

研发部

邵明慧

 SAC 执业证书编号：
 S1340210090001

 联系人：张鹏
 电话：010-68858133
 Email: zhangpeng@cnpsec.com

投资评级：谨慎推荐（首次）
基本资料：

当前股价(元)	5.06
总股本(百万)	993.2
流通股(百万)	993.2
流通市值(亿元)	45
EPS(ttm)	0.37
每股净资产(元)	2.91
资产负债率	66%


独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

持有大量优质资源，业绩增长可期
——亿城股份(000616)
摘要：

公司是一家以房地产开发为主业的公司，房地产开发业务占公司营业收入98%以上。公司2007年在A股市场成功增发、2009年发行公司债券，增强了公司实力并优化了资产结构。2010年10月26日，芦清云女士控股的北京智平投资有限公司斥资3亿元，收购宫晓冬先生持有的海南耀博50%股权和乾通实业8%股权。收购完成后，芦清云女士和侯莹女士成为亿城股份的共同实际控制人。公司也真正成为一家以职业管理团队经营的开发企业。

公司土地储备丰富：目前公司所有项目总规划建筑面积为216万平方米，其中未开发项目的规划建筑面积为148.6万平方米（即不包括西山华府和亿城新天地外的其他项目总数）足够公司未来3-5年开发。

公司项目资源优质：公司2009年以来增加了5个项目，包括西山公馆、北京丰台青龙湖、天津红桥广场、秦皇岛黄金假日滨海度假城二期等项目均位置较好、成本较低。预计这些项目未来可为公司带来约180亿元的营业收入，极大的增厚了公司业绩。

盈利预测：我们预计公司未来三年归属上市公司净利润分别为4.34亿元、5.44和7.61亿元，对应每股收益0.44元、0.55元和0.77元。按照公司当前5.06元的股价计算，对应2010年、2011年和2012年的市盈率分别为11.6X，9X和6.5X。

投资建议：公司目前积累了相当一部分优质资源，为公司未来的业绩快速增长奠定坚实基础。同时，公司更加明确以深耕“环渤海”区域和“消费升级类”产品为重点，战略意图更加清晰，更容易被市场所理解，但公司的长期发展战略还需要被市场所检验。公司目前市盈率处于同行业较低水平，给予公司“谨慎推荐”的评级。

风险提示：

- 1、公司定位以“消费升级类”即中高端住宅为主流，并重点布局北京、天津等一线城市和重点二线城市，在市场环境低迷时容易受到较大冲击。
- 2、青龙湖项目需要前期土地整理，项目开发进度存在不确定性。

目录

一、公司历史沿革：	3
1.1 近三年公司大事记	3
1.2 公司主营业务构成	5
二、公司战略发展	5
2.1 公司收入集中于北京、天津和苏州	5
2.2 公司项目重点布局环渤海地区	6
2.3 土地储备曾经是公司的一个难题	7
2.4 公司目前项目储备无忧	9
三、公司主要项目一览	10
3.1 亿城西山公馆	10
3.2 北京青龙湖项目	11
3.3 天津红桥广场项目	11
3.4 秦皇岛项目	12
3.5 其他项目	13
四、公司财务状况	14
3.1 经营业绩波动剧烈	14
3.2 毛利率逐渐改善	15
3.3 公司负债状况良好，无偿债压力	15
五、盈利预测	16
六、投资建议：	18
七、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司实际控制人变更前股权结构图.....	4	
图表 2：公司实际控制人变更后股权结构图.....	4	
图表 3：2010 年 6 月 30 日公司主营业务收入构成.....	5	
图表 4：公司结算收入来源分析.....	6	
图表 5：公司项目分布图.....	7	
图表 6：2008 年底公司拟开发项目一览.....	8	
图表 7：公司项目储备及土地成本.....	9	
图表 8：西山公馆位置图.....	10	
图表 9：西山华府价格走势图.....	10	
图表 10：青龙湖项目位置.....	11	
图表 11：天津红桥广场项目位置图.....	12	
图表 12：秦皇岛项目位置图.....	13	
图表 13：公司在建项目一览.....	13	
图表 14：公司营业收入及增长率.....	14	
图表 15：公司营业利润及增长率.....	14	
图表 16：公司净利润及增长率.....	14	
图表 17：公司毛利率.....	15	
图表 18：公司费用率.....	15	
图表 19：公司资产负债率及真实资产负债率	图表 20：公司速动比率及真实速动比率.....	16
图表 21：公司项目收入假设表.....	16	
图表 22：公司盈利预测表.....	17	
图表 23：公司 PE-BANDS.....	18	
图表 24：公司 PB-BANDS.....	18	

一、公司历史沿革：

公司原名为大连渤海饭店(集团)股份有限公司、大连亿城集团股份有限公司，由大连渤海集团有限公司联合大连华信信托投资股份有限公司、大连日兴实业公司发起，以定向募集方式设立，于 1993 年 5 月 27 日正式注册成立。1996 年经中国证监会批准向社会公开发行股票。从 2001 年开始，房地产开发逐步成为公司主营业务。近年来，公司因成功投资开发了北京万城华府、亿城西山华府、三里屯 3.3 等多个知名项目而跻身国内品牌发展商前列。

