

# 龙头独占 深沐改革

——合肥城建（002208）2015 年年报点评

2016 年 03 月 24 日

强烈推荐/维持

合肥城建

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

公司日前公布 2015 年年报。报告期内，公司实现营业收入 188,112 万元，同比增长 6.86%；实现营业利润 12,137 万元，同比减少 47.16%；实现利润总额 12,140 万元，同比减少 47.68%；实现归属于上市公司股东的净利润 9,152 万元，同比减少 46.99%。基本每股收益 0.29 元，同比减少 46.3%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	415.8	424.82	584.33	188.17	64.43	447.79	1180.74
增长率（%）	55.14%	47.84%	-16.75%	-43.89%	-84.51%	5.41%	102.07%
毛利率（%）	26.72%	18.93%	41.14%	34.42%	23.72%	25.42%	24.31%
期间费用率（%）	6.56%	7.55%	5.36%	23.75%	77.10%	10.30%	3.31%
营业利润率（%）	9.77%	5.09%	25.67%	4.30%	-49.06%	3.13%	11.09%
净利润（百万元）	27.82	14.84	116.74	3.44	-24.53	8.63	100.28
增长率（%）	64.94%	21.62%	03.97%	-73.02%	-188.17%	-41.85%	-14.10%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.05	0.37	0.01	-0.07	0.03	0.31
资产负债率（%）	-	72.64%	74.03%	76.06%	77.55%	78.06%	75.37%
净资产收益率（%）	-	1.07%	7.76%	0.23%	-1.59%	0.56%	6.08%
总资产收益率（%）	-	0.29%	2.02%	0.05%	-0.36%	0.12%	1.50%

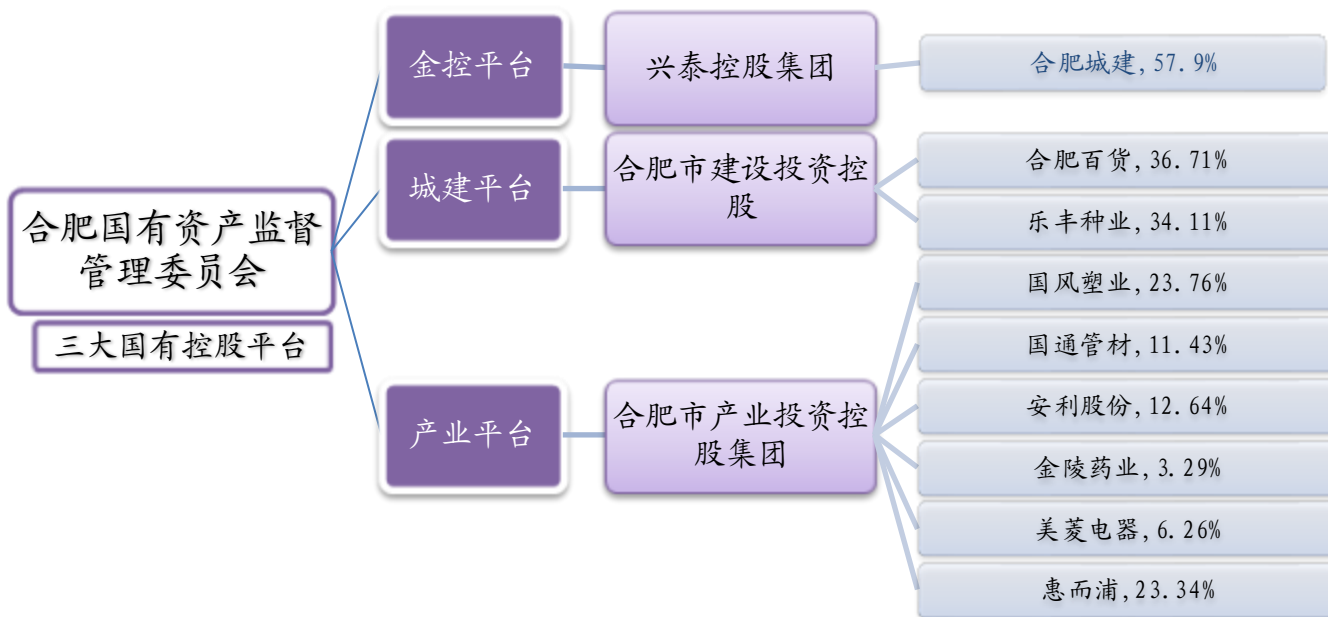
## 观点:

