

皖江城市带的最终受益者

合肥城建 (002208)

评级: 增持 (首次)

股价: 20.29 元

目标价位: 24.35 元

调研简报

2010 年 3 月 15 日 星期一

桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
房地产行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	24.35 元
升值潜力 (%)	12
目标价确定日期:	2010-3-15

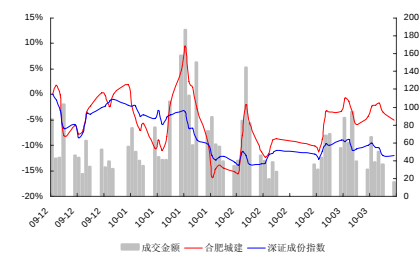
重要数据

总股本 (亿股)	1.60
流通股本 (亿股)	0.61
总市值 (亿元)	32.79
流通市值 (亿元)	12.51

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	5.7	5.9
3 个月	-8.3	-1.1
6 个月	28.4	27.6

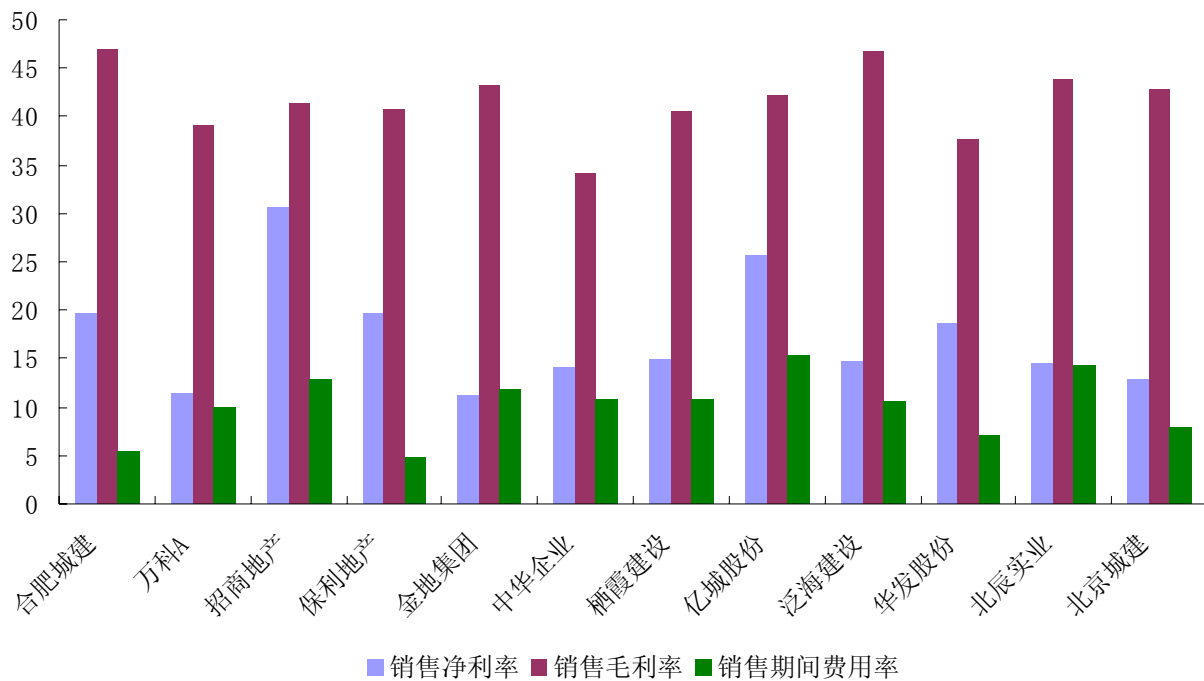
最近 3 个月相对深证成指走势



投资要点

- 公司属区域龙头, 项目多集中合肥、蚌埠、巢湖等地, 资产注入有利于公司做大做强。公司属国家一级房地产开发企业, 位列安徽房地产开发 30 强之首, 是全省唯一获得国家房地产开发综合效益百强称号的企业。公司现有项目多集中在合肥、蚌埠、巢湖等地, 其中合肥占比达到 75%。中房合肥公司待注入项目评估作价 6.21 亿元, 市场意愿价格最高达 10 亿元, 此番重组有利于上市公司。
- 公司成本控制较好, 盈利能力突出。作为一家安徽本土拥有雄厚国资背景的房地产开发企业, 公司管理层对成本控制得较好、盈利能力十分突出。2008 年报显示期间费用率 5.3%, 销售毛利率 46.9%, 净利率 19.6%, 盈利能力超过许多一线地产蓝筹。
- 若公司重组完成, 未结算土地权益总建面达到 271 万平米, 至少可确保未来三年开发所需。公司土地储备多数集中于合肥、蚌埠等二、三线城市, 这些城市房价较为合理、自住型需求比例很高, 受政策支持力度较大, 市场相对稳定健康。截至日前, 公司未结算土地权益总建面 183 万平米, 加权楼面地价 1030 元/平米; 若重组完成, 可达到 271 万平方米, 至少可保证未来 3 年开发所需。
- 《皖江城市带承接产业转移示范区规划》获国务院批复, 长期而言, 利好公司房地产业务。2010 年 1 月, 国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》, 合肥作为皖江城市带的双核之一, 必将在承接新一轮产业转移中受惠。随着中央企业加大对皖江城市带的产业投资, 势必带动 GDP 的大幅增长、居民收入提高、城市化加快, 从而整体实力得到提升, 这归根结底将促进住房需求的大幅跃升, 最终利好公司房地产业务。
- 首次给予公司“增持”投资评级。预计公司重组后 10/11/12 年主营业务收入分别为 14.2 亿元、20.8 亿元、26.6 亿元, 同比增幅分别为 90%、46%、28%; 按重组后 2.05 亿总股本计算, 可分别贡献 EPS1.08 元、1.67 元和 2.14 元, 相对目前股价对应 PE 分别为 19X、12X、9X。绝对估值方面, 根据假设开发法和市场比较法, 重组前公司 NAV12.93 元, 重组后 NAV13.46 元。综合而言, 我们首次给予公司“增持”评级。

