

区域规划和大股东特殊地位构筑公司优势
谨慎推荐 维持评级

 分析师: 丁文 邮箱: dingwen@chinastock.com.cn 电话: 010-66568797 执业证书编号: S0130200010337

1. 事件

公司于3月9日公布了2009年年报, 报告期, 公司实现营业收入31.17亿元, 同比增长1.98%; 净利润2.10亿元, 同比增长2.27%。每股收益为0.238元。拟10股派1元。

2. 我们的分析与判断

(1) 商品房销售收入占比上升、综合毛利率略有上升。

表1: 公司分业务收入及毛利率对比

项目	2009			2008			毛利率
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	增幅
商品房销售收入	2,205,653,584.29	70.75%	23.69%	1,832,927,416.65	59.96%	26.92%	-3.23%
房地产出租收入	33,230,409.37	1.07%	56.74%	36,413,084.06	1.19%	63.39%	-6.65%
游乐服务收入	119,437,156.44	3.83%	53.05%	127,229,536.10	4.16%	53.30%	-0.26%
公用事业污水处理收入	69,910,415.88	2.24%	30.82%	75,847,092.96	2.48%	43.89%	-13.07%
工业品销售收入	39,107,400.47	1.25%	18.44%	42,772,104.73	1.40%	10.58%	7.86%
基础设施开发收入	643,342,196.41	20.64%	20.00%	926,753,243.56	30.32%	9.65%	10.35%
代建工程收入	5,555,804.00	0.18%	99.65%	5,509,815.00	0.18%	93.42%	6.23%
合计	3,117,321,404.86	100.00%	24.66%	3,056,821,893.06	100.00%	23.75%	0.91%

资料来源: 公司年报

商品房销售业务实现营业收入22.056亿元, 结转面积40.56万平方米(上年为72.44万平方米), 比上年增长了20.34%和-44%; 基础设施开发实现收入6.43亿元(动迁及代建), 结转面积24.68万平方米(上年为31.11万平方米)比上年减少30.58%和20.66%。房地产收入占比较去年提高约10个百分点。

公司报告期结算项目主要为理想家园、名馨花园、名墅花园、文昌花园及扬州的名城花园、名兴花园。房地产业务毛利率较去年下降3个百分点, 为23.7%。

(2) 房地产预收款高达 22.58 亿元，高档住宅销售占比增加，盈利能力提高，2010 年业绩增长有保障。

报告期，公司完成商品房销售 69.93 万平方米，同比增长 493.75%；实现预售收入 42.32 亿元，同比增长 576.08%。报告期末未结算的预售房产收账款为 22.58 亿元，这些项目基本都将在 2010 年竣工，为公司 2010 的业绩增长提供了很好的保障。

报告期，公司商品房销售中低密度住宅销售面积达到 13.37 万方，占总销售面积的比例由 2008 年的 4% 上升到 2009 年的 19%，另一方面公司动迁房量逐渐减少，因此公司房地产业务的盈利能力将会提高。此外，2009 年商品房销售价格迅速增长，如天都花园紧邻轻轨 1 号线，售价上升较快，因此 2010 年公司商品房销售结算毛利率将会提高，预计将会提升至 27% 以上。

表 2：房地产项目预收账款情况

单位：元

项目名称	年初余额	年末余额	预计竣工时间
名仕花园	77,997,658.71	18,225,227.29	2009 年
名墅花园	74,843,788.20	123,719,984.30	2010 年
龙景花园二期	36,413,600.00		
名尚花园		7,554,653.56	2009 年
天都花园		976,038,295.58	2010 年
东湖林语二期	28,474,040.46	11,786,473.80	2009 年
东湖林语三期	1,185,591.00	298,718,483.74	2010 年
文昌花园住宅	41,703,021.50	1,952,207.66	2009 年
锦绣坊		37,891,556.40	2009 年
水秀坊一期		324,026,822.37	2010 年
理想家园一期	2,940,565.60	3,238,725.60	2009 年
理想家园二期	16,908,978.00	5,239,161.00	2009 年
理想家园三期	494,411.00	106,292,164.00	2009 年
山河佳苑		256,193,978.20	2010 年
阳山花苑二期	123,137,446.20		
龙山花苑三期	112,346,800.00		
东城动迁房	10,603,500.00		
其他楼盘	37,442,232.44	83,768,120.57	
小计	564,491,633.11	2,254,645,854.07	

资料来源：公司年报

(3) 新增土地储备 128 万平米。

2009 年，公司加大土地储备力度，相继在吴江市、吴中区通过市场竞拍获取两块住宅用地，包括高新区内获取的土地全年新增土地储备建筑面积达 128 万平米。截至报告期末公司可用于开发和销售的项目合计建筑面积为 263 万平米。

