

研究员: 张平 执业证书编号: S0570510120048
 025-83290981 chriswang104@gmail.com
 http://t.zhangle.com/4093

苏州高新(600736)

把握区域优势 多业务协同发展

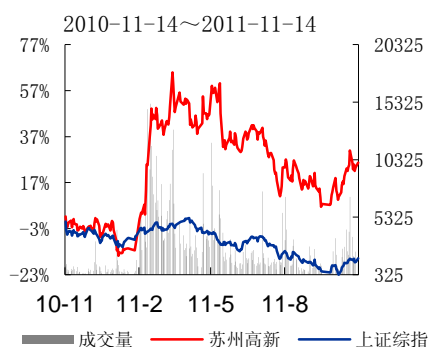
投资评级: 观望

房地产开发 II

当前价格(元): 5.48

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 苏州高新以房地产业务为主,上半年房地产收入占公司主营业务收入的81%。公司房地产开发项目集中于高新区,在塑造良好品牌优势的同时不可避免地带来同质化问题。在政策高压导致的整体市场销售不旺的形势下,商品房业务面临着销售减慢,去化率降低的挑战。

◆ “旅游+地产”的模式走出第一步,为未来跨区域扩张打下基础。公司今年在原有的苏州乐园品牌的基础上,签约徐州彭城乐园项目,有助于发挥旅游和地产的产业协同效应,实现资源整合。

◆ 公司参股新区内物流、热电、自来水等基础设施服务业,并拥有苏州高新污水处理有限公司75%的股权。基础建设服务业现金流稳定,已经公司成为良好的融资平台。

◆ 有效利用大股东背景优势和高新区平台优势,设立苏州新兴产业创业投资基金,抓住新三板扩容可能带来的机会。在新三板扩容试点可能落户高新区的有利形势下,公司的积极介入将为未来的发展创造机会。公司持有的金融股权成本低廉,其中东吴证券即将上市,未来收益可观。

◆ 我们预计11年-13年营业收入分别为29.39亿元、33.26亿元、40.39亿元。对应EPS分别为0.25、0.29和0.38元。公司NAV7.51元,较5.48的股价折价27%。公司立足高新区,发展过程中充分享受大股东的资源和人才优势,未来新三板扩容进程的推进将为公司带来新的机遇。目前公司股价对应11、12年市盈率分别为22倍和19倍,估值吸引力一般,给予“观望”评级。

公司基本资料

总股本(万)	105788.16
流通A股(万)	105788.16
52周内股价区间(元)	4.7-9.78
总市值(亿)	57.97
总资产(亿)	150.48
每股净资产(元)	2.85

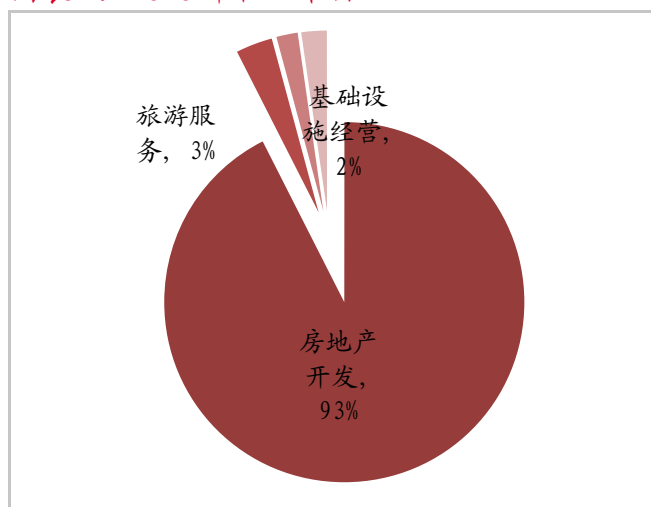
主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	48.45	29.39	33.26	40.39
+/-%	55.41	-39.32	13.15	21.41
净利润(百万)	313.02	267	308	407
+/-%	42.41	-14.74	15.27	32.26
EPS(元)	0.36	0.25	0.29	0.38
P/E	15.43	21.92	18.89	14.42

一：房地产为主，多业务协同发展

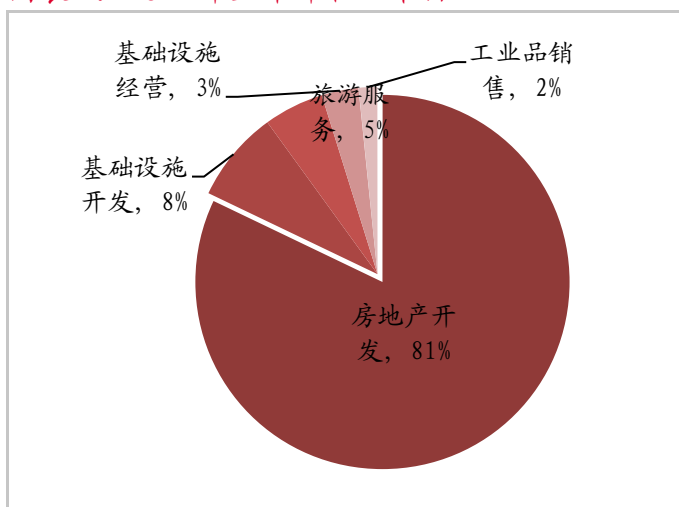
苏州高新主营房地产开发，同时涉足旅游（苏州乐园）、基础设施建设服务（物流、热电、自来水、污水处理）以及股权投资等多项业务。随着各项业务的发展，2011年上半年，房地产业务收入占公司总收入的比重从2010年的93%下降到81%。利润贡献上看，上半年房地产销售和出租收入贡献了利润的84%，旅游服务贡献了6.2%。