图 1: 公司盈利能力突出



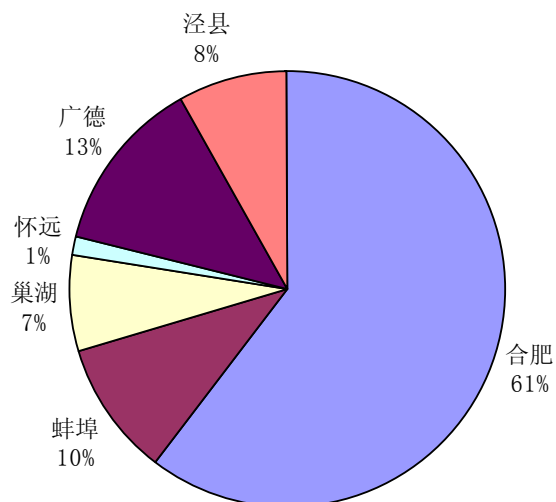
数据来源: WIND 资讯

表 1: 重组后公司 NAV 估值表

所在城市	地块/楼盘名称	地理位置	股权比例	开工时间	竣工时间	土地用途	占地面积 (万平方米)	规划总建面 (万平方米)	未结算权益建面 (万平方米)	楼面地价 (元/平方米)	预计销售均价 (元/平方米)	权益净现值 (万元)
合肥	世纪阳光花园七期兰阳苑	合肥市东南, 一环外侧, 距市中心3公里	100%	2007年12月	2009年10月	住宅类	3.6	12.1	7.5	130	5600	9,996
合肥	世纪阳光大厦	合肥市东南, 一环外侧, 距市中心4公里	100%	2007年5月	2009年11月	综合商务楼	0.6	4.9	4.9	79	8000	11,455
合肥	琥珀名城	合肥市市区东部, 距市中心10公里	100%	2008年3月	2012年	住宅类	33.7	67.0	65.0	459	4800	48,668
合肥	琥珀新天地	合肥市南二环内, 原为制药厂	100%	2010年3月底	2012年	住宅类	7.1	14.2	14.2	1537	7000	16,050
合肥	ZWQTD-008地块	东为金寨路, 南为潜山路, 西为潜山路, 北为习友路	100%	2010年	2013年	居住、商业和办公	12.9	45.1	45.1	2592	7500	22,789
蚌埠	琥珀花园	蚌埠新城区	100%	2008年6月	2010年	住宅类	9.7	16.0	13.0	958	3900	5,218
蚌埠	延安路项目	延安路东侧, 货场二路南侧	100%	未定	2014年	住宅类	22.7	45.5	14.1	1661	4500	3,600
巢湖	放王岗项目	巢湖老城区	80%	未定	2014年	住宅类	15.8	19.3	19.3	741	4500	10,448
合肥	中房·兰郡	合肥市庐阳区西部, 地处董铺水库和大房郢水库之间	100%	2009年	2013年	住宅类	16.24	20.79	20.34	689	7800	38,643
合肥	颐和花园·舫苑		100%	2009年	2011年	住宅类	1.84	2.85	2.85	700	7000	4,680
	颐和花园·慧苑		100%	2009年	2010年	住宅类	1.62	2.12	2.08	700	7000	3,415
	颐和花园·C地块		100%	2011年	2012年	住宅类	1.05	1.29	1.29	700	7000	2,118
怀远	颐景花园三期	安徽省怀远县涡北新区中心区	100%	2009年	2011年	住宅类	2.01	3.68	3.68	500	2300	725
广德	水岸阳光	安徽省广德县经济开发区	100%	2009年	2013年	住宅类	29.89	35.75	35.51	890	3300	13,883
泾县	阳光水岸	安徽省泾县泾川镇桃花潭西路南侧	100%	2009年	2013年	住宅类	12.28	22.1	21.9	602	3100	8,125
合计												199,814
2008年报账面												
净资产 (万元)												76,104
总股本 (万股)												20,505
每股净资产值 (元)												13.46

