

买入 维持
亿城股份 (000616)
2011 年 6 月 2 日

项目沉淀价值高、未来业绩弹性好

房地产行业分析师: 涂力磊
SAC 执业证书编号: S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人: 贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

投资建议:

公司当前主要问题在于项目是否可以顺利取得销售资格。北京西山公馆和燕西华府项目一旦顺利推进市场,将为公司实现大量现金回笼。如果年内不能取得销售资格,2012 年以上项目将以现房形势销售,公司业绩体现过程将更加清晰。随着当前全国房地产调控初见成效,项目下半年推进压力有望减小。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别是 0.51 和 0.68 元,RNAV 在 7.85 元。按照公司 6 月 1 日 4.05 元股价计算,对应 PE 为 7.94 倍和 5.95 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率,对应股价 7.65 元,维持对公司的“买入”评级。

主要内容:

1. 项目沉淀价值高、未来业绩弹性好: 公司目前二级开发项目 12 个,主要分布在北京、天津、苏州、秦皇岛和三亚。以上项目累计建筑面积在 278 万方左右,预计可售面积在 200 万方以上。公司项目拿地时间较为精准,因此目前土地沉淀价值较高,项目平均土地成本在 2000 元/平米左右。

表 1 公司主要项目汇总

项目名称	区位	占地面积 (万平)	容积率	规划建筑面积 (万平米)	开发进度	土地成本 (元/平米)	预计售价 (元/平米)
亿城西山华府	北京	22	1.72	37.74	部分竣工	5500	40000
亿城西山公馆	北京	4.31	2.44	10.52	开工	7200	34000
燕西华府 (即青龙湖项目)	北京	34.35	1.69	58.04	开工	5000	30000
亿城山水颐园公建	天津	3	1.43	4.3	开工	1700	17000
红桥广场项目	天津	27.92	1.54	43.05	开工	4800	20000
亿城新天地一期 (6#地块)	苏州	5.81	2.00	11.62	竣工	1200	7000
亿城新天地二期 (7#地块)	苏州	8.53	2.00	17.06	竣工	1200	7500
亿城新天地三期 (8#地块)	苏州	5.93	2.00	11.85	开工	1200	8800
胥口 51# 项目	苏州	10.54	1.33	14	未开工	1800	14500
秦皇岛项目	秦皇岛	119.63	0.48	57	未开工	1600	未定
三亚东河项目	三亚	2.25	0.70	1.57	未开工	6500	未定
胥口 63#项目	苏州	7.25	1.60	11.59	未开工	4400	未定
合计		251.52		278.34		-	

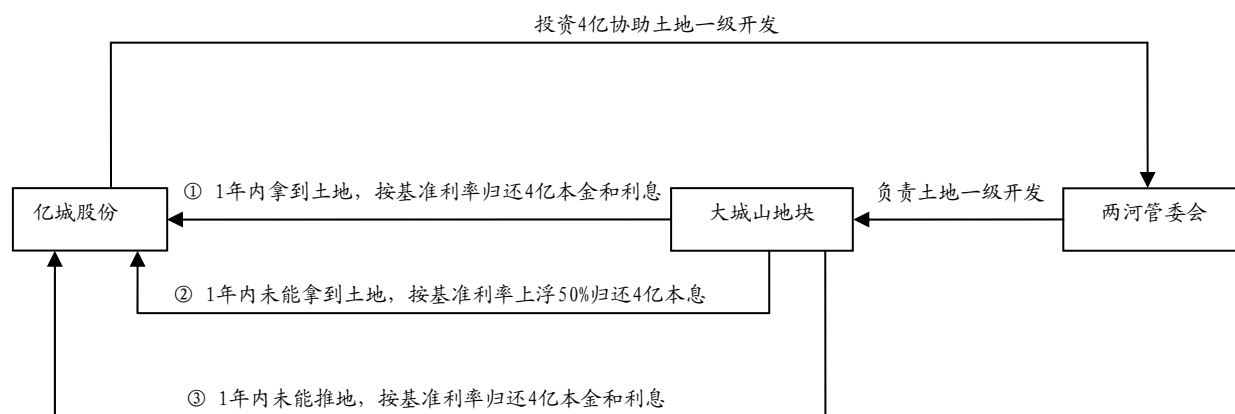
资料来源: 杭州房地产局、海通证券研究所

从项目销售价格看,北京地区项目销售价格在 3 万/平米、天津项目在 2 万/平米左右。项目销售价格较土地成本有较大幅度溢价。京津地区一旦实现销售,公司业绩将有较大幅度增长空间。

