

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

亿城股份

000616

推荐

加速产品在二三线城市复制，业绩高增长拉开序幕

近日我们又实地调研了公司，跟进了相关项目，情况如下。

投资要点:

■ **拓展与开发资金无忧，成本可控。**我们依然维持4月28日《风物长宜放眼量》报告中提出的，11年通过销售回款以及贷款等渠道可解决11年公司开发发展的资金需求，公司的发展资金来源和资金成本控制无忧的判断。

■ **提高既定产品线的复制能力和运作能力，加大二三线城市拓展并快速复制一线城市品牌。**经济高增长消费力强的二三线城市土地开发价值、资金周转效率并不比一线城市低，还可避免因一线城市项目储备占用大量资金带来的财务负担。公司今年的拓展战略在原有的以环渤海经济圈为主要开发区域新增对经济实力强、市场空间大的二三线城市的发展。有计划进入太原、廊坊等城市。同时计划在二三线城市快速复制针对实惠高端的首改和再改产品一线城市成功的产品线和品牌，如“华府”和“新天地”等品牌。公司已在苏州，并计划在唐山快速复制“华府”等系列产品，维持产品的高溢价高利润水平。

■ **11年公司一举扭转个别城市单盘上市到多个城市多盘上市格局，公司的盈利能力、抵御调控的抗风险能力迅速提升。**我们预计西山公馆预售证将在近期获取，西山公馆的预售将拉开公司200万平米低廉资源业绩释放序幕。经过公司几年不余遗力的努力，趁调控之机，在多个城市拿下多个质优价廉的开发资源。11公司在4个城市推出7个项目共70亿元的货量，一改过往的单盘销售到多盘上市的格局，风险抵御能力和盈利能力迅速提升。我们预计11年竣工的西山公馆即将获取预售许可，随后，燕西华府、天津、秦皇岛、苏州等地的项目也将进入预售。

■ **从公司11-12年的开发、竣工量的高速增长的计划来看，公司的开发资源将在3-5年内集中释放业绩，未来3-5年业绩高增长可期。**当前公司未结算资源建面230万平米，平均楼面地价2500元，除11年结算的苏州新天地3期外其余售价全部在1.5万元以上，开发资源质优价廉不愿而喻。若土地市场出现较好的机会，今年公司还准备大幅增加储备。若顺利公司将在具有一线城市消费力的唐山获取800亩住宅用地。上述资源足够公司开发5年，业绩年复合增长30-50%可期。公司11、12年计划开工95万平米和65万平米，11、12年计划竣工22万平米和58万平米，为公司近年高速增长奠定了基础。

■ **再次推荐。**维持公司11-13年EPS0.80、1.17和1.46元的判断，RNAV由10.25提升至10.87元。股价RNAV5.15折交易，投资价值严重低估。

风险提示：公司项目开发销售低于预期，调控力度和时间超预期，市场低迷超预期。

6-12个月目标价：10.90元

当前股价：5.60元

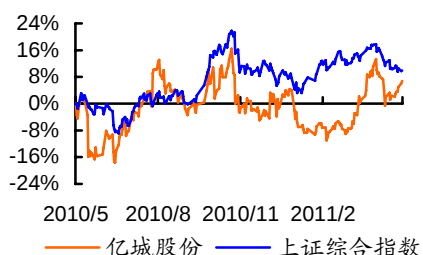
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2852.77
总股本(百万)	993
流通股本(百万)	993
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	0.56
每股净资产(元)	3.48
资产负债率	62.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亿城股份	-2.78	16.42	11.11
上证综合指数	-5.83	-1.85	1.19



相关报告

《亿城股份-风物长宜放眼量》2011-4-28

《亿城股份-业绩4季度集中体现，财务安全，高增长可期》2010-10-28

《亿城股份-年底盈利增长在年底集中释放》2010-8-28

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3074	3654	4836	6287
同比(%)	-10%	19%	32%	30%
归属母公司净利润(百万元)	547	797	1164	1447
同比(%)	30%	46%	46%	24%
毛利率(%)	48.6%	49.9%	55.6%	56.0%
ROE(%)	15.8%	18.7%	21.8%	21.7%
每股收益(元)	0.55	0.80	1.17	1.46
P/E	10.09	6.91	4.73	3.80
P/B	1.59	1.29	1.03	0.83
EV/EBITDA	7	5	3	3

