

苏州高新(600736)

多因素驱动未来业绩增长,关注宁沪城铁通车的积极影响

——2009 中报点评

孙建平 李署
021-38676316 021-38676911
sunjianping@gtjas.com Lishu007581@gtjas.com

本报告导读: 大股东资源优势、城际铁路通车、股权投资等是看点。

投资要点:

- 中期业绩下降。1H09 实现营业收入 8.62 亿元,净利润 0.59 亿元,分别同比下降 29.2% 和 32.5%, 0.07 元基本 EPS。不分配不转增。
- 淡出低毛利动迁房业务。1H09 结转面积 27.5 万平米,结转收入 7.6 亿元,分别同比下降 46% 和 30%。其中动迁房 16.9 万平米,收入 3.3 亿元,分别同比下降 67% 和 55%,动迁房占地产收入比重从 1H08 的 66% 下降至 43%;商品房 8.9 万平米,收入 4.25 亿元,分别同比增长 28% 和 15%。动迁房业务的淡出提升毛利率至 26%,同比上升 5 个百分点。
- 股权投资收益下降 78%,剔除该影响后的净利润同比下降 19%,未来优质股权投资收益仍可期待。投资 1.8 亿元低成本持有友邦华泰基金、江苏银行、东吴证券等金融股权以及拟上市中新 CSSD 股权,下半年公司将退出福田粉末项目,预计投资收益 550 万元。
- 负债水平偏高,10 亿元债券融资获批。资产负债率 73%,扣除预售房款后的真实负债率 64%,净负债率同比下降 45 个百分点到 111.7%,偏高。
- 地产销售成倍增长,去库存化效果明显,预售房款多。1H09 商品房销售面积 24 万平米,销售收入 13 亿元,分别同比增长 232% 和 225%。预售房款 10.6 亿,占 1H09 收入的 123% 和 35%,业绩保障性强。
- 拥有低价项目储备 223 万平米,权益建面 182 万平米,其中苏州新区占 90%,商业 62 万平米。销售项目平均毛利率约 30-45%,土地储备楼面价 2206 元/平米(含狮山广场和金粉厂),相对较低;在租商业 19 万平米。
- 公开资料显示大股东参与到期 10 倍后的高新区城区土地开发;公司拟利用苏州乐园品牌探索“旅游+地产”的协同效应,拓展房地产空间。
- 预计 09-11 年的 EPS 分别为 0.3、0.49 和 0.65 元,房地产 RNAV 值 6.9 元;金融、实业投资和基础设施主业重估价值 4.81 元,合计 11.7 元 RNAV。
- 沪宁城际铁路将 10 年 7 月通车,公司项目毗邻苏州境内主要站点,房价提升空间大。若房价上涨 5%-20%,10 年 EPS 将上升到 0.55-0.74 元。
- 目前主流公司 10 年 PE 在 22-25 倍,RNAV 溢价 30-35%。公司是区域性房地产公司,开发与出租业务兼具;基础设施产业现金流稳定、可支撑房地产资源优势;未来业绩触发因素多,弹性大。给予公司 10 年 25 倍 PE、RNAV 溢价 30%,综合得公司目标价 13 元,维持增持评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2633	3057	3292	3517	4137
(+/-)%	27%	16%	8%	7%	18%
经营利润(EBIT)	334	346	431	704	1011
(+/-)%	46%	4%	24%	63%	44%
净利润	222	205	267	433	573
(+/-)%	43%	-8%	30%	62%	32%
每股净收益(元)	0.45	0.23	0.30	0.49	0.65
每股股利(元)	0.02	0.09	0.09	0.15	0.20

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	14%	11%	13%	20%	24%
市盈率	16.2	31.6	24.3	15.0	11.3
股息率(%)	0%	1%	1%	2%	3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格: ¥13.00
上次预测: ¥13.00
当前价格: ¥7.36
2009.08.17