图表 1：2010 年收入来源



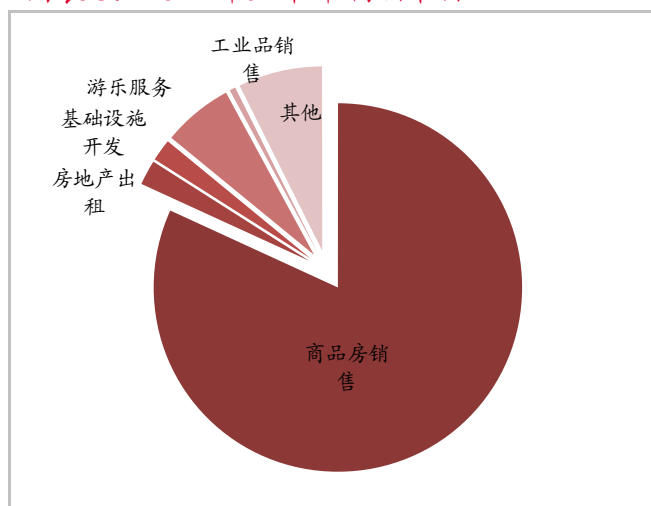
资料来源：公司公告、华泰证券

图表 2：2011 年上半年收入来源



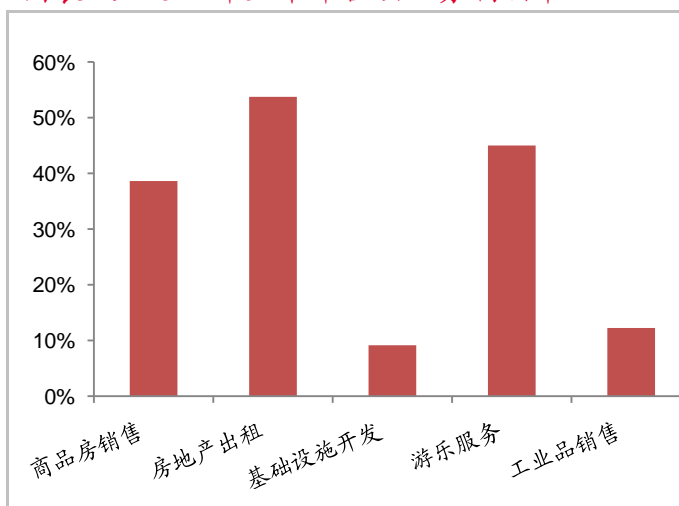
资料来源：公司公告、华泰证券

图表 3：2011 年上半年利润来源



资料来源：公司公告、华泰证券

图表 4：2011 年上半年各项业务利润率



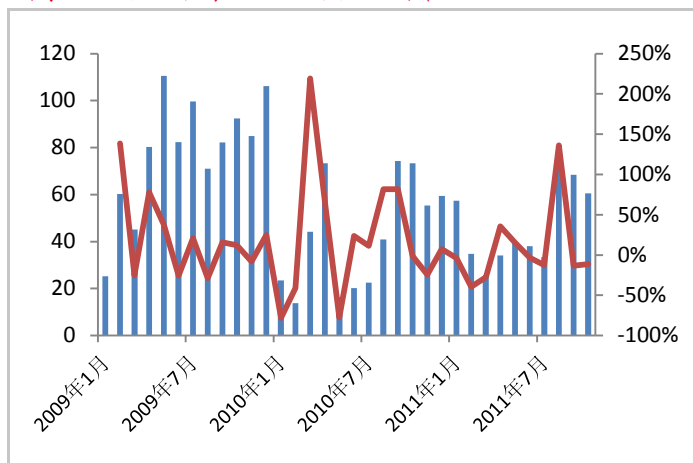
资料来源：公司公告、华泰证券

二：地产业务：商品房受调控影响明显，代建业务平滑业绩

2.1 苏州房地产市场：调整进行时

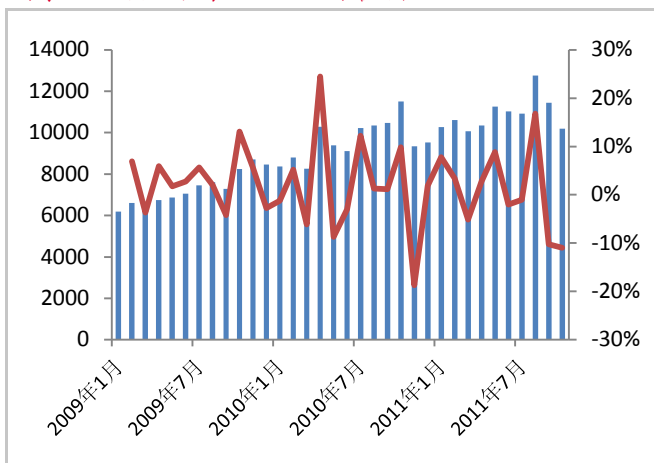
今年1-10月，苏州市商品住宅成交面积470.04万平方米，同比上升16.8%。10月单月，成交60.57万平方米，同比下跌17.4%，环比下跌11.4%。成交均价为10194元/平米，同比和环比均出现了10%的跌幅。苏州市从今年3月份开始实施限购政策，成交量在此之后维持低位徘徊，销售均价上，10月份更是出现了同比两位数的回落，说明在目前市场上观望气氛浓郁，开发商纷纷采取以价换量的销售策略。随着调控对市场的影响不断深入，未来继续量价齐跌是大概率事件。

图表5：苏州商品住宅月度销售面积及环比



资料来源：华泰证券

图表6：苏州商品住宅销售价格及环比



资料来源：华泰证券

2.2 商品房：受宏观调控影响，销售乏力

公司控股新创、永新、新港、永华四个房地产公司，目前拥有权益土地储备约217万平方米。2011年上半年公司商品房在建面积132.83万平方米，其中新开工面积达41万平方米，主要为新港天都大厦15.5万平方米、扬州名仕花园二期5.6万平方米，永新龙池华府5万平方米、御景华府一期10万平方米。

图表7：公司控股的房地产公司

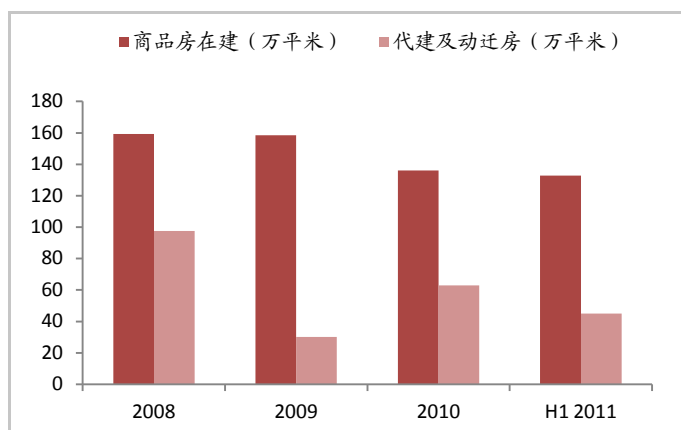
	类型	持股比例
新创建设发展有限公司	全资子公司	100%
新港建设集团有限公司	控股子公司	84.94%
永新置地有限公司	控股子公司的控股子公司	80.05%
永华房地产有限公司	控股子公司的控股子公司	51%

资料来源：公司公告、华泰证券

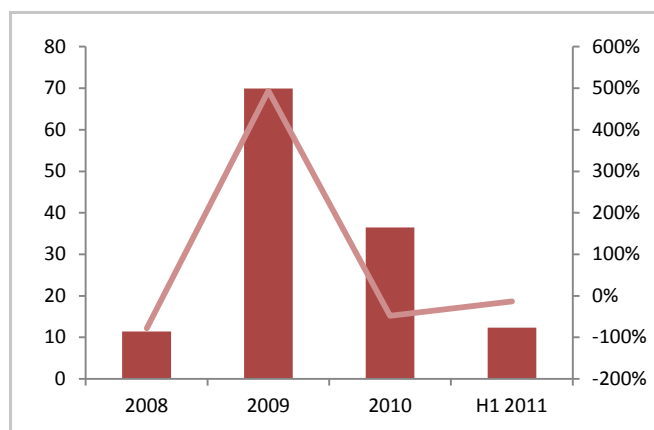
今年上半年公司实现销售面积12.33万平方米，同比下降13.41%。合同销售金额10.75亿元，同比下降1.56%，销售均价8719元/平米，同比上升13.72%。受总体销售环境的恶化的影响，去化率下降，销售并不理想。

