



合肥城建 (002208.SZ)

推荐 (首次)

所属行业: 房地产

行业评级: 推荐

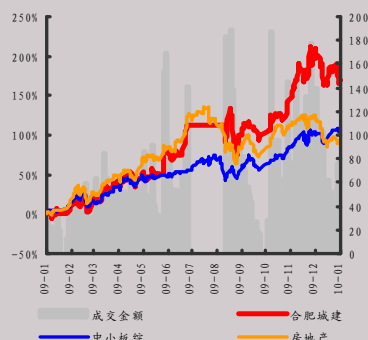
股价数据

12 个月股价区间 (元) 7.23—24.58
 上一交易日价格 (元) 20.25

股本结构

总市值 (亿元) 32.41
 流通市值 (亿元) 12.36
 总股本 (亿股) 1.6
 流通 A 股 (亿股) 0.61
 流通 B 股 (亿股) -

股价表现图



齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

房地产行业分析师
 丁晨、涂力磊

Tel: (8621) 68766624
 (8621) 58306749
 Fax: (8621) 58318543
 Email:
 dingcher@qlzq.com.cn
 tull@qlzq.com.cn

合肥城建 (002208) 深度报告:

双重区位优势助推城市经济, 本地资源整合凸显区域优势

投资要点:

- **本地资源有效整合, 区域龙头地位稳固。**本次与中房重组是合肥本地房地产企业的强强联合, 公司的区域开发的竞争优势将进一步加强。两者主营业务整合之后凸显土地储备的优势, 公司的总土地储备将翻番, 达到 2300 多亩, 计划建面将达到近 4000 多亩, 市场占有率也将提高到 3%, 且土地价格低廉, 大多在千元以下; 其次是公司的国资背景也将进一步加强。
- **公司战略为主营中小套型普通住宅, 布局合肥为中心的二三线城市。**目前区域市场普通商品住宅市场潜力巨大, 泡沫度小。09 年合肥普通住宅销售火爆, 供不应求, 户均建筑面积 98.7 平方米, 随着城镇化和居民收入的提高, 普通住宅市场潜力巨大, 而且市场以自住需求和省内需求为主, 泡沫度小。公司坚持贯彻国家的“70、90”政策, 适应大众的真正需求, 这有利于公司保持和扩大省内区域性房地产龙头企业的地位和优势。
- **“泛长三角合作”和“中部崛起规划”的双引擎助推区域经济腾飞。**安徽省属于中部地区, 合肥市作为省会城市将直接受益于促进中部崛起的区域政策。同时, 安徽省在地理位置上居中靠东, 因此不仅受中部崛起政策利好, 还具有“泛长三角”概念。特别是“长江三角洲地区区域规划”即将开启, 东部地区的产业升级, 合肥将成为“长三角”等东部地区产业转移、特别是加工制造业转移的最为有利的承接区之一。
- **“现代化滨湖城市”的市政规划拓展市场需求。**2005 年, 合肥市提出了“141”城市空间发展战略, 即在合肥主城及其周边城镇范围内构建一个主城、四个外围城市组团、一个滨湖新区的总体空间框架, 合肥市将由单中心向多中心转变。这将拓展城区规模和城市人口, 加快城镇化进程, 为房地产市场带来更大的发展空间。
- **估值和投资建议:**公司 09 年住宅项目销售火爆, 给公司带来了丰厚的利润, 10 年重组之后业绩将有更突出表现。我们预计公司 09 年、10 年、11 年和 12 年每股收益分别为 0.63 元、1.18 元、1.61 元和 2.93 元, 截止上一交易日 20.25 元的收盘价, 对应的 P/E 分别为 32 倍、17 倍、13 倍和 7 倍, 10 年开始具有显著的估值优势, 对应 RNAV 估值 12.82 元/股, 考虑到公司重组优势、区域经济优势和业绩的高增长, 首次给予公司“推荐”评级。


财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	418.22	425.77	775.00	1576.94	2252.25	3080.90
增长率 (%)	-	1.81	82.02	103.48	42.82	36.79
归属母公司股东净利润	75.65	83.23	128.40	242.45	329.39	600.78
增长率 (%)	-	10.02	54.28	88.82	35.86	82.39
每股收益 (EPS)	0.06	0.05	0.63	1.18	1.61	2.93
销售毛利率	46.91%	41.76%	40.00%	38.00%	39.00%	45.00%
销售净利率	19.56%	18.10%	16.57%	15.38%	14.63%	19.50%