1.1 近三年公司大事记

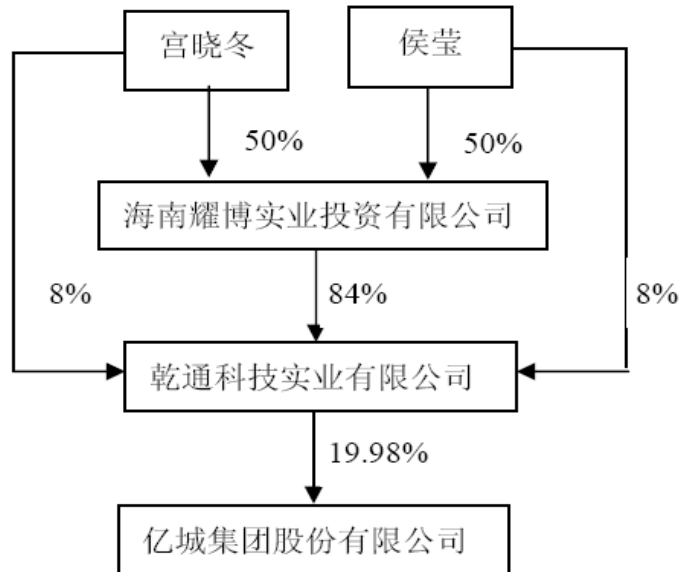
1、**A 股增发**。2007 年 11 月，公司在 A 股市场成功实施增发方案。本次增发募集资金 12 亿元，扣除发行费用 0.39 亿元后，实际募集资金总额为 11.61 亿元。本次募集资金主要用于建设西山华府项目和补充流动资金，其中西山华府项目建设拟投入金额 10 亿元，补充流动资金 1.61 亿元。

2、**发行公司债**。2009 年 11 月，公司获中国证监会核准，允许发行公司债券，用于偿还银行借款和补充流动资金。债券为 5 年期固定利率债，票面利率最终确定为 8.5%，最终募集资金为 7.3 亿元。债券还本付息的期限和方式为按年付息、到期一次还本；利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本次公司债券的起息日为公司债券的发行首日，即 2009 年 11 月 4 日。

3、公司实际控制人变动

截止 2010 年 10 月 26 日，公司近三年来的实际控制人为宫晓冬先生和侯莹女士。宫晓冬先生与侯莹女士以各占 50% 的股份共同控制海南耀博实业投资有限公司，海南耀博实业投资有限公司以 84% 的股份控制乾通科技实业有限公司（公司第一大股东），进而控股亿城股份。

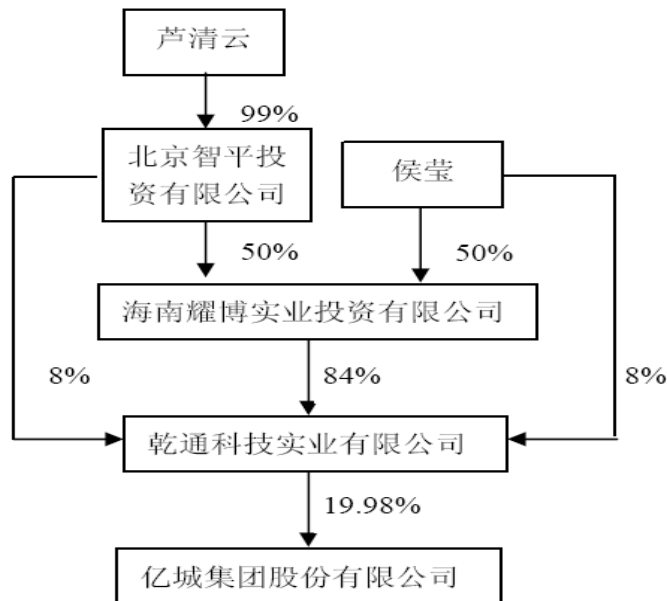
图表 1：公司实际控制人变更前股权结构图



资料来源：公司公告、中邮证券研发部

2010年10月26日，芦清云女士控股的北京智平投资有限公司斥资3亿元，收购宫晓冬先生持有的海南耀博50%股权和乾通实业8%股权。收购完成后，芦清云女士和侯莹女士成为亿城股份的共同实际控制人。

图表 2：公司实际控制人变更后股权结构图



资料来源：公司公告、中邮证券研发部

同时，北京智平投资有限公司发表声明称，收购目的是进行长期财务投资，成为亿城股份的长期战略财务投资者。收购人无意改变亿城股份当前的主营业务、资产、组织结构、公司章程等；收购人不改变目前的董事会、管理团队及员工聘用，不会向上市公司委派董事。

宫晓冬先生于2009年4月就已经退出公司管理层，而侯莹女士一直未涉足公司经营管理。因此本次转让后公司的经营模式未有变化，仍然由张丽萍女士领导的管理团队主持公司的经营活动。

1.2 公司主营业务构成

公司的主营业务主要是房地产开发，截止2010年6月30日，公司房地产业占主营业务收入比重为98.42%。同时也涉及物业管理、教育业和酒店业。截止2010年6月，公司旗下非房地产业务的公司有：北京亿城物业管理有限公司（主营物业管理，注册资本500万元）、大连渤海饭店有限公司（主营业务为住宿、餐饮、房屋出租等，注册资本9600万元）、大连王子饭店有限公司（主营业务为餐饮、娱乐、食品加工等，注册资本6287万元）、深圳市道勤投资有限公司（主营业务为投资兴办实业、信息咨询服务、计算机软、硬件及网络技术开发，注册资本4000万元）。