资料来源：中投证券研究所

一、拓展与开发资金无忧，成本可控

我们曾在 2011 年 4 月 28 日亿城股份《风物长宜放眼量》报告中对公司的财务状况、资金需求和来源做过详细的分析，并提出，11 年通过销售回款以及贷款等可解决 11 年公司开发发展的资金需求。维持对公司的发展资金和资金成本无忧的判断。下面是我们再次了解的公司资金需求与来源情况，与我们此前判断基本一致。

11 年公司资金支出计划：1、在建项目 7 个，资金需求共 30 亿左右。2、拿地，预计投资 30 亿（已支付 15 亿，还有 15 亿预算）。若三四季度市场机会好会考虑多拿一点地。11 年计划增加规划建面 200 万平米土地储备。

11 年公司资金来源计划：1、经过公司多年的市场拓展，亿城地产品牌已深的银行信赖，公司已与商业银行建立了良好的关系。30 亿元开发贷目前已落实，贷款利率大部分为基准利率，小部分上浮 5%-10%。2、销售回款，保守估计 40 亿元，乐观估计 50 亿元。3、10 年已发 8.5 亿元的信托产品，融资成本 12%-15%，成本远低于目前的信托成本。4、今后还将考虑房地产基金，与品牌公司合作拓宽融资渠道。

二、拓展二三线城市并快速复制一线品牌

3.1 加大对二三线城市的拓展

在比较一二三线城市土地开发价值、资金占用与周转效率后，公司发现消费能力与一线城市相当、经济高速增长的二三线城市的房地产市场的开发盈利水平并不低于一线城市。同时可以避免一线城市项目储备开发占用大量资金所带来财务成本和低周转。

因此，在公司区域拓展战略上，在原有的以环渤海经济圈为主要开发区域拟向经济实力强的二三线城市拓展。为在二三线城市顺利拓展，公司未来也不排除在二三线城市做城市综合体。在已有项目的城市，若仍有好的发展机会仍会继续拓展。

公司根据未来城市经济发展、消费力情况以及一线城市的开发成本，认为进入 2-3 线城市的发展空间大于一线城市。有计划进入太原、廊坊等城市。

1、二三线城市经济快速发展。如，唐山经济增长特别快，05 年唐山 GDP 总量突破 2000 亿大关，名列全国第 19 位。随着唐山曹妃甸工业区的发展，唐山未来经济前景乐观，现在唐山市已经成为河北经济中心。唐山拥有一批住宅消费力极强的富人阶层。

2、自身项目开发优势可在经济发达的二三线城市迅速复制。公司的“华府”、“新天地”高中端不同梯度的品牌已被市场广泛认可，其附加值在教育和体育复合资源下不断提升。如，公司产品中引进国内外最著名的教育资源，国际体育赛事等等。未来，公司在二三线城市的产品开发也会将上述复合资源带

进像唐山、太原等地的产品中。

3、在市场发展方面，一线城市品牌，二三线城市利润率差不多，机会优势更多。

3.2 在二三线城市快速复制一线城市成功的产品线和品牌

经过多年的开发，公司针对实惠高端的首改和再改产品（一线城市的高端品牌“华府”和二线城市中高端品牌“新天地”）深受市场欢迎。近年，公司针对上述产品进行了调整并标准化，已具备在二三线城市快速复制的能力，尤其是容积率 1.5 的项目，产品线的开发和复制优势更加突出。今后，公司仍将在二三线城市走差异化路线，提供实惠高端的住宅产品。已计划将在有一线购买力的二线城市，如太原、唐山等城市快速复制“华府”等系列产品，该类产品具有高溢价高利润的特点。

快速复制品牌战略已在苏州胥口 62#项目中实施。苏州胥口 62#项目针对首改再改的中高端需求，在花园洋房的基础上升级，底层顶层别墅化。该项目 11 年 1 月份拿下，1 星期完成设计，三季度计划推盘，前后 3 个季度。

三、单盘到多盘上市，风险抵御能力迅速提升

近几年，经过公司不余遗力的努力，趁调控之机，拿下多个资源低廉开发价值高的优质地块。根据公司 11 年的开发销售节奏，公司将有 7 个项目共 70 亿元的货量推向市场。公司一改过往的单盘销售到多盘上市的格局，公司在调控中的经营风险抵御能力迅速提升。

