

栖霞建设 (600533.SH) 品牌优势显著，依托江苏市场稳健发展

2022 年 09 月 06 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

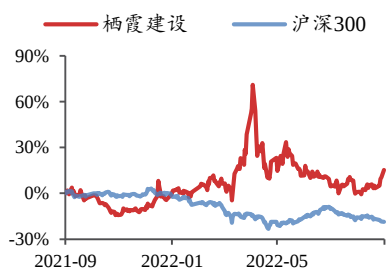
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/9/5
当前股价(元)	3.58
一年最高最低(元)	5.51/2.73
总市值(亿元)	37.59
流通市值(亿元)	37.59
总股本(亿股)	10.50
流通股本(亿股)	10.50
近 3 个月换手率(%)	127.95

股价走势图



数据来源：聚源

● 坚持“一业为主，多元发展”战略，争做品质人居建造者

公司坚持稳中求进，坚持“一业为主，多元发展”战略，不断提升主业竞争力，争做品质人居建造者，开发建设了包括多项国家示范工程在内的优秀住宅小区。目前，公司已呈现商品房开发、工程建设管理、对外投资、社区服务等四大板块相互促进、共同发展的良好态势。栖霞建设深耕江苏市场，本轮行业供给侧改革，公司受益明显。往后看，公司拿地、销售规模有望持续提升。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.3、4.9、5.6 亿元，EPS 分别为 0.41、0.47、0.53 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 8.8、7.7、6.7 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 住宅开发：坚定公司战略，继续深耕核心市场

公司自 1999 于南京成立，多年来深耕南京、无锡、苏州市市场。截至 2021 年，栖霞建设商品房销售金额达 90.51 亿元，较上年同比增长 117%，商品房销售面积达 29 万方，较上年同比增长 98.49%。布局城市（南京、无锡、苏州）属于长三角城市群，各方面发展较为完备，居民购买力强，市场韧性较高。公司目前在手货值充沛，可支撑公司未来几年业绩发展。

● 多元业务：社区服务快速拓展，工程建设成长空间广阔

公司积极发挥品牌优势，以优质服务拓展市场，截至 2022 年 4 月底，栖霞物业受托管理项目近 80 个，受托管理面积约为 885 万平方米。南京作为省会城市首位度的提升，尤其是南京紫东片区的高起点规划和大跨越发展，工程建设业务在未来有较大的发展空间。

● 财务表现：营业利润稳步提升，融资结构持续优化

2021 年，公司实现利润总额 4.58 亿元，同比增加 11.99%；实现营业利润 4.56 亿元，同比增加 19.74%；实现归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元，同比增加 13.25%。融资渠道拓宽，融资结构持续优化，2021 年公司融资以中长期、较低成本的融资为主，整体平均融资成本 5.40%。

● 风险提示：行业恢复不及预期，公司销售恢复不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,295	3,188	4,144	4,973	5,968
YOY(%)	43.9	-3.2	30.0	20.0	20.0
归母净利润(百万元)	326	370	430	489	559
YOY(%)	9.5	13.2	16.2	13.7	14.4
毛利率(%)	31.5	34.1	34.0	33.0	32.0
净利率(%)	9.6	11.1	10.2	9.6	9.1
ROE(%)	7.5	7.9	8.8	9.2	9.7
EPS(摊薄/元)	0.31	0.35	0.41	0.47	0.53
P/E(倍)	11.5	10.2	8.8	7.7	6.7
P/B(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 国资控股，匠心典范，争做品质人居建造者	4
1.1、 公司简介：品质人居建造者	4
1.2、 股权结构：国资控股，股权结构较为稳定	4
1.3、 战略布局：坚持稳中求进，坚定公司战略	4
2、 住宅业务：坚持公司战略，深耕核心市场	5
2.1、 持续深耕核心市场，提升主业竞争力	5
2.2、 存量土储充沛，支撑公司未来业绩发展	7
2.3、 南京地产托底政策持续放松，公司销售有望放量	9
3、 多元业务：社区服务快速拓展，工程建设成长空间广阔	10
3.1、 积极发挥品牌优势，社区服务板块不断壮大	10
3.2、 强化运营效率，工程建设成长空间广阔	11
4、 财务表现：利润稳步增长，融资结构持续优化	13
4.1、 未来营收预期稳健，结算利润稳中有进	13
4.2、 积极拓展融资渠道，持续优化融资结构	14
5、 盈利预测与投资建议	15
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 南京栖霞国有资产经营有限公司为实际控制人	4
图 2： 公司业务包括四大板块	5
图 3： 2021 年公司房地产开发营业收入 28.6 亿元	5
图 4： 2021 年公司商品房销售金额达 90.5 亿元	6
图 5： 2021 年公司商品房销售面积达 29.0 万方	6
图 6： 2021 年公司房地产开发业务结算毛利率 36.5%	6
图 7： 南京、无锡、苏州对人口的集聚能力不断增强	7
图 8： 无锡、南京、苏州商品房销售额整体稳中有进	7
图 9： 南京整体商品房销售表现不佳，地产托底政策预计持续放松	9
图 10： 南京“四限”政策持续放松	10
图 11： 社区服务板块不断扩大	11
图 12： 社区服务板块毛利率仍具有一定上升空间	11
图 13： 公司部分承建项目概览	12
图 14： 南京市固定资产投资额稳步上升	13
图 15： 南京市建筑业总产值稳步上升	13
图 16： 2021 年公司实现营业总收入 32.0 亿元	13
图 17： 2021 年公司实现归母净利润 3.7 亿元	13
图 18： 2021 年公司结算房地产开发业务收入 28.6 亿元	14
图 19： 2021 年公司在手预收账款达 70.13 亿元	14
图 20： 公司 2021 年整体平均融资成本 5.4%	14
图 21： 2021 年公司短期负债 26.1 亿元	14
图 22： 公司“三道红线”仅一条达标	15

表 1： 2021 年以来公司逆周期拿地积极，补充多处优秀地块	8
---------------------------------------	---

表 2: 公司 2021 年以来新增项目货值测算约 125 亿元.....	8
表 3: 公司 2021 年总剩余货值预计 263 亿.....	8
表 4: 公司南京推盘预计持续放量	10
表 5: 预计公司 2022-2024 年业绩保持增长	15
表 6: 可比公司盈利预测与估值	16