- **净利润虽呈现负增长,但是 2016 有望扭转局面。**报告期内,公司营业利润 12,137 万元,同比减少 47.16%,利润总额 12,140 万元,同比减少 47.68%; 这一方面是因为在安徽省房地产企业竞争激烈的背景下,多数公司舍价保量,导致部分地区成交量上升而销售额却相对减少。另一方面,受项目结算周期的影响,公司在报告期内的主要营业收入来源于合肥琥珀名城和园、合肥琥珀五环城、蚌埠琥珀新天地、广德琥珀新天地等项目,业绩表现为下滑。但报告期内,公司的在建项目多于竣工项目,公司预收账款共计 22,083.11 万元,相比上一年增长 33.4%,已经确保公司在 2016 年带来业绩上的突破。
- **合肥市国企改革龙头,地位优势将带来绝佳资源。**在安徽省深化国资国企改革的大背景下,2015 年 3

月 5 日, 公司收到母公司合肥市国有资产控股有限公司的通知, 对合肥市国有资本营运机构进行调整, 拟将其持有的本公司 185,316,118 股国有股份无偿划转给合肥兴泰控股集团有限公司, 占公司总股本的 57.89%。股权已在 2016 年 3 月 18 日过户完成, 这无疑将是新的一年公司的重要发展契机。

合肥兴泰控股集团有限公司是合肥市属大型国有独资公司, 以金融为主业, 以打造金融控股公司为目标。旨在为合肥市委市政府建立和完善合肥市地方金融服务体系。兴泰控股集团业务范围涉及银行、证券、保险、信用担保、资产管理、股权交易、信托、基金、融资租赁、典当、创投基金、风险投资等 13 个金融和泛金融领域。旗下拥有众多优质资产的兴泰控股集团入主合肥城建后, 必将为其发展注入新的活力。合肥市国资委此前就明确表示, 要持续推动国有金融资源向兴泰控股集中, 将其打造成主要的金融控股平台。实际上, 兴泰控股也是合肥市国资委唯一金控平台, 而合肥城建是兴泰控股旗下唯一的上市公司, 在资源整合方面具有独一无二的优势。因此, 在兴泰控股集团强有力的支持和依托下, 2016 年公司的发展空间相当广阔, 盈利能力也预期有所突破。

图 1: 合肥市国有资产监督管理委员会控股平台



数据来源: 公司公告, 合肥市国资委公告, 东兴证券研究所

- **合肥市政策向好, 公司去库存前景光明。**公司的重点项目布局在安徽省合肥市。合肥市自 2014 年第三季度起出台了相应的住宅销售鼓励政策, 如取消限购等, 套房最低 3 成首付的政策也已经落实。在报告期内, 合肥市更是出台了公积金及购房契税补贴政策。同时, 在安徽省房地产市场整体表现疲软的情况下, 合肥市楼市表现突出, 住宅均价上涨幅度在 12% 左右。由于受到合肥市政府办公地址变迁和地铁新线修建等因素, 需求增加, 去化水平明显提升。当然, 供需关系的变化也导致更多的企业进驻合肥市场, 加大竞争压力。这将促使公司提高房产质量, 改善管理水平。对于公司和整个合肥市的房地产行业都是一种良性的驱动。

