

投资评级 **买入** 维持

销售结转大幅增长推升业绩高增长

股票数据

6个月内目标价(元)	15.50
10月28日收盘价(元)	9.27
52周股价波动(元)	7.95-11.95
总股本/流通A股(百万股)	1194/1139
总市值/流通市值(百万元)	11143/10626

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	55.0	28.1	19.5
市净率	2.1	2.2	2.0
市销率	3.24	1.92	1.57
EV/EBITDA	-718.3	32.5	22.7
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《房产结转和股权投资收益推动业绩劲升》

2016.08.16

《房产销售结转和土地收储推升业绩》

2016.04.27

《业绩稳定，定增推进创投发展》2016.03.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.6	-5.4	-1.3
相对涨幅(%)	-5.8	-6.5	-5.2

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **事件。**前三季度，公司实现营业收入 49.3 亿元，同比增加 177.0%；归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元，同比增加 336.4%；实现基本每股收益 0.24 元。
- **2016 年前三季度，受销售推动结转大幅增加，公司营收增加 177%；受费用水平下降推动，净利润增速扩大至 336%。**2016 年第三季度末，公司未开工的权益土地面积 49.01 万平，权益计容建筑面积不超过 113.51 万平。2016 年第三季度，公司实现签约面积 14.74 万平，同比增长 498.11%，实现签约金额 113,412.66 万元，同比增长 624.39%。截至 2016 年 9 月 30 日，公司房地产出租面积为 9.38 万平，2016 年第三季度取得租金收入 430.72 万元。
- **2016 年 8 月，公司参股大盛银行 15% 的股权。2016 年 9 月，公司 2 亿元增资参股苏高新创投集团 14.97%。**2016 年 7 月，公司与北控水务集团签署了《战略合作框架协议》。2016 年 9 月，公司竞得苏州建筑面积 4.22 万平的综合用地。2016 年，公司计划施工面积 171.55 万平，上半年实际施工面积 119.56 万平；全年计划新开工面积 129.10 万平，上半年实际新开工面积 55.60 万平。2016 年 10 月，公司拟转让徐州苏科 49% 股权。
- **投资建议。**参股公司上市有望提速，维持“买入”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。公司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等正加快上市进程。我们预计公司 2016、2017 年 EPS 分别是 0.31 和 0.45 元，对应 RNAV 是 6.60 元。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（**2016 年平均动态 57XPE**），考虑目前该主题处于持续升温阶段，给予公司 2016 年 50XPE，对应目标价 15.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业面临加息和政策调控两大风险。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3574.59	3250.72	5473.08	6697.73	9556.80
(+/-)YoY(%)	5.34%	-9.06%	68.37%	22.38%	42.69%
净利润(百万元)	169.94	191.42	418.39	602.74	1101.36
(+/-)YoY(%)	-26.11%	12.63%	118.58%	44.06%	82.73%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.16	0.31	0.45	0.83
毛利率(%)	25.69%	14.85%	34.93%	36.83%	44.41%
净资产收益率(%)	4.85%	3.88%	7.83%	10.13%	15.62%

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师：涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tlf5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师：谢益

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

事件：前三季度，公司实现营业收入 49.3 亿元，同比增加 177.0%；归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元，同比增加 336.4%；实现基本每股收益 0.24 元。

点评：

2016 年前三季度，受销售推动结转大幅增加，公司营收增加 177%；受费用水平下降推动，净利润增速扩大至 336%。2016 年前三季度，公司房产销售大增推动结转大幅增加，这使得报告期内公司实现营业收入 49.3 亿元，同比增加 177.0%；报告期内公司费用水平下降，这使得公司实现净利润 2.92 亿元，同比增加 336.4%。

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

(%)	1-3Q15	1-3Q16	Ppt	2015	海通分析
毛利率	21.94	21.90	-0.04	14.85	
净利率	3.76	5.93	2.17	5.89	
资产负债率	73.91	67.27	-6.64	70.79	本期公司负债水平下降
有息负债率	70.00	58.23	-11.77	67.82	
三项费用占收入比	27.49	11.50	-15.99	21.05	本期公司费用水平下降
ROE	1.79	7.26	5.46	5.04	本期公司销售结转增加

(百万元)	1-3Q15	1-3Q16	YOY%	2015	海通分析
总资产	21397.99	20353.67	-4.88	20242.59	本期公司净资产规模增加
净资产	4804.40	5191.63	8.06	4928.69	
货币现金	2729.00	1567.13	-42.58	1783.21	本期公司销售结转增加
预收账款	835.88	1839.71	120.09	600.78	
一年内到期的非流动负债	1390.54	1576.50	13.37	2342.15	本期公司销售回笼资金大幅度增加
经营活动现金流净额	-1075.83	4064.13	—	1.03	

