

# 栖霞建设(600533.sh)

## 管理高效率，股东高回报

花长劲 房地产行业 研究员

电话: 020-87555888-697

eMail: hcj@gf.com.cn

### 净利润增长 48.30%，每股收益 0.848 元

2007 年，公司实现营业收入 28.57 亿元，；实现归属于母公司所有者的净利润 3.44 亿元；实现基本每股收益 0.848 元，全面摊薄净资产收益率 21.09%，比上年增加 4.91 个百分点。

2007 年公司营业利润率为 25.9%，比上年增加 5.61 个百分点，同时公司两项费用占收入比率为 3.49%，公司的管理效率名列前茅。

### 新增土地储备 211 万平方米

2007 年，公司新增 5 幅土地，同时在南京获取一经济适用房委建项目，累计建筑面积 211.7 万平方米。截至 2007 年底，公司拥有在建和待建项目近 20 个，总建筑面积达到 500 多万平方米。

### 资金压力较小，规模扩张有序

预计 2008 年土地出让金的资金压力将有所减少，同时项目销售预计带来 35 亿元的现金回流，再加上公开增发计划，因此预计公司偏紧的资金链将得到明显改善。

### 盈利预测与投资建议

预计 08 年公司每股收益 1.273 元，给予“买入”评级，合理价值中枢 35 元。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2,306.41	2,856.80	4,072.20	5,521.11	7,343.08
EBITDA(百万元)	386.23	654.24	955.34	1,350.39	1,699.04
净利润(百万元)	227.51	343.52	515.67	776.50	1,066.68
净利润增长率	53.04%	50.99%	50.12%	50.58%	37.37%
每股收益 (元)	0.562	0.848	1.273	1.917	2.634
市盈率	20.16	27.10	15.59	10.35	7.54
市净率	3.22	5.72	4.47	3.70	2.99
EV/EBITDA	18.25	27.77	11.20	8.31	6.98
每股红利(元)	0.36	0.55	0.65	1.00	1.35
股息率(%)	3.18	2.39	3.27	5.04	6.80

来源:南京栖霞建设股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格(元)	20.77
目标价格(元)	35.00
前次评级	买入

### 股价走势

栖霞建设(600533)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.80%	-12.80%	79.06%
上证综指	-8.22%	-13.15%	45.75%

### 股票数据

总股本(万股)	40,500.00
流通 A 股 (万股)	27,376.74
主要股东:	

南京栖霞建设集团有限公司

主要股东持股比例	33.52%
流通 A 股比例	67.60%

### 财务比率

ROE	21.09%
ROA	5.38%
资产负债率	67.64%
每股净资产(元)	4.02

2007 年报数据

## 2007年业绩回顾

### 公司连续6年业绩保持平均50%的增长

2007年，公司实现营业收入28.57亿元，同比增长23.53%；实现营业利润6.33亿元、实现归属于母公司所有者的净利润3.44亿元，同比分别增长71.61%和48.30%；实现基本每股收益0.848元，全面摊薄净资产收益率21.09%，比上年增加4.91个百分点。

表1：主要财务数据比较				单位：万元
项目	2007年	2006年*	2007年增减变动	2006年增减变动
主营业务收入	285,680	231,266	23.53%	74.10%
利润总额	63,074	37,082	70.09%	58.85%
净利润（归属上市公司股东）	34,352	23,164	48.30%	52.01%
总资产	638,999	486,937	31.23%	17.66%
每股净资产（元）	4.02	3.53	13.88%	6.10%
全面摊薄每股收益（元）	0.846	0.635	33.54%	-12.49%
全面摊薄净资产收益率	21.09%	16.18%	增加4.91个百分点	减少5.63个百分点

\*注：2006年数据均采用调整后的数据；

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### 营业利润率的大幅提升带来净利润增幅超过收入增幅

2007年，公司营业收入仅增长23.53%，与此同时，公司净利润同比增长48.30%。这主要在于公司房地产业营业利润率的提升，2007年公司营业利润率为25.9%，比上年增加5.61个百分点，其中东方天郡、枫情水岸和IALa国际受益于销售价格的上涨，营业利润率分别比上年增加12.23、11.11和13.47个百分点。