数据来源: 齐鲁证券研究所



正文目录

一、本地资源有效整合，区域龙头地位稳固	4
1、公司战略：主营中小套型普通住宅，布局合肥为中心的二三线城市	4
2、重组——国资和主营对接，区域竞争优势强化	4
二、区域经济腾飞，市场潜力巨大	6
1、泛长三角合作和中部崛起规划的双重利好	6
2、“现代化滨湖城市”的市政规划拓展市场需求	7
3、普通商品住宅市场潜力巨大	8
4、市场以自住需求和省内需求为主，泡沫度小	9
三、重点项目点评	9
1、合肥琥珀名城	9
2、世纪阳光花园	11
3、颐和花园	12
3、中房兰郡	13
4、省内其他城市项目	13
四、盈利预测与投资建议	13

图目录

图 1：合肥与全国GDP增速对比	7
图 2：合肥投资总额和地区产值	7
图 3：合肥人口及城市化率	8
图 4：合肥城镇居民人均可支配收入	8
图 5：合肥住宅市场供求关系	9
图 6：合肥住宅均价和商品房成交均额	9
图 7：合肥琥珀名城沁园项目多层准现房实景	10
图 8：合肥琥珀名城沁园项目高层准现房实景	10
图 9：合肥琥珀名城沁园项目花园洋房准现房实景	11
图 10：合肥琥珀名城太阳能技术	11
图 11：合肥琥珀名城欧式商铺一条街	11
图 12：合肥琥珀名城待开发土地	11
图 13：世纪阳光花园兰阳苑现房实景	12
图 14：世纪阳光大厦实景	12
图 15：颐和花园慧苑项目住宅准现房实景	13
图 16：颐和花园舫苑项目桩体施工现场实景	13

表目录

表 1：重组前后公司股权结构变化	5
表 2：重组后公司土地储备变化	5
表 3：收入预测	14
表 4：盈利预测	14
表 5：RNAV估算	15





一、本地资源有效整合，区域龙头地位稳固

1、公司战略：主营中小套型普通住宅，布局合肥为中心的二三线城市

合肥城建的前身是合肥市城市改造工程公司，是最早取得国家房地产开发企业一级资质，安徽省唯一一家被建设部授予“首届中国房地产开发企业综合效益百强”称号的企业。早在上个世纪 80 年代，合肥城建就与市政建设和旧城改造紧密相连，90 年代以来，公司专注于普通商品住宅开发，先后成功开发了琥珀山庄、安居苑、世纪阳光花园等住宅小区，累计开发面积 300 多万平方米。2008 年 1 月 28 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，成为安徽省内第一家也是迄今为止唯一一家房地产上市公司，同时，国资背景非常深厚，合肥市国有资产控股有限公司持有公司 60.17% 股权，是公司的第一大股东和实际控制人。

公司的战略为，业务上根据国家支持“重点发展普通商品住房”，并明确提出要“对中小套型、中低价位普通住房给予优惠政策支持”的产业政策，以普通商品住宅小区建设为主营业务，适当拓展综合商务楼、住宅小区配套商业地产的开发建设；而在区域上以合肥为核心，将公司业务向蚌埠、巢湖、芜湖等周边二、三线城市扩张，进而走向全国。公司坚持贯彻国家的“70、90”政策，适应大众的真正需求，这有利于公司保持和扩大省内区域性房地产龙头企业的地位和优势。

2、重组——国资和主营对接，区域竞争优势强化

近年来随着诸多国内知名开发商如万达、万科、华润等进入合肥市场，公司的行业竞争压力凸显，表现为土地储备相对不足，开发能力有限，市场占有率仅 1.5%，这些情况都不足以维持公司区域龙头的地位，也制约着公司未来的发展和战略扩张。为继续贯彻和深化公司一直以来坚持的业务和区域上的战略，加强安徽区域龙头的竞争优势，公司从 09 年 7 月开始筹划重组事项，公司拟向中房合肥定向发行不超过 4500 万股，购买其持有的中国房地产开发合肥置业有限公司 100% 的股权。

重组交易方中房合肥与公司在战略、业务、区域、实力和控股股东背景等方面极为相似。中房合肥同样也是是一家拥有房地产开发企业一级资质证书的合肥市本土房地产开发企业，一样具有二十多年的房地产开发经验，在合肥相继开发了很多代表性的优秀住宅小区、综合楼等项目，也为合肥旧城改造、市政建设作出过卓越贡献。同时，中房合肥一样具有深厚的国资背景，控股股东为合肥鑫城国有资产经营有限公司，实际控制人为合肥新站综合开发试验区国有资产管理局。正因为有如此多的相似之处，同时双方过去在业务上有很多合作和交流，相互了解甚多，因而本次重组不存在技术障碍，显得更加顺理成章。