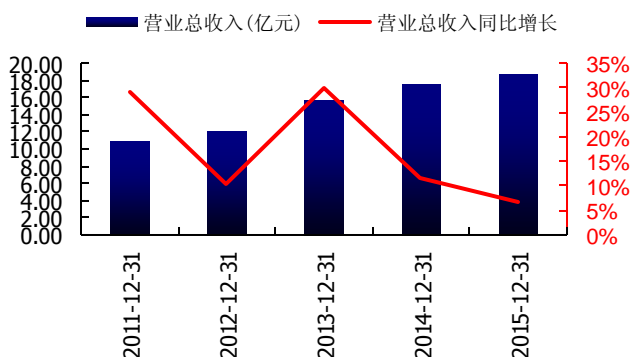
- **成熟布局，良好的地理布局带来新契机。**除了在合肥市内，公司在安徽省内二三线城市的布局保证了公司的稳定增长和竞争能力。特别是肥东地块。作为安徽省会的东大门，肥东与合肥市联动日趋增强，地理位置绝佳，交通和配套设施日臻完善，土地价格上涨明显。因为合肥市住宅库存较少，房价较高，许多有购房需求的消费者开始转向周边地区，报告期内当地住宅均价上涨 19.96%。公司在 14、15 年内连续在肥东拿下优势地块。报告期内当地新增待开发面积为 18.07 万平方米。肥东的刚需消费者群体将推动公司新增项目的销售以及 2016 年的业绩增长。

**表二：公司2015年度房地产项目汇总表**

城市	项目	规划用途	项目状态	占地面积 (万m <sup>2</sup> )	累计销售 (万m <sup>2</sup> )	累计竣工面积 (万m <sup>2</sup> )	2015年新增待开发土地面积 (万m <sup>2</sup> )	累计持有待开发土地面积 (万m <sup>2</sup> )
合肥	合肥琥珀名城 (和园)	住宅/商业	竣工	约 13.34 13.78	约 26.99	约 31.42	/	/
	合肥琥珀五环城	住宅/商业	竣工	约 12.88	约 39.18	约 56.83	/	/
	合肥瑞安家园	住宅	在建	约 8.63	约 19.24	1272	/	/
肥东	肥东琥珀名郡	住宅	在建	约 15.99	约 0.49	880	约 11.07	约 11.07
	肥东琥珀庄园	/	拟建	约 7.00		870	约 7.00	约 7.00
蚌埠	蚌埠琥珀新天地	住宅/商业	在建	约 22.72	约 16.82	约 17.32	/	约 8.72
广德	广德琥珀新天地	住宅/商业	竣工	约 6.53	约 9.22	约 9.22	/	/
宣城	宣城琥珀新天地	住宅	在建	约 7.92	约 0.11	约 0.11	/	约 4.19
巢湖	巢湖琥珀新天地	住宅	在建	约 10.31	/	约 0.30	/	约 5.92
三亚	三亚琥珀假日天地	/	拟建	约 6.30	/	/	/	约 6.30

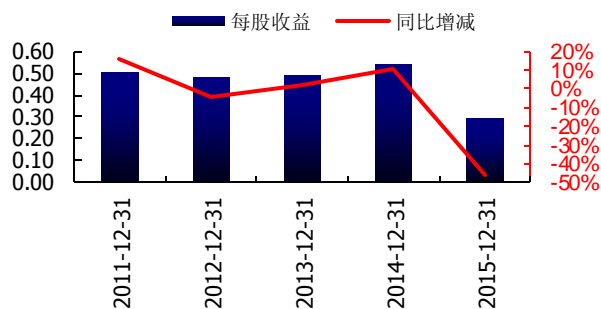
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2: 营业收入情况



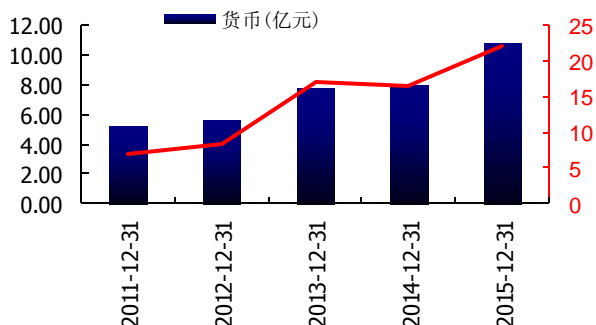
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 每股收益情况