资料来源：2015 年 3 季报、2016 年 3 季报、海通证券研究所

2016 年第三季度末，公司未开工的权益土地面积 49.01 万平，权益计容建筑面积不超过 113.51 万平。2016 年第三季度，公司实现签约面积 14.74 万平，同比增长 498.11%，实现签约金额 113,412.66 万元，同比增长 624.39%。截至 2016 年 9 月 30 日，公司房地产出租面积为 9.38 万平，2016 年第三季度取得租金收入 430.72 万元。

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	1-3Q15	1-3Q16	YOY%	海通分析
一、营业总收入	1779.42	4928.54	176.97	本期公司销售增加推动结转大幅度增加
二、营业总成本	2087.45	4774.38	128.72	
营业成本	1389.03	3849.32	177.12	同上
营业税金及附加	115.39	341.20	195.70	同上
销售费用	125.37	165.97	32.39	本期公司销售支出增加
管理费用	134.37	127.73	-4.94	
财务费用	229.42	272.92	18.96	
资产减值损失	93.88	17.25	-81.63	
投资净收益	178.32	229.34	28.61	本期公司参股企业投资收益增加
三、营业利润	-129.71	383.50	—	本期公司销售结转大增使得营业利润大幅增加
加：营业外收入	280.77	192.54	-31.42	本期政府收储子公司苏州乐园部分经营用地减少
减：营业外支出	4.49	5.13	14.20	
四、利润总额	146.56	570.90	289.53	同上
减：所得税	96.60	195.74	102.62	
五、净利润	49.96	375.17	650.92	同上
减：少数股东损益	-17.00	82.93	—	
归属母公司净利润	66.97	292.24	336.40	同上
六、每股收益				同上
稀释每股收益(元)	0.06	0.24	308.51	

资料来源：2015年3季报、2016年3季报、海通证券研究所

2016年8月，公司参股大盛银行15%的股权。2016年8月16日，公司公告称，公司拟以现金出资认缴750万美元，参与设立中华大盛银行股份有限公司（拼音缩写DSB；英文名Bank of Dasheng China，简称Bank of Dasheng（缩写为BOD）），公司认缴金额占比15%。大盛银行总行拟设在坦桑尼亚达累斯萨拉姆，资本金初设5000万美元，后续根据实际情况可以增资。本次参股投资中华大盛银行股份有限公司项目以取得坦桑尼亚央行筹建批复为实施前提。该银行行定位：多功能银行定位，立足实体经济，面向中资华资和城乡居民，紧密围绕中资在坦桑尼亚公司、当地华人企业及当地和中国有经贸往来的企业开展公司业务。我们认为，坦桑尼亚作为非洲重要经济体，随着中国“一带一路”发展战略，中坦之间经济合作日趋紧密。公司参股投资大盛银行有利于把握“一带一路”国家发展战略的重要机遇。

表 3 2016年三季度以来公司股权投资变动情况

公告时间	相关公司	变动前股份 (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 (万元)	投资盈亏 (亿元)
2016-8-16	中华大盛银行股份有限公司	—	0.00	—	15.00	5000 万美元	
2016-9-15	苏州高新创业投资集团有限公司	—	0.00	—	14.97	20000	
合计							

注：投资金额中负号标识撤资。

资料来源：2016.1.19-2016.9.15日公司公告、海通证券研究所

2016年9月，公司2亿元增资参股苏高新创投集团14.97%。2016年9月15日，公司公告称，公司对苏州高新创业投资集团有限公司现金增资20,000万元取得其14.97%股权。2015年9月30日，苏州高新创业投资集团有限公司净资产账面价值为91,661.74万元，评估价值为113,621.53万元，本次增资以该评估价值作价，即以1.42元出资额为对价，出资金额20,000万元中14,084.51万元计入苏高新创投的注册资本，其余部分计入资本公积。增资完成后，苏高新创投注册资本由80,000万元增至94,084.51万元。苏高新创投是一家集合各类股权投资基金、综合金融服务平台和金融服务业建设为一体的科技金融服务集团。其主营业务主要分为三大板块：（1）包括天使基金、VC基金、PE基金、产业基金等覆盖企业成长不同阶段的股权投资业务；（2）包括融资担保、小额贷款、商业保理、一站式服务中心、融资租赁等的综合金融平台业务；（3）与全国中小企业股份转让系统合作的“太湖金谷”第三方服务机构为引领的金融服务业建设。

我们认为，这将有助于优化公司产业结构、稳步提升公司金融业务比重，推进公司金融产业延伸。

表 4 增资前后苏高新创投股权结构变动表

股东名称	增资前		本次增资（万元）	增资后	
	出资（万元）	股权比例		出资（万元）	股权比例
苏高新集团	52000.00	0.65	0.00	52000.00	55.27%
国资公司	28000.00	0.35	0.00	28000.00	29.76%
苏州高新	0.00	0.00	14084.51	14084.51	14.97%
合计	80000.00	1.00	14084.51	94084.51	100.00%