本次重组是合肥本地房地产企业的强强联合，公司的区域开发的竞争优势将进一步加强。

首先是主营业务的对接。本次交易的对象中房合肥置业是为本次交易设立的完全



剥离除房地产业务以外其他附属业务的企业，因此中房合肥持有的所有房地产主营业务资产（除部分尾盘）和相关资源均将整合进入合肥城建，交易双方将能在土地储备、项目开发经验、管理经验和优秀的专业技术人员等各个方面得到有效整合。

主营业务整合之后的优势主要集中在两点，一是土地储备的优势，通过本次重组将增加公司在合肥及周边地区的土地储备将近千亩，使公司的总土地储备翻番，达到 2300 多亩，而计划建面将达到近 4000 多亩，市场占有率也将提高到 3%，而这些土地大多价格低廉，大多在千元以下，平均楼面地价也仅在 1000 元左右，这使得项目毛利率普遍较高，低廉和丰富的土地储备有利于提升公司的资产规模和未来发展空间，巩固公司区域性房地产龙头企业的市场地位。二是人才优势，通过本次重组，中房合肥 60 多名具有多年从业经验的业务骨干将进入公司，使得公司在未来竞争中更具人才优势。

其次是国资的对接。通过重组，公司的国资背景将进一步加强，中房合肥以战略投资者身份进入公司，通过本次交易，中房合肥将持有合肥城建 21.93% 股份，成为其第二大股东，同时，通过国资对接，国有资产也得到了进一步的保值和增值。

目前重组计划已报证监会审核，预计将于 10 年年报公布之后实行。

表 1：重组前后公司股权结构变化

类别	重组前		重组完成后	
	股份数量（股）	占总股本比例	股份数量（股）	占总股本比例
合肥国控	96,300,000	60.17%	96,300,000	46.97%
中房合肥	-	-	44,949,000	21.93%
其他股东	63,750,000	39.83%	63,750,000	31.10%
总股本	160,050,000	100.00%	204,999,000	100.00%

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表 2：重组后公司土地储备变化

项目	占地面积 (万平方米)	计划建筑面积 (万平米)	土地均价估算 (元/平米)	毛利率估算
原有项目				
合肥世纪阳光花园（兰阳苑）	3.6	7.28	350	47%
合肥世纪阳光大厦	0.6	4	350	50%
合肥琥珀名城	33.65	>70		
（1）沁园		26	1040	40%
（2）茗园、锦园		13	1040	45%
（3）其他各期		>31	1040	50%



蚌埠新城区琥珀花园	9.67	17	1582	30%
巢湖放王岗	15.76	19.3	900	47%
合肥市包河区 S0905 地块	7.11	14.22	1537	30%
蚌埠延安路项目	22.72	44	1716	
重组注入项目				
中房兰郡项目	16.24	20.79	400	50%
颐和花园				
(1) 慧苑	1.84	2.12	400	40%
(2) 舫苑	1.62	2.85	400	40%
(3) 未规划地块	1			
怀远颐景花园三期	2.01	3.68	1000	30%
广德·水岸阳光	29.89	35.75	1050	30%
泾县·阳光水岸	12.28	22.1	1050	30%
合计	157.99	264.09		

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

二、区域经济腾飞，市场潜力巨大

公司在区域扩张上的战略是以合肥为核心，将公司业务向蚌埠、巢湖、芜湖等周边二、三线城市扩张，进而走向全国，保持和扩大省内区域性房地产龙头企业的地位和优势。目前公司是项目储备（按规划建筑面积）在合肥的比重达到 50%以上，而重组后依然维持在 50%左右，而公司的销售额在合肥的比重达到 70%以上，合肥市场仍是公司未来 5 年的利润重点。而合肥作为安徽省会城市，目前正处于经济腾飞阶段，近年来经济的飞速发展、产业和区域经济规划及城镇化进程也将促进当地的房地产市场发展。

1、泛长三角合作和中部崛起规划的双重利好

我国区域经济协调发展的基本思路是“东部升级、中部崛起和西部开发”。从 2004 年开始中央就有了“促进中部崛起”的重要构想，2009 年国务院正式通过了《促进中部地区崛起规划》。此规划涵盖了包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南六省在内的中部地区，将其规划为我国重要粮食生产基地、能源原材料基地、装备制造业基地和综合交通运输枢纽，在经济社会发展格局中占有重要地位，今后还将出台一系列刺激区域经济发展的政策。安徽省属于中部地区，合肥市作为省会城市将直接受益于



