

投资评级

投资评级	买入
上次评级	首次评级
目标价格	12
当前市场价格	7.6

基础数据

总股本(百万股)	882
流通股(百万股)	858
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	65.2
每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	74.03

股价相对市场表现



数据来源: WIND

相关研究:

行业分析师

黄玉梅

021-68761616-8288

地址: 上海市福山路 500 号 26 楼
德邦证券有限责任公司

面临向上大转折机遇

公司评级: 买入

投资要点:

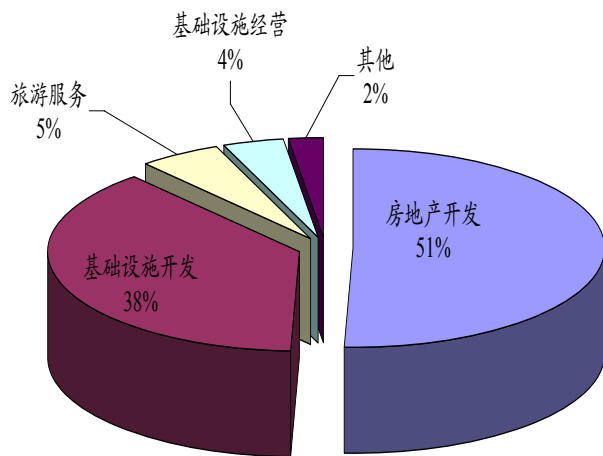
- 我们对苏州高新的判断是, 历史平稳的发展主要是参与了新区大量的动迁、代建项目, 降低了资产的营运能力。但随着新区的逐渐完善, 公司开发实力和经验的积累, 中长期(2010年及以后)则面临向上大转折机遇。
- 公司长期发展机遇体现在三大方面:
 - 苏州政府拟在太湖边开发“西部生态城”, 面积达45平方公里。苏州高新之母公司高新集团已经成立生态城开发公司, 未来上市公司有机会参与生态城的开发和建设。
 - 确定“旅游+地产”发展战略。近期增持苏州乐园股权至75%, 准备异地复制“苏州乐园+地产业务”模式, 目前处于项目洽谈中。
 - 参与一级土地开发, 类似云南城投模式, 通过与政府合资成立子公司, 参与城中村改造, 以及一级土地整理等模式, 加快土地储备。
- 公司中期(1年)将有大量的项目集中结算, 体现为业绩的加速释放。
 - 目前公司项目储备达340万m², 在建的130万m²主要在2009-2011年销售结算, 而且大部分项目分布在高铁站点、地铁站点附近, 将充分受益苏州房市的景气度。
 - 我们预计09年业绩同比持平, 一是由于今年动迁房面积同比大幅减少, 减少了营业收入; 二是上半年促销, 毛利相对有所牺牲。但是2010年随着房价的提升和结算面积的增加, 业绩将提升100%。
- 预计09-11年EPS分别为0.24、0.5、0.73元, 对应PE31.6, 15.2, 10.4倍。RNAV为13.3元, 折价率为40%。价值严重低估。
- 我们认为目前公司资产与公司的长期发展前景并不匹配。目前的资产负债率为74.03%。要实现上述的长期发展, 我们认为公司存在较大的融资需求。
- 投资风险: 国企机制

财务预测与估值	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3056.82	2872.89	3700.92	3859.08
营业收入增长率	-	-6.02%	28.78%	4.3%
营业利润(百万元)	326.99	325.25	664.81	968.77
营业利润增长率	-	-0.92%	104.4%	45.7%
净利润(百万元)	206.55	215.9	439.25	639.18
净利润增长率	-	4.53%	103.45%	45.5%
EPS(元)	0.23	0.24	0.50	0.73
P/E	33.0	31.6	15.2	10.4

