

差异化产品策略可助公司进退自如

亿城股份 (000616)

评级: 增持 (首次)

股价: 7.75 元

目标价位: 9.18 元

调研简报

2009 年 4 月 2 日 星期四

投资要点

桂长元

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

房地产行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

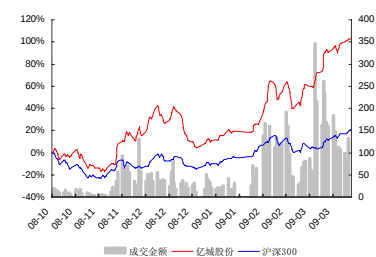
重要数据

总股本(亿股)	6.02
流通股本(亿股)	4.88
总市值(亿元)	46.66
流通市值(亿元)	37.82

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	39.1	23.3
3 个月	94.7	61.5
6 个月	86.3	80.6

最近 6 个月相对沪深 300 走势图



□ “消费升级类”+“民生类”两条产品线，在行业调整期可进退自如，公司具有一定的安全边际。在过去的几年中，公司“消费升级类”产品与“民生类”产品同时并举，“消费升级类”产品面向城市高端客户，如北京的万城华府、西山华府等，毛利率处 35%-45%；“民生类”产品面向城市中端客户，如苏州的亿城新天地等，毛利率处 25%-30%。公司的产品线设计类似于杭州地产龙头滨江集团，这种经营模式在行业调整期进可攻、退可守，具有一定的安全边际。

□ 公司将房地产企业理解为“投资+制造”，成功避开了市场非理性氛围下的“赢家诅咒”。公司将房地产企业理解为“投资+制造”，一直以投资的理念获取土地，小心避开市场非理性氛围下的“赢家诅咒”。08 年，在市场出现调整迹象的初期，公司果断调整了经营策略，提出“成本优先，现金为王”。目前实际承担开发风险的项目主要剩下苏州新天地和北京亿城西山华府，而这两个项目都在 05 年获取，较低的土地成本为公司高去化速度和高盈利水平奠定了基础。

□ 现有土地储备 156 万平米，其中 77.2%属“消费升级类”，这为公司未来高毛利打下基础。若将目前一级开发土地包括在内，按总建筑面积计算，公司现有土地储备合计 156 万平米，其中北京 38.8 万平米（占比 24.9%），苏州 38.9 万平米（占比 25.0%），秦皇岛 78 万平米（占比 50.1%），其中土储的 77.2%属“消费升级类”产品。经测算，公司项目综合毛利率将超过 32%。

□ 引进人大附中教育资源，预计 09 年北京西山华府项目将贡献 15 亿元收入。公司股权比例 100%，05 年转让时为毛地，包括拆迁成本在内楼面地价约 5500 元/平米。项目分三期开发，规划总建面 37 万平米，项目一期（北区）总建面 10 万平米，准现房；二期（东区）总建面 10 万平米，在建。一、二期平均售价 1.9 万元/平米，已售 5 万平米左右，目前销售畅旺，平均每天销售 3-4 套，销售金额约 1000 万元/天。我们认为，西山华府依然是公司未来两年业绩的主要看点。随着北京市场回暖以及公司引入人大附中教育资源，预计北京亿城西山华府将在 09 年贡献约 15 亿元收入。

□ 苏州亿城新天地项目 09 年预计销售 6 亿元左右。该项目土地 05 年取得，楼面地价 1200 元/平米，公司股权比例 100%。项目分三期开发，规划总建面 34 万平米，一期 10 万平米，已经售出 90%，销售均价 5800 元/平米；二期 14 万平米，刚开盘，销售均价下调至 5200 元/平米，目前销售良好；三期 10 万平米，09 年下半年进行前期准备，明年 1 月开工。我们预计，该项目 09 年销售金额可达 6 亿元左右。

□ 公司认为近期房地产交易回暖仅为一次反弹，但长期仍然看好房地产市场。近期，国内一、二线主要城市房地产交易量同比、环比均出现大幅回升。公司董秘认为，目前交易量回升仅仅为一次市场超跌后的反弹，是经

历 08 年低潮后的一次释放，在宏观经济没有真正复苏情况下房地产行业调整不会很快就结束；此外，只有价格回调，库存消化，供需才会重新平衡。

- **目标价 9.18 元，首次给予公司“增持”投资评级。**北京西山华府项目和苏州亿城新天地项目可保证公司业绩在 09、10 年这两年稳定增长，11 年的业绩则主要取决于青岛项目，我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.51、0.55、0.61 元，对应 PE 分别为 15.2X、14.1X、12.7X。若公司位于青岛的一级开发土地能够顺利进入二级开发，公司 RNAV 值为 8.58 元，目前股价相对折价 9.7%。我们设定公司目标价 9.18 元，首次给与“增持”的投资评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月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: 保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、海泰发展、中江地产等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122