在行业内仍然处于低位，财务风险小。

1 季末公司拥有存货 71.15 亿元，比 10 年末增加了 6.77 亿元，同比增加 13.5%。存货周转率 0.02，略高于去年同期的 0.01，周转仍处于健康状态。

11 年 1 季度公司实现预收款项 11.43 亿元，比 10 年末增加 1.34%。公司可售资源较多，西山公馆项目蓄势待发，销售业绩持续增长可期。

附：公司 11 年一季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

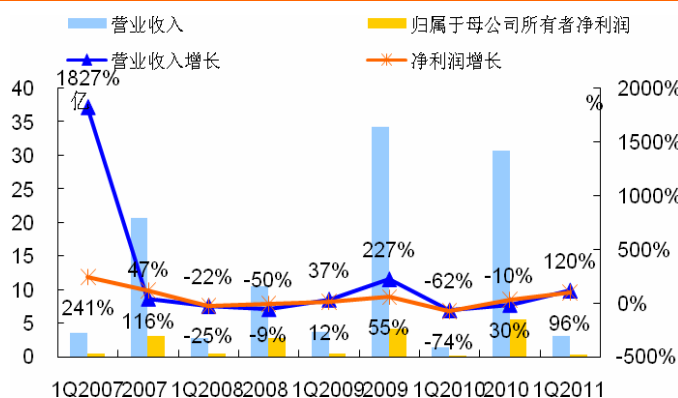


图 2：EPS 和 ROE

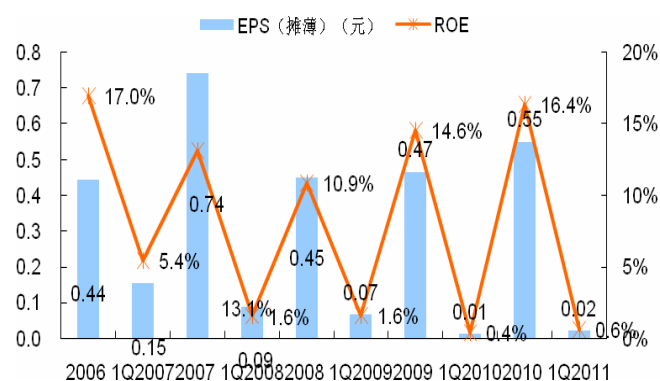


图 3：综合毛利率和净利率

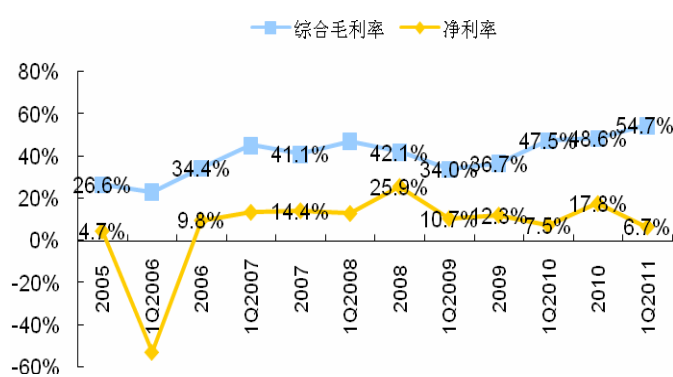


图 4：三费水平

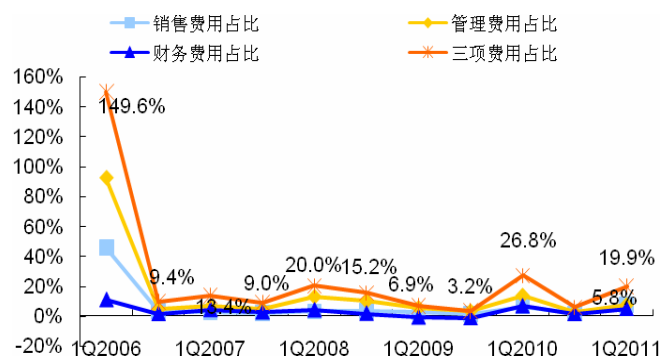
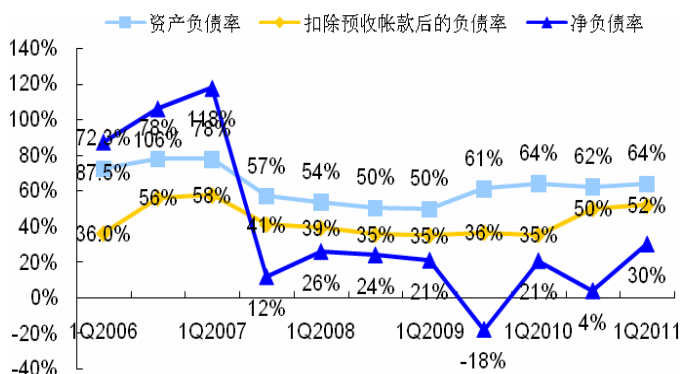


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

3、夯实资源，差异化竞争，加速开发销售

3.1 趁低吸纳储备项目，已突破资源不足瓶颈，日后持续竞争力大幅提升

近年公司已趁调控之机加速在环渤海拓展。已在京津唐、秦皇岛、苏州及三亚布局，10 年又在秦皇岛新增二期地块，建面 32.5 万平米，使建在及储备项目增

加至200万平米。2010底到11年初又签唐山一级开发项目800亩，可望一二级联动，获取相应开发项目，上述地块拟建设低密度高端住宅。