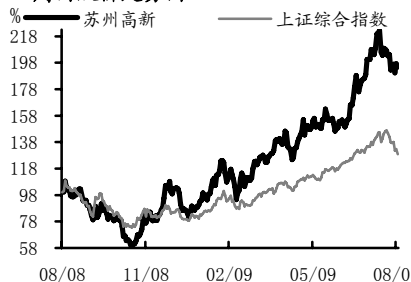
交易数据

52 周内股价区间(元)	2.11 ~ 8.55
总市值(百万元)	6,488
总股本/流通 A 股(百万股)	882/855
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.97
日均成交量(百万股)	16.9
日均成交值(百万元)	87.5

资产负债表摘要(06/09)

股东权益(百万元)	2522.2
每股净资产	2.86
市净率	2.57
资产负债率	73%

52 周内股价走势图



相关报告

调研报告《苏州高新: 关注公司和大股东在高新区的地产资源优势》, 2009.7.27
《地产周报第 43 期(8.3-8.9)——销量环比开始改善, 坚持推荐房地产行业》, 2009.8.12
《国泰君安地产周报第 42 期(7.27-8.02)——房地产投资复苏很关键》, 2009.8.3
行业事件快评《1-7 月全国房地产开发投资数据点评》, 2009.8.11
行业事件快评《房地产行业趋势不变, 调整是买入机会》, 2009.7.31
《更上一层楼——2009 年下半年投资策略》, 2009.6.18
《行业事件快评: 政府研究开征物业税点评》, 2009.5.26
《行业趋势: 期待多云转晴——2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT, 2009.4.1
《房地产: 春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》, 2009.3.3
《国泰君安地产双周报》第 1-40, 2008.1-2009.8
《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》, 2008.12.05

表 1: 淡出动迁房业务, 毛利率水平明显提升

项目	2006A	2007A	2008A	1H2008	1H2009
营业收入增长率	29.3%	26.6%	16.1%	-2.7%	-29.2%
净利润增长率	8.7%	43.0%	-7.6%	4.7%	-32.5%
毛利率	23.7%	26.5%	23.8%	20.8%	26.1%
ROE	9.1%	9.5%	8.1%	3.6%	2.3%
三项费用率	7.2%	8.9%	7.7%	7.4%	10.0%
净利率	7.5%	8.4%	6.7%	7.2%	6.9%
存货周转率	0.40	0.38	0.39	0.16	0.10

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券销售交易总部

表 2: 负债水平略显偏高 (单位: 百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	1H2008	1H2009
现金	707.9	828.4	1103.6	514.7	2521.8
每股经营性净现金流	1.19	-0.86	-0.62	-0.7	0.52
预售房款	613.0	1357.5	566.6	1503.4	1061.0
银行借款	3137.3	3784.0	4490.3	4315.9	5340.0
银行借款/负债	53.1%	54.6%	63.8%	60.7%	62.7%
速动比率	0.43	0.37	0.42	0.41	0.51
资产负债率	74.5%	72.0%	70.4%	71.6%	73.2%
真实资产负债率	66.7%	57.9%	64.7%	56.5%	64.1%
净负债率	141.7%	125.8%	133.2%	156.7%	111.7%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券销售交易总部

图1 苏州一手房成交量: 复苏很快

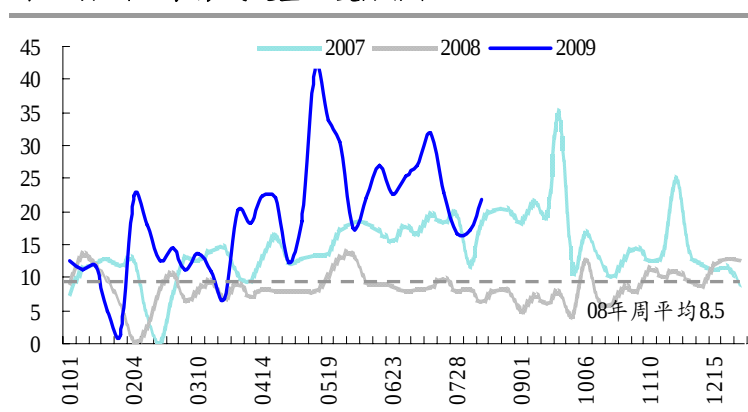
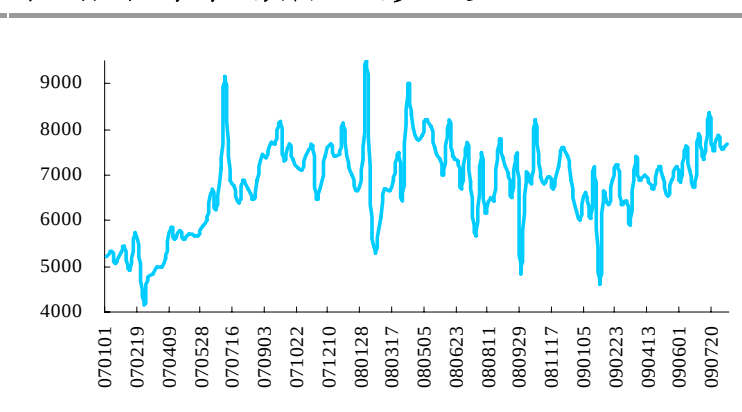


