

房地产行业

适度加快开发进度，稳健运营仍是基础

肖剑

010-88092288-3207

xj@swsc.com.cn

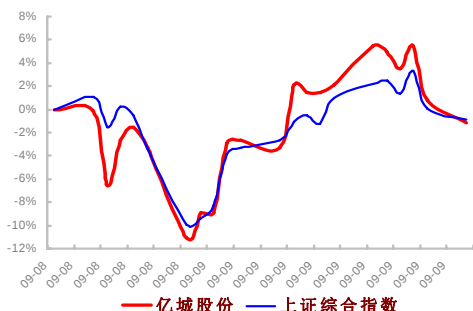
——亿城股份（000616）调研简报——

2009 年 9 月 22 日

买入（首次）

本次评级	买入
上次评级	—
目标价格	8.00
当前价格	5.81

一月市场表现



基本数据

流通市值(亿元)	47.77
总市值(亿元)	54.18
总股本(亿股)	9.03
流通股本(亿股)	7.95
12个月最高/最低(元)	9.55/3.08

盈利预测(万元、元)

项目	2009E	2010E	2011E
营业收入	203,226	247,215	280,574
营业成本	117,374	141,979	160,701
销售费用	3,684	4,228	3,954
管理费用	10,186	11,149	10,126
净利润	34,311	42,437	53,272
每股收益	0.38	0.47	0.59

投资摘要:

- 近期，我们调研了亿城股份，与公司管理层进行了深入交流。
- 截至上半年，公司共取得 20 亿元的预售账款，同比增长 90%。公司 09 年可结转收入的房地产项目主要有西山华府一期和二期（东区），以及亿城新天地一期，目前业绩已经完全锁定。
- 公司 7 月以 7900 万元的总价款收购了三亚东河项目，土地面积为 2.2 万平方米，规划用途为商服用地，容积率为不大于 0.7。该项目具有良好的开发收益前景，且规模较小，适合作为公司试探性进入三亚休闲地产市场启动项目。我们认为，公司对整个地产行业的认识较为理性客观，谨慎乐观、稳健运营是公司发展最为理想的状态。
- 公司目前主要项目储备有五个，总计未结算权益面积为 80 万平方米。公司计划未来三年再增加土地储备约 70 万平方米。若此计划能够实现，且地产行业不出现大幅波动的前提下，我们认为公司未来三年业绩将保持 25%—30% 的增长。
- 预计公司 2009—2011 年的每股收益分别为 0.38 元、0.47 元和 0.59 元；对应市盈率分别为 21 倍、17 倍和 14 倍；给予“买入”的投资评级。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

上半年公司实现营业收入 8.5 亿元，净利润 9300 万元，同比分别增长 150%和 15%。每股收益 0.1 元，业绩基本符合预期。

销售较为顺利 全年业绩基本锁定

上半年公司抓住房地产市场回暖的契机，取得了较好的销售成果。其中西山华府项目上半年实现销售额 18.7 亿元，在北京单个楼盘成交金额排行榜中名列首位；苏州亿城新天地二期三个月销售比例即超过 60%，共实现销售额 4.4 亿元。项目拓展方面，公司在北京地价快速上涨前成功获取了软件园项目，新增项目储备 8.26 万平米。截至上半年，公司共取得 20 亿元的预售账款，同比增长 90%。公司 09 年可结转收入的房地产项目主要有西山华府一期和二期（东区），以及亿城新天地一期，目前业绩已经完全锁定。

表1：公司预收账款状况

项目	数额（元）	预计竣工时间	预售比例(%)
西山华府—北区	340,072,505	已完工	83.98%
西山华府—其余	1,100,721,489	2009.10	部分竣工
亿城新天地—6#	44,178,591	已完工	92.41%
亿城新天地—7#	376,435,625	2010.05	62.21%
合计	1,861,408,210		

资料来源：公司半年报，西南证券

中低档项目使利润增幅受到影响

公司收入增长幅度远远大于净利润增幅。针对这一现象，公司表示主要有三方面原因：第一、公司房地产业务的毛利率同比降低 13 个百分点，主要是因为公司结算项目之一亿城新天地为中低档项目，毛利率水平低于上年同期结算的项目。第二、去年公司同期有 6000 万的投资收益，主要来自合作晨枫家园项目，本期该项目合作已终止。第三、公司公益性捐赠和赔偿支出增加，导致营业外支出大幅增长。我们认为，随着公司主要项目—西山华府的进一步投建，公司高端房产在总收入中的比例将有所提升，从而提高公司毛利率，使得净利润增幅与收入增幅的差距收窄。

