

亿城股份(000616.sz)

实惠高端遭遇限购，销售有待于突破

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010010

业绩符合预期

报告期内，公司实现营业收入 30.74 亿元，同比负增长 10.15%；实现归属于上市公司净利润为 5.47 亿元，同比增长 30.09%，折合每股收益 0.55 元，符合预期，净利润增长主要是房价上涨导致毛利率大幅提高所致。

受制行业调控，去年销售较弱，2011 年可售资源丰富

2010 年，公司实现销售金额 21.22 亿元，较 2009 年有所下滑，主要还是受制于行业政策的调控，也与公司现有贡献业绩的项目多数集中在北京有关。对于 2011 年，公司可售资源丰富，天津红桥、西山公馆及青龙湖三个项目合计的可销售资源价值在 70 亿元左右。

继续拿地，探索一二级联动开发，增强发展后劲

报告期内，公司新增储备约 32.53 万平方米；同时，探索采用“一二级联动”的模式，获得唐山近 800 亩的合作协议，增强了公司可持续发展能力。

2011 年业绩取决于西山公馆的销售状况

公司预售账款约锁定了 2011 年营业收入的 40%，其主要变数来自于西山公馆项目，假设能结算 50%，公司营业收入约为 27.99 亿元，将实现净利润 5.63 亿元，折合每股收益 0.57 元，对应的 PE 约 9.5 倍，业绩增长有限。

弹性较好，持有

从公司的重估价值来看，NAV 估值为 8.08 元/股，股价具有安全边际；从业绩锁定性和项目销售预期来看，2011 年应该不算乐观，不过从公司的弹性来看，可售资源丰富，未来一旦行业政策放松，楼市回暖，公司的销售会重新爆发出来，因此，综合来看，我们给予公司“持有”评级。

风险提示：行业调控风险，北京、天津限购风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3421.70	3074.44	2798.58	3361.74	4558.29
增长率(%)	226.78%	-10.15%	-8.97%	20.12%	35.59%
EBITDA(百万元)	615.83	854.70	830.82	946.37	1246.62
净利润(百万元)	420.15	546.59	563.14	625.42	731.07
增长率(%)	55.11%	30.09%	3.03%	11.06%	16.89%
每股收益(元)	0.47	0.55	0.57	0.63	0.74
市盈率	14.81	9.30	9.51	8.56	7.32
市净率	2.16	1.52	1.37	1.18	1.02
EV/EBITDA	9.25	6.11	4.41	4.19	3.58

数据来源: 亿城集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	5.39
目标价格(元)	6.30
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.78%	0.00%	-15.89%
沪深 300	-0.30%	4.98%	-1.85%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

993.22/993.22

主要股东:

乾通科技实业有限公司

主要股东持股比例

19.98%

财务比率

ROE	14.56%
ROA	8.71%
资产负债率	61.12%
每股净资产(元)	3.20

2009 年报数据

业绩增长30%，符合预期

报告期内，公司实现营业收入30.74亿元，同比负增长10.15%；实现归属上市公司净利润为5.47亿元，同比增长30.09%，折合每股收益0.55元，与我们预期的0.54元/股收益基本一致。

报告期业务收入来源主要是北京西山华府南区和苏州亿城新天地二期项目。由于北京房价的快速上涨，公司北京西山华府南区（三期）的销售价格要较西山华府东期（二期）的销售价格高出很多，从而导致2010年的结算毛利率大幅提升，公司结算毛利率由2009年的36.7%上升到2010年的48.6%，因而使得公司2010年结算收入下降了10.1%，而净利润反而上升了30%。

表1、财务数据对比表

指标	2009 年	2010 年	同比
营业收入	3,421.7	3,074.4	-10.1%
营业成本	2,166.3	1,581.5	-27.0%
营业税金及附加	505.5	526.7	4.2%
销售费用	40.5	54.7	35.0%
管理费用	109.4	73.4	-32.9%
财务费用	-40.7	50.3	-223.4%
营业利润	615.3	796.7	29.5%
净利润	419.6	544.4	29.7%
归属母公司净利润	420.2	546.6	30.1%
总股本	993.2	993.2	0.0%
每股收益	0.42	0.55	30.1%
毛利率	36.7%	48.6%	32.4%
三项费用率	3.2%	5.8%	
主营业务税率	14.8%	17.1%	
总资产	7,548.9	9,138.7	21.1%
现金	1,995.2	1,876.1	-6.0%
存货	4,649.8	6,438.1	38.5%
总负债	4,613.6	5,685.9	23.2%
预售账款	1,863.3	1,127.9	-39.5%
短期及一年内到期借款	0.0	610.0	
长期借款	743.4	673.0	-9.5%
应付债券	728.0	730.1	0.3%
归属母公司权益	2,885.3	3,341.6	15.8%
资产负债率	61.1%	62.2%	1.8%
每股净资产	2.9	3.4	15.8%
经营活动产生的净额	1,662.9	-1,143.1	-168.7%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

受制行业调控，去年销售较弱，2011年可售资源丰富

2010年，公司实现合同销售金额21.22 亿元，销售回款22.01 亿元，较2009 年有所下滑。

公司销售情况下滑，主要还是受制于行业政策的调控，也与公司现有贡献业绩的项目多数集中在北京有关，导致北京的西山公馆项目未能如期取得预售证，从而使得公司的销售状况没有达到同行业的增长水平；同时，由于该项目也是公司2011年结算的一个主力项目，因此，该项目在2011年的表现情况会对2011年的业绩产生重要影响。

对于2011年，公司可售资源丰富。如天津红桥项目，计划2011年10月份开始销售，可销售资源价值在17亿以上；西山公馆的约为27亿元，青龙湖约有25亿元的可推盘资源，三个项目合计的可销售资源价值在70亿元左右，不过，由于项目均处在受限购的北京和天津，因此，对于销售情况不能过于乐观。

继续拿地，探索一二级联动开发，增强发展后劲

报告期内，公司抓住时机，新增秦皇岛项目二期地块，增加储备约32.53万平方米；同时，公司顺应各地土地取得方式的特点，探索采用“一二级联动”的模式，并已初步收获成果，于2010年12月和2011年1月，分别成功签署唐山两项一级开发合作协议，涉及土地近800亩，增强了公司可持续发展能力，也是公司战略布局环渤海湾价值洼地的重要一步。

表2、公司项目储备情况表

城市	项目名称	权益	建筑面积 (平方米)	可售面积 (平方米)	预期售价 (元/平)	未结算面积 (平方米)
北京	西山华府三期	100%	120,400	80,668	32,000	20,167
	西山华府四期	100%	45,700	41,130	28,000	41,130
	西山公馆	100%	82,500	80,812	32,000	80,812
	青龙湖项目	70%	580,000	377,902	22,000	377,902
苏州	亿城新天地三期	100%	97,000	97,000	8,500	97,000
	胥口 51 号地块	55%	140,000	140,000	9,000	140,000
	苏地 2010-B-62 号	100%	115,940	115,940	10,000	115,940
秦皇岛	秦皇岛项目一期	70%	240,000	240,000	15,000	240,000
0	秦皇岛项目二期	70%	325,000	325,000	11,000	325,000
三亚	三亚东河项目	90%	15,716	15,716	25,000	15,716
天津	山水颐园公建	100%	41,800	41,800	16,000	41,800
0	红桥广场项目	100%	300,000	300,000	17,000	300,000
所有项目合计			2,104,056	1,855,968		1,795,467

数据来源：广发证券发展研究中心