1、国资控股，匠心典范，争做品质人居建造者

1.1、公司简介：品质人居建造者

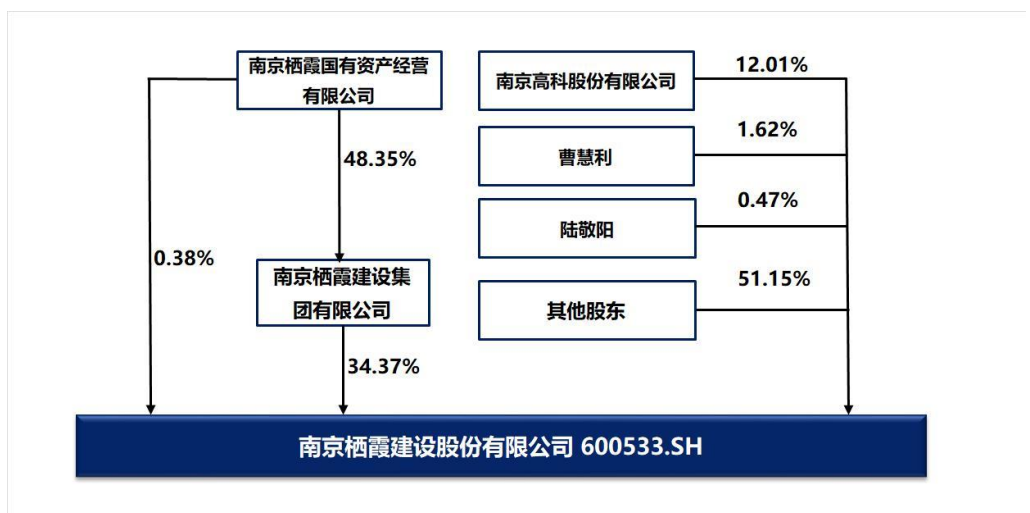
公司 1999 年于南京成立，由南京栖霞建设集团有限公司作为主发起人，联合南京新港高科技有限公司、南京市栖霞区国有资产投资中心、南京市园林实业总公司、东南大学建筑设计研究院、南京栖霞建设集团物资供销有限公司等 5 家单位共同发起设立了南京市第一家国有控股的大型房地产股份制企业。2002 年 3 月，栖霞建设在上海证券交易所成功上市，公司集中于江苏省南京、无锡、苏州三市布局房地产项目。

匠心典范，争做品质人居建造者。公司开发建设了包括多项国家示范工程在内的优秀住宅小区，率先在行业内倡导优秀的企业文化，提出“成就优质生活空间，给您一个温馨舒适的家”的企业发展理念。长期积淀的优秀的企业文化，造就了公司自上而下共同认可的价值观。

1.2、股权结构：国资控股，股权结构较为稳定

公司第一大股东与实际控制人所持股份多年保持不变，股权结构较为稳定。根据公司公告，截至 2022 年 6 月，公司总股本为 1,050,000,000，前两大股东分别为南京栖霞建设集团有限公司和南京高科股份有限公司，南京栖霞建设集团有限公司持有 34.37% 的股份，南京高科股份有限公司持有 12.01% 的股份，公司的实际控制人为南京栖霞国有资产经营有限公司，持有南京栖霞建设集团有限公司股权比例为 48.35%，南京栖霞国有资产经营有限公司直接持有本公司 0.38% 的股权，通过本公司的母公司南京栖霞建设集团有限公司间接持有本公司 34.37% 的股权，合计持有本公司股权比例为 17.00%。

图1：南京栖霞国有资产经营有限公司为实际控制人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、战略布局：坚持稳中求进，坚定公司战略

公司坚持稳中求进，坚定公司“一业为主，多元发展”战略。自 2008 年以来，公司不断加大对工程建设板块和社区服务板块的投入力度并取得丰硕成果，目前，公司已呈现商品房开发、工程建设管理、对外投资、社区服务等四大板块相互促进、

共同发展的良好态势。

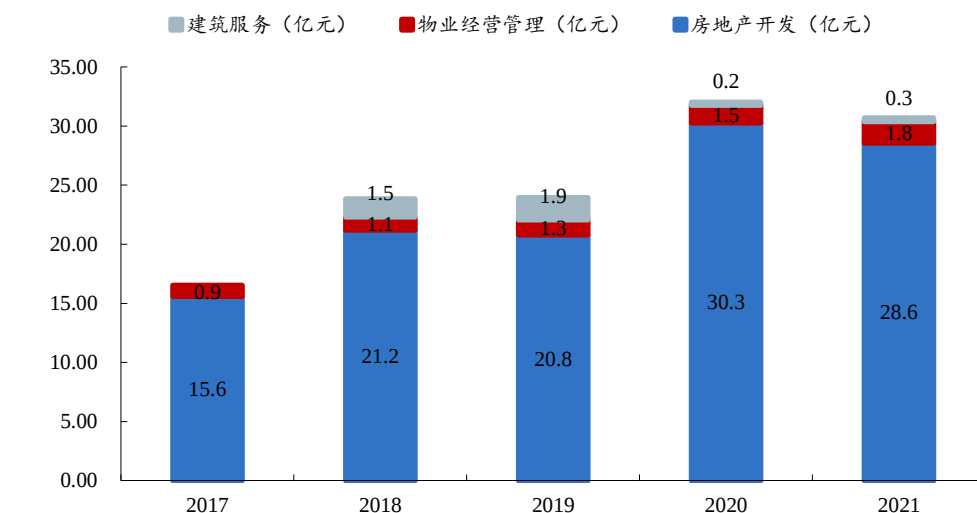
图2：公司业务包括四大板块



资料来源：公司官网、开源证券研究所

2021 年，公司实现营业总收入 32.00 亿元，其中房地产开发营业收入 28.60 亿元，较上年同比下降 5.63%，毛利率 36.46%，较上年增加 3.34 个百分点，高于行业整体毛利率水平。与此同时，公司不断壮大其他业务板块规模，积极培育新的利润增长点，努力实现公司的持续健康发展。2021 年，社区服务板块积极拓展外部市场，管理规模进一步扩大，截至 2022 年 4 月底，栖霞物业受托管理项目近 80 个，受托管理面积约为 885 万平方米。2021 年实现营业收入 2.2 亿元，多个管理项目获得省市级优秀物业管理、宜居示范居住区等奖项。

