

增持 维持
苏州高新 (600736)
2015年4月7日

地产+旅游+投资+环保，四大业务组合发展

2015年4月7日收盘价: 8.08元
6个月目标价: 8.75元

 房地产行业首席分析师: 涂力磊
 SAC 执业证书编号: S0850510120001
 tll5535@htsec.com
 021-23219747

 房地产行业分析师: 谢 盐
 SAC 执业证书编号: S0850511010019
 xiexy@htsec.com
 021-23219436

事件:

公司公布 2014 年年报。报告期内，公司实现营业收入 35.75 亿元，同比增长 5.34%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.70 亿元，同比下降 26.11%；实现基本每股收益 0.16 元。2014 年度公司每 10 股派发现金红利 0.49 元（含税）。

投资建议:

公司主要在苏高新区和徐州从事旅游地产开发，主要涉足开发、基础设施、旅游业和产业投资，并积极推动“**开发+旅游+投资+环保**”组合扩张和转型。2013 年，公司加快了刚需项目周转，强化文化旅游及酒店服务产业，徐州彭城乐园开始贡献业绩。而公司产业基金所投资的金埔园林、江苏银行等正加快上市进程。考虑到 2014 年公司计划完成合同销售面积 45 万平，我们预计公司 2015、2016 年 EPS 分别是 0.25 和 0.33 元，对应 RNAV 是 6.60 元。截至 4 月 7 日，公司收盘于 8.08 元，对应 2015、2016 年 PE 分别为 32.32 倍和 24.48 倍。公司参股多家苏州高新区内企业，多家企业正加快 A 股上市步伐，未来有望受益。我们认为公司属目前创新类园区标的（平均动态 35XPE），考虑目前该主题处于持续升温阶段，给予公司 2015 年 35XPE，对应目标价 8.75 元，维持对公司的“增持”评级。

主要分析:

1. 2014 年受部分商业物业销售推动，公司营收增加 5%；同期财务费用增加和投资收益下滑使得公司净利润负增长：2014 年，尽管公司商品房销售和结转下降，但受部分商业物业销售推动，公司实现营业收入 35.75 亿元，同比增长 5.34%；同期公司财务费用增加和投资收益下滑（财务费用同比大增 224.94%；因上年公司减持东吴证券股票，使得本期投资收益同比下降 58.08%），报告期内公司实现净利润 1.70 亿元，同比下降 26.11%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2013	2014	Ppt	海通分析
毛利率	24.55	25.69	1.15	本期公司财务费用上升和投资收益下滑使得营业利润负增长
净利率	6.78	4.75	-2.02	
资产负债率	79.15	79.11	-0.03	本期公司负债水平保持稳定
有息负债率	75.07	75.54	0.47	
三项费用占收入比	13.77	19.44	5.67	本期公司财务费用水平上升较多
ROE	7.57	5.34	-2.23	同上
(百万元)	2013	2014	YOY%	海通分析
总资产	20078.32	21254.86	5.86	本期公司资产规模保持增长
净资产	3404.96	3505.94	2.97	
货币现金	1742.09	1868.46	7.25	本期公司以消化存量房为主使得现金有所增加
预收账款	818.89	758.83	-7.33	
一年内到期的非流动负债	2926.08	3075.20	5.10	
经营活动现金流净额	-931.20	282.80	—	本期公司以消化存量房为主，未新增拍地

资料来源：2013 年年报、2014 年年报、海通证券研究所

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	2013	2014	YOY%	海通分析
一、营业总收入	3393.24	3574.59	5.34	本期公司出售了部分商业物业，结转营业收入同比增加
二、营业总成本	3319.75	3590.69	8.16	
营业成本	2560.26	2656.15	3.75	
营业税金及附加	292.77	223.94	-23.51	本期公司营业税金同比下滑
销售费用	180.33	212.72	17.96	本期公司销售支出增加
管理费用	174.11	161.16	-7.44	
财务费用	112.74	320.88	184.63	本期公司项目竣工后利息不计入成本使得利息支出增加
资产减值损失	-0.46	15.84	—	
投资净收益	89.41	36.30	-59.40	上年同期公司减持东吴证券获得投资收益，本期没有
三、营业利润	162.90	20.19	-87.61	本期公司财务费用上升和投资收益下滑使得营业利润负增长
加：营业外收入	187.46	336.83	79.69	本期公司获得若干项目的政策性补助
减：营业外支出	1.85	4.71	154.96	
四、利润总额	348.51	352.31	1.09	同上
减：所得税	64.60	132.04	104.41	本期公司所得税率上升
五、净利润	283.91	220.27	-22.42	同上
减：少数股东损益	53.90	50.32	-6.64	本期公司收益中少数股东权益占比下降
归属母公司净利润	230.01	169.94	-26.11	同上
六、每股收益				同上
稀释每股收益(元)	0.22	0.16	-27.27	