表 3：公司项目储备明细

开发主体	项目名称	土地面积(m ²)	剩余/预计 可售面积(m ²)	类型
新港	天都花园一期	225648	75529	高层住宅

	天都花园二期		38174	小高层住宅
	天都商贸中心		70000	商场
	天都大厦		92200	办公楼
	名墅东苑	114017	23664	住宅
	名墅东苑商业		21000	商业
	名墅花园联排	146084	965	住宅
	名墅花园高层		21463	
	扬州名兴花园二期	171874	3175	住宅
	理想城一、二期		20552	
	理想城三期	305478	3966	住宅
	理想城四期商业		11648	商业
新创	苏地 2006-B-31 大河山一期	163505	76744 (含地下 18107)	住宅
	苏地 2006-B-39 水秀坊一期		2160	别墅、公寓住宅
	水秀坊二期	124840	21000	别墅
	水秀坊三期		32000	高层
	苏地 2006-G-98 锦绣坊	30049	10364 (商业 6422)	别墅住宅/ 商业
	苏地 2006-G-56 文昌花园一期	77636	39934 (商业 39569)	小高层住宅/商业
永新	文昌花园二期		40900	高层、小高层住宅
	东湖林语一、二期	117967	3324	
	东湖林语三期		29094	高层住宅
高新商旅	狮山广场	47000	180000	综合商业
	青山宾馆	46947	23473	宾馆
钻石金粉	钻石广场	24952	24000	综合商业
在建小计			865329	
开发主体	宗地编号/ 项目名称	地块面积(m ²)	建筑面积(m ²)	类型
新港	扬州 361 号地扬州名仕	52111	98867	高层住宅
	吴江 20090212 号地块	421427	921628	高层住宅/商业 (商业 5.5 万方)
新创	苏地 2007-B-83 大河山二期	86022	67020	住宅/商业
	苏地 2005-B-38	17224	25836	高层住宅
	苏地 2006-B-41	82375	98850	住宅
	苏地 2006-G-49	15518	23277	商业酒店
	苏地 2006-G-96	21603	43207	商业
永新	苏地 2007-B-82	86742	39000	低密度住宅
	苏地 2007-B-89	40000	32000	住宅
	苏地 2009-B-45	111304	270000	高层住宅
	苏地 2008-G-09	16261	13008	住宅
永华	苏地 2009-G-18	52406	78609	住宅
	苏地 2009-B-131	38744	51151	住宅/商业
拟建小计			1762453	
总计			2627782	

资料来源：公司公告；中国银河证券研究所整理

(4) 沪宁铁路、西部生态城、旧城改造及大股东的特殊地位构筑公司的资源优势。

苏州西部生态城开发在 2009 年末已经提上日程，大股东苏州高新集团出资 10 亿元成立了西部生态城开发公司，预计 2010 年开始将有土地出让，苏州高新有望借助大股东优势获取优质土地储备。

2009 年 7 月高新区的旧城改造开始，预计改造面积 1000 亩左右，已经开始动迁。集团和当地镇政府的企业成立了合资公司，开始了对沪宁城际铁路浒关站旁 3 平方公里土地的一级开发，上市公司控股的创新公司也在进行 2400 亩土地整理工作。2010 年公司将继续寻求在区域内与控股股东合作向一级土地开发业务延伸的合理模式争取获得更多的土地资源。

沪宁城际铁路将于 2010 年开通，苏州高新区到上海虹桥只需 23 分钟，将有利于苏州本地房产市场的表现。

(5) 销售收入大幅增加，公司财务有所好转。

报告期内，公司房地产销售回笼比 2008 年有较大幅度增长，使经营性净现金流量同比增长 301.40%。经营活动产生的现金流净额由期初的-5.46 亿元增加至 11 亿元。净负债率由 82%降至 72.8%。

(6) 2010 年公司加快开发进度，结算项目毛利率提升，公司业绩进入高增长。

2010 年公司的总体施工面积将为 238 万平方米，其中商品房施工项目 208 万平方米，其余为动迁房及代建项目。相比 2009 年公司房地产施工面积 188 万平方米(商品房 158.53 万平方米，动迁房及代建项目 30.21 万平方米)有 30% 以上的增长。公司预计 2010 年公司将实现销售回笼资金 40 亿元。在收入增加的同时，随着房价上升和项目档次的提升，2010 年结算项目毛利率有望提升至 27%以上。

根据公司的施工和销售进度，预计公司 2010 年将实现商品房结算面积 45 万平米，结算收入 31.5 亿元，每股收益 0.45 元。

(7) 商业地产和旅游逐步释放收益。

公司的商业项目位置优越，其中 7 万平米天都商贸与轻轨一号线站点建设同步进行，预计于 2010 年底竣工；地处乐园旅游辐射、轻轨换乘枢纽的 18 万平米狮山广场已于 09 年底开工，先期建造星级酒店；2.4 万平米钻石广场也已开工建设；10 万平米天都大厦高档写字楼计划于 2010 年内开工建设。商业地产资源将在未来几年内逐渐释放收益。

公司努力探索“旅游+地产”的协同效应，报告期内通过主动收购乐园股权以实现旅游资源的集中化管理，积极研究提升和输出苏州乐园的品牌效应，一方面在原有的“欢乐世界”、“水上世界”的基础上进行产业相关多元化发展，继续打造“儿童世界”、“湿地世界”及“温泉世界”，在区域内形成大“乐园”概念；另一方面，拓展房地产业务新的发展空间。

(8) 股权投资可能带来意外收获。

公司参股 5%的中新苏州工业园区开发集团股份公司上市工作正在有序推进，江苏银行和东吴证券均在积极谋划未来的上市途径。这些参股公司的 IPO 将会给公司带来意外收获。

3. 投资建议

由于结算收入增长和毛利率提升，公司 2010 年业绩增速，预计公司 2010 年将实现商品房结算面积 45 万平米，结算收入 31.5 亿元，净利润 3.96 亿元，每股收益 0.45 元，市盈率 16.3 倍。给予公司“谨慎推荐”评级。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

房地产行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围（举例）：

A 股：万科（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、金地集团（600383.SZ）、招商地产（000024.SZ）、中华企业（600675.SH）、栖霞建设（600533.SH）、亿城股份（000616.SZ）、苏州高新（600736.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908