根据今年的推盘量，若去化率乐观达到 70%，将取得 50 亿元的销售回款，相当于 10 年的 2.27 倍。若持续受信贷和限购影响，保守估计将取得 35 亿元的销售回款，相当于 10 年的 1.59 倍。在当前的调控背景下，公司已做好了打销售持久战的准备。

公司下述 7 份项目区域分布均衡，调控影响将随着开发进度的深入而降低，开发经营风险也将因此分散。从公司今年计划推出的项目分布来看，分散于一二三线城市，而二三线城市受限购影响程度较小，能较好抵御调控带来的风险。

11 年计划推盘的 7 个项目基本情况及开发销售进展如下：

1、北京西山公馆

计划今年 11 月竣工，今年参与结算。预售证正在办理之中，计划今年全部出售。全部可售建面 8.26 万平 670 多套，预计均价 3.2 万元，含精装，（项目西边融创西山壹号院拟最近开盘，售价可能在 4-5 万），楼面地价 7000 多元，目前项目蓄客主要为自住与首改型。

2、北京燕西华府

项目建面 58 万平米，可销售面积 47 万平，其中地上 38 万平。楼面地价 3000 多元。计划今年 6、7 月出示范区，三季度一期开始销售，推出 4-5 万平，

预计售价 3.5 万元，含精装。2014-2015 竣工。

项目开发类型为别墅、联排、洋房。北京今后几乎没有低密度住宅用地供应，该项目为稀缺资源品种。在北京别墅、联排类型的品种稀缺，均价在 3 万以上，销量没萎缩。此外，项目拟引进附加价值国际教育资源提升品质。通过引进教育资源+精品建筑的“华府”高附加值产品的市场空间广阔。

公司高端客户基础好。公司通过万城和西山“华府”系列产品的开发，已积累了大量高端客户，预计上述高端客户也将为燕西华府带动较好的去化。

3、天津红桥广场项目

项目建面 43 万平米，计划建造住宅、酒店公寓、商业等综合体，楼面地价不到 4000 元。地上 30.5 万平，地下一层商业和车库 13 万平，其中商业 8 万平，商业区位好，投资价值凸显，计划自持 6 万平（MALL）。一期住宅今年 10 月份入市，推出 10 万平，预计售价 1.8 万元/平米。

4、苏州亿城新天地 3 期

3 期共 11 万平米，目前基本售罄，今年全部结算，均价 9000-10000 元。

5、苏州胥口 51#、62#

51# 18.5 万平米，地上 14.2 万平米，楼面地价不到 2000 元。62# 15.7 万平米，地上 11.6 万平米，楼面地价 4400 元。上述项目为低密度住宅项目，容积率 1.5，建造联排别墅、花园洋房、商业。项目计划今年四季度推出，51# 计划推出 5 万平，62# 计划推 4-5 万平，预计售价 1.6 万元。

6、秦皇岛项目

项目建面 70 多万平米，地上 65 万平米，楼面地价不到 1500 元，拟建高尔夫球场、五星级酒店、别墅院落、观海公寓等。高尔夫球场、10 万平的住宅已动工，计划今年四季度住宅推盘 4 万平米。预计售价在 1.5 万元。

7、唐山凤凰新城项目与唐山大城山项目（若一级开发转二级）

唐山凤凰新城项目目前为一级开发项目，尚未招拍挂，若顺利获取二级开发用地，将尽快建设，今年四季度有望推盘。拟规划为建面 33.7 万平米，地上 25.7 万平米。拟建设官邸、独栋别墅，华府项目异地复制的第一个项目。唐山大城山项目，为一级开发项目，尚未招拍挂，若顺利获取二级开发用地，将尽快建设。预计建面 50 万平米，项目拟规划为综合体。

四、西山公馆预售拉开低廉资源业绩释放序幕

正如我们在此前报告中分析的，公司开发资源丰富，成本低廉，财务稳健，正秉承一贯的“聚焦实惠高端、聚焦环渤海区域”的产品和区域定位，提高既定产品线的复制能力和运作能力，加快在北京、天津、秦皇岛、苏州、唐山等地项目的开发，通过“华府”和“新天地”等等高附加值差异化产品在细分市场获得持续的竞争力。

