

栖霞建设：项目储备有待充实

2010 年中报点评

报告关键点：

- 2010年中期业绩增长符合预期。
- 受益于南京、无锡、苏州土地升值。
- 公司应进一步补充优质土地储备以增强发展后劲。
- 维持增持-A评级。

报告摘要：

- 2010年中期业绩符合预期。**报告期，公司房地产业务共结算收入22.3亿元，结算面积25.47万平方米，毛利率为31.65%，较去年同期下降了0.4个百分点。实现归属于母公司所有者的净利润2.11亿元，同比增加160.47%；每股收益0.2009元。
- 公司受益于南京、无锡、苏州土地升值。**公司现有土地储备约200万平米，全部分布在南京、无锡、苏州。由于2009年以来房价大幅上涨，以及结算项目结构原因，公司明年的结算毛利率有望大幅提高。
- 计划年底前新开工一批项目。**计划年底前新开工的项目具体包括南京G84地块、无锡东北塘、苏州2009-B-71地块、南京西花岗保障房项目等；这些项目将成为2011年以后的主要利润来源。公司开发产品具有较高品质。南京栖霞项目在建，精装修，2011年交房的可能性较大。新政之后，销售受冲击较明显，但一旦销售转暖，应会得到市场认可。无锡栖霞在建，位置非常优越，开发前景良好。
- 土地储备需补充。**报告期增加了一些土地储备。从长远发展看，公司应进一步补充优质土地储备以增强发展后劲。公司计划适时在一级市场拿地，并继续致力于通过合资、合作等多种途径择机增加土地储备。公司积极参与经济适用房建设，有利于和政府保持良好的合作关系。
- 维持增持-A的投资评级。**考虑新政对销售的影响，小幅下调2010年、2011年EPS至0.31元、0.53元，下调目标价至6.5元。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

6.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 7.40 元

现价： 5.53 元

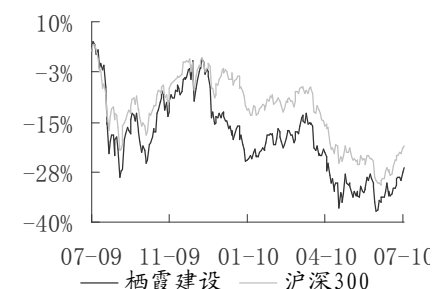
报告日期：

2010-07-30

市场数据

总市值(百万元)	5,806.50
流通市值(百万元)	5,806.50
总股本(百万股)	1,050.00
流通股本(百万股)	1,050.00
12个月最高/最低	4.68/8.16 元
十大流通股股东(%)	53.55%
股东户数	98,864

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.12	2.49	(5.53)
绝对收益	17.41	(3.68)	(26.35)

研究员

徐胜利

行业分析师

010-66581636

xusl@essence.com.cn

证书编号

S1450209090272

柳世庆

行业分析师

010-66581630

liusq@essence.com.cn

证书编号

S1450209100295

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,591.6	2,202.1	3,235.0	2,805.0	3,610.0
Growth(%)	-44.3%	38.4%	46.9%	-13.3%	28.7%
净利润	187.9	223.2	330.3	553.1	574.0
Growth(%)	-45.3%	18.8%	48.0%	67.5%	3.8%
毛利率(%)	40.4%	36.7%	37.1%	51.0%	45.3%
净利润率(%)	11.8%	10.1%	10.2%	19.7%	15.9%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.31	0.53	0.55
每股净资产(元)	2.93	3.02	3.39	3.97	4.68
市盈率	30.9	26.0	17.6	10.5	10.1
市净率	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
净资产收益率(%)	7.7%	9.4%	15.2%	16.1%	15.2%
ROIC(%)	7.1%	6.6%	11.1%	11.0%	10.7%
EV/EBITDA	22.6	17.0	13.0	10.4	9.5
股息收益率	3.8%	1.8%	2.7%	1.0%	0.0%

