

## 栖霞建设 (600533.SH) 地产开发承压拖累业绩，融资渠道保持畅通

2024年04月30日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（下调）

齐东（分析师）

郝英（联系人）

qidong@kysec.cn

haoying@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790123060017

日期	2024/4/30
当前股价(元)	2.25
一年最高最低(元)	4.03/1.95
总市值(亿元)	23.63
流通市值(亿元)	23.63
总股本(亿股)	10.50
流通股本(亿股)	10.50
近3个月换手率(%)	72.9

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《销售业绩恢复良好，公司债获核准批复——公司信息更新报告》-2023.11.14

《业绩承压下滑，未来可售资源相对充裕——公司信息更新报告》-2023.9.1

《结算和开工规模大幅增长，多因素影响业绩有所下降——公司信息更新报告》-2023.5.5

### ● 地产开发承压拖累业绩，融资渠道保持畅通，下调至“增持”评级

栖霞建设发布2023年及2024年一季度报告，2023年实现营收、归母净利润分别为47.7、-1.3亿元，同比分别-31.0%、-171.2%。2024Q1实现营收、归母净利润分别为5.1、-0.3亿元，同比分别-72.4%、-362.3%。利润转负主因包括：（1）地产项目结转毛利率较低，2023年为14.5%，同比减少4.0个百分点；（2）2023年公司资产减值计提2.2亿元，影响归母净利润约1.6亿元。受地产行业下行影响，我们下调公司2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为0.5、1.0、2.0亿元（原2024、2025年为4.0、4.2亿元），EPS分别为0.05、0.09、0.19元，当前股价对应PE估值分别为46.0、24.1、12.0倍，由于公司地产项目销售承压，短期业绩或继续下滑，故下调至“增持”评级。

### ● 轻资产业务收入同比增长，住宅销售规模下滑

2023年地产开发、建筑服务、物业经营管理业务收入分别为40.0、3.0、2.1亿元，同比分别-39.4%、+231.4%、+13.1%。公司2023年权益销售面积和金额分别为9.21万平方米、32.75亿元，同比分别下降20.4%、30.4%。2024年第一季度实现权益销售面积和金额分别为0.6万平方米、1.48亿元，同比分别下降85.6%、91.5%。2023年至2024Q1公司无新增地产储备、无新开工面积，实现竣工面积12.98万平方米，累计同比下降78.2%。截至2024年一季度末，公司已售未结转面积8.8万平方米。物业出租方面，2023年、2024Q1分别实现收入5639.2、1278.95万元，分别同比+20.0%、-16.7%。

### ● 经营性现金流净额转负，拟发行22.86亿元中期票据

公司2024年一季度经营性现金流量净额-2.9亿元，较2023年同期大幅减少133.49%。截至2024年3月底在手货币资金为25.0亿元，不足以覆盖短期借款和一年内到期的非流动负债47.9亿元。2023年至2024年一季度末，公司累计发行6期公司债券及ABS，累计发行规模100.8亿元。同时公司4月1日公告称拟发行不超过22.86亿元的中期票据，用于偿还到期的债务融资工具本息。

