

## 业绩高增长缘自预售项目集中结算

—— 栖霞建设 2010 年中报点评

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 研究结论

- **业绩高增长缘自预售项目集中结算：**公司今日披露 10 年中报，上半年共实现营业收入 22.6 亿，同比增长 149%；实现利润总额 4.34 亿，同比增长 225%；实现归属于母公司净利润 2.1 亿，同比增长 160%。每股收益 0.2 元。公司收入主要来自南京栖霞、上城风景二期、东方天郡、无锡愉景湾、苏州枫情水岸和自由水岸等项目，除了南京栖霞和东方天郡外，其余项目的结算基本来自去年销售，所以公司业绩的高增长主要是因为去年预售项目集中进入结算所致。此外，公司在 10 年一季报中已披露中期净利润增速在 100% 以上，中期业绩高增长在市场预期之中。
- **受推盘和市场影响，公司销售业绩一般：**由于楼市转冷，公司上半年销售业绩一般，销售商品提供劳务收到现金 11.3 亿，其中一二季度分别为 6 亿和 5.3 亿，明显低于去年季度销售平均 10 亿的水平。除市场因素外，推盘节奏也是影响销售业绩的重要原因。公司在南京除新推栖霞项目外，均是尾盘销售，而栖霞也仅推出了 143 套（截至 7 月 29 日，已售 44 套）。当前，公司项目储备，特别是南京地区的项目储备略显不足，补充后续资源是公司未来一段时间必须要解决的问题，目前土地市场有所降温，给公司提供了低位扩张的机会。
- **积极参与经济适用房建设：**公司隶属于南京市栖霞区国资委，在参与保障性住房建设方面具有得天独厚的优势。在国家加大保障房建设投资的大背景下，保障房建设有望成为公司未来几年重要的收入来源之一。公司在去年就已经和南京市政府签署了 107 万平米的经济适用房建设项目，目前公司已获取该项目，预计将为公司贡献净利润 2.2 亿。
- **棕榈园林投资收益丰厚：**2008 年，公司作为战略投资者身份现金出资 2100 万认购广东棕榈园林股份有限公司 870 万股份，每股价格仅有 2.4 元，按 7 月 29 日棕榈园林 67 元/股收盘价测算，公司税后投资收益高达 4.2 亿，折算 0.4 元/股。公司上半年又出资 1.69 亿收购南京电子网板科技股份有限公司 50% 股权，通过对网板公司的业务和房地产资产进行整合，以期获得溢价收益。
- **维持“增持”评级：**假设房价未来涨跌幅为 0%，贴现率为 10%，测算得出公司 2010 年末 NAV 为 6.05 元/股，P/NAV=0.91，现在股价隐含的房价跌幅为 8%。维持公司 10-12 年 EPS0.36 元，0.51 元和 0.71 元不变，对应 PE 分别为 15X、11X 和 8X。维持“增持”评级。

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

杨国华

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 7 月 29 日) 5.53 元

目标价格 7.70 元

总股本/A 股 (万股) 105000/105000

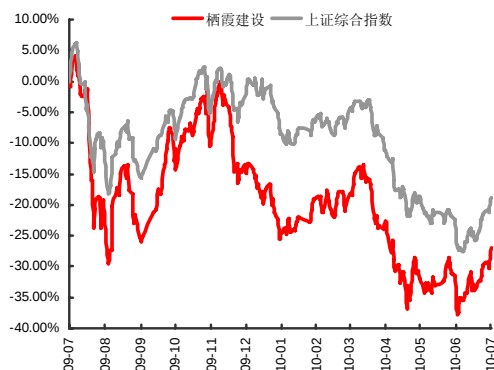
A 股市值 (百万元) 5807

国家/地区 中国

行业 房地产

报告日期 2010 年 7 月 30 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------|------|------|-------|
| 绝对表现 (%) | 13%  | -5%  | -27%  |
| 相对表现 (%) | 4%   | 3%   | -8%   |

资料来源：WIND，东方证券研究所

## 财务预测

|              | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (百万)  | 2202  | 3187  | 2922  | 4180  |
| 主营业务利润 (百万)  | 395   | 614   | 862   | 1203  |
| 净利润 (百万)     | 223   | 381   | 535   | 746   |
| EBITDA (百万)  | 464   | 686   | 935   | 1277  |
| 每股收益 (元)     | 0.21  | 0.36  | 0.51  | 0.71  |
| 净资产收益率 (%)   | 8.2%  | 12.6% | 15.4% | 18.2% |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.34  | 0.20  | 1.18  | -0.22 |
| 市盈率(X)       | 26.02 | 15.23 | 10.85 | 7.78  |
| EV/EBITDA(X) | 17    | 11    | 8     | 6     |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