资料来源：2013 年年报、2014 年年报、海通证券研究所

2014 年，公司实现商品房施工面积 169.34 万平，同比下降 12.66%。其中商品房新开工面积 42.32 万平，同比下降 43.57%。全年完成商品房销售面积 23.74 万平，销售额 25.41 亿元，同比分别下降 31.55% 和 8.83%。2014 年末，公司竣工在售、在建、拟建项目商品房总可售面积约 214 万平。其中：住宅约 193 万平，商业约 21 万平。

2014 年，公司旗下苏州乐园欢乐、水上、糖果、温泉及白马涧生态等五大世界及徐州乐园水上世界、糖果世界共接待游客总数约 318 万人次，实现营业收入 3.37 亿元。2014 年，公司增加大阳山及大小贡山旅游开发项目，其中大阳山项目涉及苏州高新区大阳山 24.6 平方公里内旅游资源开发、建设及运营，也为房地产主业储备后续开发资源。徐州彭城欢乐世界继水上世界后，糖果世界实现开园，酒店项目于 2015 年 5 月开业，首期房地产项目于 2015 年一季度实现交付并贡献收益。同期，公司新增大阳山植物园、文殊寺景区、阳山温泉度假酒店的专业化受托管理。

目前，公司酒店已运营 3 家，在建 3 家。2014 年，公司控股的高新污水公司完成污水处理量 5940 万吨，同比增长 8.77%，实现营业收入 1.20 亿元，同比增长 12.91%。

表 3 2014 年公司各项主营业务发展情况

分行业	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增 减 (%)	营业成本比上年增 减 (%)	毛利率比上年增减百 分点
商品房销售收入	2956.12	2287.15	22.63	14.60	12.63	增加 1.35 个百分点
房地产出租收入	106.09	41.43	60.95	2.29	-9.51	增加 5.09 个百分点
游乐服务收入	324.07	195.42	39.70	6.49	31.83	减少 11.59 个百分点
公用事业污水处理收入	118.63	85.16	28.22	13.16	6.4	增加 4.57 个百分点
工业品销售收入	49.47	45.45	8.13	-3.03	-4.33	增加 1.24 个百分点
基础设施开发收入	1.35	0.92	31.85	-99.42	-99.56	增加 21.62 个百分点

资料来源：公司 2014 年年报、海通证券研究所

2. 2014年4月，公司增资苏州乐园5.25亿元，同时收购徐州商旅：2014年4月，公司控股75%的苏州乐园公司（苏州乐园全部权益评估价8.74亿元，即2.90元/股）增资7亿元。其中，公司放弃增资权而引入战略投资者平安大华对苏州乐园增资5.25亿元，平安大华持股期限为三年，期间公司每年支付给平安大华8.5%固定收益、三年后原价收回全部苏州乐园股权。苏州乐园股东金宁国际将增资权让渡给苏高新集团，后者合计出资1.75亿元。增资实施后，苏州乐园注册资本增至7931.41万美元。其股权结构为：公司持股37.70%，金宁国际持股7.57%，苏高新集团持股17.43%，平安大华持股37.30%。2014年4月，公司同意苏州乐园收购徐州商旅100%股权，收购价以徐州商旅2013年底账面净资产6.92亿元为准。该议案需在苏州乐园增资议案实施后再行实施。我们认为，公司通过增资苏州乐园及由苏州乐园收购徐州商旅股权，将进一步整合旅游资源主体，增强旅游产业资本运作实力。

2014年8月，公司拟与生态旅游公司和通安资产经营公司共同出资设立苏州高新大阳山旅游开发有限公司。该项目公司注册资金1亿元（其中，公司出资5500万元，占55%股权），主要负责苏州高新区大阳山旅游项目的开发和整个大阳山24.6平方公里内旅游资源的统一经营、统一管理，项目共规划度假功能、乡野休闲、休闲娱乐和旅游集散四个功能区。我们认为，该举动有利于进一步落实公司的文化旅游地产的发展战略，增加产业间的协同效应；同时，这也将有利于公司后续获取相关土地开发资源。