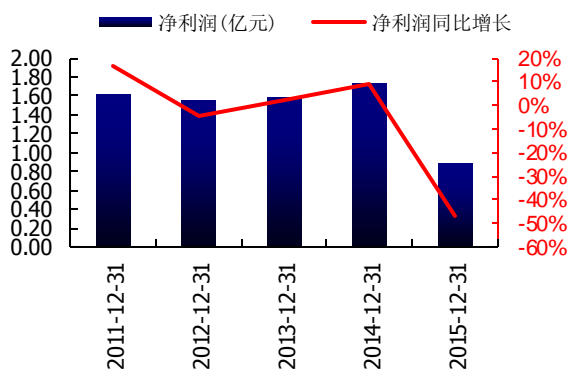
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 货币和预收款情况



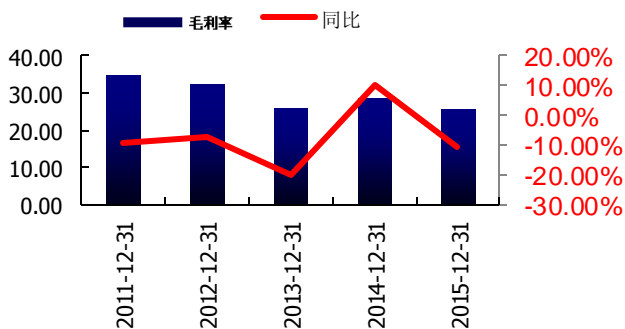
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 净利润情况



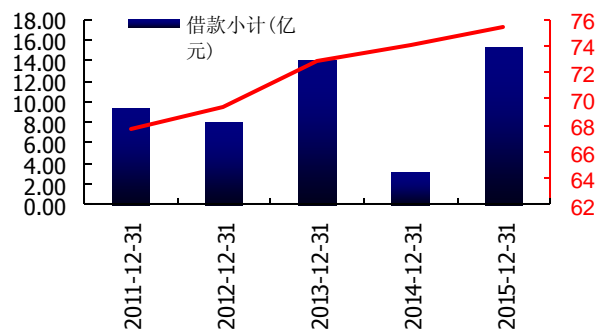
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 销售毛利率情况



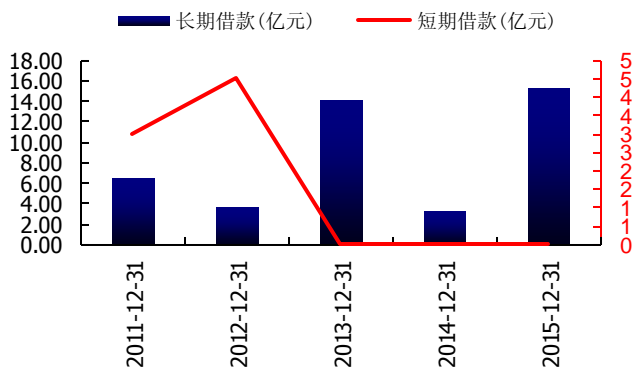
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 资产负债率情况



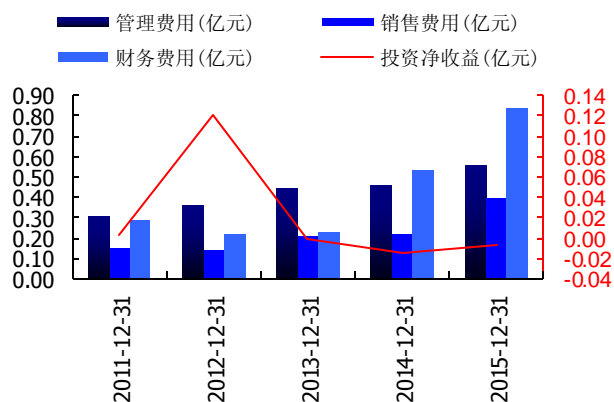
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 9: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

