

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

拿地、开发及销售节奏明显加快

——栖霞建设(600533)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(调升)

发布日期: 2012年9月25日

报告关键要素:

栖霞建设作为一家老牌的南京地方龙头企业,过去多年开发节奏较为保守,导致公司成长较慢,但公司最近在拿地、开发及销售节奏上明显加快,公司正在向快速周转方向转变,这将有助于提高公司的成长速度。我们提高公司投资评级至“增持”。

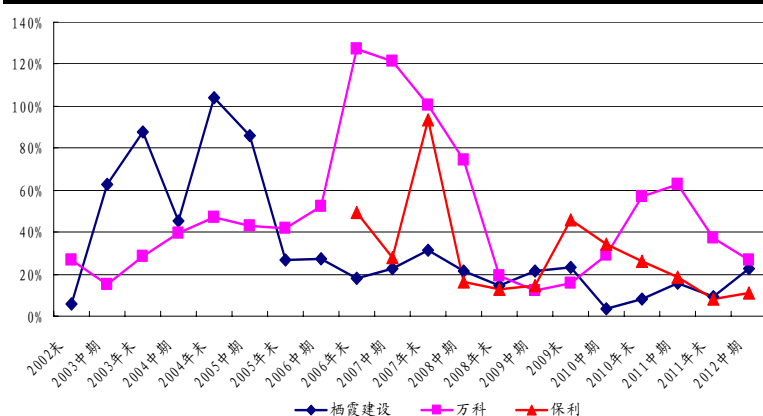
事件:

我们最近对栖霞建设做了实地调研,并就公司项目施工与销售情况及公司发展的主要问题与公司高管进行了沟通交流。

点评:

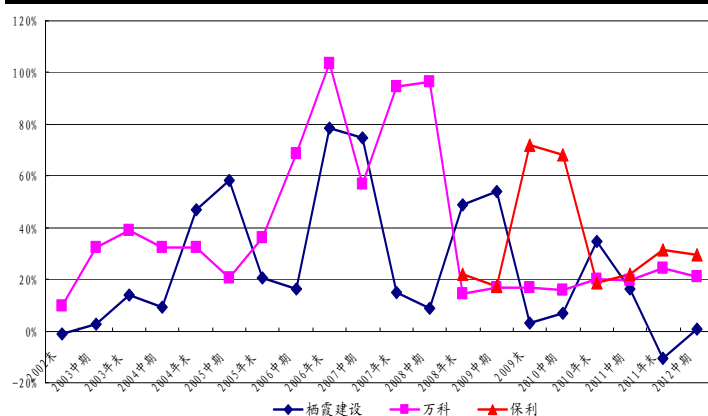
1、栖霞建设经营模式正向快速周转方向转变。栖霞建设一直是南京老牌龙头开发企业,但是长期以来,公司奉行保守的精品开发模式,导致开发速度较慢,开发周期长,增长速度偏慢,错过了房地产行业大发展的机遇。过去一两年,公司的经营模式逐渐变得更为积极,在拿地、开发及销售环节等方面有了较为明显的加快,公司的经营模式逐渐转向目前市场主流的快速周转模式,如果市场不发生长时期的逆转,公司业绩的增长速度有望较之过去明显加快。

图 1: 栖霞建设与万科、保利总资产增速比较



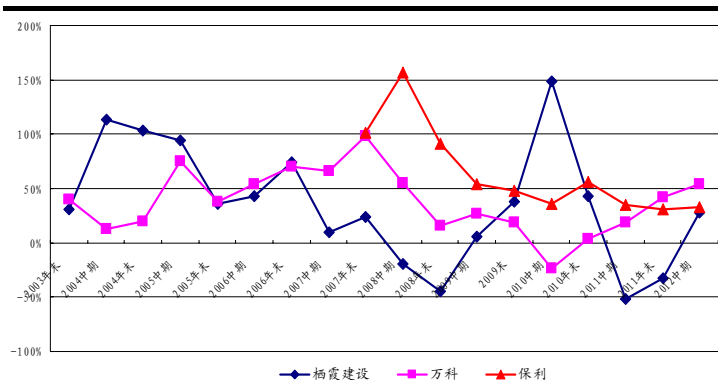
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 2: 栖霞建设与万科、保利净资产增速比较



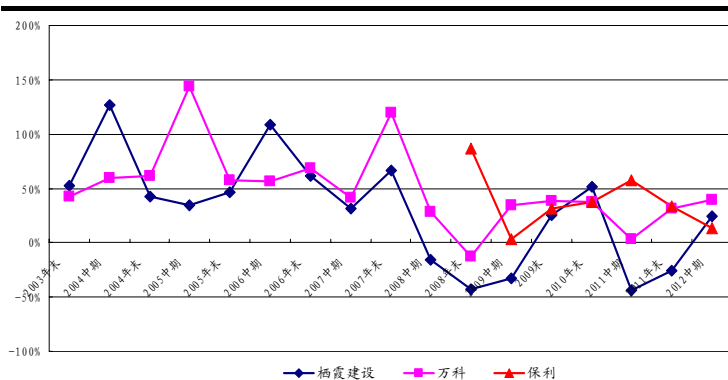
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 3：栖霞建设与万科、保利营业收入增速比较