依据公司把控的上述资源，足够公司5年高速发展所需，公司计划在未来几年内销售额尽快实现上百亿元，实现年利润增长20%-30%的目标。11年北京燕西华府、秦皇岛、苏州胥口51#和三亚东河等项目续建或新开工，将为明后年的销售增长奠定基础。

3.2 走差异化竞争路线

2011 年公司将秉承一贯的“聚焦实惠高端、聚焦环渤海区域”的产品和区域定位，提高既定产品线复制能力和运作能力，以西山公馆、燕西华府等等高附加值差异化产品在细分市场获得持续的竞争力。

3.3 强强联合提升核心竞争力。

11年公司计划参股教育、体育、医疗、酒店管理行业中的优势机构，战略合作共同进入二三线城市。公司10年曾成功承办国际拳联系列比赛、获得苏格兰圣安德鲁斯老球场总代理权等等。公司与上述资源强强联合将对公司的项目拓展形成直接支持。此前，公司在北京的几个项目均与教育成功合作就是最好的例证。

3.4 11 年加快销售、加快开工周转

11 年公司在北京区域外楼盘增多，在天津、苏州、秦皇岛等地的项目将陆续推出，将摆脱公司过往业绩过于依赖北京单一市场和项目单一的格局。11 年上述城市可售货量约 70 亿元，若市场好，个贷有保障，保守估计公司的销售额有望超过 40 亿元（10 年销售仅 22 亿元，同比增长 1 倍）。其中，北京西山公馆可售面积 8 万平米/25 亿元，近期预售证取得在即，开盘在即。项目地处中关村科技园内，园区唯一住宅项目，前景看好，周边楼面地价 2 万以上，预计销售乐观。此外，北京燕西华府、天津红桥等项目可售货量超过 30 亿元将在下半年陆续推出，苏州尚余少量尾盘已在一季度基本售罄。

11 年公司将继续加快在北京、天津、秦皇岛等地的二级项目以及在唐山的以及项目的开工，争取为明后年的发展打下坚实的基础。若 11 年公司销售良好，新开工面积有望达到 60 万平米。

