



销售不必过于悲观

调研目的

西山公馆跨年度延期开盘打乱了公司的销售节奏，并加大了限购政策对项目的负面影响。最近，在等待了近一年后，西山公馆终于开盘，为了解销售情况，我们对公司进行实地调研。

调研结论

有一定销售压力，但不必过于悲观

公司目前有在建拟建项目 11 个，规划建筑面积 240 万平方米，可结算面积约 215 万平方米，可销售面积约 209 万平方米，分布在北京、天津、苏州、秦皇岛、大连等地。

公司的产品定位高端，2010 年北京西山公馆项目由于申领预售证的原因导致延期开盘，2011 年项目开盘后又遇到北京限购令加强，引发投资者对公司销售和近两年业绩的担忧。经过调研，我们认为，公司尽管有一定销售压力，但不必过于担忧：

1、除北京青龙湖项目外，公司 2011 年的在销项目销售条件较好。

2011 年在售项目主要有北京西山公馆、燕西华府（青龙湖）、天津红桥广场、山水颐园公建和苏州亿城新天地三期。

北京西山公馆：项目位于海淀区中关村软件园，可售面积 8.26 万平方米，共 600 多套房源。2011 年 6 月底开盘，推盘量 300 多套，均价 3.2 万元，精装修。由于项目开盘的前三个月仅针对中关村园区内的员工销售，没有进行对外推广，因此 6 月底至今仅实现合同销售额 2 亿多元。项目位置较好，周边有中关村一小、北大附小、清华附小、中关村实验中学、农大附中、清华附中等知名学校，符合学区房定位，且交通便利，应该有较丰富的需求群体。项目主力户型为 70-150 平米的一居到三居，3.2 万的精装均价定价并不高，套总价大部分在 500 万元以下，符合首次置业和改善置业需求。尽管限购和延期开盘使项目流失了部分客户，目前有效蓄客 100 多位（不包括园区客户），由于项目位置和定位的因素，随着 10 月份后推盘力度的加大，相信能取得不错的销售成绩，在 2011 年和 2012 年贡献业绩。

苏州亿城新天地三期：项目在 2011 年上半年已经全部销售完毕，销售总额约 10 个亿，今年能实现交房，并贡献业绩。

天津红桥广场项目：项目在 2011 年 10 月下旬或者 2012 年年初会推出第一批房源，约 10 万平方米。项目位于红桥区，地理位

亿城股份 (000616)

首次评级

增持

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440209070377

当前股价：4.06 元

目标价格 6 个月：5.04 元

调研日期：2011 年 7 月 27 日

发布日期：2011 年 7 月 28 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.57/-9.00	-7.89/0.94	-0.31/-5.40
12 个月最高/最低价 (元)		6.05/3.88
总股本 (万股)		119186.20
流通 A 股 (万股)		119186.20
总市值 (亿元)		48.39
流通市值 (亿元)		48.39
近 3 月日均成交量 (万)		1409.05
主要股东		
乾通科技实业有限公司		19.98%

股价表现



置较好，并毗邻红桥区实验小学、天津市求真小学、红星中学、七十三中学等学校，加之以 90-100 多平方米的二、三居为主和小区内良好的景观设计，项目有一定竞争优势，可以在 2012 年以后贡献业绩。

天津山水颐园公建：项目是商改住，小户型为主，共 4 万多平方米。公司在产品设计上下了很大功夫，自 2010 年年底开盘以来已经销售了 2 个多亿。由于项目不受限购影响，1.7 万元的定价也比较合理，销售应该没有问题，能在 2012 年贡献业绩。

北京燕西华府（青龙湖）：位于北京丰台区的燕西华府项目由于总价较高（别墅为主，定价 3 万以上，套均 1000 万以上），受此次调控影响应该最大。除提高产品质量外，公司可能会采取引进国际学校的方式来增加项目的附加值，吸引客户。项目计划下半年开盘，推 10 万平方米，货值约 30 亿元，我们暂以 40% 的去化率对项目进行盈利测算。