前期研究成果

栖霞建设：与长三角一起成长

2010-02-11

栖霞建设：住宅持续旺销 将多渠道拿地

2009-10-28

栖霞建设：销售喜人 储备优化

2009-08-19

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,591.6	2,202.1	3,235.0	2,805.0	3,610.0	成长性					
减: 营业成本	948.0	1,392.9	2,036.0	1,375.0	1,974.0	营业收入增长率	-44.3%	38.4%	46.9%	-13.3%	28.7%
营业税费	129.6	236.8	364.0	397.0	456.5	营业利润增长率	-49.6%	23.9%	82.6%	23.7%	11.9%
销售费用	36.1	41.4	64.7	56.1	72.2	净利润增长率	-45.3%	18.8%	48.0%	67.5%	3.8%
管理费用	75.0	71.6	64.7	56.1	72.2	EBITDA 增长率	-41.3%	20.6%	52.5%	30.8%	12.8%
财务费用	60.2	63.2	-16.2	28.1	36.1	EBIT 增长率	-41.7%	20.9%	53.9%	30.5%	12.4%
资产减值损失	24.7	2.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	-30.9%	21.2%	47.0%	30.5%	12.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.5%	-12.8%	31.6%	15.3%	-100.0%
投资和汇兑收益	1.0	1.2	-	-	-	净资产增长率	48.9%	3.1%	12.1%	17.1%	18.0%
营业利润	319.0	395.2	721.8	892.8	999.0	利润率					
加: 营业外净收支	-1.2	1.8	-	-	-	毛利率	40.4%	36.7%	37.1%	51.0%	45.3%
利润总额	317.8	397.0	721.8	892.8	999.0	营业利润率	20.0%	17.9%	22.3%	31.8%	27.7%
减: 所得税	81.0	100.2	180.4	223.2	249.8	净利率	11.8%	10.1%	10.2%	19.7%	15.9%
净利润	187.9	223.2	330.3	553.1	574.0	EBITDA/营业收入	24.2%	21.1%	21.9%	33.0%	28.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	23.8%	20.8%	21.8%	32.8%	28.7%
货币资金	1,105.2	1,541.8	1,200.0	1,000.0	1,000.0	运营效率					
交易性金融资产	-	0.1	-	-	-	固定资产周转天数	8	6	4	4	3
应收帐款	165.3	218.8	226.8	247.8	247.8	流动营业资本周转天数	1,067	813	587	829	346
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,524	1,306	924	1,056	882
预付帐款	194.4	859.3	251.2	211.4	212.4	应收帐款周转天数	0	3	4	4	1
存货	5,730.1	6,159.4	6,147.2	7,172.2	7,598.2	存货周转天数	1,209	976	686	855	736
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-	-	总资产周转天数	1,550	1,334	961	1,112	926
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,088	836	614	866	360
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	21.0	44.5	150.0	150.0	150.0	ROE	7.7%	9.4%	15.2%	16.1%	15.2%
投资性房地产	15.7	30.7	140.0	140.0	140.0	ROA	3.2%	3.3%	6.6%	7.4%	7.9%
固定资产	35.6	31.7	33.0	30.0	30.0	ROIC	7.1%	6.6%	11.1%	11.0%	10.7%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	销售费用率	2.3%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	49.5	115.3	115.4	115.3	130.0	管理费用率	4.7%	3.3%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	7,317.5	9,002.1	8,264.3	9,067.4	9,509.2	财务费用率	3.8%	2.9%	-0.5%	1.0%	1.0%
短期债务	888.0	380.0	350.0	300.0	300.0	三费/营业收入	10.8%	8.0%	3.5%	5.0%	5.0%
应付帐款	442.1	585.9	522.6	569.5	661.7	偿债能力					
应付票据	20.0	-	20.0	30.0	54.1	资产负债率	57.9%	64.7%	56.9%	54.0%	48.3%
其他流动负债	264.1	2,073.2	907.3	894.0	770.1	负债权益比	137.7%	183.6%	132.3%	117.6%	93.4%
长期借款	1,318.0	1,983.0	2,300.0	2,000.0	2,000.0	流动比率	2.47	2.29	3.26	2.98	3.50
其他非流动负债	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	速动比率	0.49	0.68	0.70	0.50	0.56
负债总额	4,238.6	5,828.4	4,706.3	4,899.9	4,592.3	利息保障倍数	6.30	7.25	-43.62	32.83	28.67
少数股东权益	488.0	464.7	675.8	792.2	967.5	分红指标					
股本	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	DPS(元)	0.21	0.10	0.15	0.06	-
留存收益	1,540.8	1,659.0	1,832.3	2,325.4	2,899.4	分红比率	118.6%	47.0%	47.5%	10.8%	0.0%
股东权益	3,078.8	3,173.7	3,558.0	4,167.6	4,916.8	股息收益率	3.8%	1.8%	2.7%	1.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	236.8	296.9	330.3	553.1	574.0	EPS(元)	0.18	0.21	0.31	0.53	0.55
加: 折旧和摊销	6.3	5.8	1.6	4.1	8.2	BVPS(元)	2.93	3.02	3.39	3.97	4.68
资产减值准备	24.7	2.1	-	-	-	PE(X)	30.9	26.0	17.6	10.5	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
财务费用	30.4	69.0	70.8	-16.2	28.1	P/FCF	-6.6	10.0	-5.3	-22.6	1.4
投资收益	-1.0	-1.2	-	-	-	P/S	3.6	2.6	1.8	2.1	1.6
少数股东损益	49.0	73.7	211.1	116.5	175.3	EV/EBITDA	22.6	17.0	13.0	10.4	9.5
营运资金的变动	-1,246.3	1,032.8	-573.2	-962.5	-449.3	CAGR(%)	41.4%				
经营活动产生现金流量	-909.7	1,408.1	-46.5	-260.8	344.3	PEG	0.7				
投资活动产生现金流量	-22.9	-134.1	-105.5	-101.1	-101.1	ROIC/WACC	0.9	0.8	1.4	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	845.9	-859.9	-53.8	62.0	-336.1	REP	1.8	2.0	1.0	1.0	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

柳世庆：房地产行业分析师，北京大学经济学硕士。2007 年加入安信证券，先后从事宏观经济和银行业研究，并获得“新财富”2008 年宏观经济第四名（小组）和 2009 年银行业第六名（小组）。2010 年开始从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

曹加

0755-82558045

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034