3.5 主要开发项目情况

燕西华府（即青龙湖项目）：公司有计划在6月份开盘，地上建面38万平米，其中5万平米限价房，主要为低密度住宅。10年1期开工13-14万平米，其中地上11万平米，含5万平米限价房（5000元/平米，这部分不赚钱），商品房预计售价3万元/平米，1期可售货量约20亿元。11年计划新开工10多万平米。

天津红桥广场项目：该项目为综合体，含商业、公寓、住宅，总建面31万平米。10年1期开工住宅10多万平米，140-150平米大户型，计划4季度推盘，售价1.7-1.8万元/平米。

苏州胥口51#项目：建面11多万平米，将开发洋房，计划售价1万多/平米。苏州需求稳定，去化率稳定。

苏州胥口62#项目：建面11多万平米，容积率1.6，11年1月获取。

苏州新天地三期：目前基本已售罄，销售额约9亿元，11年结算。

天津亿城山水颐园：剩余4万多平米，精装公寓，计划11年清完。

秦皇岛项目：建面57万平米，低密度住宅，属旅游地产，不受政策打压。五星级酒店已开工，高尔夫球场11年秋季开工，自持，专业公司运营。住宅12年春季可能进入市场。

三亚东河项目：建面1.57万平米，11年开工。

唐山两个一级开发项目：青龙河沿岸和大城山片区800亩土地，一二级联动，住宅用地约600亩，容积率1.5。公司将逐步获取二级开发权。到11年1月已支付6亿元用于一级开发。唐山市场住宅消费两极分化严重，高端需求旺盛，目前高端住宅售价在1万多元/平米。该项目开发前景看好。

4、11 年争取尽快回笼资金，可实现资金平衡

11 年通过销售回款以及少量贷款可解决资金需求问题

10 年底情况：10 年底剩余现金 18.7 亿元，10 年获取的项目无未付土地款。

资金来源超过 58 亿元。(1) 青龙湖项目销售回笼资金预计 7 亿元，红桥项目回笼预计 7 亿元。(2) 西山公馆销售回笼资金 25 亿元左右。(3) 10 年底剩余现金 18.7 亿元。

全年资金需求约 50 亿元左右。(1) 唐山大城山片区一级开发支付 4 亿，增加项目储备约 23 亿元，唐山一级开发将拿回垫付的 3 亿元。(2) 工程款约 20 多亿元。

从今年来北京控制中低端房价稳定的调控策略来看，得到上层及民众的认可，可望成为本轮调控中效果比较好的城市之一。这样，北京后续更紧的调控政策就可以避免。这对开发项目主要集中于若环渤海区域的亿城来说无疑是好事。北京市场也有望较快的转好，公司 11 年的销售额超预期还是有可能的。

5、盈利预测与估值、投资建议

5.1 盈利预测与估值

盈利预测假设：11 年公司计划结算的项目主要是西山公馆（11 年竣工）、苏州新天地三期和西山华府尾盘。其中，苏州新天地已基本售罄。上述项目目盈利能力强，毛利率超过 50%。12 年结算项目多，结算规模大，主要为燕西华府、天津亿城山水颐园、天津红桥项目等。盈利预测：维持 11 年 EPS0.81 元，12 年 EPS 由 1.15 元提升至 1.18 元的预测。

5.2 投资建议

公司上深沪房房地产上市公司中具有“低廉稀缺开发资源+高品质的产品创造力”的优质高增长的上市公司。资源储备量足够近 5 年的开发结算，根据公司的开发销售节奏，我们预计公司近 3 年净利润复合增长 40%可期。公司将受益于北京最先出现房地产调控效果的一线城市，可避免后续更紧的调控政策出现。这对开发项目主要集中于若环渤海区域的公司来说无疑是极大利好。我们因此预计，公司 11 年的销售额超预期是可期的。