图表 3：2010 年 6 月 30 日公司主营业务收入构成

	经营项目名称	主营业务收入 (万元)	占主营业务收入 (%)	主营业务成本 (万元)	占主营业务成 本(%)	毛利率(%)
1	房地产业	101213.7646	98.42	74730.9084	99.72	26.16
2	餐饮及物业出租	1616.6682	1.57	209.727121	0.27	87.02
3	合计	102830.4328	100	74940.63552	100	27.12

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

二、公司战略发展

2.1 公司收入集中于北京、天津和苏州

2007 年公司的营业收入主要集中在“环渤海”区域，来自北京和天津两个城市；从 2008 年至今，公司的营业收入主要来自北京和苏州两个城市。

2007 年，北京地区的营业收入主要来自万城华府和亿城天筑两个项目。而 2007 年公司 A 股增发成功，为西山华府项目成功融资 10 亿元，则为项目建设资金铺平了道路。2008 年，西山华府项目开始为公司贡献收入，2009 年全年该项目营业收入占比更是达到 87.31%，成为当年结算收入增速达 226.78%立下汗马功劳。

同样是 2005 年获得的苏州亿城新天地项目也是从 2008 年开始为公司贡献收入。目前这两个项目仍有大量资源未结算，将来仍然是公司结算收入的主要来源。

图表 4：公司结算收入来源分析

	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 (元)	结算金额占比
2007 年	万城华府	北京	22.6	全部竣工	113,169.79	56.51%
	亿城天筑	北京	8.36	全部竣工	50,997.74	25.47%
	亿城山水颐园	天津	11.1	部分竣工	36,083.23	18.02%
	合计				200,250.76	
2008 年	万城华府	北京	22.6	竣工	29,699.36	30.69%
	亿城西山华府一期	北京	10.43	竣工	10,936.50	11.30%
	亿城天筑	北京	8.36	竣工	20,335.16	21.02%
	亿城新天地一期 (6#地块)	苏州	11.62	竣工	35,786.52	36.99%
	合计				96,758	
2009 年	万城华府	北京	22.6	竣工	12,748.55	3.87%
	亿城西山华府	北京	37.74	部分竣工	287,851.85	87.31%
	亿城新天地一期 (6#地块)	苏州	11.62	竣工	29,094.02	8.82%
	合计				329,694.42	
2010 年 1-6 月	万城华府	北京	22.6	竣工	4,366.31	4.65%
	亿城西山华府	北京	37.74	部分竣工	13,930.40	14.83%
	亿城新天地一期 (6#地块)	苏州	11.62	竣工	1,195.01	1.27%
	亿城新天地二期 (7#地块)	苏州	17.06	竣工	74,447.98	79.25%
	合计				93,939.70	

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

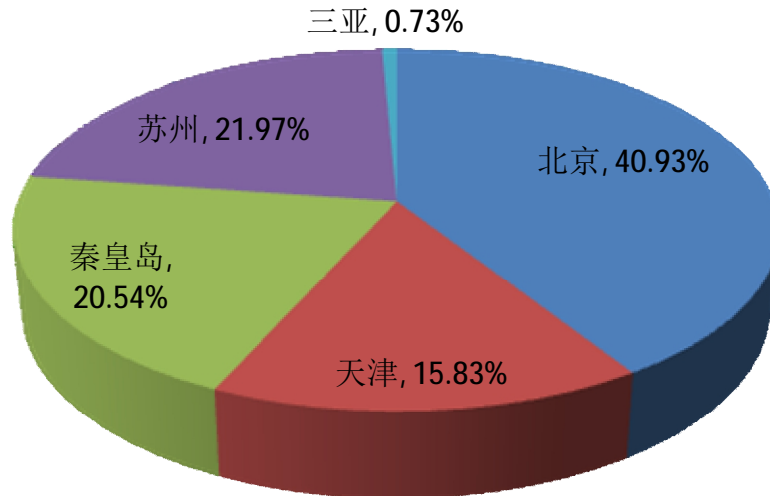
2.2 公司项目重点布局环渤海地区

2008 年之前，公司发展的重点为“长三角”和“环渤海”两个区域。公司 2005 年在北京和苏州各取得一个项目，2007 年 12 月份与苏州翠城投资顾问有限公司联合拍得苏州胥口地块。

2008 年之后，公司战略发生变化，将重心全部转移至环渤海区域。2009 年，公司大力增加土地储备，分别在北京、天津和三亚获得项目。2010 年 2 月，公司又在秦皇岛取得“黄金假日滨海度假城项目二期项目”，标志着公司向旅游物业更迈进一步，同时显示了公司在“环渤海”区域重点布局的意图。

目前，公司在建、拟建项目中（未剔除公司已结算部分），北京占 41%，秦皇岛占 20%，天津占 16%，环渤海地区占比达 77%。苏州地区占 22%，三亚地区占 0.73%。

图表 5：公司项目分布图



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

2.3 土地储备曾经是公司的一个难题

公司 2006~2008 年间主要以合作、股权收购的方式增加土地储备。

- 1、公司于 2006 年 7 月 25 日与北京晨枫房地产开发有限公司、天津亿通实业投资有限公司签订了《晨枫家园项目合作开发协议》，约定以合作的方式投资人民币 2 亿元参与晨枫家园项目的开发；
- 2、公司于 2007 年 2 月 2 日与北京晨枫房地产开发有限公司签订关于合作开发 CBD 核心区项目的协议书，以购买合作物业或股权收购方式参与项目开发；
- 3、2007 年 11 月 23 日与北京天行九州投资有限公司等三方签订了《股权转让合同》，通过受让秦皇岛天行九州房地产开发有限公司的股权及债权，取得项目公司所拥有的黄金海岸滨海区两地块（即黄金假日滨海度假城项目）的相应权益；
- 4、公司于 2007 年 12 月 28 日与苏州翠城投资顾问有限公司联合，以 2.52 亿元的价格拍得苏州胥口镇地块。

