

亿城股份：产品聚焦实惠高端 土地储备增加
- 品质、成长系列小盘地产股
报告关键点：

- 新增优质项目：北京青龙湖项目、中关村软件园项目。
- 低负债状况利于9亿元公司债顺利发行。
- 上半年销售就有20多亿元，09、10年业绩增长确定性高。
- 提高6个月目标价至9.5元/股。
- 我们已推荐的品质、成长系列小盘股还有华业地产、滨江集团。

报告摘要：
1. 公司项目储备合理，能够满足公司未来3-4年开发

公司积极增加项目储备，新增北京青龙湖项目、中关村软件园项目。现有项目储备约140万平米，主要集中于北京、苏州、秦皇岛（表1），目前在售的主要是两个项目：北京西山华府和苏州新天地。虽然项目不多，但公司可售、可结算资源仍能够满足未来三到四年业绩持续增长需要。

2. 公司今年在售项目销售形势良好，09、10年业绩增长确定性高

- 上半年市场形势较好，公司销售情况喜人，共实现房地产销售20.4亿元（其中2季度销售就达16.7亿元），而去年全年仅有9.44亿元、去年上半年仅为5.27亿元。
- 截止09年6月30日，西山华府累计签约销售额超过20亿元，其中大部分预计将在2009年和2010年结算；亿城新天地一期销售超过92%，未结部分预计将在2009年结算，二期09年3月开盘以来签约销售额超过3亿元，预计将在2010年结算。

3. 公司财务状况非常健康，较大的财务扩张空间利于9亿元公司债顺利发行

截止2009年中期，公司资产负债率57.8%，扣除预收账款后的资产负债率仅为25.9%，有息负债率也只有20.1%，整体而言，公司的负债较轻，财务扩张有较大空间，而这为公司未来项目的拓展提供了有利条件。在此背景下，公司申请了发行公司债，并于2009年9月11日获得中国证券监督管理委员会核准，可以向社会公开发行面值不超过9亿元的公司债券，公司债的发行有利于公司项目的快速开发，但对公司财务的影响相对较小。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,073.8	1,047.1	1,997.3	2,114.7	2,499.6
Growth(%)	47.4%	-49.5%	90.7%	5.9%	18.2%
净利润	297.6	270.9	335.6	417.5	506.2
Growth(%)	116.2%	-9.0%	23.9%	24.4%	21.2%
毛利率(%)	41.1%	42.1%	41.5%	45.1%	45.7%
净利润率(%)	14.4%	25.9%	16.8%	19.7%	20.3%
每股收益(元)	0.33	0.30	0.37	0.46	0.56
每股净资产(元)	2.56	2.82	3.11	3.48	3.94
市盈率	16.2	17.8	14.4	11.5	9.5
市净率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
净资产收益率(%)	12.8%	10.5%	11.9%	13.3%	14.4%
ROIC(%)	24.6%	12.7%	12.9%	17.1%	17.1%
EV/EBITDA	3.9	10.4	9.4	7.9	6.7
股息收益率	0.7%	2.5%	1.4%	1.7%	2.1%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：
买入-A

上次评级：增持-A

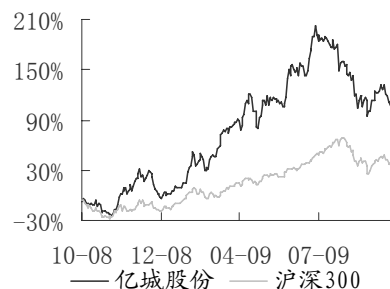
目标价格：
9.50 元

期限：6 个月 上次预测：8.10 元

现价：5.34 元

报告日期：
2009-09-29
市场数据

总市值(百万元)	4,821.62
流通市值(百万元)	4,243.41
总股本(百万股)	902.93
流通股本(百万股)	794.65
12 个月最高/最低	3.08/9.55 元
十大流通股股东(%)	30.37%
股东户数	59,570

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.28)	(22.37)	61.32
绝对收益	(8.73)	(28.90)	93.80

研究员
陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

前期研究成果

 亿城股份：项目储备优化 稳健发展可期
 2009-06-26

表 1: 亿城股份项目储备

项目名称	权益比例	位置	占地面积	规划建设面积	权益可结算面积
西山华府一期	100.0%	北京		10.43	6.85
西山华府二期	100.0%	北京		27.31	27.31
中关村软件园项目	100.0%	北京	4.31	8.26	8.26
青龙湖项目	70.0%	北京	34.35	37.79	18.52
亿城新天地一期	100.0%	苏州		11.62	7.49
亿城新天地二期	100.0%	苏州		13.27	13.27
亿城新天地三期	100.0%	苏州		9.70	9.70
胥口镇项目	55.0%	苏州	10.54	14.00	7.70
秦皇岛项目一期	51.0%	秦皇岛	59.83	24.00	12.24
秦皇岛项目二期	51.0%	秦皇岛	134.27	53.86	27.47
三亚东河项目	90.0%	三亚	2.25	1.57	1.41
合计			245.5	211.8	140.2