2014年8月，公司与创投集团、福田金属、东京盛世利等其他投资方拟共同成立苏州高新融资租赁有限公司（暂定名）。该融资租赁公司经营期限为30年，经营范围为租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保以及经审批部门批准的其他业务。融资租赁公司注册资金3亿元，其中公司出资1.5亿元，持股50%。我们认为，这将推动公司的产业与金融有效结合，为公司的旅游、基础设施产业搭建创新融资平台。

2014年10月，公司控股84.94%的子公司新港公司拟以持有的天都商贸资产作价出资成立苏州天澜物业有限公司，天都商贸评估值为11.53亿元，项目公司注册资本为11.5亿元，公司全部以天都商贸资产（房产及土地）作价出资。天都商贸位于苏州市高新区长江路西、玉山路南，项目2011年竣工，由地上四层、地下两层的南北楼组成。项目总用地面积2.24万平，总建面12.14万平。其中：北楼出租给日本泉屋百货，南楼出租给苏州美罗商城。公司以天都商贸资产作价成立项目公司，是为了盘活公司存量资产，加快资产周转。

2014年11月12日，公司控股股东苏高新集团拟通过其全资子公司苏州高新区自来水有限公司吸收合并其持股75%的控股子公司苏州新区新宁自来水发展有限公司。吸收合并完成后，新宁自来水公司注销，新区自来水作为存续公司依法承继新宁自来水的债权债务。此前，公司持有新宁自来水25%股权，吸收合并完成后，新区自来水公司注册资本变更为67,478.29万元，苏高新集团持股88.28%；公司出资7908.46万元，持股11.72%。合并后，公司对新宁自来水投资收益财务核算从权益法变为成本法。

2014年11月22日，公司及公司控股股东苏高新集团对公司控股子公司苏州新港建设集团有限公司进行现金同比例增资，增资金额为27035.55万元，其中公司出资22964.00万元（占84.94%），苏高新集团出资4071.55万元（占15.06%）。公司及公司控股股东苏高新集团对公司控股子公司苏州高新污水处理有限公司进行现金同比例增资，增资金额为10000万元，其中公司出资7500万元（占75%），苏高新集团出资2500万元（占25%）。

2014年12月2日，公司拟以不低于115000万元价格公开挂牌的方式转让控股84.94%的子公司苏州新港建设集团有限公司持有的苏州市天澜物业有限公司100%股权。

2014年，公司投资的中新开发集团、江苏银行及金埔园林处于IPO上市进程中；发起设立的3.8亿元融联新兴产业基金已完成第二期出资，累计出资比例60%。作为国家发改委扶持的江苏省内第一支新兴产业创投计划参股基金，该基金目前累计完成8家企业、9050万元的投资。公司与境外融资机构东京盛世利租赁株式会社开展合作，设立了苏州高新福瑞融资租赁有限公司，实现产融协同发展。

截止报告期末，公司参股股权投资企业共10家，对外参股投资5.22亿元，2014年实现股权投资收益3391万元。

表 4 2014 年以来公司股权投资变动情况

公告时间	参股公司	变动前股份 份（万股）	变动前股份 比例（%）	变动后股份 （万股）	变动后股份 比例（%）	投资金额/转让 金额（万元）	投资盈亏 （万元）
2014-4-2	苏州乐园发展有限公司	—	75.00	—	37.70	52500	—
2014-4-2	苏州高新（徐州）商旅发展有限公司	—	0.00	—	75.00	69200	—
2014-8-22	苏州高新大阳山旅游开发有限公司	—	0.00	—	55.00	5500	—
2014-8-22	苏州高新融资租赁有限公司	—	0.00	—	50.00	15000	—
2014-10-27	苏州天澜物业有限公司	—	0.00	—	100.00	115278	—
2014-11-12	苏州新区新宁自来水发展有限公司	—	25.00	—	0.00	—	—
2014-11-12	苏州高新区自来水有限公司	—	0.00	—	11.72	—	—
2014-11-22	苏州新港建设集团有限公司	—	84.94	—	84.94	22964	—
2014-11-22	苏州高新污水处理有限公司	—	75.00	—	75.00	7500	—
2014-12-2	苏州市天澜物业有限公司	—	84.94	—	0.00	-115000	—
合计							