一、区域性地产开发企业，历史发展稳健

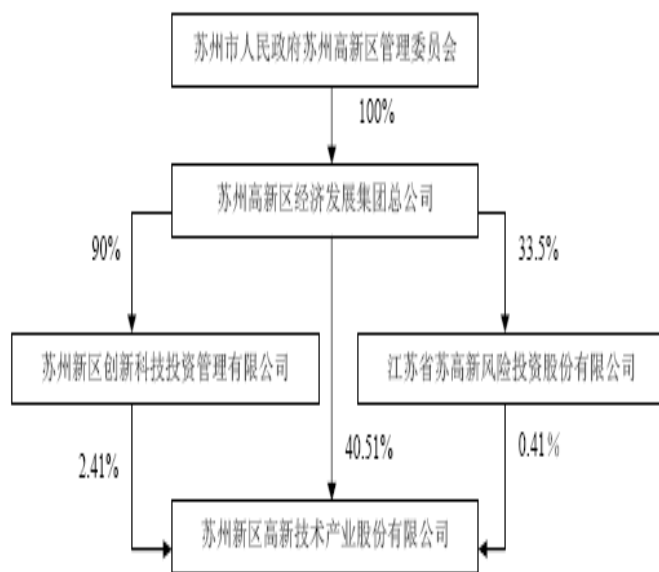
苏州新区高新技术产业股份有限公司（以下简称“苏州高新”）成立于1994年6月，并于1996年7月在上海证券交易所挂牌上市。依托于实际控制人苏州高新区管委会，公司立足于苏州高新区的基础建设和住宅开发，目前房地产业务收入占比达90%。旗下三家房地产企业（新港公司、新创公司、永新公司）均为苏州市房地产企业20强，占据了高新区商品住宅50-60%的市场份额。

图 1：09 年中报主营业务构成



数据来源：公司公告，德邦证券

图 2：公司的股权结构



数据来源：公司公告，德邦证券

从公司历史业绩来看，可以用稳健来形容。06-08 年平均收入增长率为 24%，08 年金融危机下净利润也能与 07 年持平。但是与行业平均水平相比，公司的整体盈利能力并不突出。我们认为有以下几点原因：

- 1、2004 年苏州新区“北扩西进”，从 52 平方公里增加到 258 平方公里，公司承接了区域内大规模的基础设施经营项目和政府动迁房建设项目。截止至今，公司共承接了 300 多万 m² 动迁房和代建项目。这些项目的平均毛利率在 10% 左右，拉低了整体的毛利率。
- 2、从 05 年开始，公司应收账款年平均额在 10 亿左右，主要是动迁房和代建项目的政府延期支付款。这降低了公司资金的营运能力。
- 3、苏州高新区房地产市场逐渐完善中。

表 1: 05-08 年应收账款

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
应收账款（万元）	94489.47	135653.95	86526.72	92607.80
应收账款周转天数（天）	--	199.72	152.36	105.48

数据来源：WIND，德邦证券

二、公司将迎来快速发展的转折

公司的发展伴随着苏州高新区的发展，动迁房的参与建设也为公司积累了住房建设的经验；避免了业绩的大幅波动；参与区域规划，具备拿地优势。多年的蓄势积累之后，公司正面临着天时地利的发展机遇。

（一）高新区“西部生态城”立项，公司迎来新的发展机遇。

苏州高新区、虎丘区位于苏州古城西侧，东临京杭大运河，南邻吴中区，北接相城区，西至太湖。1992 年 11 月被国务院批准为国家高新技术产业开发区，02 年调整区域规划，行政区域面积 233.36 平方公里。

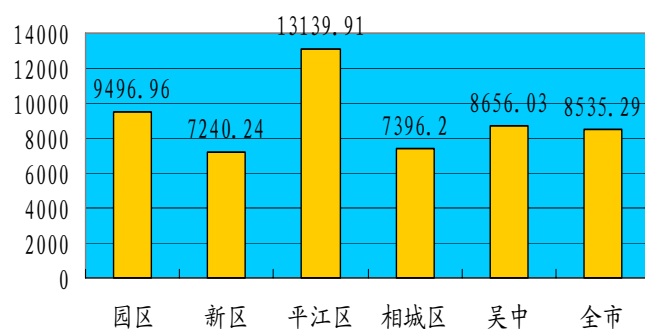
新区的发展主要由苏州市政府主导，但是与苏州各区比较，高新区都亟需进一步发展和完善（下表）。因此，苏州政府提出将大力扶持新区的发展，规划将苏州西部建成以高新技术产业、旅游休闲、科技研发中心、大型会议会展中心和高品质居住为主导的、融现代文化和传统文化二一体的，科技、文化、生态、高效的现代化新城区。