但 2008 年的金融危机导致公司面临较大的经营风险，最终不得已以终止项目合作、转让股权投资或退地等方式停止了上述项目的运作，公司收入集中度提高，风险加大。

1、2008年11月11日，公司与北京天行九州投资有限公司等交易方签订协议，终止原股权转让合同，将北京亿城已取得的项目公司85%的股权及相关债权、天行建公司51%的股权按原股权转让合同中的价格全部回售给交易对方（但同时约定以2550万元的价格收购秦皇岛天行九州房地产开发有限公司51%的股权，为2010年2月项目公司在二级市场取得秦皇岛项目的土地储备打下基础）；

2、2009年9月3日，公司与北京晨枫及项目公司签署《终止协议》，解除三方于2007年2月2日签署的关于合作进行CBD核心区项目酒店及相关配套物业建设的《协议书》；

3、2009年1月20日，公司与北京晨枫、天津亿通实业投资有限公司签署终止协议，终止三方关于晨枫家园项目的合作协议；

4、2009年1月15日召开的亿城集团股份有限公司第四届董事会临时会议批准，北京亿城与苏州翠城签署《协议书》，约定：双方解除关于苏州胥口项目的《联合竞买协议》及与之相关的一切协议和合作文件（但由于政府不同意退地，目前此项目仍然处于运作当中）。

因此，在2006年到2008年间，除了以51%股权的方式入主的秦皇岛项目和争议未解决的苏州胥口项目外，公司基本上没有新项目土地储备增加，2008年底公司新可开发项目（不包括在建项目）达到最低水平，仅剩亿城新天地部分楼座以及秦皇岛项目和苏州胥口项目（但苏州胥口项目公司欲图退地，实际上不能开发）。因此，2007年至今公司的营业收入基本来自万成华府、亿城天筑、西山华府和亿城新天地四个项目。公司营业收入集中在几个地区或项目上，导致公司经营风险加大，价值中枢降低，且公司在西山华府、亿城新天地之后便会面临无地可开发的境况。

图表 6：2008 年底公司拟开发项目一览

项目名称	预计下期开工时间	预计下期竣工时间	预计总投资	期初数	期末数
亿城新天地 7#	2008.09	2010.05	670,000,000.00	162,382,090.50	
亿城新天地 8#				123,053,376.00	128,783,759.84
秦皇岛项目 1 期				221,717,467.40	268,750,130.67
苏州胥口项目					102,186,223.50
合计				507,152,933.90	499,720,114.01

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

2.4 公司目前项目储备无忧

2009年,公司开始大力获取新的土地储备,为公司未来发展奠定坚实基础。2009年5月,公司以招拍挂的形式获得西山公馆地块;2009年9月,以收购的方式获得北京青龙湖项目和三亚的三亚东河项目;2009年10月在天津以挂牌的方式获得天津红桥广场项目;2010年2月,公司以挂牌方式获得秦皇岛项目二期地块。目前公司所有项目总规划建筑面积为216万平方米,其中未开发项目的规划建筑面积为148.6万平方米(即不包括西山华府和亿城新天地外的其他项目总数)足够公司未来3-5年开发。

图表7:公司项目储备及土地成本

日期	地区	项目名称	占地面积(万平方米)	容积率	规划地上建筑面积(万平方米)	成交金额(万元)	单位楼面地价(元/平方米)	备注
2005/9/15	北京	西山华府	19.85	1.65	32.76	20000	610.50	未包括拆迁补偿
2005/10/19	苏州	亿城新天地	17.28	2.00	34.6	40000	1156.07	
2007/12/28	苏州	胥口镇项目	10.54	1.33	14	25200	1800.00	公司拥有55%权益
2009/5/7	北京	西山公馆	4.31	1.92	8.26	59500	7203.39	
2009/9/12	北京	青龙湖项目	34.35	1~1.1	37.79	88240.5	2335.02	收购形式获得
2009/9/16	三亚	三亚东河项目	2.25	0.7	1.57	7925.8	5043.24	商服用地,收购形式获得
2009/10/30	天津	天津市红桥区A、B两地块	4.51	2.5	11.275			
			4.8	4	19.2			
			合计		30.475	146000	4790.81	
2010/2/4	秦皇岛	黄金假日滨海度假城项目二期	56	0.58	32.5	30514.83	938.92	公司在二级市场招拍挂取得土地使用权,拥有70%权益
2007/11/28	秦皇岛	黄金假日滨海度假城项目一期	60	0.40	24			拥有70%权益

资料来源:公司公告,中邮证券研发部

三、公司主要项目一览

3.1 亿城西山公馆

该地块位于北京市海淀区北五环外，中关村软件园內。距离公司正在开发的西山华府项目约 2 公里。项目户型为一居 69-72 平米，二居 109-147 平米，三居 131-150 平米。属于精装修普通住宅。