图表8：公司房地产施工面积

图表9：公司商品房销售面积

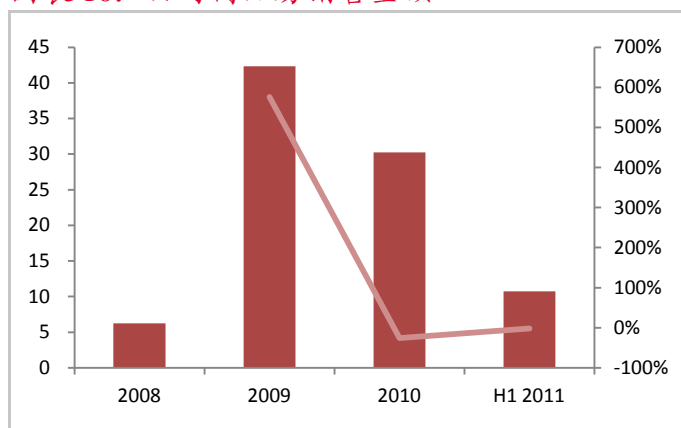


资料来源：华泰证券



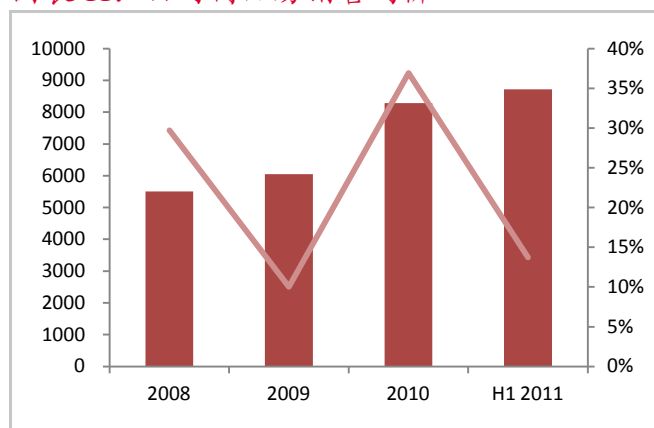
资料来源：华泰证券

图表 10: 公司商品房销售金额



资料来源：华泰证券

图表 11: 公司商品房销售均价



资料来源：华泰证券

2.2.1 向徐州扩张，缓解过度集中带来同质化问题

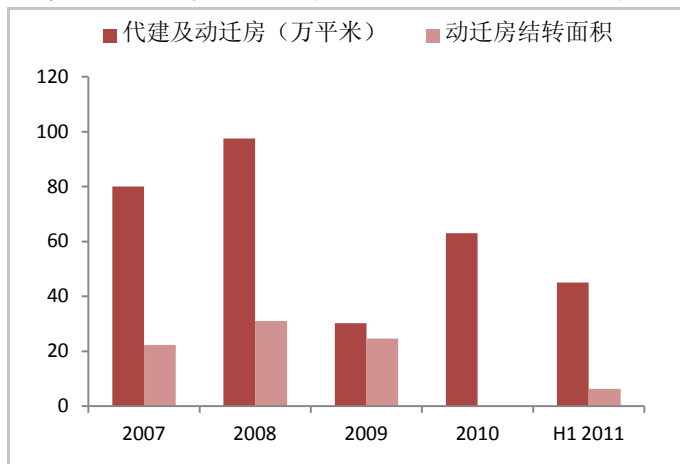
2010年，公司房地产收入的97%来源于苏州，仅有3%来源于扬州。公司现有土地储备90%以上位于苏州，且除了新港天成、东湖林语、御景华府等少数几个项目位于苏州其他区域之外，其余项目集中在高新技术开发区，我们认为，在一个区域内深耕细作有利于建立较强的品牌影响力，但是过度集中带来的同质化问题不容忽视。

公司今年通过旅游+地产的方式，在徐州获取了72.78 万方的土地，其中27.67万方为房地产开发用地。公司计划明年继续增加在徐州的土地储备量。

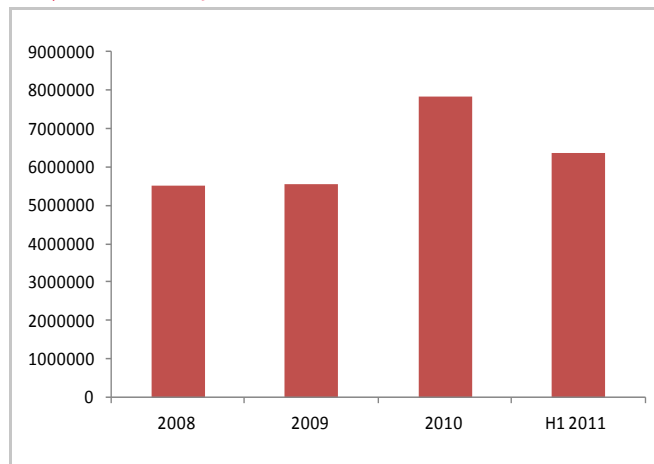
图表 12: 公司在苏州高新区以外的项目汇总 (除徐州)

项目名称	区域	规划建筑面积	权益
扬州名仕	扬州市邗江区	10	84.9%
新港天成一期	苏州市吴江经济开发区	92	84.9%
新港天成二期			84.9%
新港天成三期			84.9%
扬州名兴花园	扬州市	28	84.9%
东湖林语二、三期	苏州市工业园区	24	80.1%

图表 14: 代建及动迁房施工、结转面积 (万平方米) 图表 15: 代建收入 (元)



资料来源: 华泰证券



资料来源: 华泰证券

2.3 新增商业地产项目稳步推进, 近两年难以贡献利润

苏州高新区经过 19 年的快速发展, 已经由一个以制造业为主的区域转变成集高科技产业、金融商贸、休闲旅游为一体的现代化新城, 城市化的进程的不断推进促进了该区域商贸服务业的发展。目前, 高新区的狮山商圈已经成为苏州五大商圈之一。

目前, 公司涉足写字楼、购物中心、五星级酒店、公寓等多个商业地产项目。狮山广场一期 9.7 万平方米五星级酒店、公寓式酒店项目已动工, 预计 2013 年开业, 二期规划 10 万平方米购物中心、多功能办公项目; 天都商业项目首期“天都商贸”已经全部租出, 引入日本著名零售商和知名百货企业函数集团 (苏州美罗商场) 进驻, 2011 年开始试营业, 但是由于长期租约免租期较长, 暂时难以成为收入增长点。天都大厦写字楼目前处于基础施工; 清山酒店借助日航酒店的管理经验, 已正式开业, 目前尚未达到盈亏平衡。

图表 16: 公司新开发商业地产项目

	类型	建面	权益比例	开业时间	资金回笼方式	目前情况
狮山广场一期	五星级酒店	9.7 万平方米	60%	2013	持有	
狮山广场二期	购物中心、办公楼	10 万平方米	60%			今年开工
天都商贸	商业	19 万平方米	84.94%	2011		日本著名零售商, 苏州美罗商场入驻
天都大厦	写字楼	11 万平方米	84.94%		持有	基础施工阶段
钻石广场		2.4 万平方米	83.16%	2010 年 8 月 开盘	销售	8 月开盘, 商铺全部售完
清山酒店		2.35 万平方米	60%	2010 年	持有	2010 年开业