注：投资金额负值表示撤资。

资料来源：公司 2014.4.2 至 2014.12.2 公告、海通证券研究所

3. 2014 年 12 月，公司旗下苏州乐园部分土地将被收储，增厚 1.3 亿元净利润。2014 年 12 月 12 日，根据苏州市高新区城市规划调整，苏州高新区土地储备中心、苏州国家高新技术产业开发区管理委员会拟收储公司控股 75% 的子公司苏州乐园发展有限公司位于苏州高新区玉山路 158 号、160 号、162 号、166 号、168 号和长江路西、金山路南的两宗地块上合计 107.77 亩的国有土地及其附着物（包括房屋、设备等），其中前者收储面积为 33922.7 平方米（50.88 亩）；后者收储面积 37925.7 平方米（56.89 亩）。该地块分别为苏州乐园欢乐世界后场地块和水上世界部分地块，均为文体娱乐用地。本次两宗地块收购补偿总价为 32412.23 万元。

我们认为，此次土地收储预计将增加公司归属于母公司净利润 13000 万元。结合区域的规划调整以及产业转型，公司将进一步整合区域旅游资源，调整布局，做大旅游产业规模。

4. 2015 年 1 月，公司公告非公开发行股票预案（修订版），公司拟发行 4.35 亿股，发行价 3.39 元/股，募集资金 13 亿元。2014 年 1 月 23 日，公司第七届董事会第十三次会议审议通过非公开发行股票方案。本次发行对象为包括公司控股股东苏高新集团在内的不超过 10 家特定对象。发行股票数量不超过 3.83 亿股，其中控股股东苏高新集团认购数量为本次非公开发行股份总数的 40.57%。本次发行价格不低于 3.39 元/股。本次发行的募集资金总额不超过 13 亿元，扣除发行费用后将全部投入徐州“万悦城一期”、扬州“812 号地块”以及补充流动资金。目前该方案已经获得证监会批复核准。

表 5 苏州高新定向增发基本情况

序号	项目名称	预计总投资额（百万元）	募集资金拟投入金额（百万元）
1	徐州“万悦城一期”	1469.36	900.00
2	扬州“812 号地块”	1001.19	400.00
3	合计		1300.00

资料来源：苏州高新《2014 年度非公开发行股票预案》、海通证券研究所

徐州“万悦城一期”和扬州“812 号地块”项目情况如下：

表 6 苏州高新募投项目的基本情况

序号	项目名称	基本情况
1	项目名称	徐州“万悦城一期”
2	项目位置	位于徐州市泉山区三环南路以西南、玉带河以北，紧邻徐州乐园和云龙湖风景区，处于王长山和拉犁山之间。
3	项目开发期间	2013 年 7 月到 2015 年 6 月
4	项目基本情况	万悦城一期项目规划用地面积为 192,084 平方米，总建筑面积（含地下）359,933 平方米，容积率小于等于 1.05，规划户数约 1,306 户，地下停车位约 1,622 个。
5	项目投资总额（亿元）	14.69
6	项目市场前景	本项目位于徐州市泉山区，中抱云龙湖、云龙山，毗邻正在开发的徐州彭城欢乐世界，具有丰富的自然和人文景观资源，地理位置佳，距离 2011 年底开工建设的轻轨 1 号线始发站 2 公里路程，交通便利，发展潜力好。
1	项目名称	扬州“812 号地块”
2	项目位置	本项目位于扬州市广陵区，地块地址范围为：东至规划道路、南至连云路、西至联谊路、北至开发东路。
3	项目开发期间	2014 年 6 月到 2016 年 7 月
4	项目基本情况	公司于 2013 年 7 月竞得扬州“812 号地块”的国有建设用地使用权。本项目规划用地面积 69,287 平方米，总建筑面积（含地下）预计为 155,309 平方米，容积率小于等于 1.6，规划户数约 1,440 户，地下停车位约 977 个。
5	项目投资总额（亿元）	10.01
6	项目市场前景	本项目位于扬州楼市的东南板块，地块距扬州老城区、古运河、何园、1912 街区仅 1 公里，地理位置优越、人文气息丰富。本项目周边教育、医疗、商业等配套比较完善，育才小学（扬州最好的小学）、扬中高中、苏北医院（三级甲等医院）、文昌阁商业圈等均坐落于地块周边 3 公里范围内。