表 2: 新区的发展远远不及工业园区

	工业园区	高新区
建区时间	1994 年	2002 年
主导主体	中新两国合作	苏州市政府
生产总值(08 年)	1001.5 亿	588 亿
实际利用外资	18 亿美元	8.5 亿美元

数据来源：德邦证券

图 3: 新区内平均价格落后于市区平均价格



数据来源：德邦证券

苏州政府规划在西部太湖边建设“西部生态城”，规划面积达 45 平方公里。项目已立项审批。母公司高新集团参与成立生态城开发公司，控股 51%。目前上市公司的锦绣坊楼盘和自来水厂都在此区域，未来有很大机会参与生态城的开发和建设。



（二）确立“旅游+地产”战略，探索异地扩张

回顾公司的历史战略，99 年提出“以强化高科技产业为主导,以区域基础设施开发为基础”；01 年确定以房产开发为主业。目前又明确了“旅游+地产”的战略。从战略的逐渐清晰，我们首先看到了管理层将公司做强做大的意愿。

公司目前拥有苏州乐园 62.55%的股权，每年营收 1.3-1.5 亿。其他旅游资源有水上乐园（在建儿童乐园），湿地公园（管理）。积累了一定的旅游资源和管理经验。

公司近期公告收购上海文广集团苏州乐园 12.46%的股份，增持苏州乐园股权至 75.01%。借鉴华侨城模式，准备利用苏州乐园品牌进行拿地开发。目前已与多个地区洽谈。

（三）进入一级开发，加紧土地储备

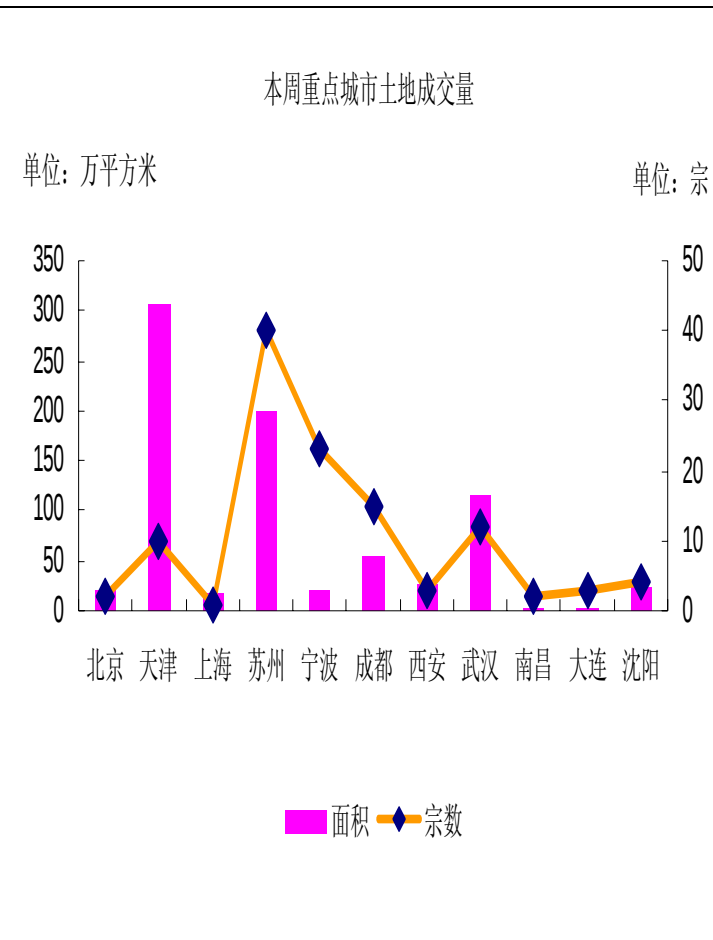
目前公司项目储备约 340 万平方米，在建的住宅项目约 130 万平米，土地储备约 170 万平米，平均楼面成本仅 2100 元/平米。按照目前的销售进度，现在的土地储备能满足公司 3-4 年的开发。