未来公司的市值提升将受益于公司储备充裕，成本低廉，财务安全，11 年销售收入将成倍增长，未来 3 年净利润复合增长可望达到 40%。因此，公司的投资价值将逐步被市场认可。11-12 年 EPS0.81、1.18 元、RNAV10.25 元，股价 RNAV5 折交易，投资价值严重低估。短期内公司股价受政策利空预期等的影响股价出现大幅下挫，我们认为正是逢低吸纳公司的好时机，未来 12 个月合理股价应 10.3 元，再次推荐。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8650	10782	13410	16389
现金	1876	2017	2932	3906
应收账款	45	45	45	45
其它应收款	252	252	252	252
预付账款	8	8	8	8
存货	6438	8445	10150	12159
其他	30	15	22	18
非流动资产	489	621	738	856
长期投资	27	29	28	28
固定资产	326	399	467	531
无形资产	53	104	155	206
其他	83	89	89	92
资产总计	9139	11403	14148	17245
流动负债	3432	4321	5768	7544
短期借款	90	0	0	0
应付账款	1128	2500	3750	5625
其他	2214	1821	2018	1919
非流动负债	2254	2827	3041	2934
长期借款	673	1673	1673	1673
其他	1581	1154	1368	1261
负债合计	5686	7148	8808	10478
少数股东权益	111	109	108	106
股本	993	993	993	993
资本公积	662	662	662	662
留存收益	1686	2490	3578	5007
归属母公司股东权益	3342	4145	5232	6661
负债和股东权益	9139	11403	14148	17245

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1143	-416	1006	1275
净利润	547	806	1170	1548
折旧摊销	17	23	27	32
财务费用	50	-7	-12	-17
投资损失	2	-41	-10	-16
营运资金变动	-1772	-1185	-169	-265
其它	14	-11	0	-6
投资活动现金流	-1143	-99	-154	-136
资本支出	91	98	102	100
长期投资	-37	2	-1	0
其他	-1089	1	-53	-35
筹资活动现金流	1150	656	62	-165
短期借款	90	-90	0	0
长期借款	-70	1000	0	0
普通股增加	90	0	0	0
资本公积增加	-90	0	0	0
其他	1130	-254	62	-165
现金净增加额	-119	141	915	974

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3074	3654	4836	6287
营业成本	1582	1830	2147	2766
营业税金及附加	527	621	919	1194
营业费用	55	66	87	113
管理费用	73	88	116	151
财务费用	50	-7	-12	-17
资产减值损失	-11	1	2	-3
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-2	41	10	16
营业利润	797	1096	1587	2098
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	8	14	12	13
利润总额	793	1086	1579	2089
所得税	248	282	410	543
净利润	547	806	1170	1548
少数股东损益	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	547	806	1170	1548
EBITDA	864	1112	1602	2113
EPS (元)	0.55	0.81	1.18	1.56

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-10.1%	18.8%	32.4%	30.0%
营业利润	29.5%	37.6%	44.7%	32.2%
归属于母公司净利润	29.7%	47.6%	45.4%	32.3%
获利能力				
毛利率	48.6%	49.9%	55.6%	56.0%
净利率	17.7%	22.0%	24.2%	24.6%
ROE	15.8%	18.9%	21.9%	22.8%
ROIC	24.1%	22.6%	30.8%	37.9%
偿债能力				
资产负债率	62.2%	62.7%	62.3%	60.8%
净负债比率				
流动比率	2.52	2.50	2.33	2.17
速动比率	0.64	0.54	0.57	0.56
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.36	0.38	0.40
应收账款周转率	115	81	107	139
应付账款周转率	5.00	4.68	5.49	7.08
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.81	1.18	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.15	-0.42	1.01	1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.28	5.38	6.81
估值比率				
P/E	9.83	6.66	4.58	3.46
P/B	1.55	1.26	1.00	0.79
EV/EBITDA	6	5	3	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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

李少明, 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 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、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、云南城投、北京城建、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

陈舒静: 实习生, 国内某著名大学研究生。

李 丹: 实习生, 国内某著名大学本科生。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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