数据来源: 安信证券研究中心

注: 秦皇岛项目二期规划建设面积参考一期项目容积率计算得出

4. 公司战略转型顺利进行, 进一步实施聚焦实惠高端项目策略

所谓“实惠高端”, 是一种区别于奢侈昂贵的豪宅和普通中端的民生住宅的中间一类产品, 它注重产品与人文、教育等附加值的结合, 是一种具有高性价比的消费升级类住宅产品, 是为满足“刚性需求”中高尚追求而造。聚焦实惠高端就是说, 未来三年公司的产品类型将主要集中在实惠高端住宅产品, 而放弃苏州新天地这类民生型产品线。

4.1 积极补充符合公司产品线的土地储备

公司今年先后在北京拿下了中关村软件园项目和丰台区青龙湖项目, 均是公司践行聚焦实惠高端路线的结果。

其中, 青龙湖项目将为未来几年公司业绩的稳定增长奠定良好的基础。

2009 年 9 月 11 日, 公司全资子公司北京亿城房地产开发有限公司、深圳市道勤投资有限公司与北京新鸿基盛城置业集团有限公司签订《关于转让北京西海龙湖置业有限公司股权及债权的协议》, 以 88,241 万元的总价款收购了新鸿基盛城置业拥有的北京西海龙湖置业有限公司 100% 股权及债权的方式获得青龙湖项目, 北京亿城和深圳道勤分别占 70% 和 30% 股权。青龙湖项目系 2008 年 1 月通过土地招标取得, 成交价款为 85,200 万元。公司此次收购相对于 08 年 1 月份的成交价仅溢价 3.57%, **折合楼面地价仅 2335 元/平米**, 在当前土地市场火爆的情况下价格可以说是相当便宜, 近期项目周边招拍挂成交地块的楼面地价已超过 6000 元/平方米。

青龙湖项目地块位于北京市丰台区王佐镇, 东至规划青龙湖 23 号路, 南至青龙湖长青路, 西至青龙湖 16 号路, 北至青龙湖 22 号路, 建设用地面积为 34.35 万平方米, 土地规划用途为居住用地, 容积率为 1~1.1, 计容积率建筑面积约 37.79 万平方米。

该项目属于北京市青龙湖郊野休闲社区建设项目的一部分, 环境优美, 位置优越, 总规划建设面积与西山华府项目相当, 符合公司确定的聚焦实惠高端产品的战略方向, 公司计划打造成第二个西山华府项目。

4.2 处置不符合公司未来发展战略及当前市场环境的项目

目前, 公司已经退出沈阳棋盘山项目, 中止了对于北京 CBD 项目的合作开发并降低秦皇岛项目公司的持股比例至 51%。对于苏州胥口项目, 公司也有调整意愿。

5. 投资建议

我们在昨日发出的 **4 季度投资：“防御兼进攻”策略**（具体请参见报告）中的投资建议中提到，“投资选择 09、10 年业绩确定性高的公司，并确定两条投资主线：一是 “土地成本优势+开发能力” 公司，一是 “有商业地产概念” 公司。同时，从自下而上角度，我们也看好 **“产品开发品质优异、成长性高的小盘地产股”**：包括亿城股份、滨江集团、华业地产等。”。

亿城股份今年以来销售状况良好，业绩锁定性较强，我们预计公司 09、10 年归属于母公司的净利润分别为 3.37、4.17 亿元，每股收益 0.37、0.46。RNAV 重估值大约 6 元/股。

将公司 6 个月目标价提高至 9.5 元/股，目前股价 5.34 元/股，提高投资评级至“买入-A”。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-9-29