目前公司未结算项目近 230 万平米，开发资源廉价，平均楼面地价约 2500 元，而售价全部超过 1 万元。除苏州 51#外，其他项目权益全部为 100%。

此外，公司还在具有一线城市消费力的三线城市唐山拿下 800 亩住宅以及开发用地的潜力，若顺利也将成为公司持续发展的又一优质资源。

若按照年业绩增长 30-50% 计算，上述项目足够公司开发 5 年。

公司 11、12 年计划开工 95 万平米和 65 万平米，11、12 年计划竣工 22 万平米和 58 万平米。从公司 11-12 年的开发、竣工量的高速增长的计划来看，公司的开发资源将在 3-5 年内集中释放业绩。

今年即将竣工的西山公馆的预售许可获取在即，若近期西山公馆进入预售将拉开公司大量低廉资源业绩释放的序幕。

表 1: 2011-2012 年开工计划

单位（万平方米）

城市	项目	规划建面	2011 年开发计划		2012 年开发计划	
			开工面积	竣工面积	开工面积	竣工面积
北京	西山公馆	10.52		10.47		
	燕西华府	58.04	23.14		15.00	24.96
天津	红桥广场	43.05	27.53		1.50	13.84
	倍幸福	4				4.35
苏州	亿城新天地三期	11.4		11.50		
	胥口 51#项目	18.5	10.57			10.57
	胥口 62#项目	15.7	15.21			
秦皇岛	秦皇岛项目	70	11.00		4.00	4.45
唐山	凤凰新城项目*	33.7	10.00		15.00	
	大城山项目*	50			30.00	
合计		314.9(231 不含唐山)	97.45	21.97	65.50	58.17

资料来源：上市公司、中投证券研究所 注：*我们假设唐山项目一二级联动顺利的情况下。

五、结论与投资建议

■ **拓展与开发资金无忧，成本可控。**我们依然维持 4 月 28 日《风物长宜放眼量》报告中提出的，11 年通过销售回款以及贷款等渠道可解决 11 年公司开发发展的资金需求，公司的发展资金来源和资金成本控制无忧的判断。

■ **提高既定产品线的复制能力和运作能力，加大二三线城市拓展并快速复制一线城市品牌。**经济高增长消费力强的二三线城市土地开发价值、资金周转效率并不比一线城市低，还可避免因一线城市项目储备占用大量资金带来的财务负担。公司今年的拓展战略在原有的以环渤海经济圈为主要开发区域新增对经济实力强、市场空间大的二三线城市的发展。有计划进入太原、廊坊等城市。同时计划在二三线城市快速复制针对实惠高端的首改和再改产品一线城市成功的产品线和品牌，如“华府”和“新天地”等品牌。公司已在苏州，并计划在唐山快速复制“华府”等系列产品，维持产品的高溢价高利润水平。

■ **11 年公司一举扭转个别城市单盘上市到多个城市多盘上市格局，公司的**

盈利能力、抵御调控的抗风险能力迅速提升。我们预计西山公馆预售证将在近期获取，西山公馆的预售将拉开公司 200 万平米低廉资源业绩释放序幕。经过公司几年不余遗力的努力，趁调控之机，在多个城市拿下多个质优价廉的开发资源。11 公司在 4 个城市推出 7 个项目共 70 亿元的货量，一改过往的单盘销售到多盘上市的格局，风险抵御能力和盈利能力迅速提升。我们预计 11 年竣工的西山公馆即将获取预售许可，随后，燕西华府、天津、秦皇岛、苏州等地的项目也将进入预售。

■ 从公司 11-12 年的开发、竣工量的高速增长的计划来看，公司的开发资源将在 3-5 年内集中释放业绩，未来 3-5 年业绩高增长可期。当前公司未结算资源建面 230 万平米，平均楼面地价 2500 元，除 11 年结算的苏州新天地 3 期外其余售价全部在 1.5 万元以上，开发资源质优价廉不愿而喻。若土地市场出现较好的机会，今年公司还准备大幅增加储备。若顺利公司将在具有一线城市消费力的唐山获取 800 亩住宅用地。上述资源足够公司开发 5 年，业绩年复合增长 30-50% 可期。公司 11、12 年计划开工 95 万平米和 65 万平米，11、12 年计划竣工 22 万平米和 58 万平米，为公司近年高增长奠定了基础。

