

进可攻，退可守

——亿城股份（000616）调研简报

要点：

我们日前调研了亿城股份，就公司经营情况和未来发展战略与公司董秘进行了交流。

➤ **现有项目保障公司未来三年 20%-25% 的业绩增长。**公司目前共有五个项目，未结算权益土地储备约 80 万平方米。但能为公司未来三年提供业绩贡献的主要是三个项目，其中两个位于北京，一个位于苏州，未结算面积共 62 万平方米，将于未来 3-4 年陆续结算，可使公司未来三年业绩保持 20% - 25% 的复合增长率。

➤ **战略转型 + 适时拿地，提升公司未来可持续发展能力。**我们认为，公司基本面的亮点主要有两个。一是公司对未来三年的战略发展思路非常明确，即聚焦实惠高端，打造兼具高端品质和实惠价格的住宅产品。这意味着公司将逐步放弃受保障性住房冲击的低端民生类产品、以及开发周期长、对宏观经济敏感度高的旅游地产。未来公司将选择顾客群比较成熟的区域，以西山华府模式不断提升产品附加值，打造具有差异化的、高性价比的住宅产品，提高公司的资产周转率。

另一个亮点就是：公司计划今年在北京、天津和苏州新增 70 万平方米土地储备。目前，北京土地市场热度很高，公司表示拿地计划可能会有微调，但仍有信心拿到合适的土地。公司如能在下半年顺利拿地，能有效化解市场对其可持续发展能力的担忧，提升其每股重估净资产和估值水平。

➤ **估值偏低，维持“推荐”投资评级。**我们预计公司 09 年和 2010 年每股收益分别为 0.37 元和 0.45 元，对应动态市盈率为 21 倍和 18 倍，最新 PB2.9 倍，较行业平均水平明显偏低。每股重估净资产 4.48 元，股价相对溢价 78%，与行业水平相当。我们认为，公司目前估值上已具有明显优势，新增土地储备只是时间问题。一旦公司有适宜的项目储备入账，必将有效提升其估值水平，成为股价上涨的催化剂。因此，公司属于进可攻、退可守的品种，维持对其“推荐”的投资评级。

分析师

刘 昆： 黄清林：
☎(86-755) 83516214 ☎(86-755) 83515512
✉ liuk@cgws.com ✉ huangql@cgws.com

万 知：
☎(86-10) 88366060 - 8780
✉ wanz@cgws.com

投资评级：推荐（维持）

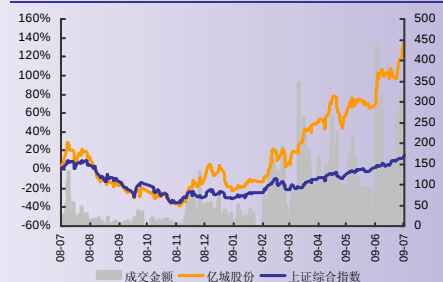
公司数据(最新) 最新股价：7.98 元

公司总股本	90,293 万股
已流通 A 股	73,242 万股
十大流通股东持股比例	28%
ROE	11.38%
每股净资产	4.21 元
资产负债率	50%
基本每股收益	0.30 元

公司盈利预测及评级

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	104,708	203,200	247,189	280,548
(+/- %)	-50%	94%	22%	13%
净利润(万元)	27,087	33,734	40,487	50,514
(+/- %)	-9%	25%	20%	25%
EPS(元)	0.30	0.37	0.45	0.56
PE(倍)	27	21	18	14

股价表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、现有项目保障公司未来三年业绩 20%-25%的增长

公司目前共有五个项目储备，分别位于北京、苏州和秦皇岛。总计未结算项目储备面积 100 万平米，权益面积 80 万平米。

表 1：公司现有项目储备情况

项目名称	地理位置	产品类型	项目获取时间	未结算面积	权益	未结算权益面积
西山华府	北京市海淀区西北旺镇	高端住宅	2005 年	25.42	100%	25.42
亿城新天地	苏州工业园区湖东区域	低端住宅	2005 年	28.21	100%	28.21
中关村软件园	北京中关村软件园	高端住宅	2009 年	8.26	100%	8.26
胥口项目	苏州吴中区胥口镇	商业、高端住宅	2007 年	14.00	55%	7.70
秦皇岛项目	秦皇岛黄金海岸滨海区	旅游地产	2007 年	24.00	51%	12.24
合计				100		82

数据来源：公司公告，长城证券研究所

但能为公司近年贡献收益的，主要是西山华府、亿城新天地和中关村软件园这三个项目。这些项目的陆续结算，可保障公司未来三年业绩保持 20% - 25% 的复合增长率。

西山华府：坐落于北京西北旺地区的高端住宅，项目引进的教育资源和本身的精工细作是主要卖点。截至 2009 年 5 月 31 日，西山华府北区实现签约销售 10.07 亿元，东区实现签约销售约 10.22 亿元，荣获今年上半年北京单盘销售金额冠军。目前销售均价为 1.9 万元/平米，预计下半年新推南区售价在 2.1-2.1 万元/平米。从销售和施工进度看，该项目今年将主要结算北区和东区，明年结算南区，后年结算综合楼商业部分。

