

投资评级：

谨慎推荐（维持）

基本资料：

当前股价（元）	4.15
总股本（百万）	1192
流通股（百万）	1192
EPS (ttm)	0.4672
每股净资产（元）	3.36
资产负债率	63.75%
真实资产负债率	51.82%

公司走势图



研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858133

Email: zhangpeng@cnpsec.com

相关报告：

《毛利率大幅提升 发展即将提速——亿城股份（000616）年报点评》

《持有大量优质资源，业绩增长可期——亿城股份（000616）》

项目盈利能力强，静待业绩释放

——亿城股份（000616）

- **公司具有快速发展的基础。**公司目前主要的可结算资源包括亿城西山公馆（北京）、燕西华府（北京）、红桥广场项目（天津）、秦皇岛项目（秦皇岛）、苏州胥口 51#项目和 62#项目（苏州）、亿城山水颐园三期（苏州）以及三亚东河项目（三亚）。上述项目容积率建筑面积共计 144.62 万平方米。另外，公司北京的西山华府、苏州的及山水颐园公建和天津倍幸福还有部分项目可以结算。
- **公司有快速发展的计划。**根据公司的发展计划，公司 2011 年新开工面积 97.45 万平方米，较 2010 年 30 万平方米的新开工面积有大幅增长；竣工面积 21.97 万平方米，较 2010 年 28.3 万平方米的竣工面积有所下降。推盘方面，公司 2011 年计划推盘 33 万平方米，预计回笼资金 73 亿元。这部分资源将为公司 2012 年和 2013 年的结算奠定坚实基础。
- **实际控制人发生微调。**2011 年 4 月 21 日，海南耀博召开股东会决定，智平投资对海南耀博增资 150 万元。本次增资完成后，智平投资对海南耀博的出资增加为人民币 3400 万元，占海南耀博注册资本的 51%；侯莹女士对海南耀博的出资为人民币 3250 万元，占海南耀博注册资本的 49%。芦清云女士成为亿城股份的单一实际控制人。我们认为，公司 2011 年经营计划表明其发展即将提速。芦清云女士及其控制的智平投资增加对公司的控制权，表明对公司未来发展充满信心，看好亿城股份的长期投资价值。
- **盈利预测：**我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 36.1 亿元、42.37 亿元和 51 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 6.8 亿元、7.98 亿元和 9.61 亿元；每股收益分别为 0.68 元、0.8 元和 0.97 元；以 4.2 元的收盘价计算，对应市盈率分别为 7.3X、6.2X 和 5.1X。
- **投资建议：**我们认为：1、公司的经营计划显示公司发展速度较以往有大幅增长，公司目前土地储备可支持公司的发展速度。2、近期公司实际控制人的微调，表明作为财务投资者的北京智平投资对公司的发展充满信心。维持对公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**1、公司快速的发展速度需要后续有足够的土地储备支持，静态计算公司目前的土地储备仅够公司开发 3 年左右，如果未来公司项目获取不顺畅，则面临一定经营风险。2、公司盈利能力较强的两个项目西山公馆和燕西华府均位于北京，其中西山公馆拿地成本 7203 元/平方米，预计售价 34000 元/平方米，燕西华府由股权收购获得，不算拆迁、市政等费用的拿地成本在 2300 元/平方米，项目形式以别墅、花园洋房为主，其中别墅项目售价 35000 元/平方米。这两个均是高毛利项目，对公司盈利能力有较大影响。当前北京地区调控政策较为严厉，市场成交低迷，公司销售面临一定风险，如果销售不畅，则会影响公司的发展速度。

¹ 报告贡献人：张鹏

一、公司有快速发展的基础

公司目前主要的可结算资源包括亿城西山公馆（北京）、燕西华府（北京）、红桥广场项目（天津）、秦皇岛项目（秦皇岛）、苏州胥口 51#项目和 62#项目（苏州）、亿城山水颐园三期（苏州）以及三亚东河项目（三亚）。上述项目容积率建筑面积共计 144.62 万平方米。另外，公司北京的西山华府、苏州的及山水颐园公建和天津倍幸福还有部分项目可以结算。

