

2011年5月19日

# 亿城股份

## 定位独特，估值低廉

**A**
**未有评级**

000616.SZ - 人民币 5.60

**田世欣\***

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	9	(5)	16	19
相对新华富时	7	2	17	15
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	99
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	445
3个月日均交易额(人民币 百万)	105
净负债比率(%)	30
主要股东(%)	
乾通科技实业有限公司	19.98

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*程冬为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

在弱市当中, 亿城股份独特的产品定位和竞争力值得嘉许, 公司在环渤海三四线城市的扩张也已取得良好推进, 西山公馆预售证能否尽快获批则是近期一大看点。公司估值偏低, 近期不乏股价催化因素, 建议予以关注。

### 主要发现

- 公司未来仍将坚持“聚焦实惠高端”产品路线, 并通过引入教育、体育等资源打造与众不同的竞争力。
- 公司的区域战略为聚焦环渤海, 并重点关注在该区域二、三线城市的扩张机会。
- 2011年, 公司总可售资源预计将达70亿元, 计划销售额50亿元左右, 较2010年翻倍。
- 今年以来公司加强了西山公馆项目预售申请, 和政府沟通进展顺利, 如近期预售获批, 有望成为股价催化剂。
- 实际控制人财务投资者的身份使得公司具有内部人控制特征, 如果股权激励等促使管理层和股东利益一致的措施能够推出, 将有效提升市场信心。

### 图表 1. 投资摘要(市场预测)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3422	3074	3272	4227	5507
变动(%)	226.8	(10.2)	6.4	29.2	30.3
净利润(人民币 百万)	420	547	654	833	1107
全面摊薄每股收益(人民币)	0.47	0.55	0.66	0.84	1.11
变动(%)	0.0	18.3	19.7	27.3	32.8
市盈率(倍)	12.0	10.2	8.5	6.7	5.0
每股现金流量(人民币)	1.5	(0.1)	0.8	0.4	0.5
价格/每股现金流量(倍)	3.8	(46.7)	7.3	14.9	12.4
净资产收益率(%)	14.6	16.4	16.2	17.6	19.3
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.6
股息率(%)	1.8	1.8	2.7	3.8	9.8

资料来源: 公司数据及万得

## 聚焦“实惠高端+环渤海”，更加注重快周转

公司未来仍将坚持“聚焦实惠高端”路线，产品主要面向改善型需求的中高端客户人群，并通过引入教育、体育等资源，提升物业档次与产异化竞争能力。“实惠高端”的产品定位有助于公司获取品牌溢价。

在区域战略方面，公司将坚持聚焦环渤海区域的项目拓展和布局，重点关注在该区域二、三线城市的扩张机会。

淡市加大了开发商的运营风险，公司也开始重视快周转模式带来的诸多优势。中高端产品的定位本身限制了销售去化速度不能与普通住宅相比，公司未来将主要通过压缩“拿地-开工-预售”的时间周期来提高周转速度。

## 可售丰富，2011年销售有望翻倍

目前，公司已进入6个城市，拥有项目已达10个。2011年，7个项目有可推资源，预计公司总可售资源达到70亿元，集中推盘点在三、四季度。假设整体去化率为70%，预计公司2011年销售额将有望达到50亿元左右，较2010年可实现翻倍以上。公司最保守的预计去化率为50%，按照此保守去化水平，2011年销售额为35亿元左右。

2011年公司主要可售资源包括：

- 西山公馆，可售8万方，售价32,000左右。
- 燕西华府，预计三季度开始预售，年内将推出5-6万方商品房，售价30,000-35,000，并推出5万方限价房，售价约5,500。
- 天津红桥广场，去年开工，今年10月一期将进入销售，预计推出10万方左右，售价16,000。
- 苏州亿城新天地，三期剩余尾盘在售，目前价格10,000。
- 苏州胥口51号地和61号地，预计将在四季度分别推出5万方，售价均在16,000左右。

## 部分项目介绍

### 西山公馆

项目位于海淀区北五环外，总建面 10.5 万方，其中地上面积 8.26 万方。项目共 677 套房源，为 70-145 平米中小户型，主要针对首套及首次改善类自住型需求。