资料来源: 公司公告、华泰证券

由于历史原因, 公司拥有厂房等物业面积合计 4.4 万平方米。加上持有型商业物业 13.6 万平, 2010 年实现出租收入 4000 万元左右。

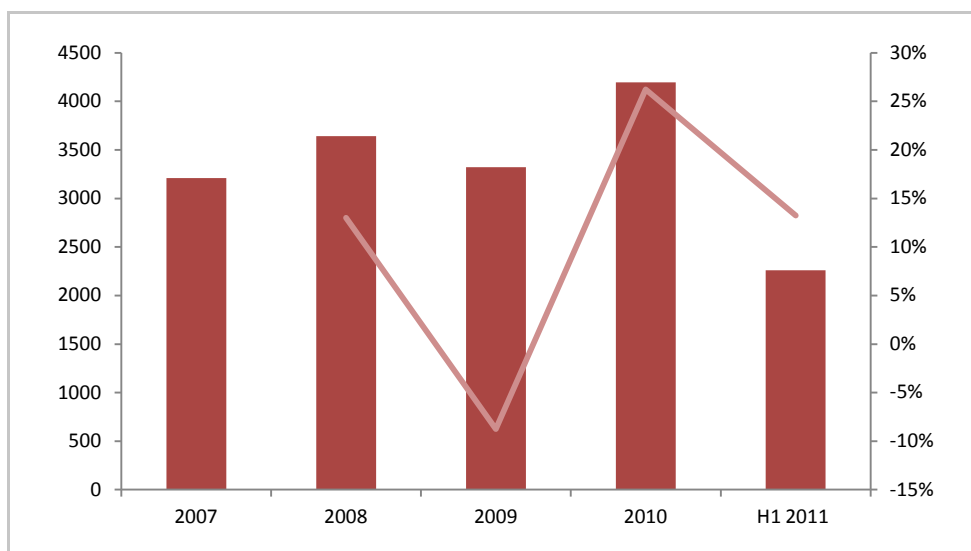
图表 17: 公司部分持有性物业

租赁面积 (平米)	租赁面积 (平米)
-----------	-----------

外资生活服务区	79772	8#厂房	606
马涧商业街一期	186	12#厂房	33225
新创工业廊	5646	9#厂房	4907
新港大厦	3994		
乐购超市	25000		

资料来源：公司公告、华泰证券

图表 18: 物业出租收入 (万元)



资料来源：华泰证券

三、基础设施经营业：分享区域高速发展的成果

公司通过参股的方式参与了新区内物流、热电、自来水等基础设施服务业。同时，公司拥有苏州高新污水处理有限公司 75% 的股权。

图表 19: 公司参股/控股的基础设施服务业公司

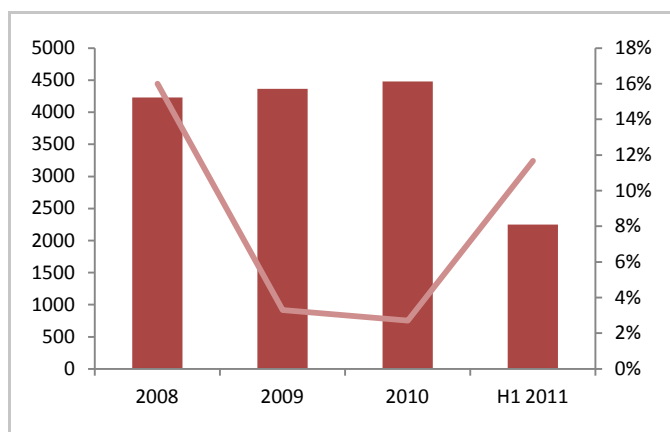
	持股比例	2010 年净利润 (万元)
中外运高新物流苏州有限公司	40%	442.58
苏州新区新宁自来水发展有限公司	25%	562.76
苏州华能热电有限责任公司	30.31%	2231.93
苏州高新污水处理有限公司	75%	1631.39

资料来源：公司公告、华泰证券

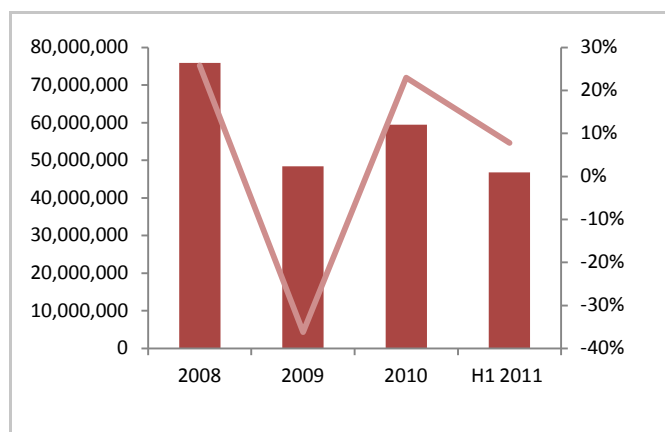
2010 年，在自来水售水量快速回升以及水价上涨的推动下，污水公司利润有了明显增长。2010 年全年污水处理量达到 4481 万吨，实现收入 5948 万元。2011 年上半年污水处理量 2349 万吨，实现收入 4675.9 万元，同比分别增长 11.37% 和 7.78%。

图表 20: 污水处理量 (万吨)

图表 21: 污水处理收入 (元)



资料来源：华泰证券



资料来源：华泰证券

长期来看，随着低碳经济的倡导，再生水项目和淤泥干化处理项目的加速建设，加之公司在高新区内拥有独家经营的优势，公司污水处理业务收入有望进一步提高。

由于污水处理现金流稳定，已成为公司较为便捷的融资平台，且设备融资租赁也可以为公司提供短期流动资金。

四、旅游地产：业务新方向，发挥协同效应

苏州乐园是国家 AAAA 级景点，通过多年的运作，已经形成全国知名的苏州乐园品牌。2009 年，公司支付股权转让款 6200 万元，受让了苏州乐园 12.46% 的股权，将持股比例提升到 75.01%。

近几年来，公司秉承“大乐园”概念，在原有苏州乐园的基础上，整合太湖湿地、树山温泉等旅游资源，形成欢乐世界、水上世界、儿童世界、温泉世界、湿地世界的整体联动，从单一的主题公园逐渐发展成为集旅游、度假、休闲于一体的综合体。

今年上半年，苏州乐园接待游客 80 万人次，实现收入 8161 万元，同比分别增长 46% 和 36%。预计今年全年接待人次有望达到 200 万人，收入有望达到 2 个亿。从收入结构上看，90% 来自门票收入，5%-10% 来自于房屋租赁。

图表 22：苏州乐园经营状况

	2008	2009	2010	2011 年上半年
收入 (万元)	13000	n.a	11600	8161
接待人次	203 万	n.a	n.a	80 万

资料来源：公司公告、华泰证券

2010 年公司正式签约徐州彭城乐园项目，这是公司在旅游+地产扩张模式上走出的第一步。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，目前已经进入施工阶段，预计明年 7 月水上世界，10 月儿童世界将先期开业。