资料来源：2016.9.15 日公司对苏州高新创业投资集团有限公司进行现金增资公告、海通证券研究所

2016 年 10 月，公司拟转让徐州苏科 49% 股权。2016 年 10 月 28 日，公司公告称，公司全资子公司苏州高新（徐州）投资发展有限公司拟转让徐州苏科置业有限公司 49% 股权，并以徐州苏科净资产评估价值 10,063.96 万元为作价依据、按照股权比例以不低于 4,931.34 万元的价格在徐州产权交易所进行公开挂牌。徐州苏科注册资本为人民币 10,000 万元，流动资产评估增值 5,473.58 万元，主要是因徐州苏科的存货——开发成本中的面积为 49,448.3 平米宗地评估增值。目前徐州苏科主要负责开发位于徐州市三环南路西南侧、玉带河西侧，宗地面积 49,448.3 平米（合 74.17 亩）的存量地块 D-1，拟开发的项目名称“彭城欢乐世界·万悦城四期 D-1 项目”，是公司旅游地产项目配套的住宅项目之一。公司拟通过转让徐州苏科部分股权的方式，与有实力的品牌房地产开发商合作开发该地块，进一步提升市场竞争力和对万悦城存量项目的带动。本次股权出让预计对上市公司形成约 2000 万元的税后收益。

2016 年 7 月，公司与北控水务集团签署了《战略合作框架协议》。2016 年 7 月 16 日，公司公告称，公司与北控水务集团有限公司签署了《战略合作框架协议》。框架协议的主要内容：双方拟合作事项范围包括但不限于：1、双方共同开展城镇水务（原水、自来水、污水、中水回用）、污泥处置、水环境综合开发治理、固体废物资源化利用、危险废弃物处置、海绵城市等业务，采取科学有效的方式推进。2、双方积极推进、共同合作参与环保行业内企业的混合所有制改革、企业收购、并购业务。3、双方就企业技术、运营、管理与人才等方面加强交流学习，共同发展。

2016 年 9 月，公司竞得苏州建筑面积 4.22 万平的综合用地。2016 年 9 月 24 日，公司公告称，公司竞得编号为苏地 2016-WG-68 号宗地土地使用权，该地块位于苏州市高新区镇湖街道大贡山，土地面积 49,597 平米，土地用途为住宿餐饮（旅馆）用地，容积率 ≤ 0.85，建筑密度 ≤ 50%。该地块成交总价为 6944 万元，按最大容积率计算可建建筑面积为 42,157.45 平米。

表 5 2016 年三季度以来公司土地储备变更情况

时间	地区	项目名称	转让/购买	用地性质	公司权益 (%)	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地成本/转让价 (亿元)
2016-9-24	苏州	苏地 2016-WG-68 号宗地	购买	综合	100.00	4.96	4.22	4.22	0.69

资料来源：2016.9.24 日公司获得土地公告、海通证券研究所

2016 年，公司计划施工面积 171.55 万平，上半年实际施工面积 119.56 万平；全年计划新开工面积 129.10 万平，上半年实际新开工面积 55.60 万平。

投资建议：参股公司上市有望提速，维持“买入”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。公司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等正加快上市进程。我们预计公司 2016、2017 年 EPS 分别是 0.31 和 0.45 元，对应 RNAV 是 6.60 元。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（2016 年平均动态 57XPE），考虑目前该主题处于持续升温阶段，给予公司 2016 年 50XPE，对应目标价 15.5 元，维持“买入”评级。

表 6 创新类园区公司估值情况

公司名称	收盘价(2016.10.27) (元/股)	EPS(元/股)		PE (倍)	
		2016E	2017E	2016E	2017E
市北高新	20.50	0.31	0.39	66.13	52.56
张江高科	18.51	0.39	0.48	47.46	38.56
均值				56.80	45.56

注：表中市北高新和张江高科业绩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。

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： 荣盛发展,浦东金桥,海航基础,黑牡丹,中国国贸,顺发恒业,中国恒大,新湖中宝,*ST 亚星,*ST 中企,空港股份,福星股份,绵世股份,天健集团,格力地产,中华企业,金科股份,天业股份,万通地产,莱茵体育,平潭发展,万业企业,中洲控股,北京城建,金融街,彩生活,招商蛇口,华发股份,京汉股份,金地集团,青岛金王,张江高科,北辰实业,栖霞建设,鲁商置业,南国置业,华联控股,万里股份,天保基建,宋都股份,外高桥,天房发展,亚通股份,华鑫股份,大名城,首开股份,保利地产,华夏幸福,中南建设,陆家嘴,新城控股,万科 A,恒大地产,苏宁环球,上海临港,天津松江,嘉宝集团,广东明珠,阳光城,滨江集团,中路股份,大港股份,苏州高新,市北高新,泰禾集团,南京高科,世联行,银润投资,城投控股

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	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；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	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。