图3：2021 年公司房地产开发营业收入 28.6 亿元

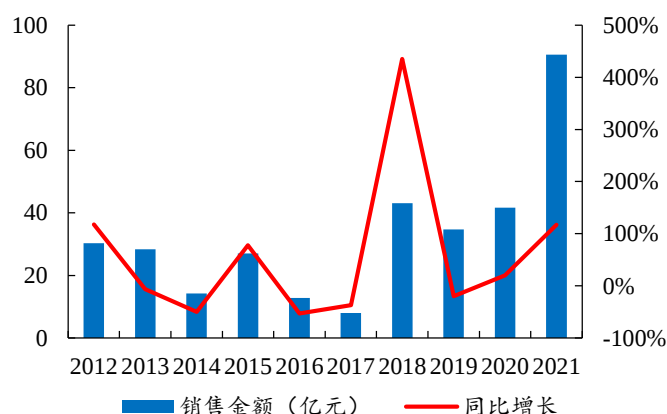


数据来源：Wind、开源证券研究所

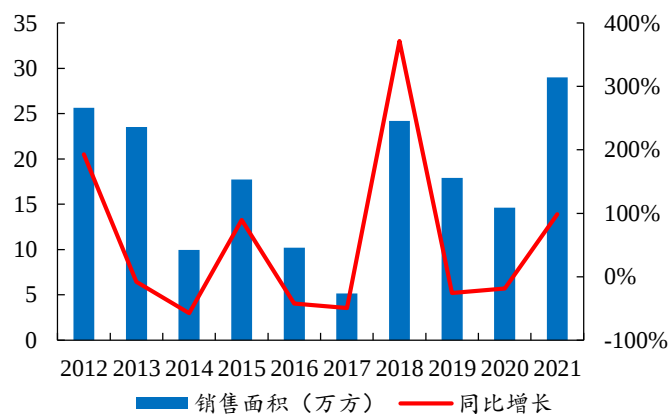
2、住宅业务：坚持公司战略，深耕核心市场

2.1、持续深耕核心市场，提升主业竞争力

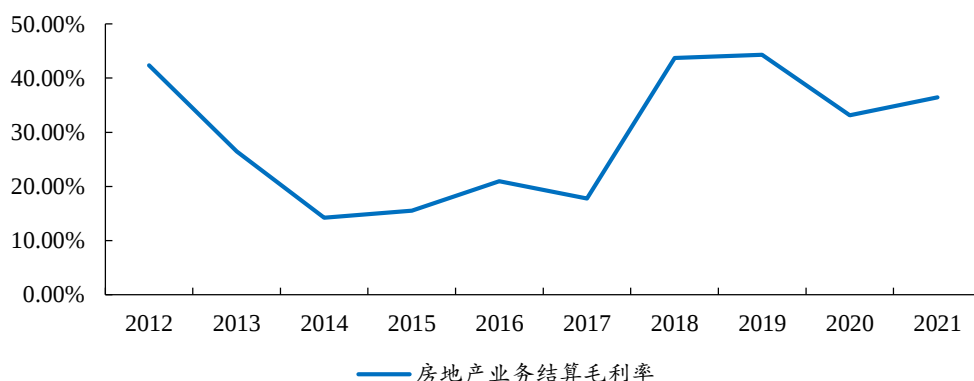
公司坚持深耕核心市场，持续提升主业竞争力。2021 年，房地产市场在经历了上半年高热和下半年的深度调整后，全年还是保持在较高水平，公司把握关键节点，接连推出了南京栖霞府、无锡天樾雅苑、南京瑜憬尚府、无锡栖庭等优质项目，销售业绩实现了新突破。截至 2021 年期末，栖霞建设商品房销售金额达 90.5 亿元，较上年同比增长 117.0%，商品房销售面积达 29.0 万方，较上年同比增长 98.5%。2021 年公司房地产开发业务结算毛利率为 36.5%，高于行业平均水平，公司项目拿地时间较早是公司毛利率较高的主要原因。公司多年来不断提高自身产品质量，提升住宅产品附加值，持续提升房地产开发业务竞争力。

图4：2021 年公司商品房销售金额达 90.5 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年公司商品房销售面积达 29.0 万方


数据来源：Wind、开源证券研究所

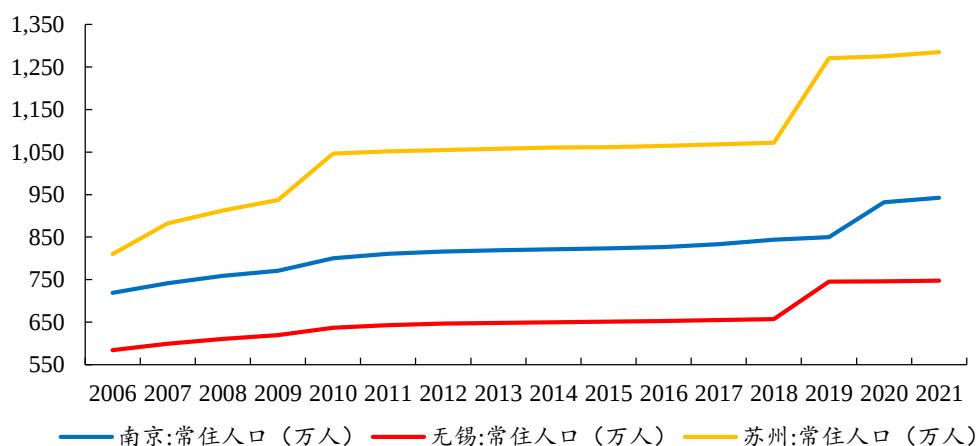
图6：2021 年公司房地产开发业务结算毛利率 36.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 1999 年成立于南京，多年来深耕南京、无锡、苏州市场。公司布局城市（南京、无锡、苏州）属于长三角城市群，各方面发展较为完备，居民购买力强，市场韧性较高。2021 年，南京地区商品房销售面积 1,511.0 万平方米，比上年增长 14.1%；商品房销售金额 4,063.8 亿元，比上年增长 24.3%。无锡市全年商品房销售面积 1550.9 万平方米，比上年增长 0.02%；商品房销售额 2659.0 亿元，比上年增长 12.6%。苏州市全年商品房销售面积 2275.4 万平方米，比上年增长 3.8%，其中住宅销售面积 2088.3 万平方米，增长 4.7%；商品房销售额 4210.9 亿元，较上年同比增长 7.5%。除此之外，随着长三角区域一体化战略的实施，南京、无锡、苏州对人口的集聚能

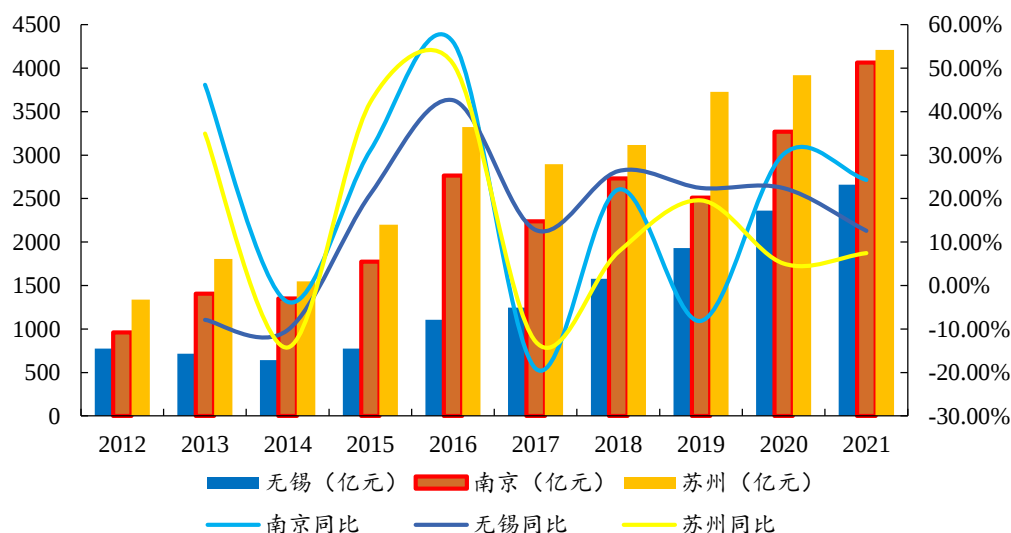
力不断增强，常住人口多年来不断上升，公司未来有较为稳定的预期。

图7：南京、无锡、苏州对人口的集聚能力不断增强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：无锡、南京、苏州商品房销售额整体稳中有进



