

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn

否极泰来？

事件描述与评论

亿城股份今日发布 2011 年中报，11 年上半年公司实现营业收入 7.14 亿元，同比下降 30.61%；实现营业利润 1.73 亿元，同比增长 76.25%；实现归属母公司净利润 1.03 亿元，同比增长 59.83%，每股收益 0.09 元。

公司结算业绩符合预期，毛利提升明显

公司本期营业收入下降而利润同比上涨的原因是上半年交付的亿城西山华府项目毛利率较高，从而使得公司房地产业务的毛利率同比上升 28.89 个百分点。公司做的产品偏向高端，毛利率相对于其他房地产企业来说相对较高。公司净负债率低于行业平均水平，在手货币资金 10 个亿，短债与一年内到期的负债合计 6.2 亿，公司现金充沛有利于在调整的市场中取得先机。

销售受制预售证，关键在于下半年

公司上半年销售不甚理想，亿城新天地、天津倍幸福（即亿城山水颐园公建项目）及西山华府等项目持续销售，上半年公司实现签约销售额 4.6 亿元。预收账款余额方面报告期末接近 10 亿元，锁定 EPS 大约为 0.2 元。公司上半年销售不理想的主要原因在于北京的西山公馆项目预售证迟迟未取得，从而使得销售滞后。进入下半年后公司西山公馆顺利开盘销售超过 2 亿，下半年陆续开盘的还将有燕西华府以及天津的亿城堂庭项目，下半年可售的货量较大，关注销售是否能及时去化。

公司对外拓展取得新进展

公司土地储备主要集中在北京、苏州以及天津，公司在 10 年受宏观调控影响明显，10 年销售未能实现目标。公司目前已经认识到了项目过于集中在一个区域的风险。自年初开始公司加快了北京外市场的拓展步伐，今年上半年公司在苏州耗资接近六个亿新增胥口 62#项目和高新区 34#项目，7 月份在大连取地，我们预计公司有可能在唐山、天津等地拓展，加强其在环渤海地区的布局。从公司财务的角度来看，公司目前杠杆较低，有能力在土地市场上进一步拓展。

盈利预测与投资评级

公司经过两年的调整目前在扩张思路已经有了新的变化，我们认同公司的变化。公司上半年销售受预售证影响，下半年可售货量较大而且项目蓄客较久，因此下半年的销售极具弹性，公司如果在下半年顺利去化销售，公司将重新实现增长。公司年内业绩主要贡献来自，苏州新天地项目、西山华府项目以及西山公馆，目前未锁定的部分在于西山公馆。根据公司的进度，我们预计 11、12 年 EPS 分别为 0.43 元、0.58 元。我们将密切跟踪公司项目进展，暂时维持“谨慎推荐”评级。

第一，公司结算业绩符合预期，毛利提升明显

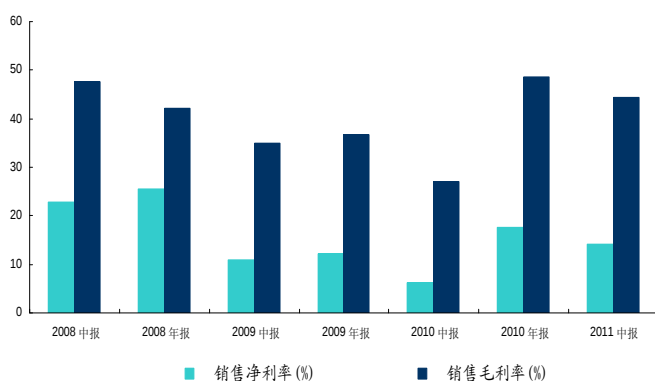
公司本期营业收入下降而利润同比上涨的原因是上半年交付的亿城西山华府项目毛利率较高,从而使得公司房地产业务的毛利率同比上升 28.89 个百分点。公司做的产品偏向高端,毛利率相对于其他房地产企业来说相对较高。

表: 公司项目进展情况

项目名称	区位	规划建筑面积 (万平方米)	开发进度	报告期结算金额 (万元)	利润 (万元)
万城华府	北京	22.6	竣工	458	4
亿城西山华府	北京	37.74	部分竣工	61355	20548
亿城西山公馆	北京	10.52	开工		
燕西华府	北京	58.04	开工		
亿城山水颐园公建	天津	4.18	开工		
亿城堂庭	天津	43.05	开工		
亿城新天地一期 (6#地块)	苏州	11.62	竣工	30	
亿城新天地二期 (7#地块)	苏州	17.06	竣工	1280	2151
亿城新天地三期 (8#地块)	苏州	11.85	开工		

