

联系人: 周炯
电话: 010-8832 1586
Email: zhoujiong@tpyzq.com.cn

房地产

评级: 持有

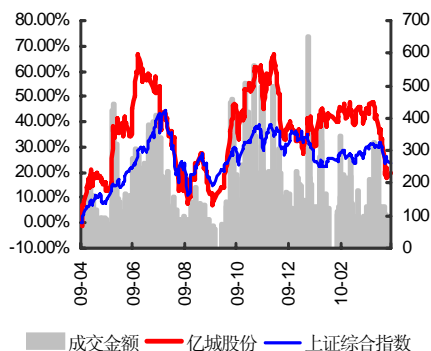
亿城股份 000616

——西山华府项目销售超预期

市场与公司重要数据

总股本(百万股)	902
总市值(百万元)	5,358
流通比例(%)	88.03%
12个月最高/最低(元)	8.66/4.86
主要股东	乾通科技
资料来源:	太平洋研究院

一年股价表现



◆ 2009年,公司实现营业收入34.2亿元,同比增长227%;归属母公司净利润4.2亿元,同比增长55%。实现基本每股收益0.47元。分配预案为每10股派1元(含税),转增1股。

◆ 主要项目北京西山华府热销,支撑业绩较快增长:

公司全年签约销售收入45.3亿元。其中,北京西山华府37.4亿元,结算28.8亿元;苏州亿城新天地销售约8亿元,结算2.9亿元;万城华府尾盘结算1.3亿元。

◆ 项目结转结构变化,毛利率有所下降,预计2010年结算毛利率将有所回升:

09年公司结算毛利率为36.24%,比上年下降4.99个百分点,主要是由于项目结转结构的变化。08年主要结算项目是万城华府的后期,毛利率较高,而09年主要结算的是西山华府项目前期(东区、北区),售价相对较低,导致毛利率有所下降。09年下半年和今年销售的南区,均价较高约2.8-3万元/平米,大部分将在2010年参与结算,因此预计2010年公司毛利率将有所回升。

◆ 财务状况较为稳健,具有一定的抗行业调整风险能力:

在当前政策调控严厉,行业可能面临调整时,我们较为关注地产公司的抗风险能力。公司负债总额46.14亿元,资产负债率61.12%,扣除预售款18.63亿元后为36.44%。货币资金余额19.95亿元,流动比率2.21,速动比率0.81。公司现有储备中基本没有成本较高的“地王”。公司财务较为稳健,存货减值损失风险也较小。

◆ 预售款大幅增长:

得益于报告期内西山华府等项目热销,公司预收款项大幅增长144.74%至18.63亿元。主要包括西山华府南区10.8亿元和苏州新天地6.9亿元。大部分预收款项将于2010年参加结算。

业绩预测和估值标准

指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	207,376	104,708	342,170	374,000	418,000
营业收入增长率(%)	-	-49.51	226.78	9.30	11.76
归属母公司净利润(万元)	29,760	27,087	42,015	56,573	60,093
净利润增长率(%)	-	-8.98	55.11	34.65	6.22
EPS(元)	0.86	0.45	0.47	0.63	0.67
P/E	7	13	13	9	9

◆ **2010年可售资源较为充足：**

2010年可售资源约30万方，主要为西山华府南区（8万方）、西山公馆（10.5万方）和苏州新天地三期（9万方）。今年前4个月，西山华府项目已销售约7万平米，基本出清，均价在3万元/平米左右。西山公馆项目预计将在5、6月份开盘，均价约3-3.5万元/平米。公司计划全年销售签约50亿元。

◆ **项目储备约180万平米，计划2010年新增200万平米：**

公司项目主要分布在北京、天津、秦皇岛等环渤海地区，项目定位偏中高端。由于在北京等中心城市获取优质项目储备难度愈来愈大，公司未来新增储备将主要转向环渤海区域的秦皇岛、唐山等二、三线城市。公司09年新增了北京西山公馆、青龙湖和天津红桥广场等项目，成本相对合理，将为公司近3年业绩奠定一定基础。

◆ **盈利预测与评级：**

预测公司2010、2011年EPS为0.63和0.67元。根据4月23日收盘价5.94元计算，对应PE为9倍与9倍，目前股价较2010年NAV折价11.25%，估值与主流地产公司平均水平差异不大，鉴于严厉政策调控下行业可能面临的调整风险，给予公司“持有”的评级。

◆ **风险：**行业量价调整超预期导致公司新开项目销售不畅的风险。

附表 1：公司盈利预测表

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	207,376	104,708	342,170	374,000	418,000
增长率(%)			226.78	9.30	11.76
减：营业成本	122,148	60,653	216,635	231,319	262,713
税金及附加	23,107	11,243	50,554	55,257	61,758
资产减值损失	682	(324)	1,638	0	0
减：销售费用	3,845	3,603	4,051	4,488	5,016
管理费用	9,141	10,413	10,939	11,957	13,364
财务费用	5,590	1,936	(4,072)	(4,451)	(4,975)
投资净收益	4,861	13,443	(898)	0	0
营业利润	47,723	30,627	61,526	75,430	80,124
增长率(%)	-	-35.82%	100.89%	22.60%	6.22%
营业外收入	212	1,058	231	0	0
营业外支出	1,515	841	2,555	0	0
利润总额	46,421	30,844	59,202	75,430	80,124
增长率(%)	-	-33.55	91.94	27.41	6.22
减：所得税	16,941	4,072	17,237	18,858	20,031
实际税负比率(%)			25	25	25
净利润	29,479	26,773	41,965	56,573	60,093
归属于母公司所有者的净利润	29,760	27,087	42,015	56,573	60,093
增长率(%)	-	-8.98%	55.11%	34.65%	6.22%
净利率(%)	14.35	25.87	12.28	15.13	14.38
少数股东损益	(281)	(314)	(51)	0	0
每股收益(元)	0.86	0.45	0.47	0.63	0.67

资料来源：WIND 太平洋证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。