适度加快开发进度 稳健运营仍是基础

对于公司未来一年的发展计划，公司表示，在对地产行业谨慎乐观和公司稳健运营的原则下，主要加强三个方面的工作：第一、继续加强营销工作，保持较快的存货去化速度，以保持良好的经营成果与稳健的财务状况。第二、适度加快房地产项目的开发进度，天津山水颐园公建部分将于下半年开工，亿城新天地三期、软件园项目争取在 2010 年初开工。第三、加强项目拓展工作，

争取在公司已有开发项目的重点城市获取价格合理、发展前景较好的项目，满足公司长期稳健发展的需要。公司 7 月以 7900 万元的总价款收购了三亚东河项目，土地面积为 2.2 万平米，规划用途为商服用地，容积率为不大于 0.7。该项目具有良好的开发收益前景，且规模较小，适合作为公司试探性进入三亚休闲地产市场启动项目。

未来三年将保持 25%—30%的增长

公司目前主要项目储备有五个，总计未结算权益面积为 80 万平米。公司计划未来三年再增加土地储备约 70 万平米。若此计划能够实现，且地产行业不出现大幅波动的前提下，我们认为公司未来三年业绩将保持 25%—30%的增长。

表2：公司项目储备情况

项目	权益	规划建筑面积	可售面积	可供结算面积	毛利率	位置
亿城西山华府一期（北区）	100%	10.39	7.60	7.02	37%	北京
亿城西山华府二期（东区）	100%	9.65	7.20	7.20	37%	北京
亿城西山华府二期（南区）	100%	12.04	7.50	7.50	39%	北京
亿城西山华府（综合楼）	100%	4.57	3.70	3.70	34%	北京
亿城新天地一期（6#地块）	100%	11.63	9.42	3.14	26%	苏州
亿城新天地二期（7#地块）	100%	13.27	10.75	10.75	23%	苏州
亿城新天地三期（8#地块）	100%	9.7	7.86	7.86	21%	苏州
北京中关村软件园项目	100%	8.26	6.69	6.69	34%	北京
胥口项目	55%	14	11.34	11.34		苏州
秦皇岛项目	51%	24	19.44	19.44		秦皇岛

资料来源：公司资料，西南证券

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 年上半年，西山华府一期（北区）实现签约销售 10.07 亿元，二期（东区）实现签约销售约 10.22 亿元，销售较为理想。

目前销售均价为 2.6 万元/平米，预计下半年新推南区售价在 2.3-2.0 万元/平米。从销售和施工进度看，该项目 2009 年将主要结算北区和东区，2010 年结算南区，2011 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 5600 元/平方米。二期于 2009 年 3 月开盘，截至 2009 年上半年，实现签约销售金额约 3 亿元，均价 5500 元/平方米，下半年二期新推盘售价预计将提升至 5700 元/平米。该项目预计结算进度为：2009 年结算一期已售未结部分，2009 年争取二期全部销售完成，结算将在 2010 年；2010 年三期销售完毕，结算将在 2011 年。

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 平方米左右的中等户型为主，销售前景较为乐观。该项目将于 09 年底动工，预计 2010 年销售，2011 年开始结算。

表3：公司主要项目盈利预测

项目	结算面积（万平米）			结算均价（元/平米）			结算金额（万元）		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
亿城西山华府一期（北区）	5.32	2.28		19000	21000		101080	47880	
亿城西山华府二期（东区）	5.04	2.16		25000	23000		126000	49680	
亿城西山华府二期（南区）		5.63	1.88		22000	22000		123860	47520
亿城西山华府四期			3.70			20000			74000
亿城新天地一期（6#地块）	3.14			5600			17584		
亿城新天地二期（7#地块）		10.75			5500			59125	
亿城新天地三期（8#地块）			7.86			5700			44802
北京中关村软件园项目			6.69			17000			113730
合计	13.5	20.8	27.1				244664	280545	280052