五、成立创投基金，把握新三板带来的机遇

5.1 股权投资成本低，有望享受可观的投资收益

随着福田高新粉末及 AB 股份的股权相继退出，公司基本退出了生产制造业的股权参股投资。2010 年公司全年实现投资收益 2100 万元，公司对外股权投资额总额为 4.22 亿元，主要为基础设施经营产业及金融业，分别占比 45% 和 29%。

图表 23: 公司股权投资情况

	持有股数 (万股)	最初投资成本 (元)	占该公司股权比例	成本 (元/股)	2010 年末净资产 (万元)	核算方法
中新集团	6745	82,450,000	5%	1.2	200000	成本法
江苏银行	6686	71,700,000	0.91%	1.1	2269237.6	成本法
东吴证券	500	15,000,000	0.33%	3.0	424555	成本法
华泰柏瑞基金	500	4,000,000	2%	0.8	1953097	成本法
金浦园林	450	18,000,000	7.5%	4.0		成本法
中外运物流		31,600,000	40%		19410.88	权益法
新宁自来水		36,157,738	25%		16680.40	权益法
华能热电		33,609,702	30.31%		28921.50	权益法

资料来源: 公司公告、华泰证券

公司股权投资成本低廉。华泰柏瑞基金、江苏银行的持股成本为 1 元左右、中新集团的持股成本为 1.2 元，东吴证券持股成本 3 元。目前东吴证券即将上市，江苏银行也在谋求上市，未来将给公司带来可观的投资收益。

5.2 成立创投基金，有效利用大股东和高新区平台优势

今年 8 月份，苏州高新与苏州高新创业投资集团有限公司（简称“创投集团”）等其他投资方拟共同发起设立苏州新兴产业创业投资基金以及成立基金管理公司。

产业基金规模 3.8 亿元，申请国家级引导基金出资 5,000 万元；申请江苏省政府引导基金出资 5,000 万元；申请苏州市政府引导资金出资 5,000 万元；苏州高新以人民币现金形式认缴出资 1 亿元；创投集团以人民币现金形式认缴出资 1,620 万元；新设立基金管理公司以人民币现金形式认缴出资 380 万元；其余 1.1 亿元向社会资本募集。基金所有投资人将按照承诺制分期出资，基金发起设立时首期出资认缴出资总额的 20%，其余出资根据项目情况逐步增加，5 年内全部到位。基金存续期 9 年，其中投资期五年、培育期两年、回收期两年。重点关注具有自主创新技术、高速增长的中小科技型企业，重点投资方向为新一代信息技术产业

创投集团和苏州高新同属苏州高新区经济发展集团总公司的控股子公司，已参与设立基金 16 支，拥有风投管理、信缘管理、新联管理、创元管理、明鑫管理、科技城创投管理等 6 支自主基金管理团队，自主管理基金 9 支，成员企业 31 家，累计投资项目 100 多个，管理资本规模超过 50 亿元。

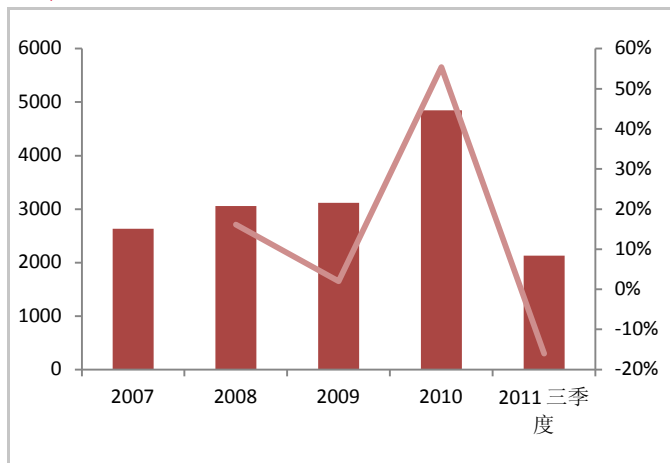
我们认为，对于公司来说，介入创投业务是在主业之外的积极探索，有利于熨平房地产的周期性，减弱风险，同时也是对大股东的资源优势 and 人才支持以及苏州高新区作为“全国首批创新型科技园区试点单位”的平台的有效利用。在新三板试点扩容可能落户苏州高新区的有利形势下，公司的积极介入也是在为抓住新三板可能带来的发展机遇做足准备。

六、财务分析

6.1 盈利能力：限购影响房地产收入，预售锁定不理想

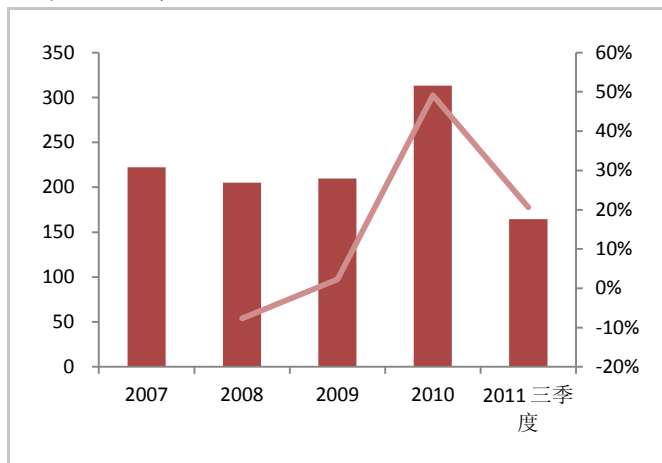
截止 2011 年三季度，公司预收账款为 10.78 亿元，仅是 2010 年房地产收入 44.34 亿的收入的 24.3%。业绩锁定不理想。今年前三季度，公司实现营业收入 21.27 亿，同比减少 16%，归属母公司净利润 1.65 亿，同比增长 20%，实现 EPS0.16 元，和去年同期基本持平。

图表 24：营业收入（百万元）



资料来源：华泰证券

图表 25：净利润（百万元）



资料来源：华泰证券

随着高新区规模的基本固定，公司动迁房建设占整体房地产建设的比重下降，加之公司商品房公司整体毛利率有所提升。随着公司逐步淡出动迁房而转向代建模式，预计毛利率还有进一步提升的空间。

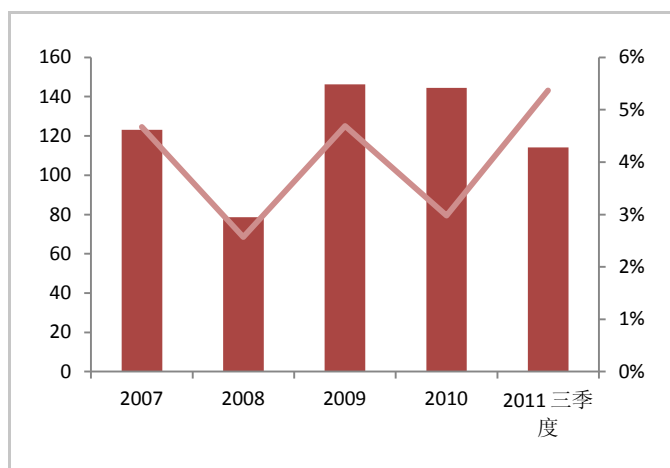
6.2 营销力度加大，融资规模扩大导致三费上升较快

费用上，从 2007 年以来，公司的营业费用占收入的比重在 3%-5% 之间，今年第三季度单季度达 4.9 亿元，单季度营业费用率上升至 7.7%，主要是由于苏州乐园和清山酒店营销力度加大造成。前三季度营业费用率为 5.37%。管理费用上，从 2010 年末的 2.6% 上升到三季度末的 5.21%，主要是清山酒店和徐州投资公司费用上升和金粉公司技术改造造成。