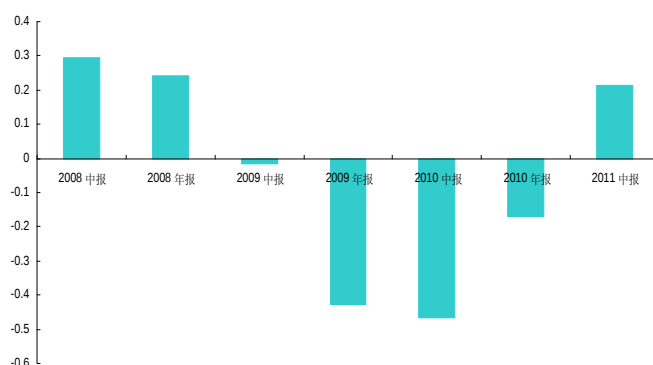
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图: 公司近期利润率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

公司净负债率低于行业平均水平, 在手货币资金 10 个亿, 短债与一年内到期的负债合计 6.2 亿, 公司现金充沛有利于在调整的市场中取得先机。

第二, 销售受制预售证, 关键在于下半年

公司上半年销售不甚理想, 亿城新天地、天津信幸福 (即亿城山水颐园公建项目) 及西山华府等项目持续销售, 上半年公司实现签约销售额 4.6 亿元。预收账款余额方面报告期末接近 10 亿元, 锁定 EPS 大约为 0.2 元。

公司上半年销售不理想的主要原因在于北京的西山公馆项目预售证迟迟未取得, 从而使得销售滞后。进入下半年后公司西山公馆顺利开盘销售超过 2 亿, 我们预期未来销售会逐渐好转。下半年陆续开盘的还将有燕西华府以及天津的亿城堂庭项目等, 下半年可售的货量较大, 关注销售是否能及时去化。

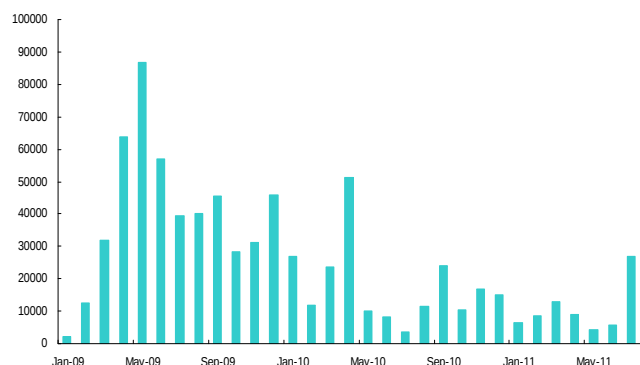
表: 公司项目 1—7 月份销售情况

城市	项目名称	属性	销售面积(m²)	销售金额(万元)	销售套数(套)
北京	碧水云天颐园	住宅	787	877	17
北京	卡尔生活馆	住宅	222	49	8
北京	万城华府	住宅	940	1543	9
北京	亿城西山公馆	住宅	6,252	20802	47

北京	亿城西山华府一期	住宅	18,830	11918	390
北京	亿城中心	办公	797	342	19
苏州	亿城·新天地二期——沙发社区	住宅	765	701	8
苏州	亿城·新天地三期——左岸香颂	住宅	21,027	20749	219
天津	天津倍儿幸福	住宅	9,074	16411	120

