

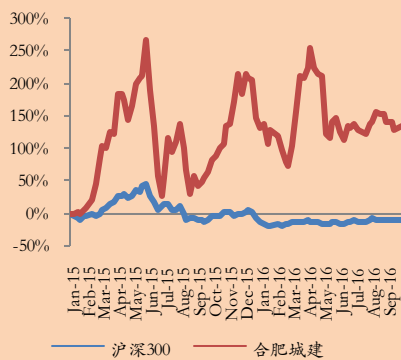


## 合肥城建 (002208)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-10-17

股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 袁道升  
0551-65161592  
neilyds@163.com

## 地产业绩爆发, 金控成色可期

### 扭亏为盈, 全年业绩爆发在望

2016H1 公司受益合肥楼市的火热, 业绩较去年同期成功翻转, 半年报数据亮眼。受合肥琥珀五环城与雅阁项目加速结转影响, 上半年公司实现营业收入 11.64 亿元, 同比大幅增长 360.77%。报告期内, 公司毛利率录得 19.17%, 这主要是五环城与雅阁项目毛利较低导致。上半年公司三费水平大幅改善, 其中财务费用缩减最为明显, 这主要是公司债务结构调整, 利息支出显著下降; 销售费用则因项目宣传支出增加小幅上升。得益于营收的暴增与三费的有效缩减, 上半年公司实现归母净利润 0.67 亿元, 同比增速高达 419.35%。上半年公司预收账款 28.60 亿元, 较去年同期增长 25.55%, 今明两年盈利可期。

### 深耕合肥, 坐享城市发展机遇

公司积极布局合肥市场, 补充土地储备。公司提前布局合肥周边地区, 分别于 4 月及 6 月购入合肥肥西[2016]6 号地块和瑶海区 E1606 号地块。肥西地块毗邻肥西县医院, 随融创等大型房企进驻肥西县, 区域价值可期; 瑶海地块毗邻合肥十中新区, 隶属地铁物业, 地块优势显著。受一线资本溢出、前期供应不足及价位相对较低等因素影响, 2016 年合肥地区房价飙升, 1-9 月累计涨幅 56.58%, 位居全国第二; 受十一限购影响, 合肥成交出现骤降, 但考虑到政策目的仍是“缓”而非“转”, 同时合肥作为省会城市及长三角城市群副中心, 楼市长期仍可看好。

### 完成国改, 独享金控平台

公司于 3 月份完成股权划转, 直接控股股东正式变更为合肥兴泰控股集团有限公司。兴泰控股作为合肥国资委所规划的三大国有控股平台中唯一的金控平台, 业务范围涉及银行、证券、保险、担保、资产管理、股权交易、信托、基金、租赁、典当、酒店和物业管理等多个领域, 并参股建信信托、徽商银行、国元证券、华富基金、国元农业保险等众多金融机构; 2016 上半年兴泰控股实现资产总额 310.76 亿元, 净资产 104.83 亿元, 其中金融资产超过 80%。合肥城建作为平台旗下唯一上市公司, 地位超然。未来平台内优质国有资产或有借注入上市公司实现资本化的预期; 而公司通过金控平台内多样化资源的助益, 业绩增长也同样充满可能。

### 盈利预测与估值

公司目前营收提速, 三费支出改善, 土地储备充足, 区域优势显著。国改完成后, 公司区域金控平台唯一性夯实, 想象空间大。我们预测, 2016-2018 年 EPS 为 0.56 元/股、0.73 元/股、0.84 元/股, 对应的 PE 为 33 倍、26 倍、22 倍, 目前公司房地产业务对应 RNAV 为 14.39 元, 但考虑到公司已具备金控平台属性, 给予“增持”评级。

盈利预测:

单位:百万元

财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1881	2445	2935	3521
收入同比(%)	7%	30%	20%	20%
归属母公司净利润	92	179	233	269
净利润同比(%)	-47%	96%	30%	15%
毛利率(%)	25.6%	26.0%	26.5%	27.0%
ROE(%)	5.3%	9.9%	11.7%	12.2%
每股收益(元)	0.29	0.56	0.73	0.84
P/E	65.48	33.46	25.72	22.28
P/B	3.87	3.54	3.21	2.91
EV/EBITDA	41	24	21	20

资料来源: wind、华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	6,618	7,233	8,122	9,446	<b>营业收入</b>	1,881	2,445	2,935	3,521
现金	1,079	922	587	704	营业成本	1,400	1,810	2,157	2,571
应收账款	36	178	211	192	营业税金及附加	177	198	251	306
其他应收款	36	177	208	191	销售费用	40	49	59	70
预付账款	24	(154)	(495)	(887)	管理费用	56	73	88	106
存货	5,479	6,294	7,823	9,441	财务费用	84	77	84	120
其他流动资产	(36)	(184)	(211)	(196)	资产减值损失	2	8	(4)	2
<b>非流动资产</b>	79	117	105	92	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	20	17	12	投资净收益	(1)	6	6	6
固定资产	67	63	59	55	<b>营业利润</b>	121	237	307	353
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	12	33	29	25	营业外支出	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	6,697	7,350	8,227	9,538	<b>利润总额</b>	121	238	309	354
<b>流动负债</b>	3,504	4,028	4,733	5,852	所得税	34	62	80	92
短期借款	0	0	126	1,401	<b>净利润</b>	88	176	228	262
应付账款	675	774	955	1,159	少数股东损益	(4)	(3)	(5)	(7)
其他流动负债	2,830	3,253	3,653	3,292	<b>归属母公司净利润</b>	92	179	233	269
<b>非流动负债</b>	1,544	1,535	1,536	1,538	EBITDA	208	318	395	477
长期借款	1,530	1,530	1,530	1,530	EPS (元)	0.29	0.56	0.73	0.84
其他非流动负债	14	5	6	8					
<b>负债合计</b>	5,048	5,562	6,270	7,391					
少数股东权益	100	97	92	85					
股本	320	320	320	320					
资本公积	290	290	290	290					
留存收益	940	1,081	1,256	1,452					
归属母公司股东权益	1,550	1,691	1,866	2,062					
<b>负债和股东权益</b>	6,697	7,350	8,227	9,538					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	484	(277)	(466)	(801)
净利润	88	179	233	269
折旧摊销	3	4	4	4
财务费用	83	77	84	120
投资损失	1	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(275)	(536)	(772)	(1,184)
其他经营现金	584	5	(9)	(5)
<b>投资活动现金流</b>	63	(14)	10	10
资本支出	0	0	0	0
长期投资	30	(20)	4	4
其他投资现金	34	6	6	6
<b>筹资活动现金流</b>	(250)	157	117	903
短期借款	0	0	126	1,275
长期借款	1,204	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(1,454)	157	(9)	(372)

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.86%	30.00%	20.00%	20.00%
营业利润	-47.16%	95.11%	29.71%	14.84%
归属于母公司净利润	-46.99%	95.66%	30.12%	15.41%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	25.56%	26.00%	26.50%	27.00%
净利率(%)	净利率	4.87%	7.32%	7.94%
ROE(%)	5.33%	9.87%	11.67%	12.21%
ROIC(%)	8.29%	10.47%	8.91%	8.51%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	75.37%	75.68%	76.20%	77.49%
净负债比率(%)	110.14%	138.18%	155.67	157.35
流动比率	1.89	1.80	1.72	1.61
速动比率	0.32	0.23	0.06	0.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.30	0.35	0.38	0.40
应收账款周转率	1339.81	2864.99	1485.71	1778.54
应付账款周转率	3.13	3.38	3.39	3.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.56	0.73	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	(0.87)	(1.45)	(2.50)
每股净资产(最新摊薄)	4.84	5.28	5.83	6.44
<b>估值比率</b>				
P/E	65.5	33.5	25.7	22.3
P/B	3.9	3.5	3.2	2.9

资料来源: 华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。