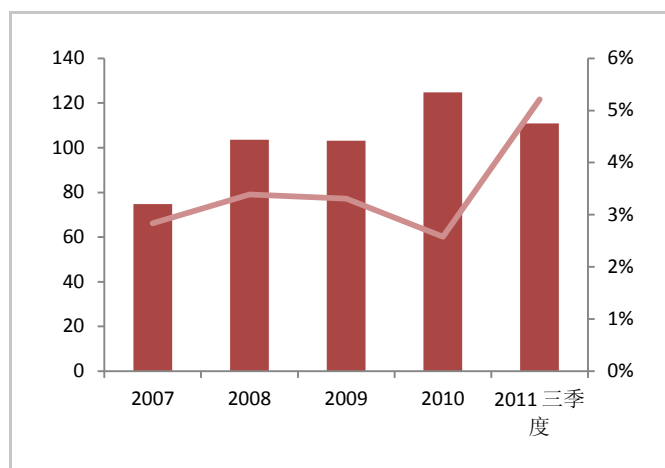
公司财务费用前三季度合计 1.19 亿，同比增长 36%，占收入的比重上升从 2010 年末的 1.7% 上升到 5.6%。是由于公司融资规模扩大、融资成本上升，以及部分房地产企业因土地储备占用资金尚未资本化所引起的。公司去年底实施乐园游乐设备融资租赁融资 2.3 亿元，今年年初通过下属新港公司发行信托产品，融资总额 5 亿元，并借助徐州主题乐园旅游产业的平台，实现项目融资 7 亿元。

图表 26：营业费用 and 营业费用率

图表 27：管理费用 and 管理费用率

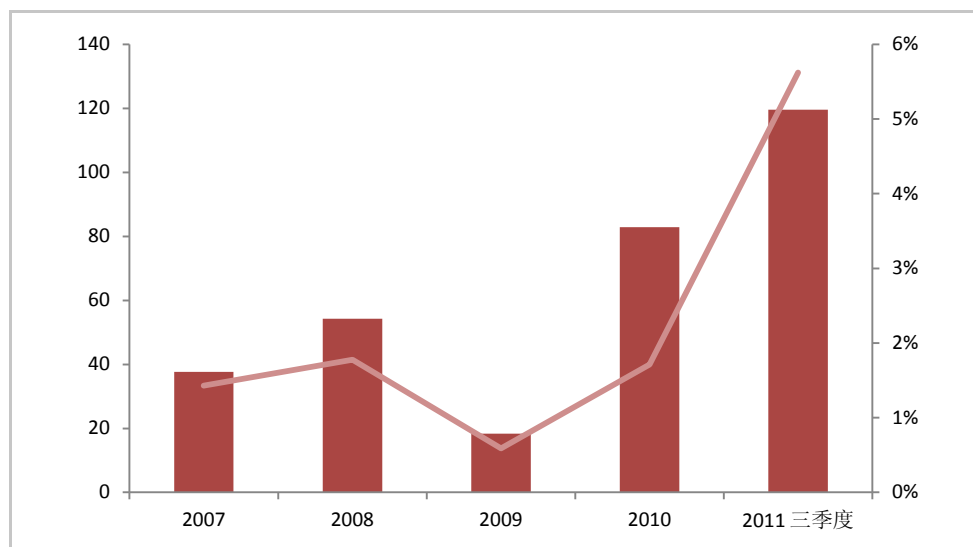


资料来源：华泰证券



资料来源：华泰证券

图表 28: 财务费用和财务费用率



资料来源：华泰证券

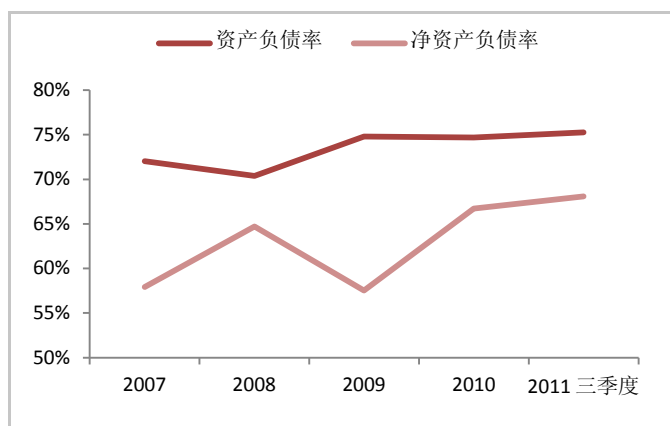
6.3 短期偿债压力增大

公司三季度末资产负债率75.25%，较去年年底的74.69%略有上升，创2007年以来新高。除去预售账款后的净资产负债率为68%，较上年末上升1.4个百分点，主要是由于期内支付地价和工程款较多，以及扩大债务融资所致。

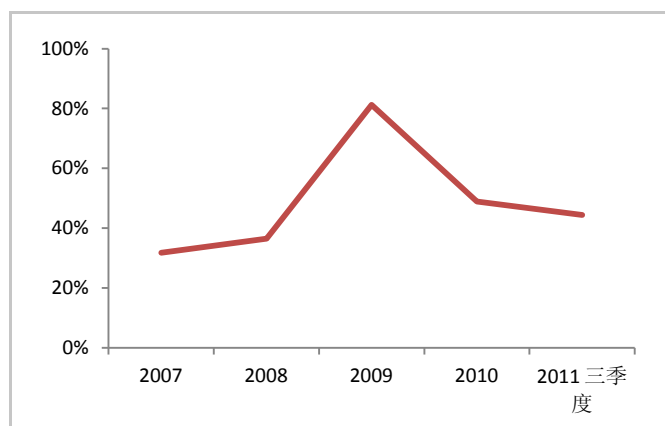
三季度末公司账面现金13.1亿元，而短期借款达17.4亿元，长期负债中一年内到期部分达12.1亿元。现金/(短期借款+一年内到期的长期借款)比率为44%，比上年年末下降5个百分点，是近两年来的最低，短期偿债压力增大。

图表 29: 资产负债率

图表 30: 短期借款和一年内到期负债比率



资料来源：华泰证券



资料来源：华泰证券

七、盈利预测与估值

我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 29.39 亿元、33.26 亿元、40.39 亿元，归属母公司净利润分别为 2.67、3.08、4.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.29 和 0.38 元。