### ● 风险提示：公司销售不及预期，南京市场恢复不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,914	4,768	4,554	5,083	5,634
YOY(%)	116.9	-31.0	-4.5	11.6	10.8
归母净利润(百万元)	189	-134	51	98	197
YOY(%)	-49.0	-171.2	138.2	91.0	100.5
毛利率(%)	17.8	15.4	14.1	14.7	15.3
净利率(%)	2.7	-2.8	1.1	1.9	3.5
ROE(%)	4.3	-2.1	1.3	2.7	4.7
EPS(摊薄/元)	0.18	-0.13	0.05	0.09	0.19
P/E(倍)	12.5	-17.6	46.0	24.1	12.0
P/B(倍)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	19760	21606	19935	20513	20626
现金	1868	2708	911	1017	1127
应收票据及应收账款	14	117	111	143	138
其他应收款	208	534	605	525	500
预付账款	11	25	10	29	14
存货	17291	17754	17822	18324	18364
其他流动资产	368	468	476	475	483
<b>非流动资产</b>	2992	2783	2894	2993	3039
长期投资	668	611	504	437	380
固定资产	20	18	56	119	182
无形资产	1	1	1	1	1
其他非流动资产	2303	2154	2333	2436	2477
<b>资产总计</b>	22753	24389	22829	23505	23665
<b>流动负债</b>	10764	12312	12206	14299	15856
短期借款	170	160	2590	4276	5602
应付票据及应付账款	801	740	683	763	827
其他流动负债	9794	11411	8934	9260	9428
<b>非流动负债</b>	7350	7715	6203	4748	3211
长期借款	7275	7647	6135	4681	3144
其他非流动负债	75	67	67	67	67
<b>负债合计</b>	18114	20026	18409	19047	19068
少数股东权益	163	204	210	234	256
股本	1050	1050	1050	1050	1050
资本公积	1062	1065	1065	1065	1065
留存收益	2384	2144	2184	2270	2425
<b>归属母公司股东权益</b>	4476	4158	4210	4224	4341
<b>负债和股东权益</b>	22753	24389	22829	23505	23665

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-905	-1060	63	97	512
净利润	201	-93	57	123	218
折旧摊销	10	9	9	17	28
财务费用	93	129	30	77	82
投资损失	79	22	0	-24	-30
营运资金变动	-1345	-1237	-36	-97	210
其他经营现金流	58	110	2	1	4
<b>投资活动现金流</b>	492	-71	-114	-83	-33
资本支出	1	2	228	183	131
长期投资	124	-0	107	67	57
其他投资现金流	369	-69	6	33	41
<b>筹资活动现金流</b>	89	1966	-4175	-1595	-1694
短期借款	160	-10	2429	1687	1325
长期借款	1504	373	-1512	-1454	-1537
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	17	3	0	0	0
其他筹资现金流	-1592	1600	-5093	-1828	-1482
<b>现金净增加额</b>	-324	835	-4227	-1581	-1215

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	6914	4768	4554	5083	5634
营业成本	5683	4035	3913	4338	4769
营业税金及附加	479	233	228	229	237
营业费用	102	100	98	107	110
管理费用	121	132	128	127	130
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	93	129	30	77	82
资产减值损失	-86	-217	-91	-76	-56
其他收益	2	4	2	2	2
公允价值变动收益	38	-9	6	9	11
投资净收益	-79	-22	-0	24	30
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	310	-103	65	155	278
营业外收入	6	2	11	6	6
营业外支出	3	1	3	3	2
<b>利润总额</b>	313	-103	74	158	282
所得税	112	-10	17	36	63
<b>净利润</b>	201	-93	57	123	218
少数股东损益	13	41	6	25	22
<b>归属母公司净利润</b>	189	-134	51	98	197
EBITDA	757	340	364	557	730
EPS(元)	0.18	-0.13	0.05	0.09	0.19

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	116.9	-31.0	-4.5	11.6	10.8
营业利润(%)	-32.1	-133.4	162.9	137.5	79.7
归属于母公司净利润(%)	-49.0	-171.2	138.2	91.0	100.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.8	15.4	14.1	14.7	15.3
净利率(%)	2.7	-2.8	1.1	1.9	3.5
ROE(%)	4.3	-2.1	1.3	2.7	4.7
ROIC(%)	3.6	1.9	1.9	2.8	3.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.6	82.1	80.6	81.0	80.6
净负债比率(%)	154.1	212.5	211.6	213.1	199.7
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
速动比率	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	674.8	73.2	40.0	40.0	40.0
应付账款周转率	9.3	5.2	5.5	6.0	6.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	-0.13	0.05	0.09	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.86	-1.01	0.06	0.09	0.49
每股净资产(最新摊薄)	4.26	3.96	4.01	4.02	4.13
<b>估值比率</b>					
P/E	12.5	-17.6	46.0	24.1	12.0
P/B	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.7	34.7	32.7	21.6	16.1

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，属于商业秘密材料，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9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