表2：公司分行业和分产品经营情况					
分行业或分产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	营业利润率	比上年增减	结算面积 (万平方米)
<b>行业</b>					
房地产开发经营	282,557	182,397	25.90%	增加5.61个百分点	36.14
<b>产品</b>					
天泓山庄	97,487	57,522	31.09%	减少4.83个百分点	10.71
栖园	27,775	16,853	29.77%	-	2.52
东方天郡	52,907	39,114	17.87%	增加12.23个百分点	8.28
枫情水岸	30,478	20,745	24.44%	增加11.11个百分点	4.38
IALa国际	26,943	20,063	19.05%	增加13.47个百分点	4.36

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 同行业中公司管理效率名列前茅

2007年，公司两项费用（销售费用、管理费用）占营业收入的比率为3.49%，比上年的4.05%又有所下降，在同行业中处于较低水平，公司的管理效率名列前茅。

## 加快扩张，资金去年有所压力，今年将明显改善

表3：主要财务数据比较				单位：万元
项 目	2007年	2006年	增减幅度	变化原因
销售商品、提供劳务收到的现金	291,390	209,536	39.06%	销售规模扩大
购买商品、接受劳务支付的现金	317,862	154,967	105.12%	土地出让金大增
经营活动产生的现金流量净额	-72,642	20,909	-447.42%	土地出让金大增
投资活动产生的现金流量净额	621	5	13622.50%	短期投资收益增加
筹资活动产生的现金流量净额	61,793	56,745	8.90%	银行贷款增加

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

今年，公司经营活动产生的现金流量净额与净利润存在重大差异，主要原因在于报告期内公司大量增加土地储备，需要支付大量土地出让金，由此导致现金流量净额为负值。由于经营活动对资金需求较大，公司加大了筹资活动力度，当年取得借款收到现金29.9亿元，比上年增加6.71亿元。

根据公司新年计划，预计2008年新增约120万平方米的土地储备，这低于2007年新增水平，预计2008年土地出让金的资金压力将有所减少，同时项目销售预计带来35亿元的现金回流，再加上募集资金不超过33亿元的公开增发计划已经上报证监会，因此预计公司偏紧的资金链将得到明显改善。

## 新增212万平方米土地储备，超额完成当年计划

2007年，公司在南京和无锡两个城市先后竞得五幅建设用地，总建筑面积达到197.5万平方米；此外，公司还获得南京市的一个经济适用房委建项目，总建筑面积16.5万平方米，大大超额完成了2007年土地储备计划。截至2007年底，公司拥有在建和待建项目近20个，总建筑面积达到500多万平方米，足以满足公司未来三到四年的快速发展需求。

表4：2007年公司部分新增土地储备情况				
项目名称	权益	总地价 (亿元)	规划总建筑面积 (万平方米)	楼面地价 (元/平方米)
南京·上城风景二期地块	100%	1.88	12	1,567
南京·仙林NO.2007G84地块	100%	11.1	18.8	5,904
南京·百水芊城二期*	100%	-	16.6	-
无锡·宝通电子地块	100%	0.22	6.6	333
无锡·东北塘地块	100%	17.3	130	1,331

无锡·九棉地块	70%	8.05	27.7	2,906
合 计	-	<b>38.55</b>	<b>211.7</b>	-

\*注：经济适用房委建项目

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 公司秉承注重回报投资者的理念

2007年年报中，公司拟决定以2007年末股份总数4.05亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利5.5元（含税），共计派发现金222,750,000元。

在取得良好业绩和持续增长的同时，公司十分注重回报投资者，多年来一直保持较高的股息支付率。从2002年上市以来，公司连续6年派现，每年的股息支付率都超过60%，每股派现累计达到2.51元。此外，公司还分别在2005年和2006年连续两次实施了10转增5的分配方案，并在股权分置改革中由非流通股向流通股股东每10股送2.8股。公司给予了投资者高回报，为此，公司入选了上证50红利指数。

表5：公司历年分红派息情况

年份	派 现	转 增
2002年	每10股派现2.5元（含税）	-
2003年	每10股派现3.5元（含税）	-
2004年	每10股派现5元（含税）	-
2005年	每10股派现5元（含税）	每10股转增5股
2006年	每10股派现3.6元（含税）	每10股转增5股
2007年	拟每10股派现5.5元（含税）	-

