

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209010200

联系人： 苏雪晶 (8621) 68751692 suxj@cjsc.com.cn

南京联合调研之栖霞建设

事件描述

5月11日，我们就当前投资者关心的问题与栖霞建设相关人员进行了交流。

调研简介

11日上午调研栖霞项目和栖霞园项目，中午和公司董事长进行交流。

栖霞项目

项目有3栋高层住宅（精装修），2栋酒店式公寓，绿化率33%，距离未开通的3号线很近。目前项目预计销售价格在23000左右，周边其他楼盘价格为20000左右。住宅为两梯四户，有142、130、100平米几种建筑类型。

栖霞园项目

该项目位于仙林新市区中心，南侧即为地铁2号线，总建筑面积大概为22万平方米。项目是三层联排别墅和叠加别墅，共730余套。目前还有不到200套未售，销售价格在22000左右，全为现房。2010年以来共售出30多套。

Q&A:

问：您认为南京会出怎样的新政？公司近期的推盘情况是怎样的？

答：南京不会出超国家政策的严厉程度，地方政府跟中央不是完全一致的利益主体。公司一季度销售额5亿，未推的楼盘还是有的，今年一直没有新开的楼盘，现售的都是以前开盘的。

问：公司二季度推盘会谨慎一些吗？

答：我们认为价格会跟市场走，全年35个亿的销售计划还是有难度的，这一轮的调控，现在看不清楚，时间跨度，市场发展没人能看清。过一段时间交易量还会回升一点，但可能回不到一季度的水平。不过我们不会太悲观，长远来看，地产还是可以的。公司在研究在目前的情况下的机遇，可能在新一轮中抓住机遇拿地，在土地储备上做好准备。

问：怎么看待目前的市场？

答：现在行业调控政策出台，主要是针对房价。因为08年经济悲观情绪，很多人没买，09年政策刺激，所以大家都去买房，供应不够，所以造成09年房价上涨过快的后果。我们认为这一轮调控与08年不一样，买房者现在不会那么没头脑，现在学会如何投资。开发商口袋现在有钱不怕调控，所以之前的调控没起到作用，政府有点发火，才会有目前严厉的政策出台。我认为目前的市场有点乱，但估计时间不太长。总之，政策会把房价趋向平稳，会让房价理性回归。南京是风水宝地，房价波动不会太大。

问：公司目前的项目情况是怎样的？

答：公司除尧化门项目外，其他项目都近 2 号线。苏州的一个楼盘卖完了，还有一个也差不多了。无锡销售情况也还不错。奥体中心那块地当时很多人在关注，但是我们拿到了。从我们的销售及土地储备情况看，如果价格波动不太大，对公司没有影响。

问：公司目前的对策是什么？

答：公司现售的项目，有 60 多个亿，包括明年竣工的。公司现在没有负债（土地出让金等），所以我们心里有底。我们的对策是从被调控的地位放到支持的地位。我们很多项目是保障性住房，当然那里除了经济适用房之外还有商铺等可以卖。保障性建设成本很低，如果保障性住宅投资土地 7 个亿，如果是住宅土地的要 70 个亿。而且回报稳定，现在的项目能回报 3% 净利润，还有 2% 的管理费用可以拿，这些事没有任何风险的。

问：公司以后有什么战略上的调整吗？

答：公司的战略增加了三句话，一公司投资与持有（持有物业）并举等。二是开发与投资并举，投资棕榈园林可能赚到几个亿。三是开发与产业并举。

公司产品线也有调整，偏远的独立别墅比较难卖，以后少开发。中小户型的房子，中低价位的房子，近郊区的房子（江南八区），这是市场上面的主流。

问：公司在拿地方面有什么规划吗？

答：目前公司的地块有 200 多万平方，这包括正在开工的。公司现金情况比较好，银行也比较支持，在房价稍微降的情况下，对公司来说是没有关系的。当然，公司也发展壮大，今年苏州、南京都会有很多地块出来，位置还会比较好，公司有意向。我们会依据具体形势来判断（拿地与否），可能还会僵持一段时间。

问：能具体介绍一下公司的项目吗？

答：南京天泓山庄、栖园已经全面交付使用，栖园销售 10 个亿左右，东方天郡还有 40 多套房子，上城风景价格在 10000 左右，总建筑面积为 25 万平方米左右，一期已经交付使用。栖庭建筑面积为 9 万平方米，目前价格为 23000 左右，最晚 2011 年下半年结算完毕。仙林 G84 号地块，今年 9 月份左右开工，百水芊城一期 30 万平米已经交付使用，二期 17 万平米，是与政府合作的项目。迈燕合作项目，公司权益占 51%，建筑面积 2.4 万平米，容积率 2.3。