图2 苏州一手商品房价格: 逐步回暖



数据来源: 国泰君安证券房地产双周报第 44 期 (2009.8.17)

表 4: 公司现有地产项目储备情况 (单位: 万平米, 元/平米)

开发主体	项目名称	类型	状态	权益	占地面积	剩余可售/规划建面	权益可售/规划建面	销售均价	毛利率
新港	名尚花园	公寓	在建	84.94%	0.88	1.64	1.39	9000	28%
	名墅花园	公寓	在建	84.94%	14.61	6.96	5.91	4800	24%
	名墅东苑	别墅	在建	84.94%	11.4	5	4.25	6000	30%
	天都花园	公寓	在建	84.94%	22.56	19	16.14	---	---
	天都商贸	商业	在建	84.94%		18.95	16.1	---	---
	扬州名兴二期	住宅	在建	84.94%	7.18	14.5	12.32	4080	68%
	扬州第 361 号地	居住	待建	84.94%	5.21	9.9	8.41		44%
新创	理想城三期	公寓	在建	100%	30.55	15.92	15.92	5000	29%
	大河山	别墅/公寓	在建	100%	16.35	14.43	14.43	多层 6800 别墅 9000	19%
	苏州乐园门口商铺	商业	运营	100%		2.00	2.00		---
	苏地 2007-B-83	居住/商业	待建	100%	8.6	8.6	8.6		33%
	苏地 2005-B-38	商业	待建	100%	1.72	2.58	2.58		43%
永新	东湖林语(三期)	公寓	在建	80.05%	11.8	8	6.4	6500	27%
	水秀坊	高层/别墅	在建	80.05%	12.48	12.11	9.69	高层 5500 别墅 7500	55%
	锦绣坊	别墅	在建	80.05%	3	2.48	1.99	7500	27%
	文昌花园	商住	在建	80.05%	7.76	13.67	10.94	5000	44%
	苏地 2006-B-41	居住	待建	80.05%	8.24	10.71	8.57	---	49%
	苏地 2006-G-49	商业宾馆	待建	80.05%	1.55	2.33	1.87	---	38%
	苏地 2006-G-96	商业	待建	80.05%	2.16	4.32	3.46	---	46%
	苏地 2007-B-82	居住	待建	80.05%	8.67	6.94	5.56	---	40%
	苏地 2007-B-89	居住	待建	80.05%	4	3.2	2.56	---	38%
	文昌花园商业	商业	运营	80.05%		3.70	2.96	---	
	永新苏地 06-G-98	商业	待建	80.05%		0.68	0.55	---	
	永华苏地 2009-G-18	住宅	待建	40.83%	5.24	7.86	3.21		
商旅	青山宾馆	商业	待建	54%	4.69	2.35	1.27	---	44%
	狮山广场	商业	待建	54%	4.7	20	10.8	---	50%
金粉厂	原老厂地块	商业	待建	83.16%	2.5	2.40	2.00	---	58%
	乐购超市	商业	运营	83.16%		2.50	2.08	---	
总计					195.85	222.73	181.96		

注: 永华苏地 2009-G-18 由苏州永华持有, 永华由子公司永新与华通开发建设有限公司共同投资设立, 永新持有 51%权益。

数据来源: 国泰君安调研报告《苏州高新: 关注公司和大股东在高新区的地产资源优势》, 2009.7.27。

表 4: 公司主要股权投资情况 (万元, 万股)