亿城新天地：位于苏州工业园区的以小户型为主的青年公寓。一期于 2007 年 9 月开盘，销售比例 93%，实现均价 5700 元/平方米。二期于 2009 年 3 月开盘，截至 2009 年 5 月 31 日，实现签约销售金额约 3 亿元，均价 5400 元/平方米。随着苏州房地产市场回暖，下半年二期新推盘售价预计将提升至 5500-5700 元/平米。该项目预计结算进度为：今年结算一期已售未结部分，明年结算二期，后年结算三期。

中关村软件园项目：位于北京中关村软件园内，园区景观优美，整体容积率仅 0.4。该项目是目前园区唯一一块住宅用地，由于园区各规划已基本成形，后续难再有住宅用块出让，且目前上地片区新盘也很少。项目目标客户是园区内工作的高级白领，户型设计以 100 平米左右的中等户型为主，销售前景较为乐观。该项目将于

年底动工，预计明年销售，后年开始结算。

表 2：预计公司未来三年项目结算情况

项目名称	预计 毛利率	结算面积（万平米）			结算均价（元/平米）			结算收入（万元）		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
西山华府	48%	9.00	9.00	5.42	19,000	20,500	20,500	171,000	184,500	111,200
亿城新天地	23%	5.30	11.00	9.00	5,700	5,500	5,700	30,210	60,500	51,300
中关村软件园	44%			5.78			20,000			115,640
合计		14.3	20.0	20.2				201,210	245,000	278,140

数据来源：长城证券研究所

表 3、预计公司未来三年业绩增长情况

（单位：万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	104,708	203,200	247,189	280,548
增长率（YOY）	-50%	94%	22%	13%
营业成本	60,653	117,348	141,953	160,675
增长率（YOY）	-50%	93%	21%	13%
毛利率	42.1%	42.3%	42.6%	42.7%
营业利润	30,627	44,387	53,983	67,352
增长率（YOY）	-36%	45%	22%	25%
归属母公司净利润	27,087	33,734	40,487	50,514
增长率（YOY）	-9%	25%	20%	25%

资料来源：长城证券研究所

二、战略转型 + 适时拿地，提升公司未来可持续发展能力

我们认为，公司 08 年开始的战略转型和 09 年的适度拿地，将有效提升其未来可持续发展能力。

08 年当国内宏观经济增长放缓、房地产行业销量急剧调整等逆境来袭，公司管理层果断地调整了经营策略，提出了“成本优先、现金为王”的操作思路。提前收缩了业务规模，并对部分储备项目进行调整，更改了合作方式，回收了部分现金。而九亿元公司债的审核通过，使公司再有机会获得一笔未来发展的储备资金。

同时面对变化的市场环境下，公司管理层重新制定了未来三年的战略发展思路，即聚焦实惠高端，意在打造兼具高端品质和实惠价格的住宅产品。这意味着公司将逐步放弃受保障性住房冲击的低端民生类产品、以及开发周期长、对宏观经济敏感度高的旅游地产。未来公司将选择顾客群比较成熟的区域，以西山华府模式不断提

升产品附加值，打造具有差异化的、高性价比的住宅产品，提高公司的资产周转率。

此外，公司计划今年在北京、天津和苏州新增 70 万平米土地储备。事实上，公司年初就在着手挑选土地，原计划发完企业债、资金到账后再去拿地。目前，北京土地市场热度很高，公司表示拿地计划可能会有微调，但仍有信心拿到合适的土地。预计公司在此次补充土地储备后，未来开发和销售规模将上一个新的平台。因此，公司如能在下半年顺利拿地，能有效化解市场对其可持续发展能力的担忧，提升其每股重估净资产和估值水平。

三、估值及投资建议

我们预计公司 09 年和 2010 年每股收益分别为 0.37 元和 0.45 元，对应动态市盈率为 21 倍和 18 倍，最新 PB2.9 倍，较行业平均水平明显偏低。每股重估净资产 4.48 元，股价相对溢价 78%，与行业平均水平相当。

我们认为，公司目前估值上已具有明显优势，新增土地储备只是时间问题。一旦公司有适宜的项目储备入账，必将有效提升其估值水平，成为股价上涨的催化剂。因此，公司属于进可攻、退可守的品种，我们维持对其“推荐”的投资评级。

表 4、公司与同行估值对比

股票简称	2008PE	2009PE	2010PE	最新 PB	股价/RNAV 折溢价
万科	36	31	21	4.51	100%
保利地产	41	32	20	6.71	176%
招商地产	47	32	25	3.88	46%
金地集团	44	33	27	4.01	92%
滨江集团	37	35	24	8.07	166%
冠城大通	51	34	22	6.00	97%
栖霞建设	42	39	28	2.90	62%
华发股份	30	26	23	4.18	85%
万业企业	23	22	26	3.51	53%
新潮中宝	43	36	26	7.54	88%
深振业 A	47	21	20	4.08	93%
福星股份	23	21	17	2.07	36%
广宇集团	44	29	27	4.76	51%
深长城		14	15	2.68	-13%
大连友谊	28	17	12	4.77	28%
行业平均	39	29	23	4.51	78%
亿城股份	27	21	18	2.88	78%