资料来源：公司资料 西南证券

给予“买入”的投资评级

我们认为，公司对整个地产行业的认识较为理性客观，谨慎乐观、稳健运营是公司发展最为理想的状态。预计公司 2009—2011 年的每股收益分别为 0.38 元、0.47 元和 0.59 元；对应市盈率分别为 21 倍、17 倍和 14 倍；给予“买入”的投资评级。

附表 1：公司盈利预测

资产负债表（万元）					利润表（万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	448421	667806	627828	646663	营业收入	104708	203226	247215	280574
货币资金	67048	51044	59402	61184	营业成本	60653	117374	141979	160701
应收帐款	1634	2039	2379	2450	销售费用	3603	3684	4228	3954
应收票据	0	0	0	0	管理费用	10413	10186	11149	10126
存货	360239	585035	531699	547650	财务费用	1936	4491	5940	6058
非流动资产	62570	62425	60823	62648	投资净收益	13443	0	0	0
固定资产	25911	25070	23872	24588	营业利润	30627	45257	54485	55575
资产总计	510991	730231	688650	709310	营业外收支	217	0	0	0
流动负债	188508	363678	320063	329665	利润总额	30844	45257	54485	55575
短期借款	0	0	0	0	所得税	4072	10861	13621	13894
应付款项	34138	65857	74816	77060	少数股东损益	-314	0	0	0
非流动负债	68302	70351	31521	32466	净利润	27087	34311	42437	53272
长期借款	68302	70351	31521	32466	财务指标				
负债合计	256810	434029	351584	362131	管理费用/营业收入	9.90%	5.10%	4.59%	4.64%
股东权益	254181	296202	337067	347179	财务费用/营业收入	1.80%	2.24%	2.55%	2.58%
股本	60195	93001	93001	95791	投资收益/营业利润	43.90%	46.21%	43.67%	46.83%
留存收益	189327	229401	270266	278374	所得税/利润总额	13.20%	24.48%	25.50%	25.76%
少数股东权益	4660	4799	4799	4943	应收帐款周转率	114.32	942.81	920.51	929.72
现金流量表（万元）					存货周转率	0.13	0.21	0.26	0.26
经营活动现金流	-44577	-156271	121190	124825	流动资产周转率	0.19	0.32	0.38	0.39
其中营运资本减少	-57934	-192868	78124	80468	总资产周转率	0.17	0.29	0.34	0.35
投资活动现金流	24443	-534	-1010	-1041	资产负债率	50.30%	60.59%	52.12%	52.64%
其中资本支出	-903	-534	-1010	-1041	流动比率	2.38	1.87	1.99	2.01
融资活动现金流	-51069	0	-38451	-39605	速动比率	0.47	0.23	0.30	0.30
净现金总变化	-71203	156805	81726	84178					