从最近土地市场的交易情况来看，开发商二线城市拿地的竞争异常激烈。而苏州以楼

面均价 4567 元/m² 位居全国首位，住宅用地的楼面地价占据 TOP10。

出于对市场的判断以及公司未来的远景规划，公司目前已进入一级开发，加紧土地储备。公司进入一级开发的模式主要有：1、与镇政府合作成立有限公司，政府持股权，让政府分享经营成果，自己低价拿地。2、借鉴云南城投的运作模式，上市公司参与城中村的改造，然后利用优势地价拿地。3、子公司新创参与枫桥镇 2000-3000 亩地的一级整理。

图 4：二线城市土地交易火爆（11 月第一周）



数据来源：中国指数研究，德邦证券

表 3：全国住宅用地楼面地价 TOP10

序号	城市	地块名称	楼面单价 (元/m ²)
1	苏州	沧浪区新市路北、西大街东（原苏州高级技校）地块	20423
2	苏州	工业园区唯亭镇唯盛街西、唯青路北地块	13069
3	苏州	吴中区木渎镇香溪河东侧、原柴油机厂地块	7891
4	苏州	工业园区唯亭镇星澄路西、唯澄路北地块	6595
5	苏州	相城区盛泽湖北、环湖西路东地块	6575
6	苏州	工业园区东环路东、东兴路北地块	5436
7	苏州	相城区元和街道文陵路东、朝阳河南地块	4910
8	苏州	吴中区光福镇衡园南侧、福坤路西侧地块	4851
9	苏州	相城区元和街道春申湖路北、御窑路西 1、2、3 号地块	4709
10	苏州	工业园区唯亭镇经八路西、阳澄湖大道南地块	4147

（四）逐渐淡出动迁业务，在建项目将充分受益苏州房地产景气

随着苏州高新区的逐渐完善，公司的动迁业务也将逐渐淡出。08 年公司结算的动迁面积 70 万 m²，预计 09 年的结算在 20 万 m²，动迁业务将大大减少。公司的商品房也将主要在未来两年销售结算，充分受益于苏州房地产市场的景气。

苏州房地产市场景气

支撑之一：经济实力。苏州，地处太湖之滨，最具经济活力的长江三角洲地区中心，

是中国内地六大经济中心城市（上海、北京、广州、深圳、苏州、天津）之一。2008 年，苏州的国内生产总值（GDP）为 6701 亿元人民币，总量居中国内地第 5 位（仅次于上海、北京、广州和深圳）、华东地区第二位（仅次于上海）、中国地级市第一位。按现行汇率计算人均 GDP 超过 1 万美元，列中国内地第三位（仅次于深圳和广州）、华东地区首位（已超越上海）。

支撑之二：交通条件。沪宁城际高铁将在明年 7 月通车。沪宁城际铁路连接上海虹桥和南京，途径苏州新区等市内 6 个站点，平均 3 分钟一班车。2011 年苏州市内 1 号地铁线也将通车。这都将进一步地推动苏州房地产市场。

支撑之三：二线城市的补涨需求。从新浪房产的统计数据来看，苏州房价大约从 5 月下旬开始快速上涨。主要受刚性需求的支持，5 月到 10 月苏州平均价格上涨幅度 15%，低于一线城市上涨幅度。我们认为二线城市的房价还存在补涨需求。

在建项目将充分受益

从下表中可以看出，目前在建在售的主要项目，大部分都分布在高新区核心区，或者城铁站点附近，或者市内地铁旁。这些项目将主要在 2009-2011 年结算，并且较低的土地成本。目前商品房的平均毛利率大约为 27% 左右，我们认为房价的上涨将直接楼盘项目的毛利水平。