房地产开发业务：房地产开发业务今年上半年实现收入 12.1 亿元，占公司上半年全部收入的 81.3%，今年全年可结算项目主要是天都花园二期、水秀坊二期、荣尚花园、理想城等以及天都花园一期、名兴花园等的尾盘。预计全年商品房可结算面积为 27 万方左右，可结算金额约为 24 亿元。

面对今年严峻的销售形势，公司扩大了新开工/施工面积，目前在售的楼盘有主要有新港天成一期、理想城五期、大河山二期、永新秀郡、金都城等项目，未来可结算资源丰富。我们预计 2012 年和 2013 年公司房地产分别结算 32 万平米、37 万平米，可实现结算收入 27 亿和 32 亿。

其他业务：预计公司商品房出租、旅游服务、污水处理和工业品销售等业务未来收入增长稳定，我们接近 3 年平均增长率对公司其余各项业务的收入进行测算。

7.1 公司目前股价 5.48 元较其 2011 年 NAV 折让 27%

根据公司的资产负债结构，得出 WACC 为 7.68%，在对公司目前所拥有的开发项目做价值重估的基础上，我们计算出苏州高新房地产开发业务的权益净增额为 22.23 亿元，公司目前总股本为 10.58 亿，即每股净资产净增额为 2.1 元。

除了房地产开发外，公司涉足商业地产，持有江苏银行、东吴证券和华泰柏瑞基金等金融股权，中新 CSSD 等实业资产。目前 A 股中银行股平均 PB 为 1.5 倍，券商为 2 倍，我们以此重估，得到重估净值为 10.2 亿元，水务、热电等基础设施资产参考 A 股公用事业类平均 5 倍的 PB 估值水平，得到公司重估净值为 15.4 亿元。

公司 2011 年三季度每股净资产为 2.85 元，重估后每股 NAV 为 7.51 元。相对于目前 5.48 元的股价，折价 27%。

图表 31：苏州高新 2011 年 NAV 估值

房地产开发 NAV	22.23 亿元
-----------	----------

商业项目 NAV	1.5 亿元
金融股权	10.2 亿元
基础设施	15.4 亿元
总股本	10.58 亿
每股净增额	4.66
每股净资产	2.85
每股 NAV	7.51

图表 32: 苏州高新房地产业务 NAV 估值表

项目名称	土地面积	规划建筑面积	2010年剩余可售	权益可售	竣工时间	NAV亿元
天都花园一期			0.57	0.48	2011	0.18
天都花园二期	22.56	19.18	2.1	1.78		2.77
名墅东苑		11				-
——配套商铺	11.4	3	0.63	0.54	2011	0.45
——联排, 多层		8	0.56	0.48		0.10
名墅花园	14.61	16.55	0.32	0.27	2010	0.04
扬州名仕	5.21	9.89	9.31	7.91	2011	1.02
新港天成一期			住宅23.08商业2.0	19.6	2013	2.00
新港天成二期	42.14	92.16	29.62	25.2		0.35
新港天成三期			35.25	29.9		0.35
苏地2010-B-23	12.54	24.32	24.32	20.66		1.87
扬州名兴花园	17.19	28	0.95	0.81	2010	0.01
理想城一、二、三期	30.55	48.88	1.71	1.71	2009	0.28
理想城四期			1.16	1.16		0.25
理想城5期(苏地2005-B-38)	1.72	2.58	2.58	2.58		0.29
苏地2006-B-31大河山一期	16.35	16.35	3.54	3.54		1.03
苏地2007-B-83大河山二期	8.6	6.7	6.7	6.70		1.69
苏地2010-B-20号宗地	13.53	21.65	21.65	21.65		1.72
东湖林语二、三期	11.8	23.59	1.07	0.86	'2009/2010	0.24
水秀坊一期			0.04	0.03	2010	0.01
水秀坊二期	12.48	12.48	0.51	0.41	2011	0.61
水秀坊三期			1.46	1.17	2012	0.71
锦绣坊	3	2.4	0.52	0.42	2009	0.07
文昌花园一期	7.76	15.52	1.37	1.10	2010	0.20
文昌花园二期			1.1	0.88	2011	1.16
2006-B-41永新秀郡	8.24	10.62	10.52	8.42		1.13
2006-G-96金都城	2.16	4.32	4.61	3.69		1.32
2007-B-82龙池华府	8.67	5.22	5.03	4.03		0.26
2007-B-89	4	4	3.2	2.56		0.39
2008-G-09	1.63	1.63	1.3	1.04		0.09
2009-B-45御景华府	11.13	27.48	26.81	21.46		1.06
苏地2009-G-18荣尚花园	5.24	7.86	7.86	4.01	2011	0.20
苏地2009-B-131	3.87	5.12	5.12	2.6112		0.37

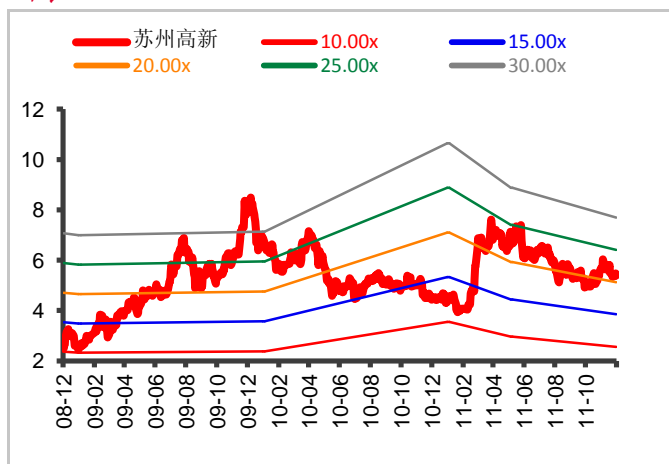
考虑到政策持续收紧对房地产开发销售业务的影响,我们对公司的重估净资产做了敏感性分析。分析结果显示,公司房地产开发业务合理价值区间位于 1.51-2.69 元之间,价值中枢为 2.1 元。在房间下跌 15% 的情况下,公司房地产开发业务的 1.21 元,公司整体重估净资产价值为 6.61 元,相对目前 5.48 元的股价仍有折价。

图表 33: 苏州高新房地产业务 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
折 现 率	2.10									
	5.2%	0.97	1.29	1.61	1.93	2.25	2.57	2.89	3.21	3.53
	5.7%	0.96	1.28	1.59	1.91	2.22	2.54	2.85	3.17	3.48
	6.2%	0.95	1.26	1.57	1.88	2.19	2.50	2.81	3.12	3.43
	6.7%	0.94	1.24	1.55	1.85	2.16	2.47	2.77	3.08	3.38
	7.2%	0.93	1.23	1.53	1.83	2.13	2.43	2.73	3.03	3.33
	7.7%	0.91	1.21	1.51	1.80	2.10	2.40	2.69	2.99	3.29
	8.2%	0.90	1.20	1.49	1.78	2.07	2.36	2.66	2.95	3.24
	8.7%	0.89	1.18	1.47	1.76	2.04	2.33	2.62	2.91	3.19
	9.2%	0.88	1.17	1.45	1.73	2.02	2.30	2.58	2.87	3.15
	9.7%	0.87	1.15	1.43	1.71	1.99	2.27	2.55	2.83	3.11
10.2%	0.86	1.14	1.41	1.69	1.96	2.24	2.51	2.79	3.06	
10.7%	0.85	1.12	1.40	1.67	1.94	2.21	2.48	2.75	3.02	