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2008年经营计划

### 效率增长计划

面对国家新的宏观调控形式，公司确保2008年合同销售金额35亿元以上，费用成本占主营业务收入的比率不高于行业平均水平。

### 项目开发计划

公司计划2008年新开工面积120万平方米以上，竣工面积50万平方米以上。努力提升项目的开发效率，提高项目品质，加快周转速度。

### 资金筹措和使用计划

2008年，公司现有项目计划投资总额约45亿元，投资资金主要来源于公司销售回笼资金、增发股票募集资金、金融机构借款及其他融资渠道

等。公司目前增发方案已提交证监会审议。

## 盈利预测及投资建议

### 盈利预测

预计2008年公司主要结算天泓山庄、东方天郡、南京栖园、无锡瑜憬湾、苏州IALa国际、枫情水岸等项目。

我们预计2008年公司实现主营业务收入约40亿元，实现归属于上市公司所有者的净利润为约5.16亿元，每股收益1.273元；2009年实现主营业务收入约55亿元，实现归属于上市公司所有者的净利润为7.76亿元，每股收益1.917元。

表6: 公司预测利润表				单位: 万元
项 目	2006	2007	2008E	2009E
主营业务收入	230,641	285,680	407,202	552,111
利润总额	37,034	63,074	90,205	127,141
净利润（归属上市公司股东）	22,751	34,352	51,567	77,650
每股收益（元）	0.562	0.848	1.273	1.917

数据来源：广发证券发展研究中心

### 投资建议

连续6年公司保持了平均每年50%以上的业绩增长，连续6年公司股息支付率都超过60%，公司在取得良好业绩和持续增长的同时，也用较高的股息支付率给投资者带来丰厚回报。

公司目前业务集中在江苏省的南京市、苏州市以及无锡市，目前都已成为当地房地产市场的知名企业。尽管公司是一家立足江苏的区域性房地产公司，但公司却是本着做精品住宅产品的理念，以国际化标准要求自己的企业。公司目前在国际化建设方面主要体现为人才国际化、供应商国际化、服务国际化和管理国际化。

知名的品牌、卓越的管理、良好的筹资渠道，这些都是公司面对宏观调控所具备的工具。

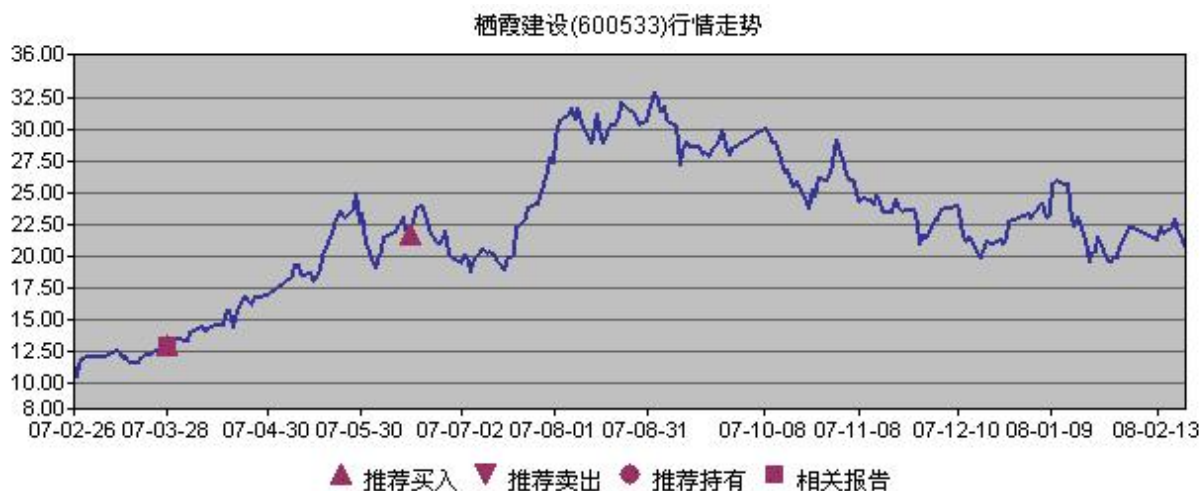
按照08年业绩给予25-30倍动态市盈率水平，公司目前股票合理价值为31.83-38.19元。

尽管目前房地产市场仍在消化之前的政策，市场处于调整期，但公司较高的股东回报率、较稳定的业绩增长预期、较小的市场经营风险和较低的市盈率水平都表明公司目前具备良好的投资机会。我们维持之前评级，继续给予“买入”评级。



## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



## 相关研究报告

栖霞建设(600533.sh)	花长劲	2007-03-28
-----------------	-----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。