图表 8：西山公馆位置图



资料来源：中邮证券研发部

图表 9：西山华府价格走势



资料来源：搜房网，中邮证券研发部

目前项目预计售价 32500 元/平方米，土地成本占项目售价的 22%左右。项目可为公司带来销售收入约 26 亿元。

3.2 北京青龙湖项目

青龙湖项目位于北京市丰台区王佐镇青龙湖郊野休闲社区内，建筑面积 37.79 万平方米。目前青龙湖项目仍处于一级开发阶段，按照公司公告，2009 年末项目地块一期达到施工条件，2010 年 7 月项目整体七通一平完成。另外，公司为后续一级开发将支付 7.07 亿元。

图表 10：青龙湖项目位置



资料来源：中邮证券研发部

青龙湖项目容积率较低，1~1.1 的容积率适合做低密度的高端产品，符合公司确定的聚焦实惠高端产品的战略方向。项目属于青龙湖郊野休闲社区建设项目的一部分，环境优美，位置优越，距离规划中的地铁 14 号线较近。目前距离其较近的由北京南宫恒业房地产开发有限公司开发的南宫景苑项目二手住宅（普通住宅）价格在 13000 元左右，本项目产品类型要高于南宫景苑，因此预计项目售价可达 15000~17000 元/平方米。

公司收购项目价格为 8.8 亿元，后续一级开发支出 7.07 亿元，折算楼面成本共计约 4205 元/平方米，占项目售价的 26.28%（按 16000 元/平方米计算）。项目销售预计可为公司带来 60.46 亿元的收入。

3.3 天津红桥广场项目

该项目位于天津市红桥区光荣道与勤俭道交口，其四至为：东至勤俭道，南至现状住宅，西至宏泰公寓，北至光荣道。其中 A 地块土地面积为 45113.6 平方米，土地用途为居住，

容积率 2.5；B 地块土地面积为 48000 平方米(含居住型公寓用地面积 25600 平方米，其它为酒店型公寓、商业)，容积率为 4.0(居住型公寓容积率为 3.0)。国有建设用地使用权出让年限为居住(含居住型公寓)70 年、商业金融业(含酒店型公寓)40 年。

图表 11：天津红桥广场项目位置图



资料来源：中邮证券研发部

该项目地段较好，距离天津的地铁 1 号线勤俭道站 500 米，周边配套完善，交通便利。西临的宏泰公寓二手住宅售价为 12000 元/平方米左右，**预计该项目上市售价至少可达 15000 元/平方米。项目土地单位楼面价 4791 元/平方米，占销售收入 32%。该项目预计可为公司增加 46 亿元的销售收入。**

3.4 秦皇岛项目

该项目位于秦皇岛市昌黎县黄金海岸滨海区，地理位置良好。地块北上依次为黄金海岸滨海区、南戴河滨海区、北戴河滨海区等，向南为翡翠岛国家级海岸保护区。项目所在的秦皇岛黄金海岸拥有优质的沙滩，大面积绿化，丰富的矿泉及地热资源，具备建设成为中国北方高端的滨海度假休闲区的潜力。《中国国家地理》将其评为中国十大海滩。

秦皇岛项目一期地块建筑规划面积 24 万平米，二期建筑规划面积 32.5 万平米，用途为旅游度假用地。目前位于秦皇岛市昌黎黄金海岸一经路与一经路并汇处的澳景蓝湾(高档精装修公寓)售价 8000 元/平方米，**预计公司项目未来售价在 8000 元/平米以上，土地成本占项目售价 11.74%(按照二期单位地价成本 939 元/平方米计算)，属于毛利率较高的项目。假设公司项目全部出售，则可为公司增加 45.2 亿元的销售收入。**

图表 12：秦皇岛项目位置图



资料来源：中邮证券研发部

3.5 其他项目

公司目前还有西山华府和亿城新天地的部分楼盘可售。截止 2010 年 6 月 30 日，西山华府已经结算了北区、东区以及 X2X3 楼座。但其余仍有 15 亿的投资(成本)未结算。2010 年 6 月 30 日西山华府项目结算收入 1.4 亿元，结算成本 0.72 亿元，毛利率为 49%。若按照同样的毛利率，保守估计未来该项目至少有 30 亿元的收入可以结算。

亿城新天地一期和二期仅剩 0.6 亿元的投资未结算，三期按照计划仍然有 5.1 亿元的投资可结算。2010 年 6 月 30 日亿城新天地 7#地块结算的毛利率为 20%左右，8#地块的结算毛利率会高于 7#地块，我们预计在 25%左右，因此该地块将给公司带来约 6.8 亿元的结算收入。

图表 13：公司在建项目一览

项目名称	期末在建 开工时间	预计下批竣工 时间	期末在建预计总 投资(元)	期初数(元)	期末数(元)
西山华府-其他	2007.12	2010.1	1,500,000,000.00	683,031,670.73	798,493,083.61
山水颐园-公建	2007.11	2012.05	330,000,000.00	92,120,060.11	104,555,112.61
亿城新天地 8#	2009.08	2011.08	510,000,000.00	146,787,761.48	201,253,751.46
北京西山公馆	2010.04	2011.12	1,350,000,000.00		623,282,827.83
合计				1,405,336,786.77	1,727,584,775.51