公司除了上述已有的二级开发项目外，在唐山还涉及一级开发。目前公司与唐山市陡河青龙河管理委员会和唐山陡河青龙河开发建设投资有限责任公司签订协议，公司参与一级开发并提供 6 亿元的资金，对唐山市环城水系大城山地块进行土地整理。地块面积约 800 亩（约 50 万平方米），未来公司如果能够在二级市场获得该地块，将有效扩充公司的土地储备，成为新的利润增长点。公司计划将这一地块打造成两个项目，分别是“凤凰新城”和“大城山”项目。其中凤凰新城项目总建筑面积 33.7 万平方米，地上面积 25.7 万平方米，项目规划以平层大宅和独栋别墅为主，是华府系列产品异地复制的第一个项目；大城山项目总建筑面积约 50 万平方米，规划为城市综合体。**需要注意的是，截止目前，公司还未发布获得该地块二级开发权的公告，因此项目取得存在一定不确定性。**

图表 1：公司主要项目主要指标

日期	地区	项目名称	占地面积 (万平方米)	容积率	规划建筑面积 (万平方米)	成交金额 (万元)	单位楼面地价 (元/平方米)
2007.12.28	苏州	胥口镇 51#项目	10.54	1.33	14.00	25200	1800.00
2009.05.07	北京	西山公馆	4.31	1.92	8.26	59500	7203.39
2009.09.12	北京	青龙湖项目	34.35	1~1.1	37.79	88240.5	2335.02
2009.09.16	三亚	三亚东河项目	2.25	0.70	1.57	7925.8	5043.24
2009.10.30	天津	天津市红桥区 A、	4.51	2.50	11.28	146000	4790.81
		B 两地块	4.80	4.00	19.20		
		合计			30.48		
2010.02.04	秦皇岛	黄金假日滨海度假城项目二期	56.00	0.58	32.50	30514.83	938.92
2011.01.07	苏州	胥口 62#项目	7.25	1.60	11.59	51000	4398.84

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

二、公司有加速发展的计划

根据公司的发展计划，公司 2011 年新开工面积 97.45 万平方米，较 2010 年 30 万平方米的新开工面积有大幅增长；竣工面积 21.97 万平方米，较 2010 年 28.3 万平方米的竣工面积有所下降。

推盘方面，公司 2011 年计划推盘 33 万平方米，预计回笼资金 73 亿元。这部分资源将为公司 2012 年和 2013 年的结算奠定坚实基础。

图表 2：公司 2011 年和 2012 年新开工计划

城市	项目	总建筑面积	2011 年新开工面积 (万平方米)	新开工面积占总建筑面积比重	2011 年竣工面积 (万平方米)	2012 年新开工面积 (万平方米)	新开工面积占总建筑面积比重	2012 年竣工面积 (万平方米)
北京	西山公馆	10.52	-	-	10.47	-	-	-
	燕西华府	58.04	23.14	39.87%	-	15	25.84%	24.96
天津	倍幸福	4.35	-	-	-	-	-	4.35
	红桥广场	43.05	27.53	63.95%	-	1.5	3.48%	13.84
苏州	亿城新天地三期	11.85	-	-	11.5	-	-	-
	胥口 51#项目	18.5	10.57	57.14%	-	-	-	10.57

	胥口 62#项目	15.7	15.21	96.88%	-	-	
秦皇岛	秦皇岛项目	70	11	15.71%	-	4	5.71% 4.45
唐山	凤凰新城项目	33.7	10	29.67%	-	15	44.51%
	大城山项目	50	-		-	30	60.00%
合计		315.71	97.45		21.97	65.5	58.17

