

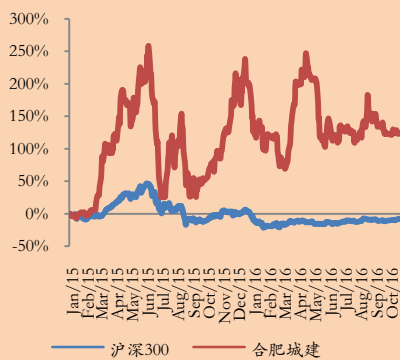


合肥城建 (002208)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-10-28

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

三季度业绩下滑, 全年增长仍可期

——2016 年三季度点评

事件: 公司发布 2016 年三季度报, 报告期内公司实现营业收入 48415.22 万元, 同比提高 8.12%; 归属于上市公司股东的净利润-352.87 万元, 同比下降 135.96%。

□ 结算项目毛利下滑, 销售费用大幅提升

2016Q3 公司实现营收 4.84 亿元, 同比增长 8.12%, 较前两季度增幅明显下滑; 实现归母净利润-352.87 万元, 同比大幅下降 135.96%。报告期内, 公司业绩出现小幅亏损, 我们认为这可能是受到报告期内蚌埠琥珀新天地和园等三四线城市项目结算面积增加影响, 这部分项目主要于 14 年及 15 年进行预售, 受制于该时段内行业景气度有限, 毛利水平相对较低。报告期内公司销售费用同比大幅上升 72.40%, 这主要是因为公司在售及拟售项目广告费用支出持续上升所致。

□ 1-9 月业绩亮眼, 全年增长仍可期

公司前三季度实现营收 16.48 亿元, 同比大幅增长 135.31%; 实现归母净利润 6657.51 万元, 同比暴增 820.11%。这主要受益于合肥琥珀五环城及雅阁项目结算的增加。三费水平稳中有降, 非项目借款的减少大幅拉低了利息的支出, 抵消了广告支出增加的部分。公司 1-9 月预收账款 35.54 亿元, 较期初大幅增长 60.94%, 合肥地区项目的销售提速带动了资金的快速回笼, 也保障了未来两年营收水平的稳步增长。我们认为, 随合肥琥珀瑞安家园项目部分楼盘于年底的交付, 16 年公司业绩仍有望实现超预期增长。

□ 限购政策影响有限, 需求外溢惠及三县

合肥于十一期间出台限购政策, 政策要求在市区(不含四县一市)范围内, 本市区户籍家庭限购 2 套; 非本户籍家庭限购 1 套。随后, 持续火热的合肥楼市成交开始走低, 多周网上备案成交量为零。但与此同时, 未受限购影响的周边三县享受到需求外溢, 连续多周实现量价齐升。公司目前在售及储备项目中各有一项位于限购区域, 分别为滨湖区合肥瑞安家园及瑶海区 E1606 号地块。我们认为这些项目前景仍乐观: 其中瑞安家园已享受到前期楼市火热带来的大幅溢价, 项目去化良好, 滨湖作为省政府新址, 区域潜力十足; 瑶海地块则毗邻合肥十中新区, 同时隶属地铁物业, 学区及交通优势显著。除此之外, 公司其他在售项目(肥东琥珀名郡、肥东琥珀庄园)及储备土地(肥西[2016]6 号地块)皆位于合肥周边的三县地区, 需求外溢三县带来区域房价的快速攀升, 这些项目充分具备了获益的可能。

□ 盈利预测与估值

公司目前销售大幅提速, 三费稳中有降, 在售项目优质, 土地储备充足。依托实际控制人兴泰控股, 背靠区域内唯一金控平台, 长远发展潜力十足。我们预测, 公司 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, 考虑到公司已具备金控平台属性, 维持“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

附录：财务报表预测

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
流动资产	6,618	7,233	8,122	9,446	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	6,697	7,350	8,227	9,538	利润总额	121	238	309	354
流动负债	3,504	4,028	4,733	5,852	所得税	34	62	80	92
短期借款	0	0	126	1,401	净利润	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	归属母公司净利润	92	179	233	269
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	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
经营活动现金流	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)
投资活动现金流	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
筹资活动现金流	(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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
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。