资料来源：苏州高新《2014 年度非公开发行股票预案》、海通证券研究所

上述两项目经济效益测算具体如下：

表 7 苏州高新募投项目经济效益测算

序号	项目名称	单位	指标
1	徐州“万悦城一期”		
2	总建筑面积	平米	359933.00
3	总销售收入	万元	223361.00
4	总投资	万元	146936.00
5	净利润	万元	36,565.00
6	项目投资净利润率	%	24.88
7	项目销售净利润率	%	16.37
1	扬州“812 号地块”		
2	总建筑面积	平米	155309.00
3	总销售收入	万元	129611.00
4	总投资	万元	100119.00
5	净利润	万元	14323.00
6	项目投资净利润率	%	14.31
7	项目销售净利润率	%	11.05

资料来源：苏州高新《2014 年度非公开发行股票预案》、海通证券研究所

5. 2015 年，公司计划施工面积 173 万平，新开工面积 28.25 万平。2015 年，公司商品房项目计划施工面积 172.87 万平，新开工面积 28.25 万平，重点计划开工商品房项目为苏州天之运、吴江天城、徐州万悦城等。旅游产业板块，重点

计划开发项目包括苏州大阳山温泉世界二期、大小贡山旅游项目以及徐州欢乐世界建设等，加快推进绿世界、顽皮世界项目年内落地。基础设施开发重点投入项目包括污水公司污泥处理二期工程、苏州实验中学原址重建代建项目等。

6. 投资建议：参股公司上市有望提速，维持“增持”评级。公司主要在苏高新区和徐州从事旅游地产开发，主要涉足开发、基础设施、旅游业和产业投资，并积极推动“开发+旅游+投资+环保”组合扩张和转型。**2013年，公司加快了刚需项目周转，强化文化旅游及酒店服务产业，徐州彭城乐园开始贡献业绩。而公司产业基金所投资的金埔园林、江苏银行等正加快上市进程。考虑到2014年公司计划完成合同销售面积45万平，我们预计公司2015、2016年EPS分别是0.25和0.33元，对应RNAV是6.60元。截至4月7日，公司收盘于8.08元，对应2015、2016年PE分别为32.32倍和24.48倍。公司参股多家苏州高新区内企业，多家企业正加快A股上市步伐，未来有望受益。我们认为公司属目前创新类园区标的（平均动态35XPE），考虑目前该主题处于持续升温阶段，给予公司2015年35XPE，对应目标价8.75元，维持对公司的“增持”评级。**

表8 创新类园区公司估值情况

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价(2015.4.3) (元/股)	EPS(元/股)		PE(倍)	
			2014E	2015E	2014E	2015E
南京高科	144.08	27.91	1.18	1.43	23.65	19.52
张江高科	315.16	20.35	0.28	0.37	72.68	55.00
市北高新	101.73	17.96	0.03	0.55	598.67	32.65
均值					231.67	35.72

注：表中上市公司EPS预测值来自海通预测。
资料来源：Wind资讯、海通证券研究所

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

损益表(单位: 百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业总收入	2972	2771	3393	3575	4060	4872
增长率(%)	-38.66	-6.75	22.45	5.34	13.57	20.02
营业成本	1841	1814	2560	2666	2642	3054
营业成本/销售收入(%)	61.96	65.47	75.45	74.31	65.09	62.67
毛利	1,131	957	833	918	1,417	1,819
毛利率(%)	38.0	34.5	24.5	25.7	34.9	37.3
营业税金及附加	-248	-305	-293	-224	-244	-292
营业税金及附加/销售收入(%)	8.3	11.0	8.6	6.3	6.0	6.0
营业费用	-160	-181	-180	-213	-244	-292
营业费用/销售收入(%)	5.4	6.5	5.3	6.0	6.0	6.0
管理费用	-163	-183	-174	-161	-223	-267
管理费用/销售收入(%)	5.5	6.6	5.1	4.5	5.5	5.5
息税前利润 (EBIT)	560	288	186	321	707	967
EBIT/销售收入(%)	18.8	10.4	5.5	9.0	17.4	19.8
财务费用	-117	-37	-113	-321	-255	-320
财务费用/销售收入(%)	3.9	1.4	3.3	9.0	6.3	6.6
资产减值损失	-17	-4	0	-16	-15	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	55	0
投资收益	16	22	89	36	40	44
投资收益/税前利润(%)	3.5	7.3	25.7	10.3	7.5	6.3
营业利润	441	268	163	20	532	692
营业利润率(%)	14.8	9.7	4.8	0.6	13.1	14.2
营业外收支	7	28	186	332	0	0
税前利润	448	296	349	352	532	692
利润率(%)	15	11	10	10	13	14
所得税	-121	-85	-65	-132	-160	-208
所得税率(%)	27	29	19	37	30	30
净利润	327	211	284	220	373	484
少数股东损益	69	28	54	50	106	138
归属于母公司的净利润	258	183	230	170	266	346
净利率(%)	9	7	7	5	7	7