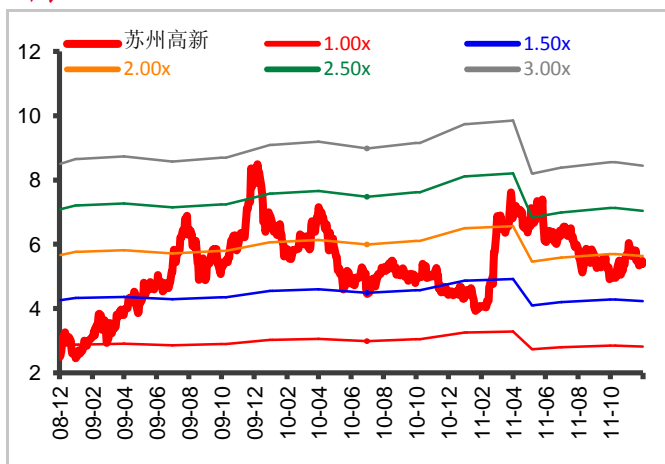
资料来源: 华泰证券

图表 34: PE BAND



资料来源: 华泰证券

图表 35: PB BAND



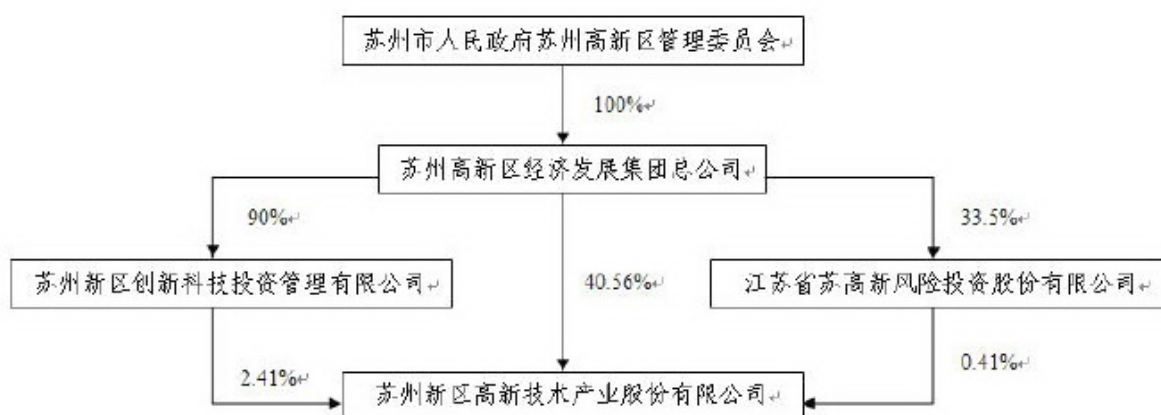
资料来源: 华泰证券

风险提示: 1) 更为严厉的调控政策的出台, 会对公司房地产业务造成影响。2) 公司房地产销售大幅下滑。3) 行业可能面临的资金链风险。

公司概况

苏州新区高新技术产业股份有限公司（以下简称“苏州高新”）成立于1994年6月，并于1996年7月在上海证券交易所挂牌上市。公司主营业务为房地产开发，同时还从事高新技术产品的投资、开发和生产；能源、交通、通讯等基础产业的市政基础设施的投资、工程设计、施工、科技咨询服务等。苏州高新大股东为苏州高新区经济发展集团总公司（简称苏高新集团）。苏高新集团是苏州高新区管委会的全资公司。苏高新集团直接持有苏州高新40.56%的股份，间接持有2.31%的股权。

图表 36: 公司股权分布图



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11545	9901	12350	11868
现金	1588	1029	1164	1413
应收账款	203	196	181	244
其它应收款	287	206	250	275
预付账款	38	30	23	32
存货	9427	8438	10731	9901
其他	3	2	2	2
非流动资产	2344	2162	2080	2019
长期投资	422	440	433	432
固定资产	1026	1056	1023	959
无形资产	141	149	141	145
其他	755	518	483	483
资产总计	13889	12062	14430	13886
流动负债	8080	6116	8164	7176
短期借款	1942	1911	3363	1868
应付账款	1480	978	1040	1240
其他	4658	3227	3761	4068
非流动负债	2293	2112	2134	2179
长期借款	931	931	931	931
其他	1362	1181	1203	1248
负债合计	10373	8229	10299	9355
少数股东权益	652	714	780	848
股本	882	1058	1058	1058
资本公积	711	623	623	623
留存收益	1270	1438	1671	2003
归属母公司股东权益	2863	3119	3352	3684
负债和股东权益	13889	12062	14430	13886

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1167	-140	-1071	1960
净利润	354	329	373	475
折旧摊销	70	88	94	97
财务费用	83	178	218	210
投资损失	-21	-26	-23	-23
营运资金变动	-1655	-619	-1751	1181
其它	2	-89	17	21
投资活动现金流	-110	75	21	-5
资本支出	155	0	0	0
长期投资	23	-62	3	18
其他	68	13	25	14
筹资活动现金流	321	-494	1185	-1706
短期借款	-331	-31	1452	-1495
长期借款	-734	0	0	0
普通股增加	0	176	0	0
资本公积增加	-33	-88	0	0
其他	1419	-551	-267	-211
现金净增加额	-956	-560	135	249

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4845	2940	3326	4039
营业成本	3471	1881	2112	2585
营业税金及附加	542	206	233	283
营业费用	144	141	150	186
管理费用	125	135	150	178
财务费用	83	178	218	210
资产减值损失	41	-6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	21	26	23	23
营业利润	459	431	487	622
营业外收入	10	9	10	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	467	437	494	629
所得税	113	108	121	154
净利润	354	329	373	475
少数股东损益	41	62	65	68
归属母公司净利润	313	267	308	407
EBITDA	611	696	799	929
EPS (元)	0.36	0.25	0.29	0.38

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	55.4%	-39.3%	13.2%	21.4%
营业利润	42.6%	-6.2%	12.9%	27.8%
归属于母公司净利润	49.1%	-14.7%	15.3%	32.3%
获利能力				
毛利率	28.3%	36.0%	36.5%	36.0%
净利率	6.5%	9.1%	9.2%	10.1%
ROE	10.9%	8.6%	9.2%	11.0%
ROIC	8.6%	8.8%	8.2%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	74.7%	68.2%	71.4%	67.4%
净负债比率	40.26%	47.09%	51.95%	42.00%
流动比率	1.43	1.62	1.51	1.65
速动比率	0.26	0.24	0.20	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.23	0.25	0.29
应收账款周转率	19	14	17	19
应付账款周转率	2.55	1.53	2.09	2.27
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.25	0.29	0.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.10	-0.13	-1.01	1.85
每股净资产 (最新摊薄)	2.71	2.95	3.17	3.48
估值比率				
P/E	15.15	21.33	18.50	13.99
P/B	1.66	1.82	1.70	1.54
EV/EBITDA	15	13	11	10

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。