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、存量土储充沛，支撑公司未来业绩发展

公司项目未来盈利能力有较稳定预期。公司多年来深耕南京、无锡、苏州市场，现有在售、在建和代建的商品房项目全部位于南京、无锡、苏州三市，上文提到，布局城市位于长三角城市群，市场韧性较高，叠加企业深耕多年所积攒的区域内的品牌优势及公司长期的稳健策略，项目盈利能力有较稳定的预期。

2021年，公司顺应国家稳地价、稳房价、稳预期的政策导向，坚持审慎稳健的投资策略，密切跟踪南京的土地市场动态，在严控风险的前提下，积极参与政府土地集中出让。11月份，在南京市本年度第三次土地集中出让活动中，分别以15.4亿元、12.9亿元的价格，竞得南京江心洲G118地块和南京河西南G112地块。两幅地块均处于南京主城区内交通便利、居住氛围和生活配套日趋成熟的区域，市场前景

较好。其中南京河西南 G112 地块是第三次土地集中出让活动中触顶摇号的 5 幅地块中，位置最优越的一块，河西南 G112 地块在五矿崇文新城和朗诗熙华府之间，所处区域居住氛围已经形成，周边配套成熟，距离宁和城际高庙路站直线距离约 500 米，临近南外河西初中第二附属小学、南外河西初级中学等优质教育资源。

2022 年公司依旧保持积极的拿地态度，7 月 12 日在 2022 年南京市第二次集中土拍中以 50.7 亿的底价摘得燕子矶新城 G33、仙林湖 G35 和栖霞山 G37 地块，三幅地块的底价分别为 23.0 亿元，21.3 亿元和 6.4 亿元。三块地块均位于主城较为成熟的区域，燕子矶新城 G33 周边配套都比较成熟，教育资源丰富，靠近南师附中燕子矶中学、小学和幼儿园，毗邻在建地铁 6 号线燕江新城站等多站，北侧是规划中的燕子矶综合医院，周边有多个在售新盘。仙林湖 G35 地块紧邻万达茂，仙林湖公园，综合条件突出。栖霞山 G37 地块位于栖霞山板块内，北邻长江，附近有地铁 4 号线北延线（规划中）华侨城站，地块东面有多个在售新盘，区域氛围日渐成熟。

表1：2021 年以来公司逆周期拿地积极，补充多处优秀地块

拿地时间	地块名称	土地面积 (m ²)	成交价格 (亿元)
2021 年 11 月 25 日	南京江心洲 G118 地块	18457.2	15.4
2021 年 11 月 26 日	南京河西南 G112 地块	18443.0	12.9
2022 年 7 月 12 日	南京燕子矶新城 G33 地块	44918.5	23.0
2022 年 7 月 12 日	南京仙林湖 G35 地块	47304.9	21.3
2022 年 7 月 12 日	南京栖霞山 G37 地块	29904.5	6.4

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司剩余货值充沛，2021 年以来，公司新增的 5 个项目全部位于南京市，南京作为江苏省省会，地处“一带一路”交汇点、长江经济带关键节点、长三角地理中心，兼具国家级新区与自贸试验区等开放平台，城市综合首位度持续提升，未来发展潜力较大。据我们测算，公司新增项目对应总货值约为 125 亿，公司现有总可售货值预计超过 263 亿，可支撑公司未来几年业绩发展。当前南京土地市场竞争依旧较弱，预计公司将继续积极参与今年南京第三、四批次集中供地，货值体量有望进一步提升。

表2：公司 2021 年以来新增项目货值测算约 125 亿元

栖霞建设新增项目	预计可售面积(万方)	拿地楼面价 (万元/m ²)	项目限价 (万元/m ²)	测算货值 (亿元)	毛利率 (%)
南京江心洲 G118 地块	5.17	2.98	4.22	22	7.91%
南京河西南 G112 地块	3.69	3.50	4.64	17	3.95%
南京燕子矶新城 G33 地块	12.35	1.86	3.23	40	18.03%
南京仙林湖 G35 地块	8.51	2.50	3.90	33	13.64%
南京栖霞山 G37 地块	5.08	1.26	2.60	13	24.15%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司 2021 年总剩余货值预计 263 亿

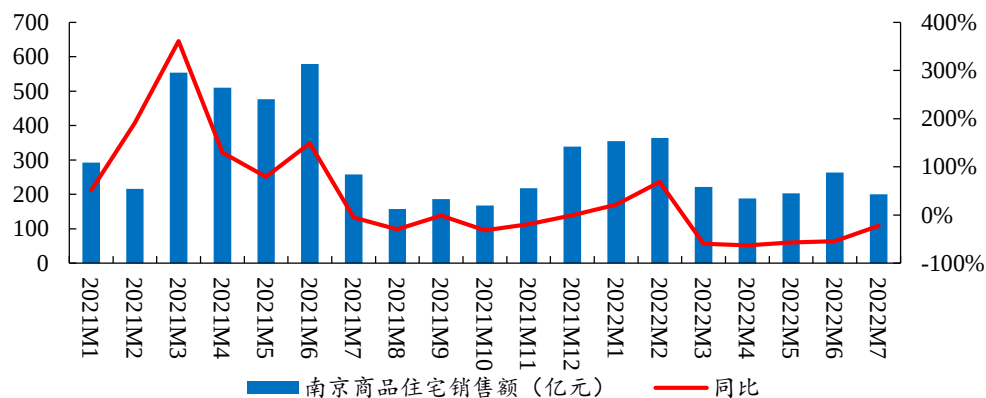
地区	剩余可售面积 (m ²)	累计销售面积 (m ²)	已售未结算面积 (m ²)	剩余货值 (亿元)
南京	370380	1500660	360732	227
无锡	174497	731176	62972	34
苏州	6242	13166	13166	2
总计	523184	2245002	436870	263