苏州枫情水岸是在最好的位置，还有 6 栋房子没有卖，价格在 15000 左右。IALA 尾盘，剩余几十套，价格在 10000 左右。愉景湾已经卖掉一半，价格也接近 10000。

问：2010 年公司计划新开工 80 多万（不包括保障房），公司下年的调整是什么？

答：08 年以后，公司发展放慢，是对形势看不清楚。公司在战略也有调整，以后公司的发展还是要稳健前进，在调控下不能太急。政府的这一轮调整，还是比较正常的，公司也要趁机稳一稳。以前发展的太快了，公司在南京连续 14 年第一名，去年第 2 名。从土地储备上看，以后公司发展的后劲很大，管理方面也要改善，我们在无锡、苏州的项目要做的更好。保障性住房还是要持续，保障性住房今年能有 3-5 个亿的净利润。

问：南京去年的销售总量怎么排名的？

答：仁恒第一，栖霞第二，这是按销售额度来排的。

问：外来的开发商哪个可以比较看好？

答：现在很不好说，以后的市场还看不清楚。公司产品比较丰富，价格层次比较多，抵抗风险能力很强。无锡、苏州楼盘都在当地前十名。

问：融资这块公司是如何处理的？

答：公司不缺钱，融到更好，融不到也没关系，我们搞的是经济适用房，应该得到政府的支持。

本地调研后，对奥体项目不能在 2010 年结算，需要重新调整公司模型，业绩有向下调整的可能，目前维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2202	3663	4214	6647	货币资金	1542	2118	3082	3895
营业成本	1393	2258	2528	4596	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	809	1405	1686	2050	应收账款	219	375	432	681
% 营业收入	36.7%	38.3%	40.0%	30.8%	存货	6159	6099	6190	7667
营业税金及附加	237	403	474	598	预付账款	859	1373	1520	2959
% 营业收入	10.8%	11.0%	11.3%	9.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	41	55	67	120	流动资产合计	8779	9965	11224	15202
% 营业收入	1.9%	1.5%	1.6%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	72	110	126	199	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	44	44	44	44
财务费用	63	29	50	57	投资性房地产	31	31	31	31
% 营业收入	2.9%	0.8%	1.2%	0.9%	固定资产合计	32	33	36	42
资产减值损失	2	-4	0	0	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	5	5	5	递延所得税资产	115	0	0	0
营业利润	395	817	974	1082	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	17.9%	22.3%	23.1%	16.3%	资产总计	9002	10074	11335	15320
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	1180	0	0	0
利润总额	397	817	974	1082	应付款项	390	625	692	1347
% 营业收入	18.0%	22.3%	23.1%	16.3%	预收账款	2055	3406	3919	6181
所得税费用	100	204	243	238	应付职工薪酬	9	15	16	32
净利润	297	613	730	844	应交税费	9	16	19	22
归属于母公司所有者的净利润	223.2	441.1	589.1	703.1	其他流动负债	196	303	337	648
少数股东损益	74	172	141	141	流动负债合计	3839	4365	4984	8230
EPS（元/股）	0.21	0.42	0.56	0.67	长期借款	1983	1983	1983	1983
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1408	1854	1106	983	其他非流动负债	6	6	6	6
					负债合计	5828	6354	6973	10219

取得投资收益					归属于母公司	2709	3084	3585	4182
收回现金	0	5	5	5	所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益				
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	465	636	777	918
固定资产投资	-112	-7	-8	-13	负债及股东权益	3174	3720	4362	5100
其他	-22	0	0	0	基本指标	9002	10074	11335	15320
投资活动现金流净额	-134	-2	-3	-8					
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.213	0.420	0.561	0.670
股权融资	6	0	0	0	BVPS	2.58	2.94	3.41	3.98
银行贷款增加（减少）	-478	-1180	0	0	PE	23.95	12.12	9.07	7.60
筹资成本	386	-95	-138	-162	PEG	0.51	0.26	0.19	0.16
其他	-773	0	0	0	PB	1.97	1.73	1.49	1.28
筹资活动现金流净额	-860	-1275	-138	-162	EV/EBITDA	15.01	6.12	4.12	3.00
现金净流量	414	576	964	813	ROE	8.2%	14.3%	16.4%	16.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。