**表 1：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表              |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |                  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| <b>流动资产</b>    | 8779  | 10104 | 12033 | 14159 | <b>营业收入</b>      | 2202   | 3187   | 2922   | 4180   |
| 现金             | 1542  | 1654  | 2732  | 2611  | 营业成本             | 1393   | 2059   | 1378   | 2021   |
| 应收账款           | 31    | 45    | 41    | 59    | 营业税金及附加          | 237    | 308    | 488    | 718    |
| 其他应收款          | 187   | 187   | 187   | 187   | 营业费用             | 41     | 54     | 49     | 67     |
| 预付账款           | 859   | 1235  | 827   | 1213  | 管理费用             | 72     | 83     | 77     | 102    |
| 存货             | 6159  | 6982  | 8245  | 10090 | 财务费用             | 63     | 68     | 68     | 70     |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失           | 2      | 2      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 223   | 219   | 215   | 211   | 公允价值变动收益         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 44    | 44    | 44    | 44    | 投资净收益            | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 固定资产           | 32    | 28    | 24    | 20    | <b>营业利润</b>      | 395    | 614    | 862    | 1203   |
| 无形资产           | 1     | 1     | 1     | 1     | 营业外收入            | 3      | 4      | 4      | 4      |
| 其他非流动资产        | 146   | 146   | 146   | 146   | 营业外支出            | 2      | 3      | 2      | 3      |
| <b>资产总计</b>    | 9002  | 10323 | 12247 | 14370 | <b>利润总额</b>      | 397    | 615    | 864    | 1204   |
| <b>流动负债</b>    | 3839  | 4751  | 6117  | 7163  | 所得税              | 100    | 154    | 216    | 301    |
| 短期借款           | 380   | 400   | 400   | 400   | <b>净利润</b>       | 297    | 461    | 648    | 903    |
| 应付账款           | 390   | 515   | 345   | 505   | 少数股东损益           | 74     | 80     | 112    | 157    |
| 其他流动负债         | 3069  | 3836  | 5373  | 6258  | <b>归属于母公司净利润</b> | 223    | 381    | 535    | 746    |
| <b>非流动负债</b>   | 1989  | 1989  | 1989  | 2289  | EBITDA           | 464    | 686    | 935    | 1277   |
| 长期借款           | 1983  | 1983  | 1983  | 2283  | EPS (元)          | 0.21   | 0.36   | 0.51   | 0.71   |
| 其他非流动负债        | 6     | 6     | 6     | 6     |                  |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 5828  | 6740  | 8107  | 9452  | <b>主要财务比率</b>    |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 465   | 545   | 657   | 813   |                  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 股本             | 1050  | 1050  | 1050  | 1050  | <b>成长能力</b>      |        |        |        |        |
| 资本公积           | 1026  | 1026  | 1026  | 1026  | 营业收入             | 38.4%  | 44.7%  | -8.3%  | 43.0%  |
| 留存收益           | 633   | 961   | 1407  | 2028  | 营业利润             | 23.9%  | 55.4%  | 40.4%  | 39.5%  |
| 归属于母公司股东权益     | 2709  | 3038  | 3484  | 4104  | 归属于母公司净利润        | 18.8%  | 70.9%  | 40.4%  | 39.4%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9002  | 10323 | 12247 | 14370 | <b>获利能力</b>      |        |        |        |        |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 毛利率 (%)          | 36.7%  | 35.4%  | 52.8%  | 51.7%  |
|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 净利率 (%)          | 13.5%  | 14.5%  | 22.2%  | 21.6%  |
| <b>经营活动现金流</b> | 1408  | 211   | 1234  | -226  | ROE (%)          | 8.2%   | 12.6%  | 15.4%  | 18.2%  |
| 净利润            | 297   | 461   | 648   | 903   | ROIC (%)         | 7.4%   | 10.4%  | 15.8%  | 17.0%  |
| 折旧摊销           | 6     | 4     | 4     | 4     | <b>偿债能力</b>      |        |        |        |        |
| 财务费用           | 63    | 68    | 68    | 70    | 资产负债率 (%)        | 64.7%  | 65.3%  | 66.2%  | 65.8%  |
| 投资损失           | -1    | -1    | -1    | -1    | 净负债比率 (%)        | 51.08% | 42.67% | 10.90% | 17.74% |
| 营运资金变动         | 1099  | -321  | 516   | -1203 | 流动比率             | 2.29   | 2.13   | 1.97   | 1.98   |
| 其他经营现金流        | -55   | 1     | -0    | 1     | 速动比率             | 0.68   | 0.66   | 0.62   | 0.57   |
| <b>投资活动现金流</b> | -134  | 1     | 1     | 1     | <b>营运能力</b>      |        |        |        |        |
| 资本支出           | 112   | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率           | 0.27   | 0.33   | 0.26   | 0.31   |
| 长期投资           | -23   | 0     | 0     | 0     | 应收账款周转率          | 127    | 78     | 64     | 78     |
| 其他投资现金流        | -45   | 1     | 1     | 1     | 应付账款周转率          | 4.97   | 4.55   | 3.21   | 4.76   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -860  | -100  | -158  | 104   | <b>每股指标 (元)</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款           | -508  | 20    | 0     | 0     | 每股收益 (最新摊薄)      | 0.21   | 0.36   | 0.51   | 0.71   |
| 长期借款           | 665   | 0     | 0     | 300   | 每股经营现金流 (最新摊薄)   | 1.34   | 0.20   | 1.18   | -0.22  |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产 (最新摊薄)     | 2.58   | 2.89   | 3.32   | 3.91   |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>      |        |        |        |        |
| 其他筹资现金流        | -1017 | -120  | -158  | -196  | P/E              | 26.02  | 15.23  | 10.85  | 7.78   |
| <b>现金净增加额</b>  | 414   | 112   | 1078  | -121  | P/B              | 2.14   | 1.91   | 1.67   | 1.41   |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA        | 17     | 11     | 8      | 6      |

数据来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)