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、南京地产托底政策持续放松，公司销售有望放量

自 2021 年下半年以来，南京市场降温明显，2022 年上半年恢复较弱，2022 年 7 月南京商品住宅销售额较上年同比下降 22.24%。南京市场分化明显，核心区域、热门板块依旧坚挺，改善项目去化成绩优秀，偏远板块、刚需项目去化惨淡。南京 2022 年 1-7 月成交前三板块分别为城南、江宁、河西，三区成交占全市成交总量的 57.17%，受南部新城、软件谷、雨花核心区等片区成交带动城南板块成交数据较高。六合、溧水、高淳等远郊板块去化困难，出清周期较长

图9：南京整体商品房销售表现不佳，地产托底政策预计持续放松



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

2022 年 4 月份以来，南京地产托底政策持续放松，在限购、限贷、限价、人才购房公积金等方面做出了一系列的政策调整。从需求端看，限购进一步松绑，江北、江宁、栖霞、雨花台、六合、溧水、高淳区全域取消限购，南京户籍在非限购区域购房，不再需要购房证明，外地人在南京买房条件放松，二手房限购放开；限贷进一步放松，执行“认贷不认房”，结清贷款且名下无房可认定为首套；公积金额度进一步提高，将首次使用住房公积金贷款购买第二套住房公积金最高可贷额度由现行的 30 万元/人、夫妻双方 60 万元/户，调整至 50 万元/人、夫妻双方 100 万元/户。

从供给端看，南京 2022 年第二批次国有建设用地集中出让中，有 31 幅地块继续实行“限房价、定品质、竞地价”政策，有 13 幅地块实行“差异化定房价，按程序报备”的政策，支持房地产企业高品质开发，满足各层次买房需求，未来限价有望持续放松，拿地利润率空间或将进一步提升。南京供需两端政策的持续松绑对未来楼市产生了积极影响，叠加公司现有项目及新增土储的位置优势，公司销售有望放量。

图10：南京“四限”政策持续放松

需求端			供给端
限购	限贷	公积金	限价
- 江北、江宁、栖霞、雨花台、六合、溧水、高淳区全域取消限购 - 南京户籍在非限购区域购房，不再需要购房证明 - 外地人在南京买房条件放松 - 二手房限购放开	- 执行“认贷不认房”，结清贷款且名下无房可认定为首套 - 名下有多套房，贷款已结清，再买房，首付5成 - 名下有2套房，贷款结清1套，另1套未结清，再买房，首付8成	- 公积金额度进一步提高，将首次使用住房公积金贷款购买第二套住房公积金最高可贷额度由现行的30万元/人、夫妻双方60万元/户，调整至50万元/人、夫妻双方100万元/户 - 自2022年5月20日起执行	南京2022年第二批次国有建设用地集中出让中，有31幅地块继续实行“限房价、定品质、竞地价”政策，有13幅地块取消最高毛还限价，支持房地产企业高品质开发，满足各层次买房需求

资料来源：南京市住房保障和房产局、开源证券研究所

公司 2020 年以来在南京的拿地力度提升明显，未来推盘有望放量。公司目前南京在售楼盘主要包括南京枫情水岸、南京羊山湖花园、南京瑜憬湾花园、南京星叶枫庭等 7 个项目，G17 项目与江心洲 G118 地块预计 2022 年四季度开盘销售，G112、G33、G35、G37 等项目预计 2023 年推盘。随着南京市场销售的恢复，公司销售规模有望进一步增长。

表4：公司南京推盘预计持续放量

南京项目	区域	推盘销售情况	剩余可售货值（亿元）
枫情水岸	栖霞区	在售	2
羊山湖花园	栖霞区	在售	6
瑜憬湾花园	栖霞区	在售	13
星叶枫庭	江宁区	在售	1
栖霞府	浦口区	在售	3
星叶欢乐花园	雨花台区	在售	45
瑜憬尚府	栖霞区	在售	14
G17 项目	秦淮区	2022 年四季度	18
南京江心洲 G118 地块	建邺区	2022 年四季度	22
南京河西南 G112 地块	建邺区	2023 年	17
南京燕子矶新城 G33 地块	栖霞区	2023 年	40
南京仙林湖 G35 地块	栖霞区	2023 年	33
南京栖霞山 G37 地块	栖霞区	2023 年	13
合计			227

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、多元业务：社区服务快速拓展，工程建设成长空间广阔

3.1、积极发挥品牌优势，社区服务板块不断壮大

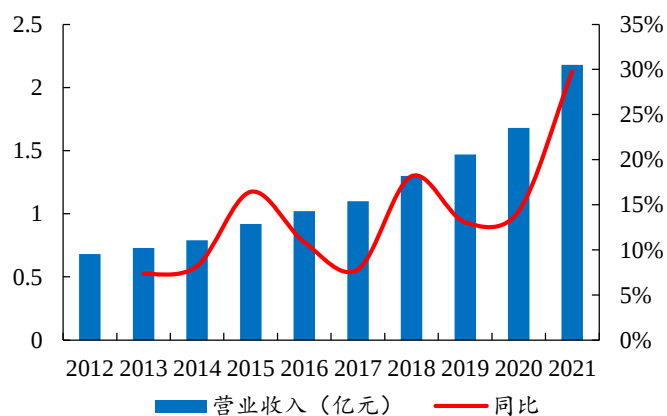
近年来，物业服务市场化程度逐步提升，栖霞物业作为公司开拓社区服务板块的重要抓手，2021 年积极拓展外部市场，管理规模进一步扩大，营业收入稳步提升。截至 2021 年期末，栖霞物业总资产达 1.7 亿元，较期初增长 11.6%，营业收入达 2.2

亿元，较上年同比增长 29.3%。

公司积极发挥品牌优势，以优质服务拓展市场，2022 年 4 月，栖霞物业成功竞标，接管凤凰和鸣苑小区的物业服务，截至 2022 年 4 月底，栖霞物业受托管理项目近 80 个，受托管理面积约为 885 万平方米。公司在做好自有项目物业服务的同时，还积极参与文明典范城市创建和疫情防控，荣获南京市物业行业“疫情防控暨文明城市创建先进企业”称号。2021 年，栖霞物业以项目创优为抓手，继续践行“五心”服务，推进“物业+服务”的模式转型，积极开展社区团购、二手房租售、旧房改造等多种社区经营，并设立和运营南京市栖霞区对口帮扶贫困地区的特色农副产品展示馆，体现了高度的社会责任感。