促进中部崛起的区域经济政策。

同时，安徽省在地理位置上居中靠东，因此不仅受中部崛起政策利好，还具有“泛长三角”概念。2008 年元月中旬，胡锦涛总书记视察安徽时指出：安徽要充分发挥区位优势、自然资源优势、劳动力资源优势，积极参与泛长三角区域发展分工，主动承接沿海发达地区产业转移，不断加强同兄弟省份的横向经济联合和协作。“泛长三角”的概念由此被提出。省会合肥紧邻我国经济最发达、开放度最高、最具活力的“长三角”地区，随着区域分工体系和新一轮产业结构调整，特别是“长江三角洲地区区域规划”即将开启，东部地区的产业升级，合肥将成为“长三角”等东部地区产业转移、特别是加工制造业转移的最为有利的承接区之一。

目前泛长三角的区域分工与合作正在实质性展开。合肥已在上海一举推出了 230 多项产权转让、基础设施建设及工业投资项目，在长三角整个区域内寻找产业转移对接及产权流动的机会，“皖江城市带承接产业转移示范区”已获国家正式批准，合肥等相关城市已基本确立了新兴制造业基地的地位，形成了承接长三角产业转移的基础和条件。

中部崛起规划和泛长三角区域合作是合肥等省内城市经济的持续发展的巨大引擎，近年来合肥的各项宏观经济指标显著优于全国，GDP 累计增速远高于全国，尤其是 08 年，全国受金融危机影响，GDP 增速下降明显，合肥虽稍有回落，但依然保持平稳快速增长，两者的差距明显拉大，合肥的 GDP 增速高于全国 8 个百分点以上。

城市经济的持续发展将为房地产市场的快速发展奠定坚实的基础。

图 1：合肥与全国 GDP 增速对比

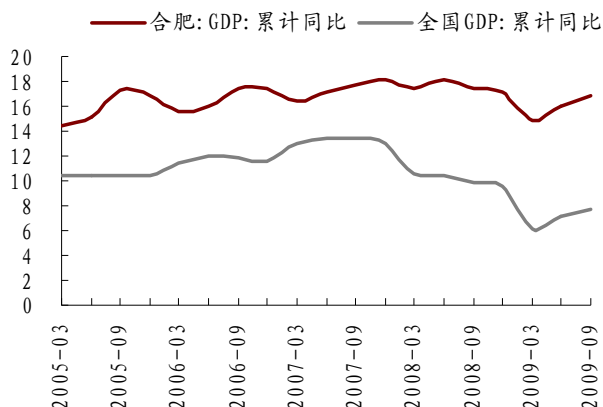
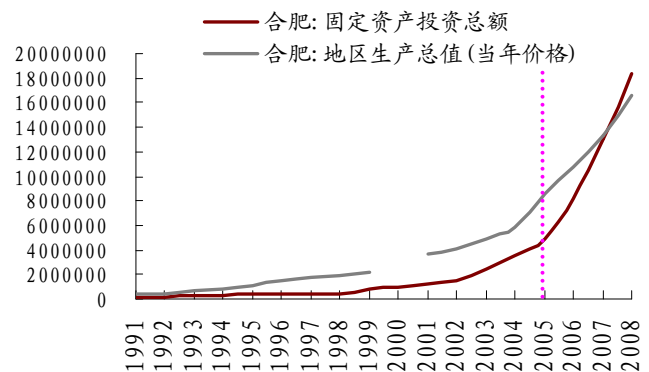


图 2：合肥投资总额和地区产值



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

2、“现代化滨湖城市”的市政规划拓展市场需求

2005 年，合肥市提出了“141”城市空间发展战略，即在合肥主城及其周边城镇范围内构建一个主城、四个外围城市组团、一个滨湖新区的总体空间框架，即大力改造核心主城区，并在老城区的东、西南、西、北方向建设四个城市副中心，沿巢湖逐步建设一个生态型、现代化的滨湖新区。其中，滨湖新区位于合肥主城区东南部，南





依巢湖,规划总用地面积约 190 平方公里,核心功能是行政中心、商务文化会展中心、省级休闲旅游基地、综合居住新区。合肥市将由单中心向多中心转变。这将拓展城区规模和城市人口,为房地产市场带来更大的发展空间。