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

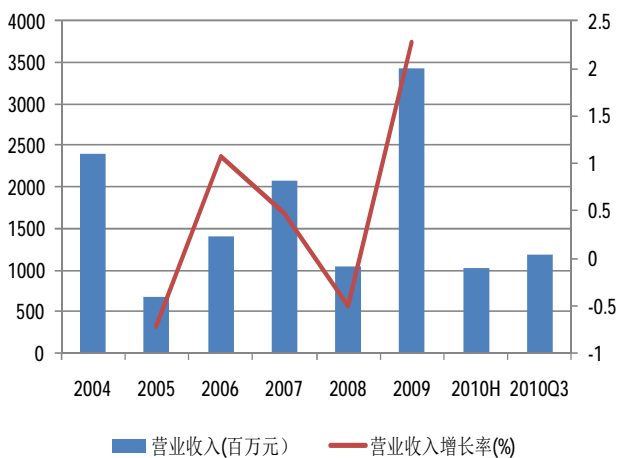
四、公司财务状况

3.1 经营业绩波动剧烈

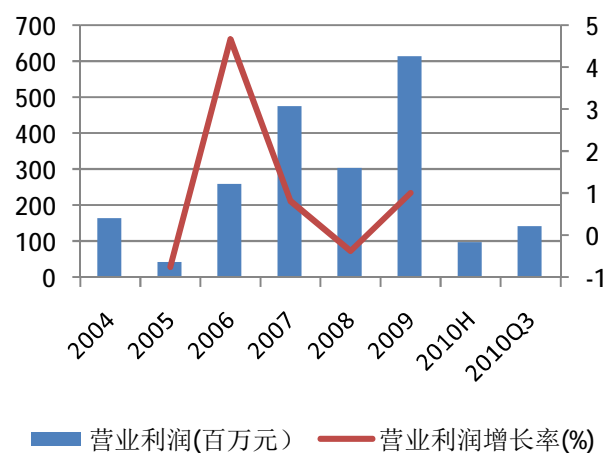
公司经营业绩波动较大。2005 年和 2008 年公司的营业收入增长率大幅下滑，分别达到 -71.62%和-49.51%。而 2006 年和 2009 年公司营业收入又大幅增长，幅度达 106.77%和 226.78%。公司项目较少，无法分散风险，因此营业收入受单个项目结算业绩影响较大，目前公司持有项目仍然比较集中，近期无法规避业绩波动风险。

而营业利润和净利润由于还受到毛利率和投资收益等因素的影响，波动幅度更为剧烈。

图表 14：公司营业收入及增长率

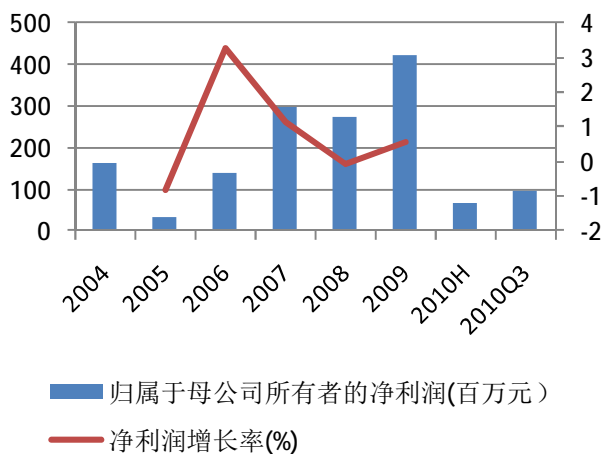


图表 15：公司营业利润及增长率



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 16：公司净利润及增长率



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

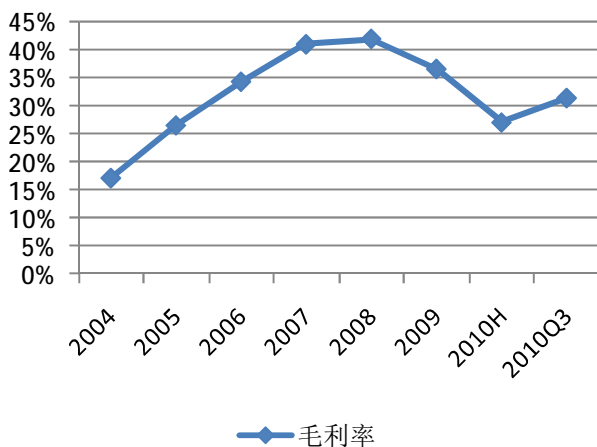
3.2 毛利率逐渐改善

公司2004~2008年之间毛利率逐渐改善，从2004年的17.18%提高至2008年的42.07%。2009年公司结算项目多是2008年末和2009年初销售，销售价格较低，降低了公司毛利率。而2010年上半年以来，公司结算的项目以苏州的亿城新天地为主，该项目被公司定位为“民生型”项目，毛利率本身较低。

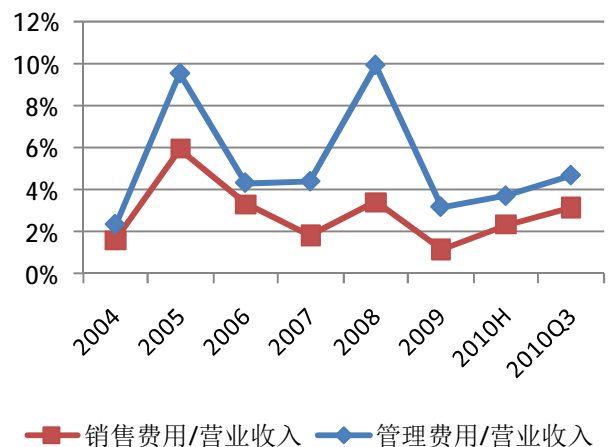
公司四季度结算的项目主要以西山华府南区为主，西山华府属于高档型住宅，毛利率可观，对于公司全年毛利率提升将起到重要的拉动作用。