注：唐山项目仅是公司计划，公司未取得二级土地开发权。资料来源：中邮证券研发部

图表 3：公司 2011 年推盘计划表

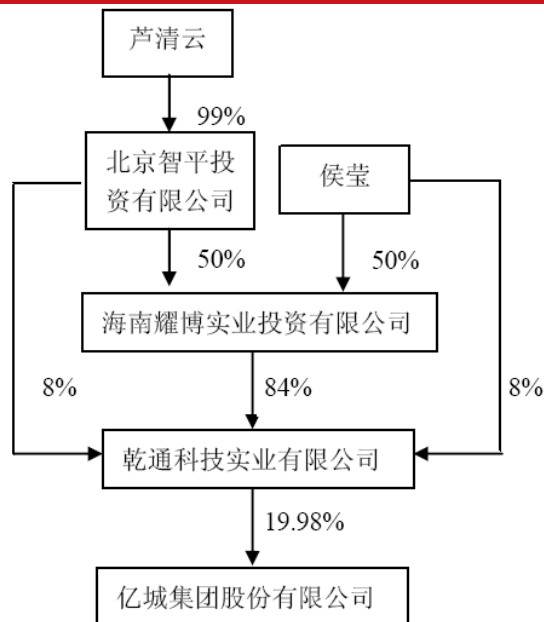
项目名称	2011 年计划推盘 (万平方米)	期望单位售价(元 /平方米)	销售额 (万元)
西山公馆	8	32000	256000
燕西华府	5	32000	160000
红桥广场	10	16000	160000
胥口 51#项目	5	16000	80000
胥口 62#项目	5	16000	80000
合计			736000

资料来源：中邮证券研发部

三、公司实际控制人变动

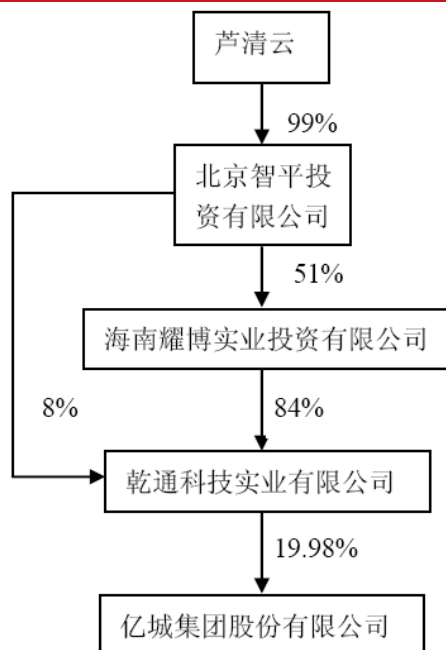
公司股权变动前的股权关系为：乾通实业持有亿城股份 19.98% 股权，是亿城股份第一大股东。乾通实业的股权结构为：海南耀博对乾通实业持股 84%，北京智平投资有限公司（以下简称“智平投资”）、侯莹女士分别对乾通实业持股 8%。智平投资、侯莹女士分别持有海南耀博 50% 的股权。芦青云女士和侯莹女士共同为公司的实际控制人。

图表 4：公司股权变动前股权关系



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5: 公司股权变动后的股权关系



资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

2011年4月21日, 海南耀博召开股东会决定, 智平投资对海南耀博增资150万元。本次增资完成后, 智平投资对海南耀博的出资增加为人民币3400万元, 占海南耀博注册资本的51%; 侯莹女士对海南耀博的出资为人民币3250万元, 占海南耀博注册资本的49%。芦清云女士成为亿城股份的单一实际控制人。

我们认为, 公司2011年经营计划表明其发展即将提速。而同时芦清云女士及其控制的智平投资增加对公司的控制权, 表明对公司未来发展充满信心, 看好亿城股份的长期投资价值。

四、公司盈利预测

我们预计公司2011年、2012年和2013年的营业收入分别为36.1亿元、42.37亿元和51亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为6.8亿元、7.98亿元和9.61亿元; 每股收益分别为0.57元、0.67元和0.81元; 以4.15元的收盘价计算, 对应市盈率分别为7.3X、6.2X和5.1X。

图表 6: 公司盈利预测表

单位: 百万元, 百万股	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,074.44	3,610.00	4,237.00	5,100.00	货币资金	1,876.14	1,087.26	1,424.98	2,511.58
营业成本	1,581.53	1,877.20	2,203.24	2,652.00	交易性金融资产	29.55	38.00	38.00	38.00
营业税金及附加	526.69	613.70	720.29	867.00	应收及预付款项	305.78	541.50	635.55	765.00
销售费用	54.70	72.20	84.74	102.00	存货	6,438.08	7,508.80	9,914.58	11,934.00
管理费用	73.40	108.30	127.11	153.00	流动资产合计	8,649.55	9,175.56	12,013.11	15,248.58
财务费用	50.26	36.10	42.37	51.00	长期股权投资	27.10	28.00	28.00	28.00
资产减值损失	-11.17	0.00	0.00	0.00	长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-0.45	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	340.73	320.00	330.00	330.00
投资净收益	-1.89	0.00	0.00	0.00	无形资产	53.40	1.90	2.00	2.00