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,073.8	1,047.1	1,997.3	2,114.7	2,499.6	成长性					
减: 营业成本	1,221.5	606.5	1,168.9	1,160.5	1,356.8	营业收入增长率	47.4%	-49.5%	90.7%	5.9%	18.2%
营业税费	231.1	112.4	179.9	197.9	230.0	营业利润增长率	81.5%	-35.8%	47.4%	24.6%	21.9%
销售费用	38.5	36.0	68.7	72.7	86.0	净利润增长率	116.2%	-9.0%	23.9%	24.4%	21.2%
管理费用	91.4	104.1	129.8	116.3	137.5	EBITDA 增长率	79.9%	-37.6%	47.2%	24.0%	20.3%
财务费用	55.9	19.4	38.5	47.7	51.1	EBIT 增长率	86.0%	-38.9%	50.5%	24.6%	20.7%
资产减值损失	6.8	-3.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	107.7%	-18.1%	27.0%	24.4%	21.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	58.3%	24.7%	-5.7%	21.1%	15.6%
投资和汇兑收益	48.6	134.4	40.0	43.2	47.5	净资产增长率	179.5%	10.1%	10.6%	11.9%	13.0%
营业利润	477.2	306.3	451.5	562.7	685.8	利润率					
加: 营业外净收支	-13.0	2.2	-4.0	-6.0	-4.0	毛利率	41.1%	42.1%	41.5%	45.1%	45.7%
利润总额	464.2	308.4	447.5	556.7	681.8	营业利润率	23.0%	29.3%	22.6%	26.6%	27.4%
减: 所得税	169.4	40.7	111.9	139.2	170.4	净利率	14.4%	25.9%	16.8%	19.7%	20.3%
净利润	297.6	270.9	335.6	417.5	506.2	EBITDA/营业收入	26.4%	32.6%	25.2%	29.5%	30.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	25.7%	31.1%	24.5%	28.9%	29.5%
货币资金	1,382.5	670.5	1,597.0	1,379.9	1,400.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	49	97	45	40	33
应收帐款	158.6	89.0	131.3	139.0	164.4	流动营业资本周转天数	259	756	437	443	452
应收票据	-	-	13.1	13.9	16.4	流动资产周转天数	675	1,568	1,092	1,304	1,159
预付帐款	547.8	122.3	122.3	122.3	122.3	应收帐款周转天数	5	9	3	4	4
存货	2,549.0	3,602.4	5,764.5	6,041.2	6,690.9	存货周转天数	424	1,057	844	1,005	917
其他流动资产	-	-	-	-0.0	-	总资产周转天数	788	1,798	1,205	1,412	1,249
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	320	872	493	500	499
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	76.3	23.2	25.5	28.0	30.8	ROE	12.8%	10.5%	11.9%	13.3%	14.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	5.2%	4.1%	5.0%	5.7%
固定资产	305.5	258.7	242.3	231.3	220.3	ROIC	24.6%	12.7%	12.9%	17.1%	17.1%
在建工程	-	0.4	0.8	1.1	1.3	费用率					
无形资产	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7	销售费用率	1.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	327.4	341.6	366.8	367.2	367.4	管理费用率	4.4%	9.9%	6.5%	5.5%	5.5%
资产总额	5,349.1	5,109.9	8,265.5	8,325.7	9,015.5	财务费用率	2.7%	1.8%	1.9%	2.3%	2.0%
短期债务	75.0	-	100.0	100.0	180.1	三费/营业收入	9.0%	15.2%	11.9%	11.2%	11.0%
应付帐款	474.8	468.7	2,514.0	1,605.7	1,505.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	56.9%	50.3%	66.0%	62.2%	60.6%
其他流动负债	907.7	816.3	1,429.9	2,070.0	2,376.1	负债权益比	131.8%	101.0%	194.1%	164.8%	153.6%
长期借款	1,060.0	683.0	1,083.0	1,083.0	1,083.0	流动比率	2.34	2.38	1.74	1.88	1.92
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.05	0.47	0.43	0.40	0.39
负债总额	3,041.1	2,568.1	5,455.2	5,181.3	5,461.1	利息保障倍数	9.54	16.82	12.74	12.81	14.41
少数股东权益	41.5	46.6	46.6	46.6	51.7	分红指标					
股本	401.3	602.0	902.9	902.9	902.9	DPS(元)	0.04	0.14	0.07	0.09	0.11
留存收益	1,865.2	1,893.3	1,860.8	2,194.8	2,599.8	分红比率	11.6%	45.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,308.0	2,541.8	2,810.3	3,144.4	3,554.4	股息收益率	0.7%	2.5%	1.4%	1.7%	2.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	294.8	267.7	335.6	417.5	506.2	EPS(元)	0.33	0.30	0.37	0.46	0.56
加: 折旧和摊销	14.3	16.5	12.5	12.6	12.7	BVPS(元)	2.56	2.82	3.11	3.48	3.94
资产减值准备	6.8	-3.2	-	-	-	PE(X)	16.2	17.8	14.4	11.5	9.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
财务费用	65.3	56.7	30.4	38.5	47.7	P/FCF	574.2	-7.3	6.1	-33.7	56.5
投资收益	-48.6	-134.4	-40.0	-43.2	-47.5	P/S	2.3	4.6	2.4	2.3	1.9
少数股东损益	-2.8	-3.1	-	-	5.1	EV/EBITDA	3.9	10.4	9.4	7.9	6.7
营运资金的变动	-620.4	-595.1	421.6	-553.3	-471.6	CAGR(%)	12.3%	24.1%	19.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-237.0	-445.8	768.2	-118.8	56.0	PEG	1.3	0.7	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	7.0	244.4	35.6	38.6	42.6	ROIC/WACC	2.9	1.5	1.5	2.0	2.0
融资活动产生现金流量	1,374.8	-510.7	194.4	-131.2	-72.3	REP	0.3	0.8	1.2	0.8	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA (McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122