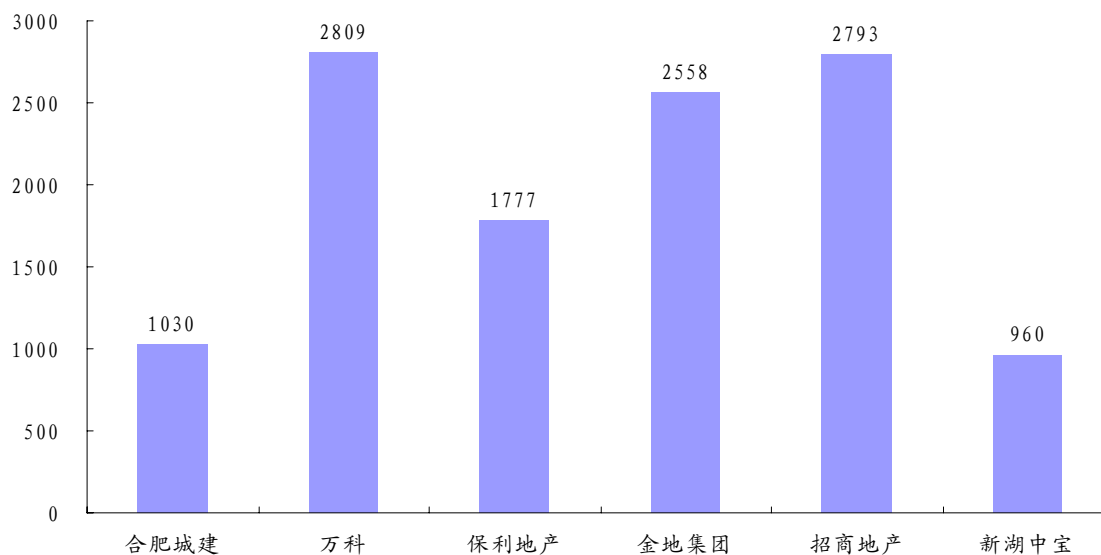
数据来源: 公司资料 (注: wacc=10.54%)

图 2：重组后公司土地储备地域分布合理



数据来源：公司资料

图 3：公司现有土地储备成本具有优势（元/平米）



数据来源：WIND 资讯

表 2: 公司项目结算预测:

地块/楼盘名称	股权比例	未结算权益建 面 (万平方米)	预计销售均价 (元/平方米)	09结算面积 (万平方米)	09结算金额 (万元)	10结算面积 (万平方米)	10结算金额 (万元)	11结算面积 (万平方米)	11结算金额 (万元)	12结算面积 (万平方米)	12结算金额 (万元)
世纪阳光花园七期 兰阳苑	100%	7.5	5600	4	20000	3.5	19250				
世纪阳光大厦	100%	4.9	8000			1.5	11250	2	15200	1.4	11200
琥珀名城	100%	65.0	4800	12	44220	6	27000	15	69000	15	72000
琥珀新天地	100%	14.2	7000			2	14000	6	42000	6.2	43400
ZWQTD-008地块	100%	45.1	7500							5	37500
琥珀花园	100%	13.0	3900	2.8	10640	10.2	39780				
延安路项目	100%	14.1	4500							4	18000
放王岗项目	80%	19.3	4500							5	22500
中房·兰郡	100%	20.34	7800			2	15600	6	46800	3	23400
颐和花园·舫苑	100%	2.85	7000			1.2	8400	1.65	11550		
颐和花园·慧苑	100%	2.08	7000			1	7000	1.08	7560		
颐和花园·C地块	100%	1.29	7000							1.29	9030
颐景花园三期	100%	3.68	2300					1.2	2760	1.48	3404
水岸阳光	100%	35.51	3300					2	6600	4	13200
阳光水岸	100%	21.9	3100					2	6200	4	12400
合计				18.8	74860	27.4	142280	36.93	207670	50.37	266034

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、名流置业、亿城股份、中华企业、福星股份、海泰发展、中江地产等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122