横向比较，公司的费用率在开发企业中属于中等靠下水平；纵向分析，费用率有逐年下降的趋势。公司目前项目较少，且集中在公司深耕的市场内，品牌有一定知名度，费用率得以控制较好。未来随着公司新开盘项目增多，外地项目增多，公司费用率有向上的压力。

图表 17：公司毛利率



图表 18：公司费用率



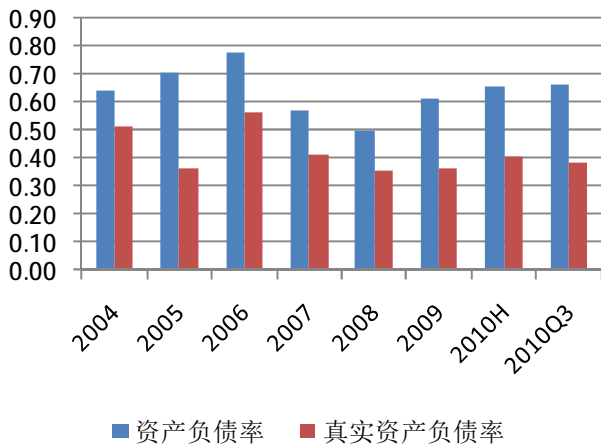
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

3.3 公司负债状况良好，无偿债压力

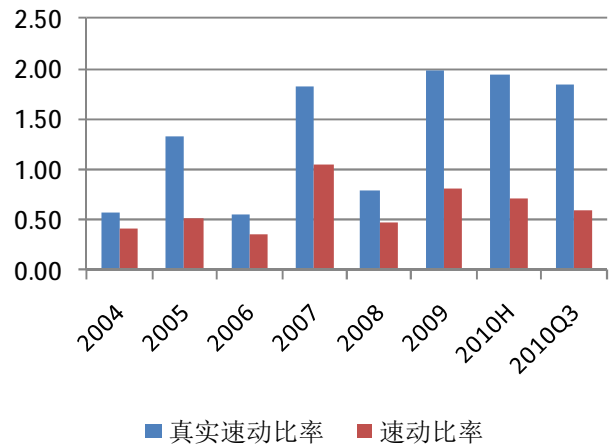
公司目前财务状况稳健，资产负债率为65.97%，扣掉预收款项的真实资产负债率为38.67%，与同行相比处于较低水平；速动比率0.5844，扣除预收款项的真实速动比率为1.84，可见公司负债中预收款项占了绝大部分，这对于公司短期偿债能力不构成威胁。

公司目前负债中包含2009年发行的5年期公司债券，有助于缓解公司长期偿债压力。

图表 19：公司资产负债率及真实资产负债率



图表 20：公司速动比率及真实速动比率



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

五、盈利预测

公司目前项目储备丰富，可结算资源较多。2010 年主要仍以结算西山华府南区和亿城新天地两个项目为主，亿城新天地 7#地块和 6#地块目前已经结算完毕，下半年西山华府将成为主力结算项目。而 2011 年公司将有更多项目可以参与结算，西山公馆和天津红桥广场项目将增厚公司业绩。

图表 21：公司项目收入假设表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
西山华府	16.9	14.5	
亿城新天地	8	5.6	
西山公馆		10	10.37
青龙湖项目			10
天津红桥广场		5	20
秦皇岛项目			10
其他项目	1	1	2
合计	25.9	36.1	52.37

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

我们预计公司未来三年归属上市公司净利润分别为 4.34 亿元、5.44 和 7.61 亿元，对应每股收益 0.44 元、0.55 元和 0.77 元。按照公司当前 5.06 元的股价计算，对应 2010 年、2011 年和 2012 年的市盈率分别为 11.6X，9X 和 6.5X。

