

审慎推荐-A (维持)

苏州高新 600736.SH

目标估值: 8.00 元

当前股价: 7.78 元

2011 年 3 月 21 日

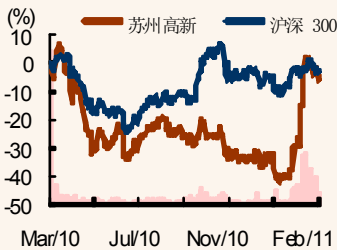
旅游地产、新三板概念有助于提升公司估值

基础数据

上证综指	2907
总股本(万股)	88157
已上市流通股(万股)	88157
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	69
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	74.7%
主要股东	苏州高新区集团
主要股东持股比例	40.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	33	7
相对表现	35	21	9



相关报告

- 1、《苏州高新(600736)——下半年销售任务较大,商业地产即将产生效益》2010/08/17
- 2、《苏州高新(600736)——有望成为未来苏州的城市综合运营商》2010/05/24

贾祖国 010-57601862

jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

洪俊骅 021-68407139

hongjh@cmschina.com.cn
S1090210090015

孟群 0755-25310921

mengqun@cmschina.com.cn
S1090210090011

事件:

公司公布了 2010 年财务数据,公司实现主营收入 48.45 亿元(YOY55.41%),实现净利润 3.13 亿元(YOY49.1%)。公司实现 EPS0.36 元,公司业绩低于我们的预期,略低于市场一致预期。公司拟每 10 股送 1 股转增 1 股并派红利 0.12 元。

评论:

1、受公司项目过于集中的限制, 2010 年公司销售同比下滑

2010 年公司实现销售额 30.23 亿元(YOY-28.58%),销售面积 36.47 万平(YOY-47.84),销售单价达到 8278 元/平(YOY36.92%)。我们认为销售的同比下滑,主要是公司项目绝大部分集中在苏州市的高新区,过于集中导致项目同质化严重,难以吸引过多的客户,未来公司还将面临项目过于集中的考验。

2、项目拓展较为谨慎, 全年新增土地储备集中在高新区

2010 年公司新增两块土地容积率建筑面积共 46 万平,平均楼面单价 5000 元/平。该两个项目均位于苏州市的高新区,存在过于集中的风险。截止 2010 年年底,公司未结转资源(含土地储备)约 267 万平。

3、2011 年所有房地产储备项目均将实现开工

2011 年公司所有储备项目均将开工,预计施工面积将近 267 万平,其中商品房约 210 万平,其余为动迁房和代建项目;而新开工方面,主要项目有新港吴江地块、马运路地块,新创大河山二期、B-20 地块,永新吴中地块。公司计划今年实现销售回笼 45 亿。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3117	4845	3199	4141	4544
同比增长	2%	55%	-34%	29%	10%
营业利润(百万元)	322	459	507	635	752
同比增长	-2%	43%	10%	25%	19%
净利润(百万元)	210	313	352	438	513
同比增长	2%	49%	12%	25%	17%
每股收益(元)	0.24	0.36	0.40	0.50	0.58
PE	32.7	21.9	19.5	15.7	13.4
PB	2.6	2.4	3.1	2.6	2.2

资料来源: 招商证券

4、旅游地产加大投资力度，徐州项目正式签约

2010年12月公司成立苏州高新（徐州）投资发展有限公司（公司占比90%）着力开发徐州彭城欢乐世界项目。项目规划占地面积1948亩，其中乐园810亩，配套开发1138亩。该项目拟建设成集乐园、商贸、生态社区于一体的综合性项目。我们预计该项目将在3年后体现利润。另外公司传统旅游地产项目苏州乐园欢乐世界实行一票制后，保持稳定的客流，全年实现旅游业营收1.6亿元，同比增长23%，实现净利润接近2千万元。

5、新三板带来公司估值提升

“新三板”的扩大试点，将给苏州高新区创投业务带来新的发展机遇，另外公司还持有中新苏州工业园区开发集团股份有限公司5%的股权，这样公司本身就具备了苏州高新区和工业园区两个新三板概念，目前公司正在积极研究寻求新的产业增长点。同时公司将积极研究对与公司房地产主业关联度较强且能实现共赢发展的产业进行投资，借助产业互动以及资本市场运作，实现投资溢价，如近期公司将计划参股投资南京金埔园林建设发展有限公司。

6、投资建议

业绩预测与投资评级：我们预测公司2011年、2012年及2013年的EPS分别为0.40元、0.50元及0.58元。公司2011年的RNAV为6.86元。给予公司2011年20倍PE，目标价格8元，维持公司股票“审慎推荐-A”评级。

