



## 高毛利产品提升利润，应对调控自有对策

### 事件

公司今日公布2011年中报:2011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,归属于母公司所有者的净利润1.03亿元,同比分别增长76.25%和59.83%。利润大幅上升的主要原因是结算项目的毛利率高于去年同期结算项目,公司整体毛利率达55.69%,同比提高了28.56个百分点。

### 简评

**报告期内结算项目高毛利，拉动利润同比大幅增长：**北京亿城西山华府是2011年上半年公司的主要结算项目，结算金额为6.14亿元，占公司营业收入的86%。西山华府是公司教育地产的成名之作，在小区内引入知名学府人大附中，通过教育与地产的有效结合，提高了产品附加值，房价上涨较快。与去年同期主要结算项目苏州亿城新天地二期25%左右的毛利率比较，西山华府的毛利率高达53%。尽管本期公司的营业收入同比下降，但结算项目的高毛利率拉动了本期利润的高增长，增幅为59.83%。

**公司2011年业绩的增长主要看北京西山公馆的销售：**从预收款情况看，2011年的主要结算项目是北京亿城西山华府（金额约6.16亿元，上半年已结算）、苏州亿城新天地三期（结算金额约7.38亿元，预计三季度可结算）和北京西山公馆项目。由于申领预售证原因，北京西山公馆的开盘时间比原计划延后一年，直到2011年6月才开盘。由于西山公馆开盘后前三个月主要面对园区内企业职工销售，因此开盘至今仅完成合同销售金额2亿多元。据了解，西山公馆的蓄客情况良好，公司计划今年的销售额为15亿元。西山公馆位置较好，定位符合首次置业和改善置业需求，且周围教育资源丰富，随着公司后期营销力度的加大，预计能取得较好的销售成绩。而且，无论是西山华府、亿城新天地三期，还是西山公馆，毛利率都较高，其中西山华府和西山公馆的毛利率能达到50%，亿城新天地三期的毛利率超过40%。2010年公司房地产项目的结算毛利率高达48.16%，2011年的毛利率有望与去年持平。

**布局二三线城市、加快周转，应对调控自有对策：**为应对严厉调控，改变公司过于依赖北京市场和个别明星项目的结构缺陷，公司转型向二三线城市进军，报告期内公司在北京、天津、苏州、秦皇岛、大连等地广泛布局。公司在北京地区外的经营策略为多做中小盘、加快去化速度，如在苏州新拍的高新区34号地，胥

## 亿城股份 (000616)

维持

增持

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440209070377

发布日期：2011年8月18日

当前股价：4.00元

目标价格6个月：5.04元

### 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          |
|--------------|--------------|---------------|
| -9.91/-2.15  | -11.55/-2.15 | -14.79/-14.58 |
| 12月最高/最低价(元) |              | 6.05/3.6      |
| 总股本(万股)      |              | 119186.20     |
| 流通A股(万股)     |              | 119186.20     |
| 总市值(亿元)      |              | 47.67         |
| 流通市值(亿元)     |              | 47.67         |
| 近3月日均成交量(万)  |              | 1303.42       |
| 主要股东         |              |               |
| 乾通科技实业有限公司   |              | 19.98%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

11.07.28 销售不必过于悲观



口 62 号地均为中小体量的地。中小盘项目可在保证整体销售量的情况下增加可售项目，加快销售回款速度。

**拿地步伐加快，新增大量土地储备，保证未来开工量：**上半年公司已在苏州和大连拍到三块地：在苏州获取一块住宅用地胥口 62 号地和一块商业用地高新区 34 号地，新增土地储备约 12.6 万平方米；获得大连山东路地块，新增土地储备达 41.89 万平方米。另外，公司在唐山一级土地开发项目的土地将于 8 月挂牌拍卖，公司若竞拍成功会为公司增加 50.6 万方土地储备；充足的土地储备可保证公司未来两年的新开工数量，也为公司转向二三线城市做好战略准备。

**公司资金状况良好，暂无偿债压力：**截至 2011 年 6 月底，公司资产负债率 63.31%，有息负债率 52.92%，帐上现金 10.63 亿元，短期借款和一年内到期非流动负债 6.2 亿元，公司无短期偿债压力，负债水平与行业平均水平相当。目前，公司正计划将各地未抵押的项目——北京青龙湖项目、天津红桥广场项目和苏州胥口 62 号地等打包后统一向银行总行申请贷款，以替换早期的信托资金，降低财务费用。

**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 号项目暂按 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%。目前公司股价仅 4 元，对应 2011-2013 年的 PE 分别为 8.51 倍、5.56 倍、3.8 倍。由于西山公馆销售的原因，2011 年是公司业绩增长的瓶颈，随着 2011 年北京区域外项目的销售力度加大，预计 2012 年起公司的业绩有望实现高增长。目前公司的绝对和相对股价较低，且公司 4 元的股价相对 7.25 元的 RNAV 折价 40%以上。公司是一个市场化运行良好的公司，目前并无偿债压力，维持增持评级。

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 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----|-------------|------|------|-----|---------|---------|------|------|------|------|
|    | 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 |      |      |      |



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](mailto: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。