同时,根据《合肥市城市总体规划(2006-2020)》,到 2010 年,合肥市域总人口为 580 万人,其中中心城区人口 300 万人,市区面积 300 平方公里,城镇化水平为 62%;至 2020 年合肥市域总人口为 710 万人,其中中心城区人口 360 万人,建设用地规模将达 360 平方公里,城镇化水平达到 74%。城镇化水平的不断提高也将带来更多的市场需求。

3、普通商品住宅市场潜力巨大

根据合肥市房地产管理局的调查资料,合肥市民的购房需求,70 平方米以下的有 9.5%,70-90 平方米的是 29.9%,90-120 平方米的是 45.4%,120-144 平方米的是 11.8%,144 平方米以上的是 3.4%;另外从 09 年 1-11 月份销售面积结构来看,成交套数中,户均建筑面积 98.7 平方米,单套建筑面积在 90 平方米以下的占成交总套数 45.49%,144 平方米以下的普通商品住宅占总套数的 93.18%。这说明合肥的主流住房需求是 70-120 平方米之间普通商品住宅。而截止 2008 年,合肥总人口为 486.74 万,城市人口为 210 万人,城市化率为 43.14%,而根据到 2020 年合肥市域人口达到 710 万,城镇化水平达到 74%的城市规划,普通商品住宅潜在需求巨大。

同时,人民收入水平的提高也为住宅市场的需求提高了强有力的支撑,根据统计局的数据显示,09 年第三季度,合肥城镇居民人均可支配收入累计值已达到 13148 万元,同比累计增长 10.2%,预计 09 年第四季度的累计同比增长率也将达到 10%以上。

而从供求关系来说,07 年以来合肥住宅市场的销售面积快速增长,销竣比从 04 年开始增长到 1 以上,之后逐年上升,08 年虽然销售面积较 07 年稍有回落,但销竣比却稳步增长到 1.87,09 年住宅销售市场更加火热,销竣比预计将突破 2,市场呈现明显的供不应求的局面,住宅供应的缺口在持续扩大。可见,市场发展的潜力巨大。

图 3: 合肥人口及城市化率

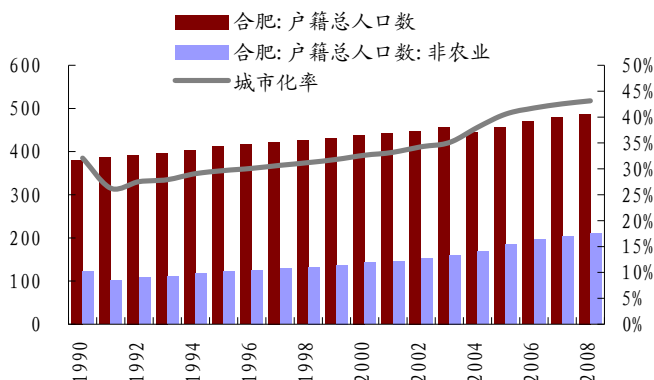
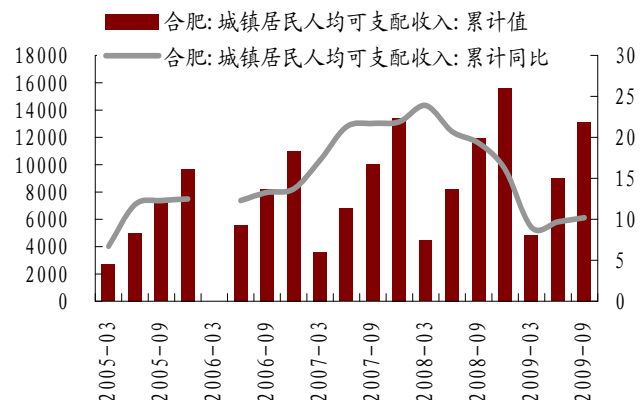


图 4: 合肥城镇居民人均可支配收入



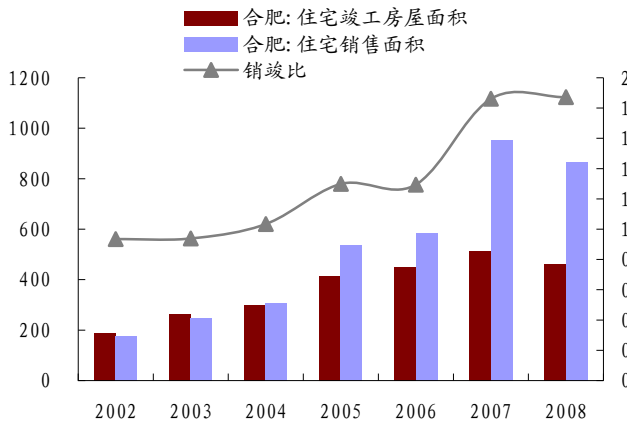
数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所