	业务	初始投资	持股数	单位成本	持股比例	2008 年投资收益	备注
AB 股份	工业贸易	1000	1000	1.00	20%	60	
中新开发 (CSSD)	服务业	8245	6745	1.22	5%	682	IPO 材料上报
友邦华泰基金	金融	400	400	1.00	2%		
江苏银行	金融	7170	6686	1.07	0.91%	535	计划 IPO
东吴证券	金融	1500	500	3.00	0.33%		计划 IPO
总计		18315	15331				

数据来源：国泰君安调研报告《苏州高新：关注公司和大股东在高新区的地产资源优势》，2009.7.27

表 5：09、10 和 11 年商品房结算情况（万平米，百万元，元/平米）

项目名称	09E 结算				10E 结算				11E 结算			
	面积	均价	收入	毛利率	面积	均价	收入	毛利率	面积	均价	收入	毛利率
名尚花园	1.64	9000	147.60	28%		9450						
名墅花园	4.96	4800	238.08	24%	2.00	5040	100.8	28%				
名墅东苑	4.00	6000	240.00	30%	1.00	6300	63	33%				
天都花园					1.20	16000	192	47%	5.50	16000	880	47%
天都商贸									1.10	25000	275	79%
扬州名兴二期	5.00	4080	204.00	68%	5.50	4080	224.4	68%	4.00	4284	171.36	69%
理想城三期	5.92	5000	296.00	29%	6.00	5000	300	29%	4.00	5250	210	32%
大河山	6.43	9000	578.70	19%	5.00	9450	472.5	23%	3.00	9450	283.5	23%
东湖林语三期									8.00	6825	546	31%
水秀坊					6.00	7000	420	58%	6.11	7350	449.085	60%
锦绣坊	1.48	7500	111.00	27%	1.00	7500	75	27%				
文昌花园	5.67	5000	283.50	44%	8.00	5000	400	44%				
总计	35.10		2098.88		35.70		2247.70		31.71		2814.95	

数据来源：国泰君安调研报告《苏州高新：关注公司和大股东在高新区的地产资源优势》，2009.7.27，国泰君安证券销售交易总部

表 6：房价上涨对公司 10 年业绩影响敏感性分析（单位：元/股）

时间	房价涨幅						
	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
EPS 2010	0.36	0.42	0.49	0.55	0.62	0.68	0.74

数据来源：国泰君安证券销售交易总部测算，EPS 中包含 10 年 0.08 元的非房地产业务。

附：沪宁城际铁路简介（网络资料汇编）

1、铁路概况

沪宁城际铁路是“长三角地区城际轨道交通网规划”中的网络主轴之一，线路全长 297 公里，其中江苏境内长 269 公里，总投资约 422 亿元。工程于 2008 年 7 月 1 日动工，计划于 2010 年 7 月上海世博会前建成通车。到 2010 年 3 月底，沪宁城际铁路的苏州工业园区站、苏州新区站、阳澄湖站、昆山花桥站等主要站点建设将完成施工。

沪宁城际铁路建成后，预计列车时速可达 300 公里以上。届时，从上海至南京，

一般 75 分钟就能到达。由于旅客列车班次最小间隔时间只有 3 分钟，届时沪宁线的上海、苏州、无锡、常州、镇江、南京等城市之间将实现火车公交化。

2、站点设置

沪宁城际铁路全线共穿越 6 个城市，沿线火车站将设置 27 个！如此密集的站台设置。初期将先建成 20 个站，也就是平均每 15 公里一个站，分别是南京、仙西、栖霞、宝华（或龙潭）、镇江、丹阳、常州、戚墅堰、洛社、无锡、无锡新区、苏州新区、苏州、苏州工业园、昆山南、陆家浜、安亭、南翔、上海西和上海。



3、苏州段站点设置及建设情况

沪宁城际铁路在苏州境内共设置新区站、苏州站、园区站、阳澄湖站、昆山站和花桥站 6 个站点。目前沪宁城际铁路苏州段苏州段主线房屋全部拆迁完毕，梁场、拌和站和便道全部建成，完成钻孔桩近 2 万根，打造承台 2100 个，建设墩身 2090 个，均占苏州段总量的 96% 以上。预计 2010 年 3 月底完成整个站房和雨篷的建设，包括站房内部的装修将一并完成，进入铁路以及站房电气化施工建设。