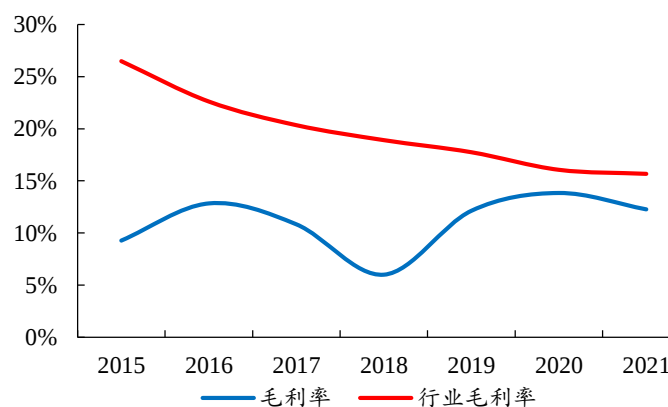
公司在积极向外拓展业务的同时，还进一步完善了自身管理制度，管控运营成本，提高运营收益，加大人才引进和培养力度，进一步加强管理团队和员工队伍建设；提升服务品质，建设和谐社区，持续增加业主的满意度和幸福感，2021 年社区服务业务毛利率 12.3%，较 2015 年的 9.3%有所提升并与行业平均水平差距收窄，但仍低于行业平均水平，具有一定上升空间。

图11：社区服务板块不断扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：社区服务板块毛利率仍具有一定上升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、强化运营效率，工程建设成长空间广阔

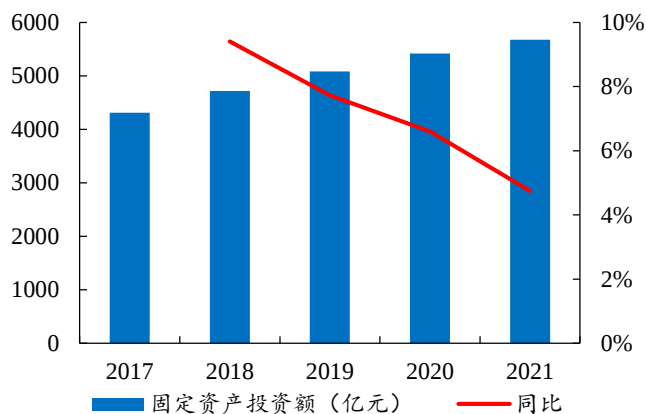
2008 年以来，公司大力整合内外部相关资源，努力做大做强工程建设板块，承建了银贡山保障房、丁家庄二期保障房、栖霞区党校、南京市委党校、金港科技创业园、羊山森林公园景观改造及建筑工程等近百项委建项目，所有项目均位于南京，总建筑面积约 800 万平方米。

图13: 公司部分承建项目概览

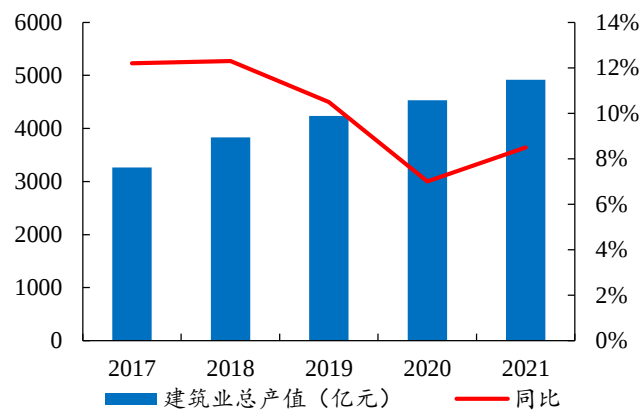


资料来源: 公司官网

随着南京作为省会城市首位度的提升,尤其是南京紫东片区的高起点规划和大跨越发展,工程建设业务在未来有较大的发展空间。全市固定资产投资额与建筑业总产值稳步提升,2021年全市固定资产投资额达5675.2亿元,较上年同比上升4.7%,建筑业总产值达4918.0亿元,较上年同比上升8.5%。公司承建的保障房项目在中低收入群众中获得较好的口碑,成为南京乃至全国保障房工程的标杆。2022年,南京市委市政府在城建城管工作会议上公布了南京市城建规划,根据南京市2022年城建计划,南京市委市政府共列出485项计划,2022年计划实施399项,投资771.9亿元,其中包含128个老旧小区的改造工作,为加快完善住房保障体系,新开工各类保障性住房400万平方米,建成300万平方米以及180万平方米保障性租赁住房的筹建工作,公司凭借多年来的区域战略和较好的品牌口碑,在未来成长空间广阔

图14：南京市固定资产投资额稳步上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：南京市建筑业总产值稳步上升


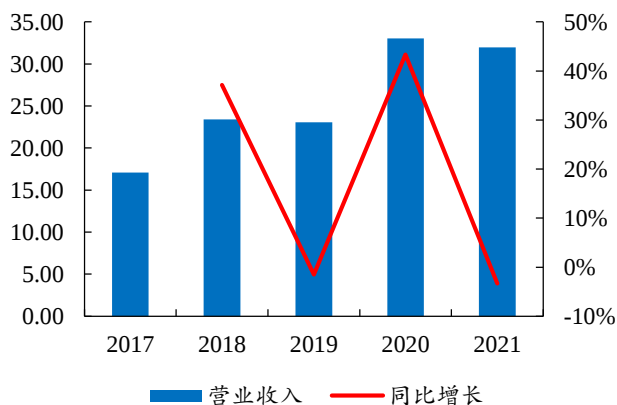
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司运营效率不断强化，工程建设竞争力不断提升。2021 年工程建筑板块营业收入 2931.7 万元，较上年同比增长 28.6%，毛利率 2.2%，较上年增长 0.2 个百分点。随着工程建筑板块业务的发展，公司不断提升其内部管理效能，全面实施成本预算管理，完善合格供应商名录，开展项目部绩效考核，加强企业信用管理，增强风险防范能力和突发事件的应急处理能力，提高工程建设业务竞争力。