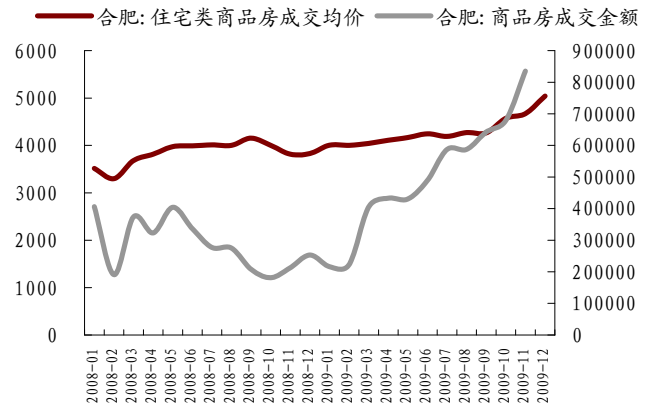


图 5: 合肥住宅市场供求关系



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图 6: 合肥住宅均价和商品房成交均额



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

4、市场以自住需求和省内需求为主，泡沫度小

据统计，合肥的住宅市场目前以自主需求为主，占比约为 85%，而投资需求仅占 5%，而从区域上来看，34%的购房者来自合肥地区，58%来自于安徽省内除合肥以外的其他城市，而仅有 8%来自于省外，因而市场投机行为较少。而根据 09 年 1-11 月份合肥市场运行数据，从价格结构看，销售单价在 4000 元/平方米以下的占成交总套数的 39.35%，4000-5000 元/平方米占总套数的 42.77%，5000 元/平方米以上的占 17.88%。市场结构较为合理，且成交户型以小户型的普通住宅为主。相对一线城市，市场运行平稳，泡沫度较小。

三、重点项目点评

1、合肥琥珀名城

琥珀名城项目总用地面积约 33.65 万平方米，规划总建筑面积约大于 70 万平方米，是目前合肥市东区规划建设中的最大居住区之一，项目 A 区于 2007 年 5 月通过了建设部“国家康居示范工程”和安徽省“节能省地环保型住宅建设试点项目”评审。项目 A 区一期工程已于 2008 年初开工建设，是合肥市首个实施的国家康居示范工程，它的建设将为推动合肥市住宅产业化进程起到积极的引导和示范作用，是合肥市住宅产业化发展的一个里程碑。

琥珀名城项目将采用建设部推广的 8 大类近 50 项成套成熟技术，这些新技术的应用和集成将大大提高商品房全寿命周期的附加值，使住宅内在的品质、性能全面提





升,使未来入住的业主在可感、可知、可用的基础上真实感受到“科技引领人居未来”的开发理念。最为突出的是节能环保的宗旨在琥珀名城项目上贯彻的淋漓尽致,真正做到了节水节电。小区内每户都安装了太阳能热水器,阳台处装有太阳能板,小区路灯全部为太阳能供电;另外小区安装中水处理系统,进行雨水收集,进行小区绿化灌溉。

目前琥珀名城沁园项目 A 区全部楼盘和 B 区的部分楼盘在售,户型大多为 80 至 90 平米的小户型,最大的户型也仅为 112 平米,因此深受合肥及周边地区(例如肥东县)居民的欢迎,已销售比例达到 95%以上。从 08 年 7 月开始预售以来,持续热销,小区高层住宅均价在 3500 元/平米,而多层每平米均价在 4300 元以上,最高达 4900 元。项目还包含有欧式风格的商铺建筑,目前已售出 70%,每套建筑面积在 32-200 平米,将于 10 年 2 月交付使用。

小区还规划有少量的花园洋房,为四层水景房。琥珀名城的茗园、锦园项目将于 2010 年 4 月开工,均为 18 层高层住宅。由于琥珀名城规划建筑面积将达到 70 万平以上,因此后期还将有住宅项目不断开工和销售,预计共推出 6 期项目。