以我们走访的楼盘天都花园为例。09 年 9 月 5 日开盘，开盘价 8500 元/平方，9 月份销售 443 套，成为苏州市销售月冠军。我们走访当日，天都花园一期已售 13 栋（共 17 栋楼，4 栋未开盘），剩下几套一楼和二楼的房子，而且售价已达到 9800 元和 9600 元/平米。

表 4：主要的在建在售项目

开发主体	楼盘名称	位置	类型	建筑面积 (m ²)	楼面地价 (元/m ²)	前 3 季度 平均售价 (元/m ²)	毛利率	结算时间
新创 100.00%	理想城（三期）		公寓	187000	1150	5500	24.64%	2009-2011
	大河山（一期）	高新区核心	别墅/公寓	140000	2492	7000	23.1%	2010-2011
新港 84.94%	名墅花园	城铁浒墅关 站	多层	165300	750	5000	25.82%	2009-2011
	名墅东苑		别墅	110000	750	6000	45.5%	2009-2011
	名尚花园	高新区核心	公寓	17100	3625	9300	28.96%	2009
	天都花园	市内地铁 1	住宅	191344.25	2535	8500	29%	2010-2012

	天都商贸大厦	号线	商业	70000	2535		--	
	扬州名兴二期	扬州	住宅	14500	1200	4000	17.08%	
永新 80.05%	东湖林语（三期）	工业园区	公寓	99502	1800	6500	26.2%	2010-2011
	文昌花园	新区文昌路	商住	120000	1300	5000	18%	2009-2010
	水秀坊	新区科技城	高层/别墅	120000	1580	7000	33%	2010-2011
	锦绣坊	新区镇湖	商住	24800	2125	6500	30%	2009-2010

数据来源：公司公告，德邦证券

三、基本假设与盈利预测

商品房开发

公司今年下半年开盘的楼盘主要有水秀坊、大河山、名尚花园、天都花园，销售情况很好。大部分将贡献明年的业绩。预计 09-10 年结算面积 36 和 40 万 m²，结算收入分别为 21 亿和 26 亿。10 年的平均结算价格同比提升 10%，整体毛利率由 09 年的 27% 提高到 32%。

表 5：主要结算情况预测

楼盘名称	可售面积（万 m ² ）	2009E		2010E		2011E	
		结算面积（万 m ² ）	销售单价（元/m ² ）	结算面积（万 m ² ）	销售单价（元/m ² ）	结算面积（万 m ² ）	销售单价（元/m ² ）
理想城（二期）	4.4	3.5	5500	0.9	6000	--	--
理想城（三期）	14.2	6	5500	5	6000	3.2	6600
大河山	14	5	7000	5	7700	4	8500
名墅花园	5.4	1.5	5000	2	5500	1.9	6000
名墅东苑	8.5	3	6000	4.5	6600	1	7200
名尚	1.7	1.7	9300	--	--	--	--
天都花园	15	--	--	4	9200	8	10000
扬州名兴二期	14.5	7	4000	3	4400	4	4800
东湖林语（三期）	7.9	--	--	3	7200	4.9	7900
文昌花园（住宅）	10	5	5000	5	5500	--	--
（商铺）	3.7	--	--	--	--	3.7	10000
水秀坊	12	0		4.5	7200	7.5	7800
锦绣坊	1.8	0.5	6500	0.8	7200	0.5	7800
其他		3.8		1.5			--
合计		36		42.7			38.7

旅游业务

苏州乐园规划面积 94 公顷，00 年成为首批国家 4A 级旅游景区。08 年全年入园人数 203 万，实现收入 1.3 亿元。

苏州乐园的门票为 60 元/人，与周边主题公园相比，明显偏低（常州恐龙园门票 120 元/人，上海锦江乐园 80 元/人，上海欢乐谷 200 元/人）。按照目前旅游门票的提价趋势，假设明年门票提价到 100 元/人，预计收入将增加到 2.3 亿。