### 结论:

公司在合肥市国企改革中地位特殊, 以金控平台旗下唯一上市公司的身份独享母公司的资源和政策支持。区位优势明显, 在房价上涨快, 库存去化压力较小的合肥市以及周边房地产市场表现尚佳的城市均持有优势地块, 业绩发展潜力较大。报告期内数额庞大的预收账款也将来 2016 年转化为公司的实际收益。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 24.45 亿元、30.57 亿元和 36.68 亿元, 每股收益分别为 0.56 元、0.76 元和 0.92 元, 对应 PE 分别为 34.69、25.70 和 21.13, 维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	5706	6618	9079	10226	12255	<b>营业收入</b>	1760	1881	2445	3057	3668
货币资金	796	1079	2105	1528	1834	<b>营业成本</b>	1257	1400	1785	2231	2678
应收账款	3	0	0	0	0	营业税金及附加	143	177	220	275	330
其他应收款	214	36	47	58	70	营业费用	22	40	61	76	92
预付款项	305	24	24	24	24	管理费用	46	56	61	76	92
存货	4387	5479	6847	8559	10271	财务费用	53	84	84	93	138
其他流动资产	0	0	56	56	56	资产减值损失	8.50	2.48	4.00	4.00	4.00
<b>非流动资产合计</b>	87	79	71	63	55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	0	0	0	0	投资净收益	-1.44	-0.74	-1.00	-1.00	-1.00
固定资产	16	67	59	51	43	<b>营业利润</b>	230	121	229	300	334
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	2.57	0.24	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.23	0.20	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	5793	6697	9150	10289	12310	<b>利润总额</b>	232	121	232	303	337
<b>流动负债合计</b>	3962	3504	5044	6117	8066	所得税	60	34	58	76	84
短期借款	0	0	0	401	1585	<b>净利润</b>	172	88	174	227	252
应付账款	525	675	856	1070	1284	少数股东损益	0	-4	-4	-4	-4
预收款项	1656	2208	2575	3034	3584	归属母公司净利润	173	92	178	231	256
一年内到期的非流	1067	126	1120	1120	1120	EBITDA	284	208	321	400	480
<b>非流动负债合计</b>	326	1544	1530	1530	1530	<b>BPS (元)</b>	0.54	0.29	0.56	0.72	0.80
长期借款	326	1530	1530	1530	1530	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	4288	5048	6574	7647	9596	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	14	100	96	92	88	营业收入增长	11.73%	6.86%	30.00%	25.00%	20.00%
实收资本(或股本)	320	320	320	320	320	营业利润增长	10.43%	-47.16	90.32%	36.25%	22.16%
资本公积	290	290	1168	1168	1168	归属于母公司净利润	96.13%	34.98%	96.13%	34.98%	21.59%
未分配利润	632	674	585	469	341	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	1490	1550	2481	2550	2627	毛利率(%)	28.59%	25.56%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>负债和所有者权益</b>	5793	6697	9150	10289	12310	净利率(%)	9.78%	4.67%	7.18%	7.80%	7.92%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.89%	2.98%	1.37%	1.96%	2.45%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	11.58%	5.91%	7.23%	9.49%	11.15%
<b>经营活动现金流</b>	-477	484	-630	-718	-556	<b>偿债能力</b>					
净利润	172	88	174	227	252	资产负债率(%)	74%	75%	72%	73%	75%
折旧摊销	1.41	2.65	0.00	8.00	8.00	流动比率	1.44	1.89	1.80	1.72	1.63
财务费用	53	84	84	93	138	速动比率	0.33	0.32	0.44	0.22	0.10
应收账款减少	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	367	459	550	总资产周转率	0.33	0.30	0.31	0.32	0.35
<b>投资活动现金流</b>	6	63	-5	-5	-5	应收账款周转率	980	1340	1217	676	664
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.62	3.13	3.20	3.17	3.12
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	-1	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.29	0.56	0.76	0.92
<b>筹资活动现金流</b>	454	-250	1661	147	866	每股净现金流(最新)	-0.05	0.93	4.31	-1.65	-0.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.66	4.84	7.75	7.98	8.25
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	36.02	67.07	34.69	25.70	21.13
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	4.18	4.02	2.51	2.44	2.36
<b>现金净增加额</b>	-17	298	1026	-576	306	EV/EBITDA	23.99	32.77	20.00	17.35	15.17

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

实习生秦苏，北京外国语大学硕士，对此报告有贡献。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。