营业利润	796.69	902.50	1,059.25	1,275.00	长期待摊费用	29.66	35.00	35.00	35.00
加: 营业外收入	4.27	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	2.68	6.66	6.66	6.66
减: 营业外支出	8.38	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	35.59	50.00	60.00	60.00
五、利润总额	792.57	902.50	1,059.25	1,275.00	非流动资产合计	489.17	441.56	461.66	461.66
减: 所得税费用	248.21	225.63	264.81	318.75	资产总计	9,138.72	9,617.12	12,474.77	15,710.23
六、净利润	544.36	676.88	794.44	956.25	短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-2.23	-3.38	-3.97	-4.78	预收款项	1,127.93	1,579.10	2,210.74	3,095.04
归属于上市公司 股东净利润	546.59	680.26	798.41	961.03	应付款项	992.66	1,340.10	1,876.14	2,626.59
已发行股票数	993.22				一年内到期的非 流动负债	520.00	336.50	750.88	991.46
基本每股收益	0.55	0.57	0.67	0.81	其他流动负债	701.55	0.00	0.00	0.00
经营性现金流	-1,143.15	-514.18	-495.34	493.13	流动负债合计	3,432.15	3,255.70	4,837.76	6,713.09
投资性现金流	-125.85	56.93	-20.10	0.00	长期借款	673.00	1,501.76	1,982.92	2,386.80
筹资性现金流	1,149.90	-331.63	853.17	593.46	应付债券	730.09	730.00	730.00	730.00
营业收入增长率	-10.15%	17.42%	17.37%	20.37%	长期应付款	850.70	0.00	0.00	0.00
营业利润增长率	29.49%	13.28%	17.37%	20.37%	非流动负债合计	2,253.79	2,231.76	2,712.92	3,116.80
归属母公司所有 者净利润增长率	30.09%	24.46%	17.37%	20.37%	负债合计	5,685.94	5,487.46	7,550.68	9,829.89
毛利率	31.51%	41.00%	40.00%	39.00%	股本和资本公积	1,655.18	1,655.18	1,655.18	1,655.18
净利率	12.28%	16.75%	15.08%	14.55%	盈余公积和未分 配利润	1,686.39	2,366.65	3,165.06	4,126.09
资产负债率	62.22%	57.06%	60.53%	62.57%	归属母公司股东 权益合计	3,341.57	4,021.83	4,820.24	5,781.27
真实资产负债率	49.88%	40.64%	42.81%	42.87%	少数股东权益	111.21	107.83	103.85	99.07
真实速动比率	0.96	0.99	0.80	0.92	所有者权益(或 股东权益)合计	3,452.78	4,129.66	4,924.09	5,880.34
速动比率	0.64	0.51	0.43	0.49	负债和所有者权 益(或股东权益) 总计	9,138.72	9,617.12	12,474.77	15,710.23

资料来源: 中邮证券研发部

五、投资建议及风险提示

我们认为: 1、公司的经营计划显示公司发展速度较以往有大幅增长, 公司目前土地储备可支持公司的发展速度。2、公司实际控制人的微调, 表明作为财务投资者的北京智平投资对公司的发展充满信心。维持对公司“谨慎推荐”评级。

风险提示: 1、公司快速的发展速度需要后续有足够的土地储备支持, 静态计算公司目前的土地储备仅够公司开发3年左右, 如果未来公司项目获取不顺畅, 则面临一定经营风险。2、公司盈利能力较强的两个项目西山公馆和燕西华府均位于北京, 其中西山公馆拿地成本 7203 元/平方米, 预计售价 34000 元/平方米, 燕西华府由股权收购获得, 不算拆迁、市政等费用的拿地成本在 2300 元/平方米, 项目形式以别墅、花园洋房为主, 其中别墅项目售价 35000 元/平方米。这两个均是高毛利项目, 对公司盈利能力有较大影响。当前北京地区调控政策较为严厉, 市场成交低迷, 公司销售面临一定风险, 如果销售不畅, 则会影响公司的发展速度。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；

中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。