

栖霞建设(600533)

中高端项目销售出色

——栖霞建设调研报告

孙建平 李署
 021-38676316 021-38676911
 sunjianping@gtjas.com Lishu007581@gtjas.com

本报告导读： 项目定位中高端，销售出色，10年可结算资源多。

投资要点：

- 7月22日我们组织了栖霞建设联合调研，基金、保险等机构35人参加，实地调研项目和与公司董事长和董秘交流。
- 产品定位中高端，房价稳中有升。**公司房价07-09年稳中有升；08年通过增加折扣促进销售；09年上半年销售比07年同期有较大幅度增加，处于历史最好水平。
- 高端项目栖霞园和东方天郡销售出色。**栖霞(别墅)在售50多套，未开盘120多套，未结算面积10万平米，联排均价1.5万元/平米，叠加均价1-1.5万元/平米，5-6月销售额均超过7000万元，7月销售额近9000万元。东方天郡基本售罄(公寓)，20%未结算，均价9300元/平米。
- 项目储备380万平米，未结面积304万平米，权益未结面积262万平米。**公司项目主要分布在南京、无锡和苏州，09年计划开工39万平米，竣工31万平米。目前可售面积有50万平米(货值约50亿)，项目均位于地铁或高架铁路沿线。
- 公司管理层表示将积极增加土地储备。**未来会选择进入合适的城市；也将与其他业务公司成立合资公司，利用他们的土地资源和公司的品牌进行合作。
- 在南京具有品牌影响力，参与经济适用房建设。**公司目前在建的经济适用房项目是16.6万平米建面的百水芊城。预计与政府的这种良好合作以及公司本身具备的品牌价值，将为在南京本土市场扩张创造条件。
- 管理层激励基本到位。**公司管理层持股的南京万辰创业投资公司持有第一大股东栖霞建设集团49%的股权，相当于目前管理层间接有上市公司15.84%的股份。
- 预计09-11年分别结算22.6、40.4和33.2万平米，EPS分别为0.28、0.45和0.58元。**RNAV7.33元，目前主流公司10年PE在20-25倍之间，给予公司10年22倍PE，对应目标价10元，相当于RNAV溢价35%，维持谨慎增持评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2857	1592	2419	3200	3385.69
(+/-)%	24%	-44%	52%	32%	6%
经营利润(EBIT)	640	403	1248	1349	1698.82
(+/-)%	72%	-37%	210%	8%	26%
净利润	344	188	289	477	604.04
(+/-)%	48%	-45%	54%	65%	27%
每股净收益(元)	0.85	0.18	0.28	0.45	0.58
每股股利(元)	0.04	0.02	0.08	0.14	0.17

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	22%	20%	49%	39%	48%
市盈率	9.7	45.9	29.8	18.1	14.29
股息率(%)	0%	0%	1%	2%	2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格： ¥10.0

上次预测：¥7.00

当前价格： ¥8.13

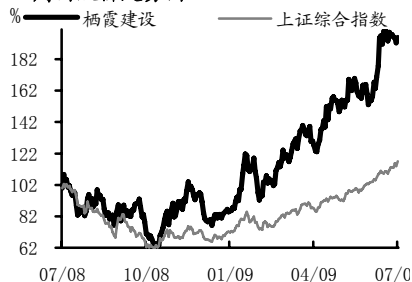
2009.07.29

交易数据

52周内股价区间(元)	2.47~9.60
总市值(百万元)	8,568
总股本/流通A股(百万股)	1,050/1,050
流通B股/H股	0/0
流通股比例	100.0%
日均成交量(百万股)	26.7
日均成交值(百万元)	138.2

资产负债表摘要(03/09)

股东权益(百万元)	2609.5
每股净资产	2.49
市净率	3.31
资产负债率	60.5

52周内股价走势图**相关报告**

《2009年中期策略报告：更上一层楼》，2009.6.18

《国泰君安地产双周报》第1-40期，2008.1-2009.7

《房地产上市公司08年报&09年1季报评述—业绩成长性减弱，资金压力缓解，周转放慢》，2009.5.5

《北京楼市调研简报之三(泛海建设、北辰实业、大龙地产)》，2009.4.20

《北京楼市调研简报之二(保利地产、亿城股份、龙湖地产)》，2009.4.17

《北京楼市调研简报之一(首开股份、阳光股份、冠城大通)》，2009.4.16

《行业趋势：期待多云转晴—2009年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1

行业更新报告《春江水暖鸭先知》，2009.3.3

表 1: 栖霞建设项目储备情况 (单位: 万平方米)