基础设施经营及股权投资

公司目前的基础设施经营主要有污水处理、自来水、热电等业务。其他股权投资包括科技业和金融业。基本情况及未来预测计入下表。

预计基础设施经营业务（并表）年收入增长率为 20%。投资净收益 09 年为 5000 万（考虑合营的房地产企业）。

报表确认	参股企业	持股比例	基本情况
收入并表	污水处理公司	75%	下属 5 座污水处理厂，日处理能力 24 万吨。08 年实现收入 7714.2 万元，同比增长 25%。
权益法投资收益	中外运高新物流	40%	02 年成立，08 年实现净利润 1000 万元。
	新宁自来水	25%	高新区内唯一的集制水、供水和给水管网建设于一体的专业公司。下辖两个水厂，生产规模大 30 万立方米/日。08 年亏损 1500 万。09 年受整体经济下滑以及新厂投入折旧影响，上半年亏损 1800 万。
	华能热电	30.31%	主要向苏州高新区和市区西部的企事业单位提供生产生活用汽，供热区域达到 50 多平方公里。08 年实现净利润 5200 万。09 年上半年受整体经济下滑影响，净利润同比下降 50%。
成本法投资收益	中新开发（CSSD）	5%	苏州工业园区开发主体，主要负责园区 70 平方公里的土地开发经营以及园区内的投资等。正在筹划上市，IPO 材料已上报。公司初始投资成本 8094 万元，08 年分红 682 万。
	江苏 AB 股份	20%	内衣行业市场综合占有率前三。准备上市。
	江苏银行	0.84%	06 年合并成立，注册资本 78.5 亿。08 年实现收入 72.84 亿，净利润 22.22 亿元。公司初始投资成本 7170 万元，08 年分红 535 万。准备上市。
	友邦华泰基金	2%	初始投资成本 400 万。
	东吴证券	0.33%	持股 500 万股，初始投资成本 1500 万。
数据来源：德邦证券整理			

预测利润表

利润表	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	305,682	287,289	370,092	385,908
主营成本	233,077	212,873	251,541	235,461
毛利率	23.75%	25.90%	32.03%	38.99%
主营业务税金及附加	19,744	19,248	24,796	25,856
管理费用	10,355	10,055	12,953	13,507
销售费用	7,862	13,215	16,654	17,366
财务费用	5,427	4,372	3,666	3,841
投资收益	3,608	5,000	6,000	7000
营业外收支及补贴收入	387	300	300	300
所得税	8,462	8,206	16,695	24,294
税后利润	24,750	24,619	50,086	72,883

少数股本损益	4,095	3,028	6,161	8,965
净利润	20,655	21,590	43,925	63,918
EPS	0.23	0.24	0.50	0.73

来源：德邦证券

RNAV 预测

地产重估增值	面积（万m²）	重估增值（亿）
在建住宅	130	13.91
储备土地	170	21.26
在建规划商业	50	42.57
持有物业	19	5
其他投资业务		
苏州乐园		4.5
CSSD		2
其他金融股权		2
合计（亿元）		81.24
3Q2009 净资产（亿元）		25.6
总股本（亿股）		8.82
RNAV		13.3

数据来源：德邦证券

09-11 年 EPS 分别为 0.24、0.50、0.73 元，对应 PE31.6，15.2，10.4 倍。

我们认为 09 年业绩持平的原因一是由于今年动迁房面积大幅减少，减少了营业收入；二是上半年促销，毛利相对有所牺牲。2010 年毛利率将大幅回升，业绩将提升 100%。

公司 RNAV 为 13.3 元，折价率为 40%。价值严重低估。

给予“买入”评级。6 个月目标价 12 元。

四、资产规模与未来发展前景不匹配，未来或大规模融资

我们认为目前公司资产与公司的长期发展前景并不匹配。目前的资产负债率为 74.03%，我们判断要实现本文的长期发展前景，公司未来存在较大的融资需求。从万科、金地、招商局、保利等蓝筹地产公司快速发展的历史看，我们认为地产公司的跨越式发展必须通过大规模融资来实现，因此我们认为公司未来的融资需求或将成为公司跨越式发展、成为蓝筹地产的契机。

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。