数据来源：长城证券研究所



表 5、公司重估每股净资产

项目	未结算面积（万平米）	预计毛利率	预计重估增值（万元）
西山华府	25.42	48%	83,741
亿城新天地	28.21	23%	9,484
中关村软件园	8.26	44%	32,031
南京万盛世纪新城	14.00		
苏州冠城宏业	24.00		
房地产项目合计重估增值			125,256
账面净资产			249,521
商业物业重估增值			30,000
重估净资产			404,778
每股重估净资产(元)			4.48

数据来源：长城证券研究所

表 6、公司未来三年财务数据预测

利润表（万元）					主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
	10470								
营业收入	8	203200	247189	280548	成长性				
						-49.5			
营业成本	60653	117348	141953	160675	营业收入增长	%	94.1%	21.6%	13.5%
						-50.3			
销售费用	3603	3658	4202	3928	营业成本增长	%	93.5%	21.0%	13.2%
						-35.8			
管理费用	10413	10160	11123	10100	营业利润增长	%	44.9%	21.6%	24.8%
						-33.6			
财务费用	1936	4470	6180	5611	利润总额增长	%	43.9%	21.6%	24.8%
投资净收益	13443	0	0	0	净利润增长	%	24.5%	20.0%	24.8%
营业利润	30627	44387	53983	67352	盈利能力				
营业外收支	217	0	0	0	毛利率	42.1%	42.3%	42.6%	42.7%
利润总额	30844	44387	53983	67352	销售净利率	25.9%	16.6%	16.4%	18.0%
所得税	4072	10653	13496	16838	ROE	10.7%	11.7%	12.3%	13.3%
少数股东损益	-314	0	0	0	ROIC	6.2%	9.5%	9.4%	13.8%
净利润	27087	33734	40487	50514	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	3.4%	1.8%	1.7%	1.4%
	44842								
流动资产	1	669167	668037	620860	管理费用/营业收入	9.9%	5.0%	4.5%	3.6%
货币资金	67048	50800	61797	100859	财务费用/营业收入	1.8%	2.2%	2.5%	2.0%
应收帐款	1634	203	247	281	投资收益/营业利润	43.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	13.2%	24.0%	25.0%	25.0%
	36023					902.3			
存货	9	586739	567813	482025	应收帐款周转率	114.01	3	936.79	869.57
非流动资产	62570	60607	59076	57674	存货周转率	0.13	0.20	0.27	0.28
固定资产	25911	24340	23201	22192	流动资产周转率	0.19	0.30	0.38	0.40
	51099								
资产总计	1	729774	727113	678533	总资产周转率	0.17	0.28	0.35	0.37
	18850								
流动负债	8	373557	368107	306712	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	50.3%	60.5%	54.8%	44.2%
应付款项	34138	66048	79897	90435	流动比率	2.38	1.79	1.81	2.02
非流动负债	68302	68302	30603	-7095	速动比率	0.47	0.22	0.27	0.45
长期借款	68302	68302	30603	-7095	每股指标（元）				
	25681								
负债合计	0	441859	398710	299616	EPS	0.300	0.374	0.448	0.559
	25418								
股东权益	1	287915	328403	378917	每股净资产	4.15	3.14	3.59	4.14
股本	60195	90293	90293	90293	每股经营现金流	-0.74	-1.83	1.13	1.94
	18932								
留存收益	7	223061	263548	314062	每股经营现金/EPS	-1.6	-4.9	2.5	3.5
少数股东权益	4660	4660	4660	4660	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
	51099								
负债和权益总计	1	729774	727113	678533	PE	17.7	21.4	17.8	14.3
现金流量表（万元）					PEG	0.77	0.95	0.72	-
经营活动现金流	-44577	-165328	102162	175149	PB	1.9	2.5	2.2	1.9
其中营运资本减少	-57934	-201547	59127	121997	EV/EBITDA	26.84	18.28	13.53	9.44
投资活动现金流	24443	-524	-1016	-1236	EV/SALES	5.24	4.62	3.43	2.54
其中资本支出	-903	-524	-1016	-1236	EV/IC	1.96	1.86	1.87	2.11
融资活动现金流	-51069	0	-37698	-37698	ROIC/WACC	0.81	1.25	1.24	1.82
净现金总变化	-71203	-165851	63447	136215	REP	2.42	1.49	1.50	1.16

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

刘 昆: 管理学硕士，拥有五年证券研究工作经验，具备证券投资咨询资格、期货从业资格；2006 年底加入长城证券，任房地产行业研究员。

黄清林: 管理学硕士，注册会计师，中级经济师，2005 年至 2007 年 12 月于招商地产发展部任发展经理，2008 年 1 月加入长城证券，任房地产行业分析师。

万 知: 经济学硕士，一年地产战略研究经验，出版证券投资专著一本；2008 年加入长城证券，任房地产行业研究员。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；
	回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>