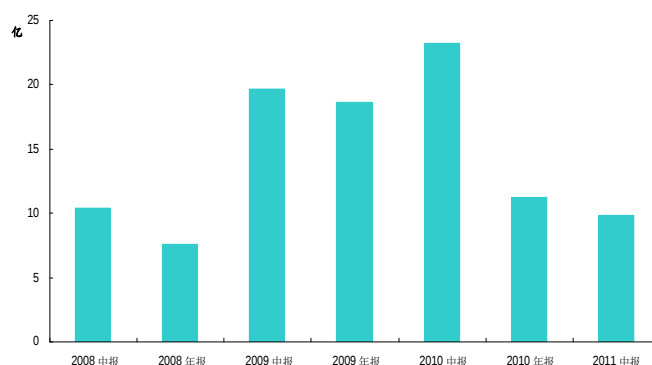
资料来源: cric, 长江证券研究部

图: 亿城股份历史销售情况



资料来源: cric, 长江证券研究部

图: 亿城股份预收账款



资料来源: cric, 长江证券研究部

第三, 公司对外拓展取得新进展

公司土地储备主要集中在北京、苏州以及天津, 公司在 10 年受宏观调控影响明显, 10 年销售未能实现目标。公司目前已经认识到了项目过于集中在一个区域的风险。自年初开始公司加快了北京外市场的拓展步伐, 今年上半年公司在苏州耗资接近六个亿新增胥口 62#项目和高新区 34#项目, 7 月份再大连取地, 我们预计公司有可能在唐山、天津等地拓展, 加强其在环渤海地区的布局。从公司财务的角度来看, 公司目前杠杆较低, 有能力在土地市场上进一步拓展。

表: 公司上半年取地

项目名称	城市	区域	土地属性	占地面积 (m ²)	建筑面积	出让时间	总价(万元)	楼面价格
苏地 2011-B-34 号高新区镇湖街道绣馆街北、现状商业用地东	苏州	新区	商业(商服);	10393	10393	2011-6-23	6100	5869
苏地 2010-B-62 号吴中区胥口镇胥市路东侧、顾巷路南侧	苏州	吴中区	住宅;	72462	115940	2011-1-7	50999	7038

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 盈利预测与投资评级

公司经过两年的调整目前在扩张思路已经有了新的变化, 我们认同公司的变化。公司上半年销售受预售证影响, 下半年可售货量较大而且项目蓄客较久, 因此下半年的销售极具弹性, 公司如果在下半年顺利去化销售, 公司将重新实现增长。公司年内业绩主要贡献来自, 苏州新天地项目、西山华府项目以及西山公馆, 目前未锁定的部分在于西山公馆。根据公司的进度, 我们预计 11、12 年 EPS 分别为 0.43 元、0.58 元。我们将密切跟踪公司项目进展, 暂时维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3074	2918	3827	5117	货币资金	1876	2836	2891	3336
营业成本	1582	1571	2003	2553	交易性金融资产	30	30	30	30
毛利	1493	1347	1824	2564	应收账款	297	279	366	490
% 营业收入	48.6%	46.2%	47.7%	50.1%	存货	6438	5283	6479	7824
营业税金及附加	527	500	689	921	预付账款	8	9	11	13
% 营业收入	17.1%	17.1%	18.0%	18.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	55	53	69	92	流动资产合计	8650	8437	9776	11693
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	73	70	92	123	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	长期股权投资	27	27	27	27
财务费用	50	42	27	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.4%	0.7%	0.5%	固定资产合计	341	343	349	361
资产减值损失	-11	0	0	0	无形资产	53	51	48	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	797	682	948	1402	其他非流动资产	65	65	65	65
% 营业收入	25.9%	23.4%	24.8%	27.4%	资产总计	9139	8923	10266	12192
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	610	0	0	0
利润总额	793	682	948	1402	应付款项	391	396	486	604
% 营业收入	25.8%	23.4%	24.8%	27.4%	预收账款	1128	1071	1404	1878
所得税费用	248	171	237	351	应付职工薪酬	6	6	8	10
净利润	544	512	711	1052	应交税费	35	30	42	57
归属于母公司所有者的净利润	546.6	511.6	691.9	883.4	其他流动负债	1263	1277	1578	1976
少数股东损益	-2	0	19	168	流动负债合计	3432	2781	3518	4525
EPS (元/股)	0.46	0.43	0.58	0.74	长期借款	673	673	673	673
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-1143	1703	205	629	其他非流动负债	1581	1581	1581	1581
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	5686	5035	5771	6778
收回现金					归属于母公司	3342	3776	4365	5115
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	111	111	130	298
固定资产投资	-90	-15	-19	-26	股东权益	3453	3888	4495	5414
其他	-35	0	0	0	负债及股东权益	9139	8923	10266	12192
投资活动现金流净额	-126	-15	-19	-26	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	76	0	0	0	EPS	0.461	0.431	0.583	0.744
银行贷款增加 (减少)	540	-610	0	0	BVPS	3.36	3.80	3.66	4.29
筹资成本	316	-119	-130	-158	PE	8.69	9.28	6.86	5.37
其他	219	0	0	0	PEG	0.50	0.53	0.40	0.31
筹资活动现金流净额	1150	-729	-130	-158	PB	1.19	1.05	1.09	0.93
现金净流量	-119	960	55	445	EV/EBITDA	4.83	3.50	2.55	1.44
					ROE	16.4%	13.5%	15.9%	17.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。