图表 22：公司盈利预测表

单位：百万元，百万股

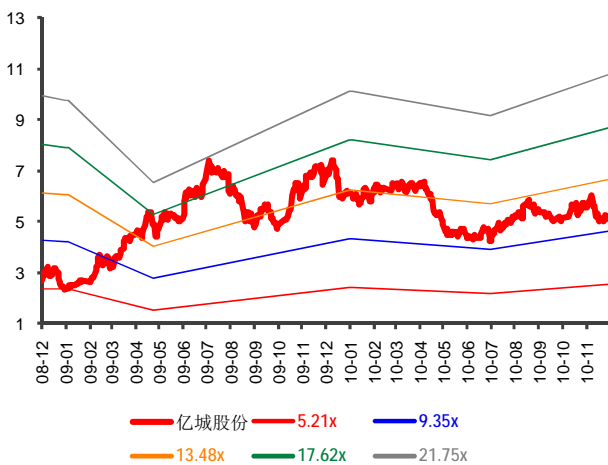
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,421.70	2,590.00	3,610.00	5,237.00	货币资金	1,995.23	1,890.87	544.50	719.17
营业成本	2,166.35	1,528.10	2,166.00	3,194.57	交易性金融资产	0.00	38.00	38.00	38.00
营业税金及附加	505.54	284.90	397.10	523.70	应收及预付款项	538.14	388.50	541.50	785.55
销售费用	40.51	64.75	108.30	183.30	存货	4,649.80	7,640.50	10,830.00	14,375.57
管理费用	109.39	90.65	144.40	219.95	流动资产合计	7,183.17	9,957.87	11,954.00	15,918.28
财务费用	-40.72	46.62	72.20	104.74	长期股权投资	30.64	28.00	28.00	28.00
资产减值损失	16.38	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	--	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	247.36	300.00	320.00	330.00
投资净收益	-8.98	0.00	0.00	0.00	无形资产	2.01	1.80	1.90	2.00
营业利润	615.26	574.98	722.00	1,010.74	长期待摊费用	33.63	35.00	35.00	35.00
加：营业外收入	2.31	4.00	0.00	0.00	递延所得税资产	6.66	6.66	6.66	6.66
减：营业外支出	25.55	3.50	0.00	0.00	其他非流动资产	45.44	40.00	50.00	60.00
利润总额	592.02	575.48	722.00	1,010.74	非流动资产合计	365.75	411.46	441.56	461.66
减：所得税费用	172.37	143.87	180.50	252.69	资产总计	7,548.92	10,369.33	12,395.56	16,379.94
净利润	419.65	431.61	541.50	758.06	短期借款	0.00	80.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	420.15	433.77	544.21	761.85	预收款项	1,863.26	2,515.41	3,521.57	4,930.20
少数股东损益	-0.51	-2.16	-2.71	-3.79	应付款项	852.74	1,108.56	1,496.55	2,095.17
已发行股票数	--	993.22	993.22	993.22	一年内到期的非流动负债	0.00	371.69	573.04	1,083.00
基本每股收益	0.47	0.44	0.55	0.77	其他流动负债	426.24	400.00	0.00	0.00
经营性现金流	1,662.89	(1,520.47)	(1,734.64)	(919.57)	流动负债合计	3,142.24	4,475.65	5,591.16	8,108.37
投资性现金流	-406.74	(44.34)	(30.10)	(20.10)	长期借款	743.38	1,146.08	2,166.00	2,875.11
筹资性现金流	68.6	1,460.46	418.37	1,114.34	应付债券	728.01	730.00	730.00	730.00
营业收入增长率	226.78%	-24.31%	39.38%	45.07%	长期应付款	0.00	650.70	0.00	0.00
营业利润增长率	100.89%	-6.55%	25.57%	39.99%	非流动负债合计	1,471.39	2,526.78	2,896.00	3,605.11
归属母公司所有者净利润增长率	55.11%	3.24%	25.46%	39.99%	负债合计	4,613.62	7,002.43	8,487.16	11,713.48
资产负债率	61%	68%	68%	72%	股本和资本公积	1,655.18	1,655.18	1,655.18	1,655.18
真实资产负债率	36%	43%	40%	41%	盈余公积和未分配利润	1,230.09	1,663.86	2,208.07	2,969.92
真实速动比率	1.98	1.18	0.54	0.49	归属母公司股东权益合计	2,885.27	3,319.04	3,863.25	4,625.10
速动比率	0.81	0.52	0.20	0.19	少数股东权益	50.02	47.86	45.16	41.36
毛利率	31.51%	41.00%	40.00%	39.00%	所有者权益合计	2,935.29	3,366.90	3,908.40	4,666.46
净利率	12.28%	16.75%	15.08%	14.55%	负债和所有者权益总计	7,548.92	10,369.33	12,395.56	16,379.94

资料来源：中邮证券研发部

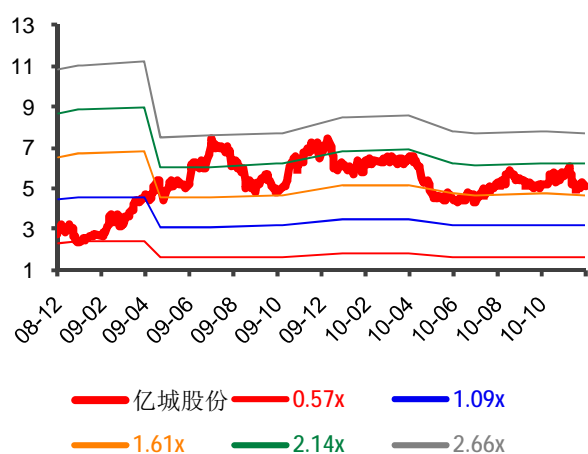
六、投资建议：

公司是深耕京津和苏州地区的二线开发企业，长期以“长三角”和“环渤海”区域为重点发展地区，以“消费升级类”和“民生类”两条产品线作为支撑。但公司曾经一度因为缺少土地储备为市场所诟病，逐渐被市场所冷落。公司目前已经逐步解决了历史包袱并积累了相当一部分优质资源，为公司未来的业绩快速增长奠定坚实基础。同时，公司更加明确以深耕“环渤海”区域和“消费升级类”产品为重点，战略意图更加清晰，更容易被市场所理解，但公司的长期发展战略还需要被市场所检验。公司目前市盈率处于同行业较低水平，给予公司“谨慎推荐”的评级。

图表 23：公司 PE-BANDS



图表 24：公司 PB-BANDS



资料来源：WIND，中邮证券研发部

七、风险提示

公司定位以“消费升级类”即中高端住宅为主流，并重点布局北京、天津等一线城市和重点二线城市，在市场环境低迷时容易受到较大冲击。

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，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

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。

我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的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，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。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介

n 证券经纪业务

我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。

n 证券自营业务

我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。

n 证券投资咨询业务

我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。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。