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 4：栖霞建设与万科、保利净利润增速比较



资料来源：中原证券研究所，Wind

2、土地储备规模较小，但可满足公司开发需要。公司今年2月份新增了南京羊山公园地块（G96）和南京电子网板厂地块（G97）两个地块。截止目前，公司权益可开发建筑面积165万平方米，考虑到公司目前的年开发量和未来的增长，公司目前的土地储备可供公司未来3到5年开发。

表1：栖霞建设土地储备

（单位：万平方米）

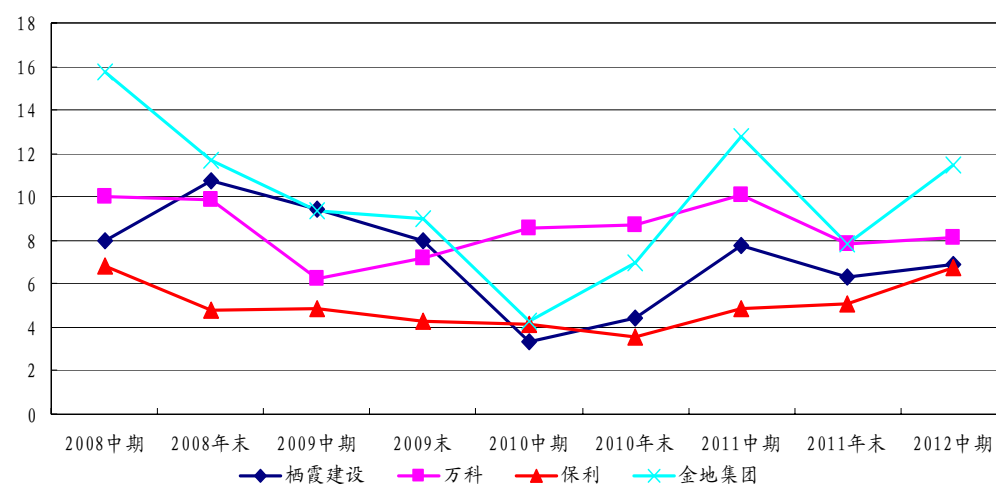
	所在城市	权益	占地面积	规划建筑面积	剩余可开发销售面积	权益可开发面积	进展状态
仙林 G84 号地块	南京仙林大学城	100%	10.47	23.58	23.58	23.58	还未开售，估计 13 年 2 季度开始销售。
南京羊山公园地块（G96）		100%	6.54	13.49	13.49	13.49	12 年 2 月取得，尚未开工。
南京电子网板厂地块（G97）		60%	8.75	26.08	26.08	15.65	12 年 3 月取得，尚未开工。
栖霞（2009-B-71 地块）	苏州工业园区	100%	5.11	14.01	14.01	14.01	8.2 万住宅、商业 2 万，其余地下车库。12 年合同销售金额月 1 亿元。
瑜憬湾	无锡市滨湖区	70%	23.85	56.49	20.00	14.00	12 年销售 7.3 亿元，销售面积 8.5 万平方米。
无锡栖霞园	无锡市滨湖区	70%	11.26	23.98	23.98	16.79	可销售资源金额约 21 亿元；计划 12 年 3 季度开始销售。
无锡东方天郡（东北塘地块）	无锡市锡山区	100%	29.51	68.40	66.70	66.70	目前在售是一期，可销售面积 13 万平方米。12 年 1-8 月销售 1.2 亿元，面积 1.7 万。
总计					187.84	164.21	
幸福城（西花岗保障房）	南京市栖霞区	100%	61.12		118.62		

资料来源：中原证券、公司公告

3、上半年销售情况较好。今年南京楼市成交非常活跃，3-8月保持70-90万平米的月度成交水平，其中，7月份南京市成交量达到90万平方米，创下09年后南京市单月成交新高。公司的部分可售资源在南京，受益于楼市的好转，公司今年销售情况较好，截止目前，公司1-8月份销售金额约17亿元。但受制于可售资源较少，公司今年上半年的销售规模相比较行业竞争对手依旧过小。下半年公司可售项目主要是无锡栖园，可售资源达到21亿元左右，预计十月份开盘销售。13年的可售资源主要包括无锡栖园、无锡东方天郡一期，无锡愉景湾及苏州栖庭，可售资源多于今年。

4、管理费用率远低于行业平均水平。公司的三费率一直处于较低水平，远低于上市公司同行业平均水平。公司的三费率较低一方面因为公司的规模较小，管理及销售费用率较低，另一方面也表明公司的管理效率较高，这将为公司的持续稳定健康发展提供了有力的保障。