合肥琥珀名城项目将是公司 10 年-13 年主要利润来源。

图 7: 合肥琥珀名城沁园项目多层准现房实景



资料来源: 齐鲁证券研究所

图 8: 合肥琥珀名城沁园项目高层准现房实景



资料来源: 齐鲁证券研究所



图 9：合肥琥珀名城沁园项目花园洋房准现房实景



资料来源：齐鲁证券研究所

图 10：合肥琥珀名城太阳能技术



资料来源：齐鲁证券研究所

图 11：合肥琥珀名城欧式商铺一条街



资料来源：齐鲁证券研究所

图 12：合肥琥珀名城待开发土地



资料来源：齐鲁证券研究所

2、世纪阳光花园

项目濒临城市主干道马鞍山路，目前该区域是 05 年以来城区市政工程规划的重点，因此发展最快，配套设施最成熟，据了解，马鞍山路还将建造轻轨。小区附近还有市区著名的小学屯溪路小学分校，高等学府合肥工业大学，安徽工商管理学院，行政学院、经济管理学院，营造了优良学区。

目前该项目住宅部分最后一期兰阳苑共 9 幢高层，除 8 号楼以外已基本售完，还剩少量顶层复式住宅和少量配套商铺，目前正在交房，8 号楼也将于 10 年 3 月底交房。套型为 80-120 平米的普通住宅，价格在 5000-6000 元/平米，而商铺价格在 8000-12000



元/平米。

世纪阳光大厦是目前在售的写字楼和商铺现房，价格在 7000-8000 元/平米，均为整层出售，每层面积在 1554.48 平米，目前销售比例在 55%左右，消化慢于住宅，但是该写字楼和商铺项目毛利率较高，预计可达 50%。

图 13: 世纪阳光花园兰阳苑现房实景



资料来源：齐鲁证券研究所

图 14: 世纪阳光大厦实景



资料来源：齐鲁证券研究所

3、颐和花园

颐和花园慧苑和舫苑是本次重组将要注入公司的项目，也是目前合肥热销的小户型住宅项目之一。项目位于合肥市青阳路西淠河路北，周边小区林立，配套成熟。

慧苑项目用地面积约 16,196.96 平方米，规划建筑面积为 21,171.86 平方米。将于 2010 年 6 月交房，预售工作于 2009 年 10 月开始，户型均为 85-93 平米的小户型 6 层住宅，共 6 幢，均价在 6100 元/平米，预售以来由于适应市场需求销售火爆，截止 09 年年底，只剩部分顶楼和底楼的住宅，销售比例在 80%以上。

舫苑项目用地面积约 18,408.54 平方米，规划建筑面积为 28,475.40 平方米，共有 6 幢，其中 2 幢为综合楼，目前项目处于桩体施工阶段，预售工作将于 10 年春节前后开始，计划于 2009 年 12 月交房，均价在 6300 元/平米。


图 15: 颐和花园慧苑项目住宅准现房实景


资料来源：齐鲁证券研究所

图 16: 颐和花园舫苑项目桩体施工现场实景


资料来源：齐鲁证券研究所

3、中房兰郡

中房·兰郡项目也是本次重组注入公司项目，位于合肥市庐阳区西部，濒临董铺水库，风景优美，项目用地面积约 162,418.05 平方米，规划建筑面积为 207,895.10 平方米，是目前合肥市罕有的主要为以联排及叠加大户型、低密度的房地产项目。公司拟采取组团式开发，分三期开发完成，均为水景房，每平米售价预计在 1 万以上，毛利率将在 50% 以上。目前该项目正处于基础设施协商阶段，10 年将开工建设第一期，第一期规划建筑面积约 50,000.00 平方米。

中房兰郡项目将从 11 年开始迎来结算高峰，为公司带来巨额利润。

4、省内其他城市项目

除合肥项目以外，公司还在蚌埠、巢湖、怀远、广德、泾县有项目储备，目前蚌埠新城区琥珀花园延续公司“琥珀”系品牌，销售情况较好，09 年和 10 年为公司贡献利润；巢湖放王岗项目将于 10 年开工，从 11 年开始迎来结算高峰；而本次重组注入的怀远、广德和泾县项目也将从 10 年以后为公司带来稳定的利润。

周边城市都属于三四线城市，消化慢于省会合肥，因此公司将控制这些城市的开工面积，每期开工面积在 8-10 万平米，而合肥在 15 万平以上。

四、盈利预测与投资建议

公司 09 年住宅项目销售火爆，给公司带来了丰厚的利润，10 年重组之后业绩将有更突出表现。我们预计公司 09 年、10 年、11 年和 12 年每股收益分别为 0.63 元、