项目名称	产品类型	地理位置	占地面积	建筑面积	权益	未结面积	权益未结	08 累计竣工	09 计划开工	09 计划竣工
栖霞园	别墅	南京仙林	22.5	22.3	100%	12.0	12.00	18.36	0	3.94
东方天郡	住宅	南京仙林	14.4	38.1	51%	11.0	5.61	31.92	0	6.13
上城风景一期南片	住宅	南京栖霞区	6.1	9.3	75%	2.5	1.88	9.31	0	0
上城风景一期北片	住宅	南京栖霞区	2.0	3.6	75%	3.6	2.70	0	0	0
上城风景二期	住宅	南京栖霞区	5.8	11.1	100%	11.1	11.10	0	0	11.14
百水芊城二期	经适房	南京栖霞区	11.1	16.6	100%	16.6	16.60	0	13.92	2.67
栖霞(奥体 B5)	住宅	南京建邺区	2.0	7.8	100%	7.8	7.80	0	0	0
仙林 G84 号地块	住宅	南京仙林	10.5	23.6	100%	16.7	16.70	0	0	0
枫情水岸	住宅	苏州工业园区	7.6	16.7	50%	13.0	6.50	19.7	0.2	0
自由水岸	住宅	苏州工业园区	5.0	13.0	50%	13.0	6.50	18.23	0	7.43
IALA 国际二期	住宅	苏州	4.0	10.0	50%	10.0	5.00	0		
瑜憬湾	别墅/住宅	无锡市滨湖区	23.9	56.7	70%	32.0	22.40	18.03	8.08	0
无锡栖霞园	别墅/住宅	无锡市滨湖区	11.3	24.0	70%	24.0	16.80	0	16.7	0
东北塘地块	住宅	无锡市锡山区	61.6	128.1	100%	128.1	128.10	0		
天泓山庄	公寓	南京栖霞区			100%	1.8	1.80			
云景美地	住宅	南京栖霞区			100%	0.4	0.40			
合计			187.8	380.9		303.6	261.9	115.55	38.9	31.3

注: 天泓山庄和云景美地为已竣工销售尾盘, 故不列示占地面积与建筑面积。数据来源: 调研资料, 国泰君安证券销售交易总部

表 2: 09-11 年主要结算项目情况 (单位: 万平米, 元/平米, 百万元)

项目名称	09E 结算				10E 结算				11E 结算			
	面积	均价	收入	毛利率	面积	均价	收入	毛利率	面积	均价	收入	毛利率
天泓山庄	1.8	11000	198.00	68%								
云景美地	0.4	10000	40.00	68%								
IALA 国际二期	2.00	8000	160.00	56%	2	8400	168.00	58%	5.00	8800	440	60%
栖霞园	4.10	12500	512.50	71%	3.5	13125	459.38	72%	2.40	13750	330	74%
东方天郡	4.00	8300	332.00	67%	3.5	8715	305.03	69%	3.50	9130	319.55	70%
枫情水岸二期	6.00	9000	540.00	68%	5.7	9450	538.65	69%	5.00	9900	495	71%
自由水岸二期	6.00	7900	474.00	72%	4	8295	331.80	73%	3.00	8690	260.7	74%
上城风景一期南片	2.50	6500	162.50	35%								
上城风景一期北片					3.61	6825	246.38	38%				
上城风景二期					6	6825	409.50	38%				
百水芊城二期					10.59	2835	300.23	21%	6.00	2970	178.2	25%
栖霞(奥体 B5)					3.5	12600	441.00	57%	4.32	13200	570.24	59%
瑜憬湾									9	8800	792	68%
合计	22.60		2021.00		40.40		3031.96		33.22		2945.69	

数据来源: 调研资料, 国泰君安证券销售交易总部

附表：公司损益表及其预测(单位：百万元，百万股)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1325.1	2312.7	2856.8	1591.6	2419.0	3200.0	3385.7
营业收入	1325.1	2312.7	2856.8	1591.6	2419.0	3200.0	3385.7
二、营业总成本	1096.0	1951.2	2234.6	1273.6	1224.3	1946.8	1774.6
营业成本	922.9	1696.7	1845.0	948.0	817.9	1380.5	1190.7
营业税金及附加	85.0	151.0	272.0	129.6	213.6	271.5	293.1
销售费用	36.4	37.4	36.4	36.1	42.9	64.7	64.2
管理费用	43.2	55.1	63.4	75.0	96.8	134.4	138.8
财务费用	8.6	11.0	17.4	60.2	53.1	95.6	87.8
资产减值损失	0.0	0.0	0.5	24.7			
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益							
投资净收益	0.4	7.2	10.4	1.0			
其中：对联营企业和合营企业的投资收益							
四、营业利润	230.9	368.6	632.6	319.0	1194.7	1253.2	1611.1
加：营业外收入	0.2	3.2	0.4	3.7			
减：营业外支出	1.1	1.0	2.3	4.9			
五、利润总额	110.7	161.5	233.0	370.8	630.7	317.8	1194.7
减：所得税	37.1	56.8	79.6	123.6	218.1	81.0	298.7
加：未确认的投资损失							
六、净利润	73.6	104.7	153.4	247.3	412.6	236.8	896.1
减：少数股东损益	3.1	-1.1	4.7	15.6	69.1	49.0	606.6
归属于母公司所有者的净利润	70.5	105.7	148.7	231.6	343.5	187.9	289.5
股本	210	405	405	1050	1050	1050	1050
EPS	0.71	0.57	0.85	0.18	0.28	0.45	0.58
主营收入增长率	35.9%	74.5%	23.5%	-44.3%	52.0%	32.3%	5.8%
净利润增长率	40.6%	55.8%	48.3%	-45.3%	54.1%	64.6%	26.7%
毛利率	30.4%	26.6%	35.4%	40.4%	66.2%	56.9%	64.8%
三项费用率	6.7%	4.5%	4.1%	10.8%	8.0%	9.2%	8.6%
净利润率	11.2%	10.0%	12.0%	11.8%	12.0%	14.9%	17.8%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部预测

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署: 工科硕士, 毕业于南京大学, 2008 年 7 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com