■ 再次推荐。维持公司 11-13 年 EPS0.80、1.17 和 1.46 元的判断，RNAV 由 10.25 提升至 10.87 元。股价 RNAV5.15 折交易，投资价值严重低估。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8650	9978	12882	15389	营业收入	3074	3654	4836	6287
现金	1876	0	0	0	营业成本	1582	1830	2147	2766
应收账款	45	45	45	45	营业税金及附加	527	621	822	1069
其它应收款	252	252	252	252	营业费用	55	66	87	113
预付账款	8	8	8	8	管理费用	73	88	116	151
存货	6438	9657	12554	15065	财务费用	50	5	93	245
其他	30	15	22	18	资产减值损失	-11	1	2	-3
非流动资产	489	1621	3738	5856	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	27	29	28	28	投资净收益	-2	41	10	16
固定资产	326	399	467	531	营业利润	797	1085	1579	1962
无形资产	53	104	155	206	营业外收入	4	4	4	4
其他	83	1089	3089	5092	营业外支出	8	14	12	13
资产总计	9139	11598	16621	21246	利润总额	793	1074	1570	1952
流动负债	3432	4025	7754	11159	所得税	248	279	408	508
短期借款	90	204	2736	5040	净利润	547	797	1164	1447
应付账款	1128	2000	3000	4200	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
其他	2214	1821	2018	1919	归属母公司净利润	547	797	1164	1447
非流动负债	2254	3327	3541	3434	EBITDA	864	1112	1699	2239
长期借款	673	2173	2173	2173	EPS (元)	0.55	0.80	1.17	1.46
其他	1581	1154	1368	1261	主要财务比率				
负债合计	5686	7352	11294	14593	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	111	109	108	106	成长能力				
股本	993	993	993	993	营业收入	-10.1%	18.8%	32.4%	30.0%
资本公积	662	662	662	662	营业利润	29.5%	36.2%	45.5%	24.3%
留存收益	1686	2481	3564	4892	归属于母公司净利润	29.7%	46.1%	46.1%	24.3%
归属母公司股东权益	3342	4137	5219	6547	获利能力				
负债和股东权益	9139	11598	16621	21246	毛利率	48.6%	49.9%	55.6%	56.0%
现金流量表					净利率	17.7%	21.8%	24.0%	23.0%
单位: 百					ROE	15.8%	18.7%	21.8%	21.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	24.1%	16.7%	20.2%	22.5%
经营活动现金流	-1143	-2125	-336	259	偿债能力				
净利润	547	797	1164	1447	资产负债率	62.2%	63.4%	68.0%	68.7%
折旧摊销	17	23	27	32	净负债比率				
财务费用	50	5	93	245	流动比率	2.52	2.48	1.66	1.38
投资损失	2	-41	-10	-16	速动比率	0.64	0.08	0.04	0.03
营运资金变动	-1772	-2898	-1610	-1443	营运能力				
其它	14	-11	0	-6	总资产周转率	0.37	0.35	0.34	0.33
投资活动现金流	-1143	-1099	-2154	-2136	应收账款周转率	115	81	107	139
资本支出	91	98	102	100	应付账款周转率	5.00	4.68	5.49	7.08
长期投资	-37	1002	1999	2000	每股指标 (元)				
其他	-1089	1	-53	-35	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.80	1.17	1.46
筹资活动现金流	1150	1348	2490	1877	每股经营现金流(最新摊薄)	-1.15	-2.14	-0.34	0.26
短期借款	90	114	2532	2304	每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.27	5.36	6.70
长期借款	-70	1500	0	0	估值比率				
普通股增加	90	0	0	0	P/E	10.09	6.91	4.73	3.80
资本公积增加	-90	0	0	0	P/B	1.59	1.29	1.03	0.83
其他	1130	-266	-42	-427	EV/EBITDA	7	5	3	3
现金净增加额	-119	-1876	0	0					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、云南城投、北京城建、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

陈舒静: 实习生, 国内某著名大学研究生。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434