新区站：目前站房、广场以及站前道路进入施工图设计和基础施工阶段。站前广场总面积达 15 万平方米，施工工程包括“两路、两场、一广场”，即金桥路、浒莲路两条道路，社会车辆和公交车停车场两个停车场，一个景观广场。新区站站前广场将于 2009 年 10 月初开工建设，明年 6 月底前完工。

园区站：目前，园区站房地面和地下的配套工程正在同时开工建设。园区站设计高峰每小时客流量达到 9600 人次，为沪宁城际铁路线上设计客流量第三大的站点和苏州段上最大的站点。从远期来看，园区站点将是长三角区域城际铁路换乘枢纽，还将承担沪宁城际铁路与常苏嘉城际铁路的换乘功能。该站房的配套工程总建筑面积达 33000 平方米，包括出站地下空间、高架进站平台及站前地面广场。

昆山站：目前，昆山站已经完成周边路网规划设计，沪宁城际铁路和京沪高铁站房下方的地下一层换乘通道和地下二层轨道区间通道也在施工过程中。昆山站是

沪宁城际铁路和京沪高铁“合二为一”的车站，两条铁路在昆山“并肩前行”。由于是二站合一的车站，昆山站比其他车站要大上一倍，除了两条主线以外，还有 10 条副线，也就是上下车的到发线路。到发线跟主线是平行错开的，线路所对应的是乘车站台，10 条到发线分别位于京沪高铁和沪宁城际铁路的南北两侧，京沪高铁主线北侧设置 5 条到发线，沪宁城际铁路南侧设置 5 条到发线，而这两条主线路位于中间。

附表：公司损益表及其预测(单位：百万元，百万股)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1609.3	2080.3	2632.9	3056.8	3291.6	3516.7	4137.1
营业收入	1609.3	2080.3	2632.9	3056.8	3291.6	3516.7	4137.1
二、营业总成本	1389.0	1864.2	2338.3	2765.9	2913.8	2872.3	3194.6
营业成本	1140.6	1586.7	1936.3	2330.8	2429.8	2364.2	2591.6
营业税金及附加	90.7	126.9	165.1	197.4	209.5	225.5	264.3
销售费用	41.8	74.8	123.1	78.6	119.3	108.9	139.0
管理费用	62.1	64.2	74.7	103.6	102.4	114.3	131.6
财务费用	53.8	11.4	37.7	54.3	52.8	59.4	68.1
资产减值损失	0.0	0.3	1.4	1.3	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益							
投资净收益	14.4	41.2	78.3	36.1	39.7	43.7	48.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益							
四、营业利润	237.5	257.3	372.9	327.0	417.4	688.1	990.6
加：营业外收入	0.3	5.9	7.9	6.7	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	1.1	1.0	18.9	2.9	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	236.6	262.3	362.0	330.9	417.4	688.1	990.6
减：所得税	77.8	84.4	107.0	84.6	104.4	172.0	247.6
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	158.8	177.9	255.0	246.2	313.1	516.1	742.9
减：少数股东损益	15.7	22.5	32.7	41.0	46.4	83.3	169.7
归属于母公司所有者的净利润	143.0	155.5	222.3	205.3	266.7	432.8	573.2
股本	457.5	457.5	489.8	881.6	881.6	881.6	881.6
EPS	0.31	0.34	0.45	0.23	0.30	0.49	0.65
主营收入增长率	-0.3%	29.3%	26.6%	16.1%	7.7%	6.8%	17.6%
净利润增长率	10.2%	8.7%	43.0%	-7.6%	29.9%	62.3%	32.5%
毛利率	29.1%	23.7%	26.5%	23.8%	26.2%	32.8%	37.4%
三项费用率	9.8%	7.2%	8.9%	7.7%	8.3%	8.0%	8.2%
净利润率	8.9%	7.5%	8.4%	6.7%	8.1%	12.3%	13.9%

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券销售交易总部预测

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李晔: 工科硕士, 毕业于南京大学, 2008年7月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com