1.18 元、1.61 元和 2.93 元，截止上一交易日 20.25 元的收盘价，对应的 P/E 分别为 32 倍、17 倍、13 倍和 7 倍，10 年开始具有显著的估值优势，对应 RNAV 估值 12.82 元/股，考虑到公司重组优势、区域经济优势和业绩的高增长，首次给予公司“推荐”评级。

表 3：收入预测

序号	项目	结算面积（万平方米）				结算均价（元/平米）				结算收入（万元）			
		09	10	11	12	09	10	11	12	09	10	11	12
1	合肥世纪阳光花园（兰阳苑）	5	2.28			5000	5800			25000	13224		
2	合肥世纪阳光大厦	1	3			7000	8000			7000	24000		
3	合肥琥珀名城												
	沁园	10	16			3500	4300			35000	68800		
	茗园、锦园			13				4800				62400	
	其他各期				13				5500				71500
4	蚌埠新城区琥珀花园	3	6	8		3500	3800			10500	22800		
5	巢湖放王岗			9.3	10			4500	5000			41850	50000
6	合肥市包河区 S0905 地块			6	8.22			6900	7500			41400	61650
7	蚌埠延安路项目												
8	中房兰郡项目			5	8			9000	10000			45000	80000
9	颐和花园												
	慧苑		2.12				6000				12720		
	舫苑		2.1	0.75			6500	7300			13650	5475	
	未规划地块												
10	怀远颐景花园三期		1	1.5	1.18		2500	2800	3000		2500	4200	3540
11	广德·水岸阳光			3	6			2700	2900			8100	17400
12	泾县·阳光水岸			6	8			2800	3000			16800	24000
	合计	19	32.5	52.55	54.4					77500	157694	225225	30809

数据来源：齐鲁证券研究所

表 4：盈利预测

（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	418.22	425.77	775.00	1576.94	2252.25	3080.90
减：营业成本	243.58	226.03	465.00	961.93	1396.40	1694.50
营业税金及附加	48.76	59.37	108.50	220.77	315.32	431.33
营业费用	3.54	7.43	11.63	23.65	33.78	61.62
管理费用	12.47	22.65	23.25	47.31	67.57	92.43
财务费用	(3.63)	(7.43)	(4.58)	0.00	0.00	0.00





资产减值损失	0.04	4.67	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	113.46	113.03	171.21	323.27	439.19	801.03
加：其他非经营损益	0.02	(0.88)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.49	112.14	171.21	323.27	439.19	801.03
减：所得税	37.80	28.85	42.80	80.82	109.80	200.26
净利润	75.68	83.29	128.40	242.45	329.39	600.78
减：少数股东损益	0.03	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	75.65	83.23	128.40	242.45	329.39	600.78
每股收益 (EPS)	0.06	0.05	0.63	1.18	1.61	2.93

数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

表 5：RNAV 估算

项目	权益	计划建筑面积 (万平方米)	土地均价估算 (元/平米)	毛利率估算	新增 NAV (万元)
合肥世纪阳光花园 (兰阳苑)	100%	7.28	350	47%	7,371.30
合肥世纪阳光大厦	100%	4	350	50%	6,392.36
合肥琥珀名城		>70			
(1) 沁园	100%	26	1040	40%	14,737.01
(2) 茗园、锦园	100%	13	1040	45%	9,845.11
(3) 其他各期	100%	>31	1040	50%	33,318.44
蚌埠新城区琥珀花园	100%	17	1582	30%	2,524.50
巢湖放王岗	80%	19.3	900	47%	11,965.45
合肥市包河区 S0905 地块	100%	14.22	1537	30%	6,742.96
蚌埠延安路项目	100%	44	1716		
中房兰郡项目	100%	20.79	400	50%	22,331.49
颐和花园					
(1) 慧苑	100%	2.12	400	40%	1,758.49
(2) 舫苑	100%	2.85	400	40%	2,587.89



(3) 未规划地块	100%	1			
怀远颐景花园三期	100%	3.68	1000	30%	696.85
广德·水岸阳光	100%	35.75	1050	30%	1,657.69
泾县·阳光水岸	100%	22.1	1050	30%	2,671.77
销售房产权益净资产增值合计					124,601.31
净资产账面价值					138204
重估净资产					262,805.31
RNAV (按重组后的净资产和总股本计算)					12.82 元/股

数据来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：（8621）5820-8334

传真：（8621）5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：（86531）8128-3789

传真：（86531）8128-3791