图 5：栖霞建设与万科、保利及金地三费率比较



资料来源：中原证券研究所，Wind

5、盈利预测及估值。截止中期末，公司可供结算的可售未结资源为14亿元，预计公司2012-2013年每股收益分别为0.37元和0.50元，9月25日股价对应的市盈率分别为10.01倍和7.25倍，公司估值基本合理。由于公司转变为快速周转之后的成长性将会加快，我们提高公司投资评级至“增持”。

6、风险提示。1、由于近期房价反弹，调控政策有可能进一步收紧的政策风险；2、由于公司目前可售资源明年将会大量增加，但将面临着市场逆转的经营风险。

附表2: 栖霞建设预测三表

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2010A	2011A	2012E	2013E		2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	8062.29	9173.70	9917.95	12068.88	营业收入	3141.31	2111.24	2629.68	3795.68
现金	1532.21	1443.00	4128.93	4346.17	营业成本	2095.55	1197.51	1568.60	2316.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.03	0.01	营业税费	287.65	283.15	292.10	426.08
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	35.60	38.48	42.38	57.79
应收款项	238.86	364.74	304.81	460.93	管理费用	73.87	82.91	83.54	119.63
存货	5785.65	6066.11	3890.14	5735.98	财务费用	28.80	11.93	22.35	18.98
其他	505.57	1299.84	1594.04	1525.78	资产减值损失	13.50	49.57	0.00	0.00
非流动资产	1697.22	1512.09	1048.49	634.75	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	161.46	447.62	217.86	275.64	投资收益	-3.63	1.21	6.21	11.21
固定资产	28.21	25.28	43.31	60.45	营业利润	602.71	448.90	626.92	868.29
无形资产	0.47	0.34	0.32	0.31	营业外收入	5.19	4.72	4.47	4.79
其他	1507.08	1038.85	787.00	298.35	营业外支出	2.71	1.45	1.95	2.04
资产总计	9759.52	10685.78	10966.44	12703.63	利润总额	605.19	452.17	629.44	871.04
流动负债	3186.26	3918.98	3589.55	4393.91	所得税	155.43	118.48	161.81	225.28
短期借款	200.00	110.00	210.00	210.00	净利润	449.77	333.69	467.63	645.76
应付帐款	174.22	269.74	307.60	389.49	少数股东权益	165.45	59.84	83.86	115.80
预收帐款	1069.15	1149.63	1317.51	1635.43	归属母公司净利润	284.32	273.85	383.78	529.96
其他	1742.89	2389.61	1754.44	2158.99	EPS (元)	0.27	0.26	0.37	0.50
长期负债	2297.64	2947.24	3089.69	3376.77	主要财务比率				
长期借款	1930.00	2753.05	2853.05	2953.05		2010A	2011A	2012E	2013E
其他	367.64	194.19	236.64	423.72	每股指标				
负债合计	5483.90	6866.22	6679.24	7770.68	每股收益	0.27	0.26	0.37	0.50
股本	1050.00	1050.00	1050.00	1050.00	每股经营现金	0.02	-0.13	2.52	0.15
资本公积金	1911.41	1490.71	1490.71	1490.71	每股净资产	3.54	3.22	3.59	4.09
未分配利润	601.30	654.62	1038.40	1568.36	增长率				
少数股东权益	553.87	433.66	517.51	633.31	营业收入增长率	42.65%	-32.79%	24.56%	44.34%
母公司所有者权益	3721.75	3385.91	3769.68	4299.64	营业利润增长率	52.49%	-25.52%	39.66%	38.50%
负债及权益合计	9759.52	10685.78	10966.44	12703.63	净利润增长率	27.40%	-3.68%	40.14%	38.09%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	33.29%	43.28%	40.35%	38.98%
	2010A	2011A	2012E	2013E	净利率	9.05%	12.97%	14.59%	13.96%
经营活动现金流	264.58	-343.16	2738.07	190.28	ROE	7.64%	8.09%	10.18%	12.33%
净利润	449.77	333.69	467.63	645.76	ROIC	7.47%	4.67%	9.27%	10.40%
资产减值准备	13.50	49.57	0.00	0.00	偿债能力				
折旧摊销	12.31	14.27	4.43	5.21	资产负债率	56.19%	64.26%	60.91%	61.17%
财务费用	28.80	11.93	22.35	18.98	流动比率	2.53	2.34	2.76	2.75
投资收益	-3.63	1.21	6.21	11.21	速动比率	0.71	0.79	1.68	1.44
营运资金变动	0.00	0.00	2249.86	-468.46	营运能力				
投资活动现金流	-148.12	-287.05	312.17	-312.00	资产周转率	0.33	0.21	0.24	0.32
资本支出	0.00	0.00	-20.00	-20.00	存货周转率	0.35	0.20	0.31	0.48
其他投资	-148.12	-287.05	332.17	-292.00	应收帐款周转率	163.57	335.60	195.30	179.16
筹资活动现金流	-97.79	497.84	-401.99	276.79	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	-429.63	295.77	PE	13.52	14.03	10.01	7.25
其他	-97.79	497.84	27.65	-18.98	PB	1.03	1.13	1.02	0.89
现金净增加额	18.66	-132.37	2648.25	155.07					

资料来源: 公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。