资料来源：西南证券研发中心

附表 2：同类公司财务纵比

公司名称	EPS (元)	BPS (元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE	应收账款周率 (次)	存货周转 (次)	流动比率 (倍)	速动比率 (倍)	产比率 (%)
万通地产	1.0403	5.69	43.47	10.90	19.88	391.46	0.57	2.56	0.74	1.41
招商地产	0.9408	8.65	41.29	34.36	13.70	43.66	0.10	2.27	0.60	1.42
保利地产	0.9100	5.74	40.80	14.43	17.25	81.51	0.27	2.73	0.67	2.70
华发股份	0.8800	5.51	37.61	18.72	17.36	17466.03	0.29	2.13	0.35	1.94
新湖创业	0.8300	2.68	61.79	19.47	36.46	1042.02	0.33	1.91	0.14	0.93
万业企业	0.8269	5.82	35.61	26.61	13.65	262.83	0.33	3.99	0.98	0.45
金地集团	0.5000	5.54	43.14	8.61	9.49	1097.78	0.24	2.19	0.38	2.65
中华企业	0.4270	2.98	34.08	12.85	15.10	114.70	0.41	1.82	0.39	1.98
苏宁环球	0.4000	1.37	53.12	22.75	39.25	37.06	0.32	1.41	0.27	2.27
万科 A	0.3700	2.90	39.00	9.84	13.24	45.86	0.33	1.76	0.43	2.52
绿景地产	0.3064	1.30	54.37	12.13	23.74	105.38	0.48	1.51	0.39	2.01
新湖中宝	0.3000	1.59	32.12	23.98	20.61	128.89	0.34	1.89	0.53	1.95
深振业 A	0.2962	3.16	68.14	14.70	9.07	3145.86	0.08	1.74	0.08	2.65
宜华地产	0.2500	1.88	31.80	16.63	14.46	-	0.38	2.59	0.60	0.96
名流置业	0.2400	3.48	52.67	30.62	7.33	40.83	0.18	6.30	2.33	0.33
广宇集团	0.2400	2.23	35.72	12.44	10.92	93.15	0.16	2.16	0.09	3.48
京能置业	0.2400	1.83	46.82	22.10	14.01	63.22	0.21	1.82	0.71	2.65
苏州高新	0.2329	2.88	23.75	6.72	8.40	3.41	0.39	1.52	0.42	2.77
沙河股份	0.2160	1.94	61.22	13.96	11.77	50.73	0.12	1.52	0.30	3.17
栖霞建设	0.1917	2.47	40.44	11.80	9.35	2711.54	0.18	2.47	0.50	1.64
中航地产	0.1291	6.51	28.23	1.60	1.95	15.42	0.49	1.52	0.36	2.09
天房发展	0.1000	3.35	27.82	7.46	3.06	136.22	0.17	2.61	0.38	1.49
泛海建设	0.0940	3.62	46.67	14.84	2.59	16.07	0.07	2.57	0.56	1.36
深长城	0.0283	7.19	40.40	0.60	0.38	15.57	0.23	1.67	0.23	2.21
广宇发展	-0.0760	0.86	27.71	-2.27	-8.45	15.07	0.69	1.37	0.28	4.70
冠城大通	0.3000	2.36	17.76	3.88	15.12	12.71	0.86	1.40	0.40	3.92

资料来源：西南证券研发中心

附表 3：重点上市公司盈利预测与估值

代码	证券名称	评级	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2009PE	2010PE	2011PE	目标价位
000002	万科 A	买入	0.56	0.64	0.83	24.10	21.24	16.84	13.69
000024	招商地产	买入	1.01	1.21	1.51	30.30	26.10	20.14	30.87
600048	保利地产	买入	0.93	1.32	1.91	30.56	24.36	19.66	32.71
600067	冠城大通	买入	0.59	0.90	1.15	23.69	18.95	12.64	15.19
600383	金地集团	买入	0.52	0.68	0.81	29.63	26.34	20.91	16.75
600325	华发股份	买入	0.86	1.04	1.12	25.73	20.98	16.62	20.85
600533	栖霞建设	买入	0.20	0.25	0.31	35.00	31.21	26.47	7.67
000616	亿城股份	买入	0.38	0.47	0.59	20.63	18.33	14.47	8.00
600153	建发股份	增持	0.70	0.91	1.09	20.46	16.98	12.33	14.40
600736	苏州高新	增持	0.28	0.33	0.39	28.60	22.45	19.67	7.70
600052	浙江广厦	增持	0.56	0.78	0.93	17.84	11.43	9.74	9.32
600376	首开股份	增持	0.71	1.01	1.42	31.30	26.74	18.93	25.37
600641	万业企业	增持	0.53	0.64	0.76	21.64	17.86	13.44	11.04
600649	城投控股	增持	0.43	0.59	0.71	26.87	22.61	17.34	12.40
000667	名流置业	增持	0.30	0.58	0.81	26.96	20.49	16.38	11.08
000046	泛海建设	增持	0.26	0.30	0.38	59.67	50.39	39.08	15.16
002146	荣盛发展	增持	0.69	0.89	1.07	37.45	30.21	16.36	23.41
000718	苏宁环球	增持	0.45	0.74	1.01	28.42	21.36	12.55	13.76
600675	中华企业	中性	0.51	0.71	0.80	33.65	24.86	20.06	16.95
000043	中航地产	中性	0.13	0.34	0.57	120.00	53.18	31.72	17.25
000042	深 长 城	中性	1.21	1.33	1.49	18.32	14.69	13.59	20.65
600266	北京城建	中性	0.65	0.87	1.21	25.74	20.47	15.31	17.69
000031	中粮地产	中性	0.10	0.15	0.19	113.69	82.61	60.19	11.73

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3215

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>