2. 资助土地一级开发,为拓展新城市签订“套保”合同: 公司前期公告,将投资人民币 4 亿元协助唐山两河管委会进行唐山市环城水系大城山地块土地一级开发工作。项目地块位于唐山市大城山西北侧区域,面积约 500 亩。公司公告称,交

易对方承诺一期土地（约 200 亩）于 2011 年 5 月底前达到出让条件。公告同时规定，1）如果公司在合同签订后一年内，拿到相关土地使用权，则在缴纳土地出让金后一个月内，交易对方应按央行同期基准贷款利率连本带息归还本公司全部投入。2）如果公司在合同签订后一年内，未能拿到相关土地使用权，则在目标地块成交确认书签署之日起一个月内，交易对方应按央行同期基准贷款利率上浮 50%连本带息归还本公司全部投入。3）若目标地块未在合同签订一年内进行土地“招拍挂”，则在合同签订一年内，交易对方应按央行同期基准贷款利率连本带息归还本公司全部投入。

图 1 公司土地一级开发协议流程



资料来源：公司公告、海通证券研究所

以上合约即保证了公司手头资金不会闲置；同时公司若能在后续土地“招拍挂”中成功获取该项目，将有助于公司实现“聚焦环渤海区域”发展战略。

3. 股东减持压力进入尾声：公司大股东中财务投资人，洋浦百年投资有限公司曾多次通过集中竞价交易方式转让公司股份。2010 年 10 月 26 日到 2010 年 12 月 16 日，该名股东累计减持 1094 万股，占总股本的 1.102%。洋浦百年本次减持后所持公司股本比例减小到 0.764%。后期继续减持压力有所减弱。

表 2 洋浦百年投资所占上市公司股份数量

股份性质	本次减持前持有股份		本次减持后持有股份	
	股数（万股）	占总股本比例(%)	股数（万股）	占总股本比例(%)
合计	1853.34	1.866%	1517.68	0.764%
其中：无限售条件股份	1853.34	1.866%	1517.68	0.764%
有限售条件股份	0	0	0	0

注：公司 2011 年 5 月 25 日每 10 股送 2 股，以上减持后所持股份为送股后数量

资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 投资建议：下半年有望实现大量现金回笼，维持“买入”评级。公司当前主要问题在于项目是否可以顺利取得销售资格。北京西山公馆和燕西华府项目一旦顺利推进市场，将为公司实现大量现金回笼。如果不能取得销售资格，2012 年以上项目将以现房形势销售，公司业绩体现过程将更加清晰。随着当前全国房地产调控初见成效，项目下半年推进压力有望减小。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别是 0.51 和 0.68 元，RNAV 在 7.85 元。按照公司 6 月 1 日 4.05 元股价计算，对应 PE 为 7.94 倍和 5.95 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，对应股价 7.65 元，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

损益表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,047	3,422	3,074	3,285	4,277	5,046
增长率(%)	-49.5	226.8	-10.1	6.8	30.2	18.0
营业成本	-607	-2,166	-1,582	-1,311	-2,157	-2,331
营业成本/销售收入(%)	57.9	63.3	51.4	39.9	50.4	46.2
毛利	441	1,255	1,493	1,973	2,120	2,715
毛利率(%)	42.1	36.7	48.6	60.1	49.6	53.8
营业税金及附加	-112	-506	-527	-884	-608	-658
营业税金及附加/销售收入	10.7	14.8	17.1	26.9	14.2	13.1
营业费用	-36	-41	-55	-66	-104	-122
营业费用/销售收入(%)	3.4	1.2	1.8	2.0	2.4	2.4
管理费用	-104	-109	-73	-164	-287	-252
管理费用/销售收入(%)	9.9	3.2	2.4	5.0	6.7	5.0
息税前利润(EBIT)	188	600	838	860	1,123	1,682
EBIT/销售收入(%)	18.0	17.5	27.3	26.2	26.2	33.3
财务费用	-19	41	-50	-69	-55	-54
财务费用/销售收入(%)	1.8	-1.2	1.6	2.1	1.3	1.1
资产减值损失	3	-16	11	0	-1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	78
投资收益	134	-9	-2	0	0	0
投资收益/税前利润(%)	43.6	#VALUE!	#VALUE!	0.0	0.0	0.0
营业利润	306	615	797	791	1,067	1,707
营业利润率(%)	29.3	18.0	25.9	24.1	25.0	33.8
营业外收支	2	-23	-4	0	0	0
税前利润	308	592	793	791	1,067	1,707
利润率(%)	29.5	17.3	25.8	24.1	25.0	33.8
所得税	-41	-172	-248	-182	-245	-393
所得税率(%)	13.2	29.1	31.3	23.0	23.0	23.0
净利润	268	420	544	609	822	1,314
少数股东损益	-3	-1	-2	6	10	17
归属于母公司的净利润	271	420	547	603	812	1,297
净利率(%)	25.9	12.3	17.8	18.4	19.0	25.7