图表 2. 西山公馆效果图



资料来源：亿城股份公司网站

### 燕西华府

项目主要以独栋别墅、联排别墅和花园洋房为主，定价在 30,000-35,000，预计四季度推出 5-6 万方，货值约 15-18 亿元，另外限价房推出 5 万方，售价 5,500。该项目目标客户群以中高端需求为主，目前北京限购执行严厉，很多潜在客户丧失购房资格，新盘的去化速度受影响较大。

### 秦皇岛项目

高尔夫球场及一期 10 万平米住宅已动工。

### 天津红桥项目

项目是包括住宅、酒店式公寓和商业等多种业态的综合体，总建面 43 万方，其中地上 30.5 万方，下一层商业 2.5 万方，设备等系统和车库共 10 万方。公司未来将自持 6 万多方的集中商业。

## 西山公馆如顺利实现预售将减少预测不确定性

西山公馆是公司今年主推的项目之一，约有 25 亿的可售资源，预计均价 32,000。目前北京对高端楼盘发放预售证限制性较强，西山公馆项目多次申请预售许可一直没有获批。项目计划于今年 11 月份竣工，当年销售能计入结算。

由于北京严厉的限购政策导致市场冷淡，尽早进入预售可为销售这场“持久战”争取到宝贵的去化时间。我们预计，如果能够在 6 月份左右拿到预售证，以该项目针对刚需及首次改善类需求的户型定位，以及低于周边项目的价格优势，全年实现 70% 去化率应该没有太大问题。

如果西山公馆 2011 年实现七成去化即 18 亿元销售收入，预计可贡献 EPS0.45 元，对于全年业绩的实现举足轻重。公司一季度预收帐款 11.4 亿元，已预售部分预计可提供 0.22 元 EPS 贡献。照此，预计全年 EPS 将达到 0.67 元，现价较之仅为 8.4 倍市盈率。

年后，公司加大了西山公馆预售证的申领力度，正在与市建委等多个主管部门进行密切沟通，有望于近期拿到预售证开盘，西山公馆项目的顺利开盘，将有望成为股价催化剂。

## “环渤海”区域二三线城市扩张进行中

公司一季末货币资金 13.8 亿元，预计全年销售回笼 50 亿。目前在建项目共有 7 个，今年工程支出预计 30 亿，主要通过开发贷款解决，今年新增的开发贷也将有 30 亿左右；公司今年计划拿出 30 亿左右用于土地购置，其中 2011 年已支付土地价款约 15 亿；短期负债为 6.2 亿元。

2011 年拿地总额度 30 亿，年内仍剩余 15 亿左右可用于拿地。公司仍将扩张目标聚焦在环渤海区域的二、三线城市。在拓展城市选择上，公司将同时考虑已进入和新拓展城市。对于新准备进入的城市，公司会寻找优质合作伙伴，充分整合利用教育、体育等方面的资源，继苏州、唐山等城市获取项目资源后，今年有望进驻太原、廊坊等城市。

寻求“一二级联动”也是公司未来拓展土地储备的路径之一。公司已签订唐山 800 亩地的一级开发合作协议。前期投入使得公司相对其他竞争者具备相对拿地优势。另外，唐山市政府较为强势，开发商前期谈判一般难度较大，而达成协议、完成一级开发后在招拍挂环节的风险往往较低。

## 实际控制人变更不改管理架构

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。本次收购完成后，芦清云女士和侯莹女士间接持有亿城股份19.98%的股权，成为公司的共同实际控制人。

公司股权结构较为分散，两大实际控制人持股比例分别仅有不到10%，定位为长期战略财务投资者，既未向公司委托董事，也不改变公司发展战略及经营主业。在此背景下，经营管理层拥有更多决策权，公司实际上具有内部人控制特征。这类企业如果未来能有股权激励等措施推出，将有助管理层和股东的利益趋向一致，市场对此将有积极解读。

## 风险因素

西山公馆预售证获批时间点再次拖后；北京市场去化速度低于预期。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371