7、风险提示

政策调控带来的行业萧条风险，公司项目过于集中的管理风险。

表 1：公司房地产项目一览表（单位：万平）

项目名称	区域	物业类型	土地面积	规划建筑面积	2011年末结可售	权益	权益可售
天都花园一期	苏州市高新区	普通住宅			0.57	84.94%	0.48
天都花园二期	苏州市高新区	普通住宅	22.56	19.18	2.10	84.94%	1.78
天都商贸中心	苏州市高新区	商业	23.56	19.09	7.30	84.94%	6.20
天都大厦	苏州市高新区	写字楼			11.47	84.94%	9.74
名墅东苑	苏州市高新区	普通住宅			0.42	84.94%	0.36
名墅东苑商业	苏州市高新区	商业	11.40	11.00	0.56	84.94%	0.48
名墅花园联排	苏州市高新区	别墅			0.21	84.94%	0.18
名墅花园高层	苏州市高新区	普通住宅	14.61	16.55	0.32	84.94%	0.27
名尚花园、名仕花园	苏州市高新区	普通住宅			0.00	84.94%	0.00
吴江天成花园1、2、3期	苏州市吴江经济开发区	普通住宅	42.14	92.16	78.34	84.94%	66.54
苏地2010-B-23号宗地	苏州市	商住	12.54	24.32	24.32	84.94%	20.66
扬州名兴花园二期	扬州市邗江区	普通住宅	17.19	28.00	0.95	84.94%	0.81
扬州名仕	扬州市邗江区	普通住宅	5.21	9.89	9.31	100.00%	9.31
理想城一、二期	苏州市高新区	普通住宅			0.70	100.00%	0.70
理想城三期	苏州市高新区	普通住宅	30.55	48.88	1.00	100.00%	1.00
理想城四期商业	苏州市高新区	商业			1.16	100.00%	1.16
苏地2006-B-31大河山一期	苏州市高新区	别墅	16.35	16.35	3.54	100.00%	3.54
苏地2007-B-83大河山二期	苏州市高新区	别墅	8.60	6.70	6.70	100.00%	6.70
理想城5期（苏地2005-B-38）	苏州市高新区	普通住宅	1.72	2.58	2.20	100.00%	2.20
苏地2010-B-20号宗地	苏州市高新区	普通住宅	13.53	21.65	21.65	100.00%	21.65
苏地2006-B-39水秀坊一期	苏州市高新区	普通住宅	12.48	12.48	0.04	80.05%	0.04

水秀坊二期	苏州市高新区	别墅			0.51	80.05%	0.41
水秀坊三期	苏州市高新区	普通住宅			10.00	80.05%	8.01
苏地 2006-G-98 锦绣坊	苏州市高新区	普通住宅	3.00	2.40	0.52	80.05%	0.42
苏地 2006-G-56 文昌花园一期	苏州市高新区	普通住宅			1.37	80.05%	1.10
			7.76	15.52			
文昌花园二期	苏州市高新区	普通住宅			1.10	80.05%	0.88
东湖林语二、三期	苏州市工业园区	普通住宅	11.80	23.59	1.07	80.05%	0.86
苏地 2006-B-41 永新秀郡	苏州市高新区	普通住宅	8.24	10.62	10.52	80.05%	8.42
苏地 2006-G-49	苏州市高新区	商业	1.55	2.33	1.98	80.05%	1.58
苏地 2006-G-96 金都城	苏州市高新区	商业	2.16	4.32	3.67	80.05%	2.94
苏地 2007-B-82 龙池华府	苏州市高新区	别墅	8.67	3.90	3.32	80.05%	2.65
苏地 2007-B-89	苏州市高新区	普通住宅	4.00	3.20	2.72	80.05%	2.18
苏地 2009-B-45 御景华府	苏州市吴中区	普通住宅	11.13	27.48	26.81	80.05%	21.46
苏地 2008-G-09	苏州市高新区	普通住宅	1.63	1.30	1.11	80.05%	0.89
狮山广场	苏州市高新区	城市综合体	4.70	18.00	18.00	60.00%	10.80
青山宾馆	苏州市高新区	商业	4.69	2.35	2.35	60.00%	1.41
钻石广场	苏州市高新区	商住	2.50	2.40	2.40	83.16%	2.00
苏地 2009-G-18 荣尚花园	苏州市高新区	普通住宅	5.24	7.86	7.86	51.00%	4.01
苏地 2009-B-131	苏州市高新区	商住	3.87	5.16	5.11	51.00%	2.61
合计			313.41	436.52	273.27	33.25	226.40

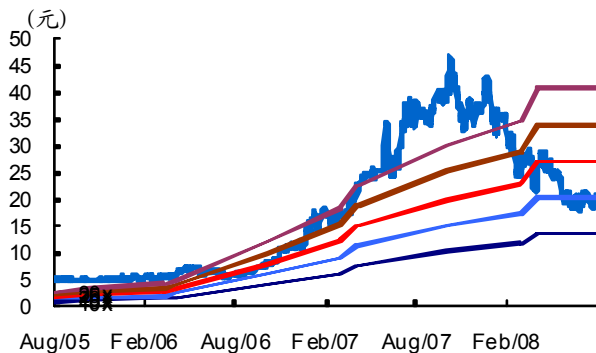
资料来源：公司年报，招商证券研发中心

表 2: 公司 RNAV 计算表

住宅项目评估溢价 (亿元)	28.33
商业项目评估溢价 (亿元)	1.30
旅游业务评估溢价 (亿元)	2.20
帐面净资产 (亿元)	28.63
重估净资产 (亿元)	60.46
总股本 (亿)	8.82
RNAV	6.86