现金流量表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	268	420	544	609	822	1,314
少数股东损益	0	0	0	6	10	17
非现金支出	13	32	5	17	16	15
非经营收益	-104	28	80	96	114	16
营运资金变动	-623	1,183	-1,772	370	-52	-2,150
经营活动现金净流	-446	1,663	-1,143	1,099	908	-788
资本开支	9	0	90	-30	7	10
投资	98	-454	-37	26	0	0
其他	156	47	1	0	0	78
投资活动现金净流	244	-407	-126	56	-7	68
股权募资	23	0	76	0	0	0
债权募资	-373	178	540	-90	0	0
其他	-160	-109	535	-96	-94	-94
筹资活动现金净流	-511	69	1,150	-186	-94	-94
现金净流量	-712	1,325	-119	968	808	-814

注: 2011 年及以后 EPS 为考虑 10 送 2 以后摊薄股本计算

数据来源: 海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	670	1,995	1,876	2,838	3,636	2,805
应收款项	16	7	45	28	40	46
存货	3,602	4,650	6,438	11,999	13,448	14,625
其他流动资产	122	531	290	-531	851	1,275
流动资产	4,412	7,183	8,650	14,333	17,975	18,751
流动资产/总资产(%)	86.3	95.2	94.6	95.7	96.7	96.8
长期投资	269	31	27	31	31	31
固定资产	259	247	341	253	250	251
固定资产/总资产(%)	5.1	3.3	3.7	1.7	1.3	1.3
无形资产	39	36	83	39	32	27
非流动资产	626	366	489	360	332	327
非流动资产/总资产(%)	12.2	4.8	5.4	2.4	1.8	1.7
资产总计	5,110	7,549	9,139	14,982	18,596	19,367
短期借款	600	0	610	520	520	520
应付款项	1,228	2,780	2,080	7,252	10,034	9,496
其他流动负债	57	363	742	691	702	696
流动负债	1,885	3,142	3,432	8,464	11,256	10,712
长期贷款	683	743	673	673	673	673
其他长期负债	0	728	1,581	1,581	1,581	1,581
负债	2,568	4,614	5,686	10,717	13,509	12,966
普通股股东权益	2,495	2,885	3,342	4,147	4,959	6,257
少数股东权益	47	50	111	118	127	144
负债股东权益合计	5,110	7,549	9,139	14,982	18,596	19,367

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.450	0.465	0.554	0.506	0.681	1.089
每股净资产	4.145	3.195	3.364	3.480	4.161	5.249
每股经营现金净流	-0.741	1.842	-0.959	0.351	0.289	-0.259
每股股利	0.000	0.200	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	10.9	16.3	16.5	14.5	16.4	20.7
总资产收益率	5.3	5.6	6.0	4.0	4.4	6.7
投入资本收益率	9.5	14.8	23.7	25.9	33.6	30.7
增长率(%)						
营业总收入增长率	-49.5	226.8	-10.1	6.8	30.2	18.0
EBIT增长率	-61.7	219.2	39.7	2.6	30.6	49.9
净利润增长率	-9.0	55.1	31.0	9.5	34.7	59.8
总资产增长率	-4.5	47.7	21.1	63.9	24.1	4.1
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	9.6	1.2	4.0	3.1	3.4	3.3
存货周转天数	1,850.9	695.2	2,733.6	3,338.3	2,275.2	2,289.5
应付账款周转天数	799.2	371.0	513.8	466.2	482.1	476.8
固定资产周转天数	98.3	27.0	34.0	31.0	19.6	16.4
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	24.1	-17.8	3.1	-21.5	-33.7	-13.8
EBIT利息保障倍数(倍)	9.7	-14.7	16.7	12.5	20.5	31.2
资产负债率	50.3	61.1	62.2	71.5	72.6	66.9

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
				行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
中性				
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。