现金流量表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
净利润	327	211	284	220	373	484
少数股东损益	0	0	0	0	106	78
非现金支出	151	158	172	186	27	47
非经营收益	132	6	57	85	186	225
营运资金变动	-2,074	-639	-1,444	-208	-377	-400
经营活动现金净流	-1464	-265	-931	283	315	435
资本开支	545	379	354	35	462	310
投资	-44	-79	264	22	230	255
其他	14	9	205	27	295	244
投资活动现金净流	-575	-449	115	14	63	189
股权募资	20	0	25	241	0	0
债权募资	1762	2156	2072	589	220	400
其他	-574	-965	-1,260	-1,273	-1,280	-1,349
筹资活动现金净流	1,208	1,192	838	-443	-860	-849
现金净流量	-831	478	21	-146	-482	-225

资料来源: 公司2011-2014年报、海通证券研究所

资产负债表(单位: 百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	726	1466	1742	1868	2159	3481
应收款项	168	270	281	202	388	687
存货	10514	11738	12867	14724	14789	15039
其他流动资产	213	384	552	750	455	670
流动资产	11621	13847	15443	17544	17792	17878
流动资产/总资产(%)	74.6	76.2	76.9	82.5	80.2	75.0
长期投资	1,846	1,859	1,899	884	1,847	1,847
固定资产	1,531	1,840	2,063	2,171	1,833	1,801
固定资产/总资产(%)	9.8	10.1	10.3	10.2	8.3	7.6
无形资产	488	495	562	557	532	525
非流动资产	3958	4320	4635	3711	4323	4284
非流动资产/总资产(%)	25.4	23.8	23.1	17.5	19.5	18.0
资产总计	15580	18167	20078	21255	22183	23831
短期借款	2670	6557	7349	7974	4395	4395
应付款项	3164	3438	3220	3343	9387	11078
其他流动负债	102	85	-29	30	45	-483
流动负债	6026	10185	10638	11431	13827	14989
长期贷款	3360	2231	4816	4729	2931	2931
其他长期负债	2404	1768	438	569	1362	1362
负债	11790	14184	15892	16729	18120	19283
普通股股东权益	3087	3250	3405	3506	3305	3651
少数股东权益	704	733	782	933	759	897
负债股东权益合计	15580	18167	20078	21255	22183	23831

比率分析

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
每股指标(元)						
每股收益	0.24	0.17	0.22	0.16	0.25	0.33
每股净资产	2.92	3.07	3.22	3.31	3.12	3.45
每股经营现金净流	-1.38	-0.25	-0.88	0.27	-0.46	1.74
每股股利	0.04	0.05	0.07	0.00	0.00	0.00
回报率(%)						
净资产收益率	8.4	5.6	6.8	4.8	8.1	9.5
总资产收益率	1.7	1.0	1.1	0.8	1.2	1.5
投入资本收益率	4.9	2.0	1.2	1.3	5.9	9.0
增长率(%)						
营业总收入增长率	-38.7	-6.8	22.4	5.3	13.6	20.0
EBIT增长率	-0.5	-48.6	-35.4	72.6	120.7	36.6
净利润增长率	-17.5	-29.2	25.8	-26.1	56.6	30.0
总资产增长率	12.2	16.6	10.5	5.4	59.7	7.4
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	20.4	35.2	38.7	0.0	34.6	51.2
存货周转天数	976.5	1,238.4	251.5	-1,000.0	1,592.2	1,133.4
应付账款周转天数	703.9	954.4	655.5	0.0	874.6	701.0
固定资产周转天数	138.6	173.2	152.5	155.7	108.8	103.2
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	166.1	207.6	253.6	255.1	151.5	106.3
EBIT利息保障倍数(倍)	4.8	7.7	1.6	1.0	2.8	3.0
资产负债率	75.7	78.1	79.1	79.0	81.7	80.9

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、张江高科（600895.SH）、陆家嘴（600663.SH）、浦东金桥（600639.SH）、南京高科（600064.SH）、苏州高新（600736.SH）、天津松江（600225.SH）和外高桥（600648.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。