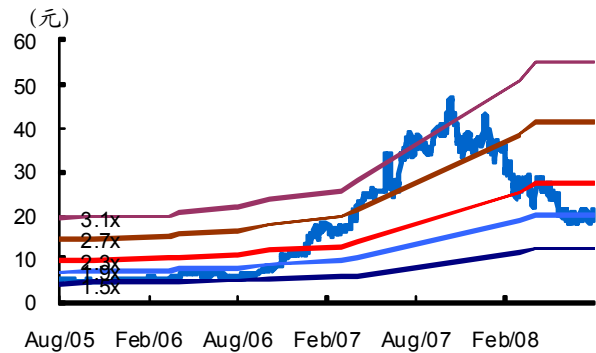
资料来源：招商证券研发中心（其中开发项目房价我们按照 2010 年 12 月份房价测算）

图 1: 苏州高新历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 苏州高新历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一—城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二—日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三—货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四—房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五—美国房地产市场概览》 2008/09/28

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11221	11545	7613	8929	9601
现金	2522	1588	0	0	312
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	3	0	0	0
应收款项	284	203	317	410	450
其它应收款	300	287	192	248	273
存货	8095	9427	7082	8243	8536
其他	18	38	22	28	30
非流动资产	1854	2344	2216	2100	1997
长期股权投资	438	422	422	422	422
固定资产	730	1026	913	809	718
无形资产	123	141	126	114	102
其他	562	755	755	755	755
资产总计	13075	13889	9829	11030	11598
流动负债	7052	8080	4512	5129	5025
短期借款	2273	1942	521	513	200
应付账款	1248	1480	996	1279	1372
预收账款	2258	1106	885	1137	1219
其他	1273	3551	2110	2200	2234
长期负债	2727	2293	2401	2503	2605
长期借款	1665	931	1031	1131	1231
其他	1062	1362	1370	1372	1374
负债合计	9778	10373	6914	7632	7630
股本	882	882	882	882	882
资本公积金	744	711	(264)	(264)	(264)
留存收益	1046	1270	1612	2050	2563
少数股东权益	624	652	686	730	787
母公司所有者权益	2672	2863	2229	2668	3180
负债及权益合计	13075	13889	9829	11030	11598

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1100	(1167)	1709	(88)	533
净利润	210	313	352	438	513
折旧摊销	0	0	131	116	103
财务费用	0	0	17	27	31
投资收益	0	0	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	0	0	1202	(693)	(151)
其它	890	(1480)	28	45	58
投资活动现金流	(245)	(110)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(245)	(110)	0	0	0
筹资活动现金流	810	321	(3298)	88	(221)
借款变动	0	0	(2324)	92	(213)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	(975)	0	0
股利分配	0	0	(11)	0	0
其他	810	321	12	(4)	(8)
现金净增加额	1665	(956)	(1588)	0	312

资料来源: 公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3117	4845	3199	4141	4544
营业成本	2349	3471	2213	2842	3049
营业税金及附加	202	542	291	409	461
营业费用	146	144	96	124	136
管理费用	103	125	96	124	136
财务费用	18	83	17	27	31
资产减值损失	(1)	41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	21	21	21	21
营业利润	322	459	507	635	752
营业外收入	11	10	10	10	10
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	330	467	515	643	760
所得税	81	113	129	161	190
净利润	249	354	386	482	570
少数股东损益	39	41	34	44	57
母公司所有者净利润	210	313	352	438	513
EPS (元)	0.24	0.36	0.40	0.50	0.58

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	2%	55%	-34%	29%	10%
营业利润	-2%	43%	10%	25%	19%
净利润	2%	49%	12%	25%	17%
获利能力					
毛利率	24.7%	28.3%	30.8%	31.4%	32.9%
净利率	6.7%	6.5%	11.0%	10.6%	11.3%
ROE	7.9%	10.9%	15.8%	16.4%	16.1%
ROIC	3.2%	5.3%	8.2%	9.3%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	74.8%	74.7%	70.3%	69.2%	65.8%
净负债比率	36.5%	30.1%	18.8%	17.6%	14.9%
流动比率	1.6	1.4	1.7	1.7	1.9
速动比率	0.4	0.3	0.1	0.1	0.2
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转率	5.2	19.9	12.3	11.4	10.6
应付帐款周转率	2.0	2.5	1.8	2.5	2.3
每股资料(元)					
每股收益	0.24	0.36	0.40	0.50	0.58
每股经营现金	1.25	-1.32	1.94	-0.10	0.60
每股净资产	3.03	3.25	2.53	3.03	3.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	32.7	21.9	19.5	15.7	13.4
PB	2.6	2.4	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	27.7	18.6	17.0	14.3	12.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7年证券从业经验。05年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08年《新财富》房地产行业最佳分析师，07年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006年7月-2009年3月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2年证券从业经验，2010年1月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

孟群，经济学硕士，08年加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。