2、2011 年多项目的开工改变了公司业绩过于依赖某一项目的现状，且今年开工量的增长为明年提供丰富可售资源。

为避免单个项目对公司的影响过大，2011 年公司增加了项目开工数量。2011 年新开工的项目主要有：北京青龙湖项目 10 万方，天津红桥广场项目 20 万方（加上公建部分），秦皇岛项目 10 万方和苏州胥口 62 号地 12 万方，共约 42 万方（同比增长 40%），这些项目在 2011 年下半年和 2012 年将陆续开盘。加上在售的北京西山公馆项目，2011 年下半年和 2012 年的可售资源还是比较丰富的，即使单个项目的去化率降低，对公司销售业绩整体影响也不大。

公司财务状况尚可，资金压力不大

截至 2011 年 3 月底，公司资产负债率 63.75%，有息负债率 51.82%，帐上现金 13.78 亿元，短期借款 1 亿元，无一年内到期非流动负债，长期借款 10.62 亿元，无短期偿债压力，财务状况尚可。目前北京青龙湖项目，天津红桥广场项目和苏州胥口 62 号地等项目都没有进行抵押，公司正计划将各地未抵押的项目打包后统一向银行总行申请贷款额度（大概能有 50—60 亿额度），降低贷款难度，以便尽早替换早期的信托资金，降低财务成本。

盈利预测和投资建议

按照下表的结算进度（天津红桥广场项目暂按 50% 权益，苏州市吴中区胥口#62 项目暂按 65% 权益计算），预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.47 元、0.72 元和 1.05 元，同比增长 2.77%、53.50%、44.65%。公司每股 RNAV 达 7.25 元，目前 4.09 元的股价相对 RNAV 折价率较大。即使给予公司 2011 年 10 倍、2012 年 7 倍 PE，公司合理股价也应在 5 元以上，首次给予公司增持评级。

表 1：公司结算预测

万平方米，万元/平方米

编号	项目名称	区域	权益	用途	开工	竣工	现售均价	2010	2011	2012
	北京亿城西山华府南区	海淀区	100%	住宅		2010.12	3.20	1.50		
1	亿城西山华府综合楼	海淀区	100%	综合	2007.12	2013.05	2.50			3.00
2	北京亿城西山公馆	海淀区	100%	住宅	2009.12	2011.12	3.20	3.20	3.20	1.86
3	北京青龙湖-燕西华府	丰台区	70%	别墅	2010.10	2015.12	3.00		3.00	4.00



4	天津亿城山水颐园公建	南开区	100%	商转住	2007.11	2012.05	1.70	3.87	
5	天津红桥广场项目	红桥区	50%	住宅	2010.11	2012.12	1.90	6.00	6.00
6	苏州亿城新天地三期	工业园区	100%	住宅	2009.08	2011.09	0.97	9.36	
7	秦皇岛项目一期	秦皇岛	70%	度假	2011.07		2.00		5.00
	秦皇岛项目二期	秦皇岛	70%	度假	2011.07		2.00		
8	苏州市吴中区胥口#62	吴中区	65%	住宅	2011年		1.00		3.00
9	苏州高新区镇湖街道	高新区	100%	公寓	2012年		1.80		0.84
10	大连市山东路	甘井子区	72%	住宅	2012年		1.50		
11	三亚东河项目	三亚	90%	别墅?	2011.12		2.50		

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 2：公司盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	3,421.70	3,074.44	2,448.51	3,758.80	5,297.76
主营收入增长率	226.78%	-10.15%	-20.36%	53.51%	40.94%
净利润（百万元）	420.15	546.59	561.71	862.24	1,247.20
净利润增长率	55.11%	30.09%	2.77%	53.50%	44.65%
EPS（元）	0.353	0.459	0.471	0.723	1.046
P/E	15.40	11.84	11.52	7.51	5.19
P/B	1.70	1.61	1.42	1.20	0.98



分析师介绍

陈莹：房地产行业研究员，中国政法大学经济法学硕士，2007年5月加入中信建投研究发展部，从事房地产行业研究至今，之前曾连续4年担任某国土资源管理部门法律顾问。结合中国特色的经济和政治环境对我国房地产行业进行宏观和微观研究，力求提供有价值的投资建议。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。