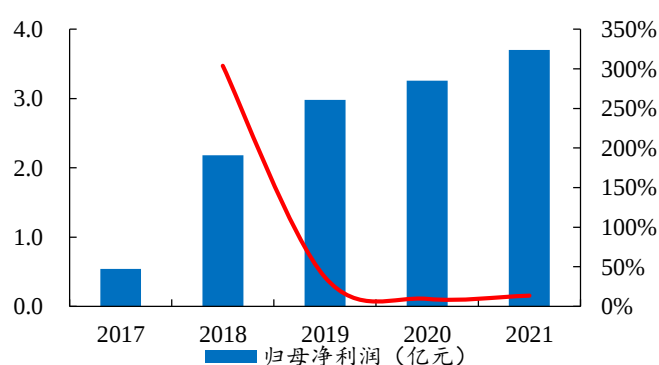
4、财务表现：利润稳步增长，融资结构持续优化

4.1、未来营收预期稳健，结算利润稳中有进

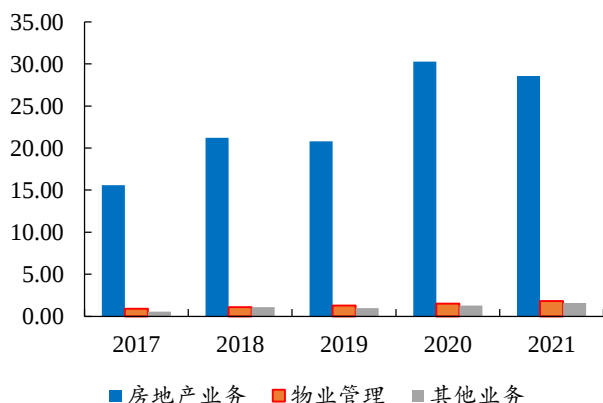
2021 年，公司实现营业总收入 31.96 亿元，同比减少 3.3%；其中房地产开发营业收入 28.58 亿元，其中无锡、南京、苏州营业收入分别为 16.52、11.92、0.15 亿元；实现利润总额 4.58 亿元，同比增加 11.99%；实现营业利润 4.56 亿元，同比增加 19.74%；实现归属于母公司所有者的净利润 3.7 亿元，同比增加 13.25%，2021 年，公司毛利率 34.07%，较上年提高 2.52 个百分点，高于行业平均水平。截至 2021 年底，公司预收账款达到 70.13 亿元，较 2020 同比增长 71.22%，可覆盖 2021 年 31.96 亿营业收入 2.19 倍，未来公司可结算收入资源丰富。

图16：2021 年公司实现营业总收入 32.0 亿元


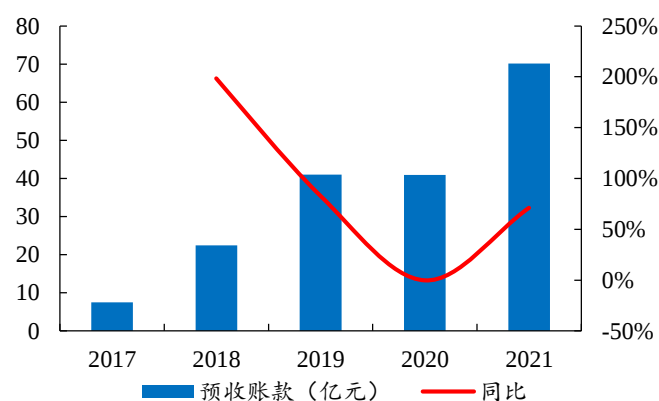
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2021 年公司实现归母净利润 3.7 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2021 年公司结算房地产开发业务收入 28.6 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

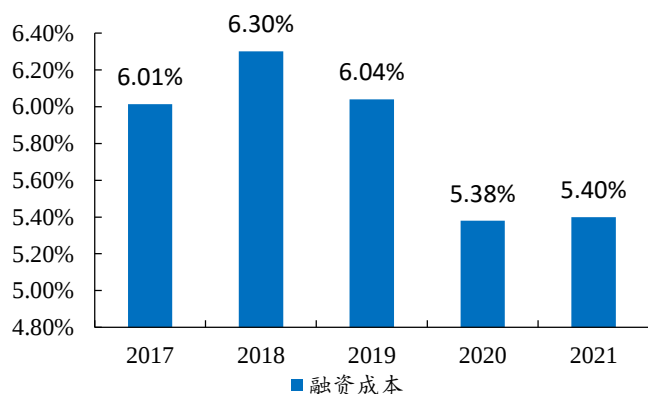
图19：2021 年公司在手预收账款达 70.13 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

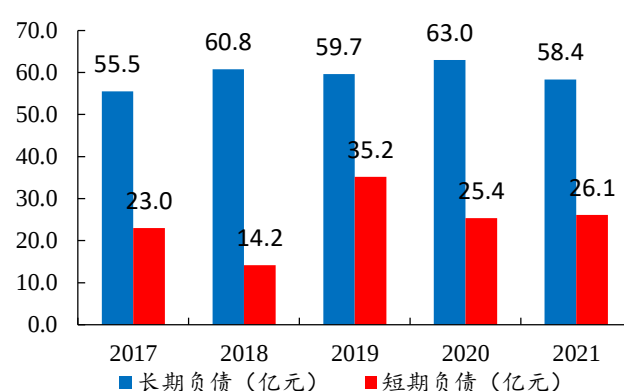
4.2、积极拓展融资渠道，持续优化融资结构

公司融资渠道进一步拓宽，融资结构进一步优化。2021 年，公司累计发行公司债、超短期融资券、中期票据 42.7 亿元，以中长期、较低成本的融资为主，共计 27.9 亿元，超短期融资券共计 14.8 亿元，公司 2021 年整体平均融资成本 5.4%。

截至 2021 年末，公司短期借款和一年内到期的非流动负债为 26.1 亿元，较 2020 增加 0.8 亿元，总有息负债 84.5 亿元，较 2020 年下降 3.9 亿元。公司 2021 年“三道红线”指标剔除预收款的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 50.2%、147.6%、0.9。“三道红线”仅一条达标，净负债率改善明显，未来或将有望达标，现金短债比虽未达标，但公司资金安全依旧有所保障，截至 2021 年末，公司货币资金为 22.4 亿元，短期应付债券 5 亿元。截止 2022 年 4 月 28 日，5 亿元短期应付债券已兑付，未使用的银行授信 23.7 亿元，可覆盖短期债务。

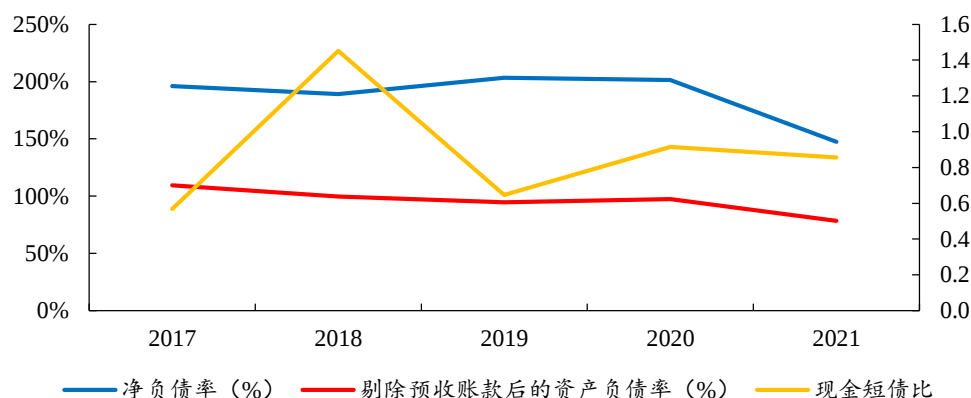
图20：公司 2021 年整体平均融资成本 5.4%


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图21：2021 年公司短期负债 26.1 亿元


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图22：公司“三道红线”仅一条达标



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

- (1) 公司在手可结算资源依旧充足，且逆周期拿地补充货值保障后续销售增长，综合考虑地产结算周期，假设公司 2022-2024 年住宅开发业务结算收入增速分别为 30%、20%、20%。
- (2) 公司预计销售规模持续增长，物业管理面积预计同比增长，假设公司 2022-2024 年住宅开发业务结算收入增速分别为 20%、15%、15%。
- (3) 公司其他业务保持稳定增长，假设公司 2022-2024 年其他业务收入增速分别为 10%、10%、10%。
- (4) 公司房地产业务结算利润率预计逐步下滑，影响公司整体利润率水平，假设公司 2022-2024 年归母净利润率分别为 10.5%、10%、9.5%。

表5：预计公司 2022-2024 年业绩保持增长

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产开发经营（亿元）	20.8	30.3	28.6	37.2	44.6	53.5
YOY	-1.9%	45.6%	-5.6%	30.0%	20.0%	20.0%
物业经营管理（亿元）	1.3	1.5	1.8	2.2	2.5	2.9
YOY	16.4%	16.4%	20.8%	20.0%	15.0%	15.0%
城市服务及其他业务（亿元）	1.0	1.3	1.6	1.7	1.9	2.1
YOY	-10.9%	30.6%	23.4%	10.0%	10.0%	10.0%
总营业收入（亿元）	23.1	33.1	32.0	41.1	49.0	58.5
YOY	-1.7%	43.3%	-3.3%	28.4%	19.3%	19.4%
归母净利润率	12.9%	9.9%	11.6%	10.5%	10.0%	9.5%
归母净利润（亿元）	3.0	3.3	3.7	4.3	4.9	5.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选择上市房企万科 A、保利发展、招商蛇口、滨江集团进行估值比较，公司 2022 年业绩对应 PE 估值 8.3 倍，接近可比公司平均水平。

表6：可比公司盈利预测与估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	1,926.4	17.2	1.9	2.1	2.3	2.6	8.0	8.2	7.5	6.6
600048.SH	保利发展	2,061.3	17.2	2.3	2.2	2.4	2.7	7.3	7.8	7.2	6.4
001979.SZ	招商蛇口	1,148.5	14.8	1.3	1.4	1.5	1.7	10.8	10.8	9.9	8.9
002244.SZ	建发股份	399.0	13.3	2.1	2.2	2.5	2.8	9.7	6.1	5.3	4.7
平均值								9.0	8.2	7.5	6.7
600533.SH	栖霞建设	35.7	3.4	0.4	0.4	0.5	0.5	10.2	8.8	7.7	6.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除保利发展、万科 A 外，其余公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2022 年 9 月 5 日。

栖霞建设深耕江苏市场，本轮行业供给侧改革，公司受益明显。往后看，公司拿地、销售规模有望持续提升。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.3、4.9、5.6 亿元，EPS 分别为 0.41、0.47、0.53 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 8.8、7.7、6.7 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19021	20073	21376	23167	27024
现金	2323	2236	2493	2690	2797
应收票据及应收账款	30	9	0	0	0
其他应收款	357	352	570	537	792
预付账款	42	1484	0	270	213
存货	15867	15372	17647	19040	22545
其他流动资产	401	620	666	630	678
非流动资产	3172	3081	2893	2688	2491
长期投资	890	729	509	275	54
固定资产	27	23	57	89	117
无形资产	1	1	0	-0	-1
其他非流动资产	2254	2328	2327	2324	2321
资产总计	22193	23154	24269	25855	29515
流动负债	11551	12767	13284	14301	17329
短期借款	59	10	10	10	10
应付票据及应付账款	643	500	0	0	0
其他流动负债	10849	12257	13274	14291	17319
非流动负债	6395	5872	6172	6372	6572
长期借款	6300	5771	6071	6271	6471
其他非流动负债	95	101	101	101	101
负债合计	17946	18639	19457	20674	23901
少数股东权益	86	76	70	60	46
股本	1050	1050	1050	1050	1050
资本公积	1045	1045	1045	1045	1045
留存收益	2055	2321	2586	2899	3255
归属母公司股东权益	4162	4439	4743	5121	5568
负债和股东权益	22193	23154	24269	25855	29515

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-234	2808	1201	-291	-476
净利润	317	355	423	479	544
折旧摊销	8	10	11	16	22
财务费用	183	187	197	210	224
投资损失	-119	65	17	14	-6
营运资金变动	1209	2379	557	-1007	-1260
其他经营现金流	-1832	-188	-5	-3	-1
投资活动现金流	1163	16	165	178	182
资本支出	17	6	43	45	46
长期投资	52	-70	220	233	221
其他投资现金流	1128	92	-12	-11	7
筹资活动现金流	-895	-2884	-1109	309	401
短期借款	59	-49	0	0	0
长期借款	334	-529	300	200	200
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-5	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-1283	-2306	-1409	109	201
现金净增加额	35	-59	258	197	107

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3295	3188	4144	4973	5968
营业成本	2255	2102	2735	3332	4058
营业税金及附加	420	314	431	538	654
营业费用	79	85	112	134	161
管理费用	104	132	141	167	200
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	183	187	197	210	224
资产减值损失	0	169	0	0	0
其他收益	1	2	1	1	1
公允价值变动收益	-6	2	5	3	1
投资净收益	119	-65	-17	-14	6
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	381	456	517	583	679
营业外收入	30	6	33	39	27
营业外支出	2	4	4	4	3
利润总额	409	458	546	618	703
所得税	93	103	123	139	158
净利润	317	355	423	479	544
少数股东损益	-10	-15	-6	-9	-14
归属母公司净利润	326	370	430	489	559
EBITDA	767	783	755	845	949
EPS(元)	0.31	0.35	0.41	0.47	0.53

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	43.9	-3.2	30.0	20.0	20.0
营业利润(%)	8.1	19.7	13.4	12.8	16.4
归属于母公司净利润(%)	9.5	13.2	16.2	13.7	14.4
获利能力					
毛利率(%)	31.5	34.1	34.0	33.0	32.0
净利率(%)	9.6	11.1	10.2	9.6	9.1
ROE(%)	7.5	7.9	8.8	9.2	9.7
ROIC(%)	6.7	6.9	7.0	6.9	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	80.9	80.5	80.2	80.0	81.0
净负债比率(%)	153.5	136.3	106.2	107.0	110.0
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	162.8	171.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	4.2	13.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.35	0.41	0.47	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	2.67	1.14	-0.28	-0.45
每股净资产(最新摊薄)	3.96	4.23	4.52	4.88	5.30
估值比率					
P/E	11.5	10.2	8.8	7.7	6.7
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.4	12.5	11.6	10.9	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn