

审慎推荐-A (首次)**苏州高新 600736.SH**

目标估值: 6.80 元

当前股价: 6.23 元

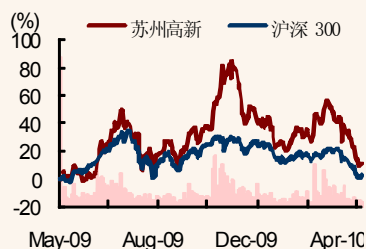
2010 年 5 月 14 日

有望成为未来苏州的城市综合运营商**基础数据**

上证综指	2711
总股本(万股)	88157
已上市流通股(万股)	85795
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	72.3%
主要股东	苏州高新区经济发展
主要股东持股比例	40.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-22	-18	10
相对表现	-7	0	7

**相关报告**

1、《世联地产(002285)——中国的世邦魏理》2010/04/09

2、《荣盛发展(002146)——专注于二三线城市的开发商》2010/04/09

贾祖国
 010-88088569
 jiazg@cmschina.com.cn
 S1090205070135

苏州高新依靠大股东苏州高新区经济发展集团总公司在苏州市高新区的雄厚背景,获得了在高新区获取项目的优势,目前公司的项目绝大多数位于高新区,2012年苏州市轻轨一号线的开通将带来公司项目升值的空间。公司未来最大的看点在于是否可以成为苏州市的城市综合运营商。

- **未来有望成为苏州市的城市综合运营商:** 公司计划转型为苏州市的城市综合运营商,更加好的整合一二级开发资源。公司已经在研究中天城投、云南城投和黑牡丹等上市公司的城市综合运营商模式;
- **项目大多位于未来的轻轨一号沿线,未来上升空间较大:** 公司项目大多位于未来的轻轨一号沿线,随着一号线在2012年通车,高新区内的房价具有上涨空间。另外年内即将通车的沪宁城际铁路也将使苏州市成为上海的后花园,吸引部分首次置业者前来苏州买房;
- **公司积极打造旅游地产概念:** 公司控股75%苏州乐园为首批国家4A级旅游景点。目前正在开发儿童世界、温泉世界、太湖边上的湿地世界。苏州乐园未来将实现“玩在苏州乐园、休闲在树山、养生在太湖湿地公园”的格局。公司的旅游品牌有望在规划中的西部生态城获得旅游地产项目;
- **公司有股权融资计划:** 年报中公司提及计划融资18亿元,这将带来公司业绩释放的动力;
- **业绩预测与投资评级:** 我们预测公司2010年、2011年及2012年的EPS分别为0.45元、0.49元及0.56元。公司2010年的RNAV为6.23元。我们按照2010年15倍PE给予公司股价6.80元的目标值,首次给予公司股票“审慎推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3057	3117	3911	3924	4553
同比增长	16%	2%	25%	0%	16%
营业利润(百万元)	327	322	606	640	728
同比增长	-12%	-2%	88%	6%	14%
净利润(百万元)	205	210	400	436	493
同比增长	-8%	2%	90%	9%	13%
每股收益(元)	0.23	0.24	0.45	0.49	0.56
PE	26.6	26.0	14	12.5	11.1
PB	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源: 招商证券

一、苏州高新简介

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，于 1996 年 7 月在上海证券交易所挂牌上市。公司主营业务为房地产开发，同时还从事高新技术产品的投资、开发和生产；能源、交通、通讯等基础产业的市政基础设施的投资、工程设计、施工、科技咨询服务等。

公司秉承“房地产开发为主体，积极培植基础设施经营产业，适度优化参股企业股权投资”的发展战略。最近三年来，公司主营业务收入及利润贡献的 90%均来自于房地产业务，公司资产总量的 80%配置在房地产业务方面。公司控股的“新港”、“新创”、“永新”三家房地产公司连续多年入围“江苏省房地产综合实力 50 强企业”。依托大股东苏州高新区经济发展集团总公司的资源，公司目前的房地产项目绝大多数位于苏州高新区内，随着未来轻轨一号线的贯通，公司的房地产项目的价值具有很大的提升空间。

基础设施经营业是公司重点培育的第二支柱产业。公司通过控股、参股等形式在苏州高新区业已形成了具有区域独占优势的自来水供应、污水处理、热电供应以及保税物流等产业体系。

公司控股 75%的苏州乐园在华东地区具有较高的品牌知名度和美誉度，营业收入稳定增长，公司正在积极利用苏州乐园的旅游地产资源开展旅游地产概念。

公司还积极参与一些拟上市公司的股权投资，目前每年可获得较为稳定的投资收益。

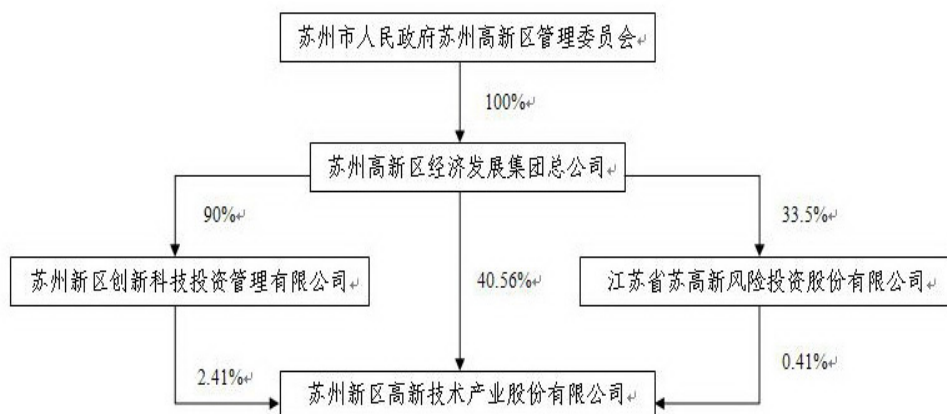
图 1：苏州高新的房地产项目将受益于未来一号线的贯通



资料来源：招商证券研发中心

目前公司的实际控制人为苏州高新区经济发展集团总公司，它直接持有公司 40.56% 的股权，并通过控股苏州新区创新科技投资管理有限公司和控制江苏省高新风险投资股份有限公司间接持有上市公司 2.29% 的股权。

图 2: 苏州高新股权结构



资料来源：公司资料，招商证券研发中心

大股东苏州高新区经济发展集团总公司是苏州高新区的全资子公司，目前是高新区从事房地产开发经营的主体。今年2月初，苏州西部生态城市建设指挥部在高新区隆重揭牌。作为城乡一体化发展综合配套改革的先导区，苏州西部生态城规划面积42平方公里，总投资将超过250亿元，是全市城乡一体化发展综合配套改革的重点工程。西部生态城将规划成为一座集旅游休闲、健康健身、文化创意、民间工艺及高品质居住、办公于一体的低碳生态型山水新城。而苏州高新区经济发展集团总公司已经介入了首期启动期9平方公里的土地前期平整工作。

可以想象，上市公司苏州高新作为高新区的大地主，依托大股东的背景，未来还将在西部生态城获得更加多的投资机会。

图 3: 苏州高新区西部生态城规划图



资料来源：招商证券研发中心

二、苏州未来房价将获得支撑

1、沪宁城际铁路通车

沪宁城际铁路项目是《长江三角洲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；具体线路位于现有沪宁铁路的北侧，基本与沪宁铁路平行；全线设两股铁轨，分上行和下行；沪宁城际铁路全线共设 27 座车站，平均约 11 公里就有一座车站。其中苏州境内约 90 公里线路，共设望亭、苏州新区、苏州、苏州工业园、唯亭、昆山南和陆家浜站 7 座车站，平均约 13 公里就有一座车站。

沪宁城际铁路设计建成年限为 4 年，预计 2010 年 7 月有望建成通车，通车后苏州到上海只需要 15 分钟，苏州到南京只需要 1 个多小时。

沪宁城际铁路的建成将苏州与上海、南京的距离进一步缩短，在目前上海房价远远高于广大普通消费者购买力的情况下，苏州很有可能作为上海的后花园，成为不少置业者的首选。

2、市内轨道交通的陆续完善

正在建设中的轻轨 1 号线西起吴中区木渎镇，沿苏州竹园路向东进入苏州高新区后，从长江路、苏州乐园，往东穿过京杭大运河，经干将路进入苏州工业园区，止于金鸡湖东岸的钟南街。该线路正好穿越了苏州的高新区、居中的古城、达到园区。估计将在 2012 年建成投入使用。

从功能看，轨道交通 1 号线属于交通疏导型线路。该线位于苏州市城市布局中“一体两翼”格局东西向发展轴线上，是苏州交通流向的主要方向。1 号线的建设，将大大缓解东西向的交通压力，成为老城区与东园西区紧密联系的纽带，促进三区的互动式发展。

目前苏州轨道交通规划项目包括 1 号线、2 号线、3 号线及支线、4 号线四条线路，总长 141 公里，车站 107 座，规划形成两纵两横“井”字形架构的综合交通骨架。项目分近期和远期实施，到 2020 年全部建成，城市快速轨道交通出行量占城市公交出行总量将超过 40%，占城市总出行的 27.8%。

未来轨道交通的陆续建成将对目前房价形成良好的支撑。

图 4：沪宁城际铁路路线图



资料来源：招商证券研发中心

图 5：2020 年苏州轨道交通规划示意图



资料来源：招商证券研发中心

3、未来京沪高铁、其他城际段铁路的陆续通车

从有关部门公布的《京沪高铁苏州段建设示意图》上可以看到，京沪高速铁路苏州段总长 59.923 公里，其中相城区内 17.720 公里，工业园区内 11.203 公里，昆山市内 31.000 公里。全线设计时速每小时 300 公里至 350 公里。京沪高速铁路计划建设工期 5 年，于 2013 年 1 月开通。其中土建工期 47 个月，于 2012 年底结束，此后将进行为期一年的联合调试和试运行。

在定位上京沪高速铁路开行中长途高速旅客列车，沪宁城际铁路则属开行小编组、高密度、公交化客运列车，在沪宁线的六大城市间进行公交化运营。

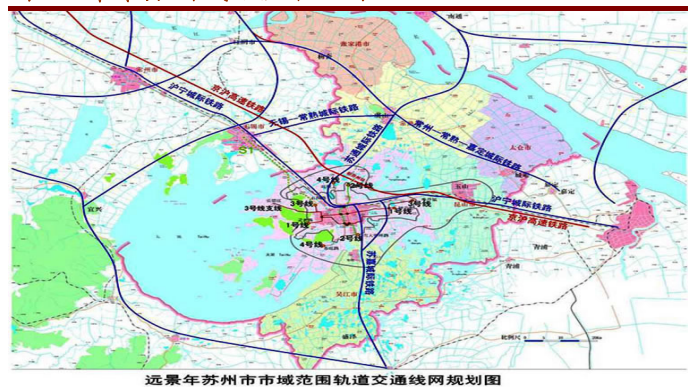
预计通车后，苏州到南京的行驶距离将比目前的动车时间减少 1 小时。

在未来苏州到南通、嘉兴的城际铁路也将陆续建成，也将对苏州的房价带来明显的支撑。

4、苏州目前房价相对处于合理水平

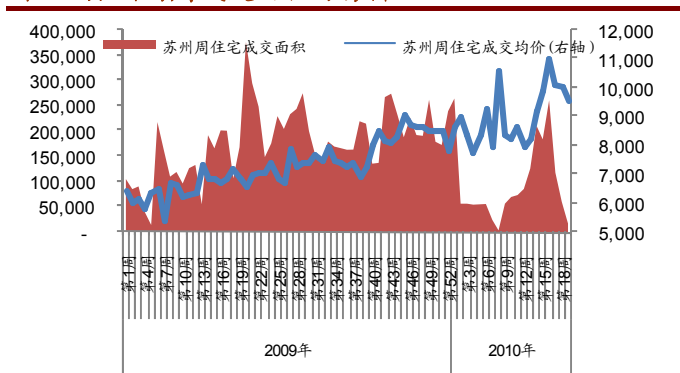
苏州目前的平均房价大约在 9000 元/平方米的水平，相对和它素有“上有天堂，下有苏杭”之称的杭州的房价，苏州的房价还没有到泡沫的地步。政策的出台会对目前的房价有一定的抑制作用，但我们认为放长远来看，苏州房价还有上涨空间。

图 6：未来苏州城际铁路规划



资料来源：招商证券研发中心

图 7：苏州的周成交面积与房价



资料来源：招商证券研发中心

三、苏州高新业务介绍

目前苏州高新的房地产开发项目大多位于苏州市的高新区，另外公司在苏州市的工业园区以及扬州市各有两个项目；公司还有一部分商业地产业务、旅游地产业务以及基础设施经营业务和股权投资业务。

1、房地产开发业务

目前公司的房地产开发业务还是公司未来业绩最主要的来源。公司拥有未结面积 238.29 万平方米，权益未结面积 199.75 万平方米。

表 1：公司房地产项目一览表

名称	区域	物业类型	开发公司	土地面积 (万平)	未结面积 (万平)	权益	权益可售 (万平)
天都花园一期	苏州市高新区	高层住宅	新港	22.56	19.03	84.94%	16.17
天都花园二期	苏州市高新区	小高层住宅	新港		3.82	84.94%	3.24
天都商贸中心	苏州市高新区	商场	新港		7.00	84.94%	5.95
天都大厦	苏州市高新区	办公楼	新港		9.22	84.94%	7.83
名墅东苑	苏州市高新区	住宅	新港		2.37	84.94%	2.01
名墅东苑商业	苏州市高新区	商业	新港	11.40	2.10	84.94%	1.78
名墅花园联排	苏州市高新区	住宅	新港		0.10	84.94%	0.08
名墅花园高层	苏州市高新区	住宅	新港	14.61	4.61	84.94%	3.91
名尚花园、名仕花园	苏州市高新区	住宅	新港		0.29	84.94%	0.25
吴江 20090212 号地块	苏州市吴江区经济开发区	高层住宅/商业	新港	42.14	78.34	84.94%	66.54
扬州名兴花园二期	扬州市邗江区	住宅	新港	17.19	0.32	84.94%	0.27
扬州名仕	扬州市邗江区	高层住宅	新港	5.21	8.40	100.00%	8.40
理想城一、二期	苏州市高新区	住宅	新创		2.22	100.00%	2.22
理想城三期	苏州市高新区	住宅	新创	30.55	2.33	100.00%	2.33
理想城四期商业	苏州市高新区	商业	新创		1.16	100.00%	1.16
苏地 2006-B-31 大	苏州市高新区	洋房、联排	新创	16.35	7.67	100.00%	7.67
河山一期	苏州市高新区	别墅	新创	8.60	5.70	100.00%	5.70

河山二期	新区						
理想城四期（苏地 2005-B-38）	苏州市高新区	高层住宅	新创	1.72	2.20	100.00%	2.20
苏地 2006-B-39 水秀坊一期	苏州市高新区	别墅、公寓住宅	永新		4.85	80.05%	3.88
水秀坊二期	苏州市高新区	别墅	永新	12.48	2.10	80.05%	1.68
水秀坊三期	苏州市高新区	高层	永新		3.20	80.05%	2.56
苏地 2006-G-98 锦绣坊	苏州市高新区	别墅住宅/商业	永新	3.00	1.58	80.05%	1.26
文昌花园二期	苏州市高新区	高层、小高层住宅	永新		4.09	80.05%	3.27
东湖林语一、二期	苏州市工业园区	高层住宅	永新		0.51	80.05%	0.41
东湖林语三期	苏州市工业园区	高层住宅	永新	11.80	7.49	80.05%	6.00
苏地 2006-B-41	苏州市高新区	住宅	永新	8.24	8.40	80.05%	6.73
苏地 2006-G-49	苏州市高新区	商业酒店	永新	1.55	1.98	80.05%	1.58
苏地 2006-G-96	苏州市高新区	商业	永新	2.16	3.67	80.05%	2.94
苏地 2007-B-82	苏州市高新区	低密度住宅	永新	8.67	3.32	80.05%	2.65
苏地 2007-B-89	苏州市高新区	住宅	永新	4.00	2.72	80.05%	2.18
苏地 2009-B-45	苏州市吴中区	高层住宅	永新	11.13	22.95	80.05%	18.37
苏地 2008-G-09	苏州市高新区	住宅	永新	1.63	1.11	80.05%	0.89
钻石广场	苏州市高新区	综合商业	钻石金粉	2.50	2.40	83.16%	2.00
苏地 2009-G-18	苏州市高新区	住宅	永华	5.24	6.68	51.00%	3.41
苏地 2009-B-131	苏州市高新区	住宅/商业	永华	3.87	4.38	51.00%	2.23
合计				246.62	238.29		199.75

资料来源：公司资料，招商证券研发中心

我们认为苏州高新的房地产开发业务主要有如下 3 个特点。

1) 公司项目拓展能力一般，主要还是依靠大股东的资源拓展项目，有部分高价地块。

公司绝大部分项目都集中在高新区，相对来说异地项目拓展能力较差。也获取过相对高价地块，如扬州项目扬州名仕楼面价 4006 元/平方米，为公司在 2007 年过去的高价地，计划售价 7000-8000 元/平方米；而苏地 2009-B-131 楼面价为 3323 元/平方米，计划售价 5000-6000 元/平方米。

2) 公司房地产业务毛利率较低。

公司的项目大多位于高新区，收到高新区房价相对较低的影响，项目毛利率较低。另外公司的普通住宅项目占比较多，也使得公司的毛利率无法提升。

3) 公司部分项目受到政府规划影响, 开工较晚。

公司有部分项目受到政府规划的影响, 开工较晚。未来公司的再融资计划可能会受到一定影响。

2、商业地产业务

公司的商业物业目前来看还没有形成较大的规模。公司我们认为短期内公司的商业地产还难以贡献明显的业绩。公司未来也打算将部分位置良好的商业项目自己持有。目前公司的商业地产主要由持股 90% 的高新商旅来运作。

表 2: 公司商业地产项目一览表

名称	区域	物业类型	项目情况	开发公司	可出租面积 (万平)	权益
苏地 2006-G-56 文昌花园一期	苏州市高新区	商业	完工在售	永新	3.96	80.05%
狮山广场	苏州市高新区	综合商业	2009 年底已开工	高新商旅	18.00	60.00%
青山宾馆	苏州市高新区	宾馆	在建	高新商旅	2.35	60.00%
苏州乐园商铺	苏州市高新区	商铺	完工		2.00	100.00%
乐购超市	苏州市高新区	超市	完工		2.50	83.00%
合计					28.80	

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

3、旅游地产业务

目前公司的旅游地产项目主要是公司控股 75% 苏州乐园, 苏州乐园规划面积 94 公顷, 2000 年成为首批国家 4A 级旅游景区。原先门票是 60 元, 里面个别项目还实行单独售票。目前实行了一票制度, 门票价格调整为 130 元, 从目前的实施效果来看还不错。目前每年人流大约是 200 多万, 年营业收入在 1.5 亿左右, 每年为公司贡献的利润为 500 多万。公司原先拥有水上乐园项目, 目前正在开发儿童世界 (2 岁-5 岁儿童参与); 温泉世界; 太湖边上的湿地世界。公司也打算通过自己的旅游地产概念促进品牌营销。

苏州乐园未来将实现“玩在苏州乐园、休闲在树山、养生在太湖湿地公园”的格局。

表 3: 苏州乐园门票一览表

种类	价格 (元)
1.4 米以上成人	130
大学生票	110
中小学生团队票	90
1.1 米-1.4 米儿童	70
1.1 米以上儿童 (需成人陪同)	免费

资料来源: 公司网站, 招商证券研发中心

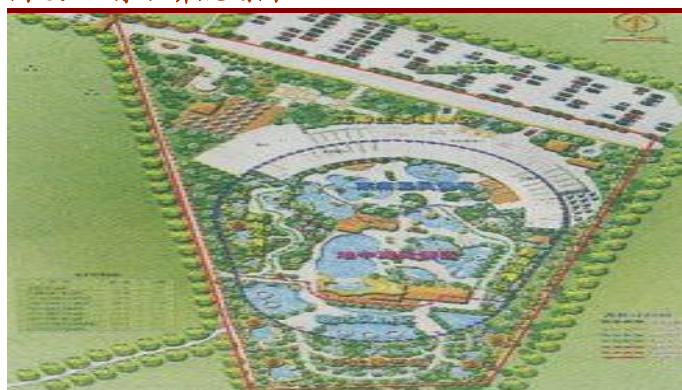
表 4：苏州乐园未来 5 大世界游玩项目介绍

种类	拥有游玩项目
欢乐世界	狮山奇观、未来广场、夏威夷港湾、儿童乐园、威尼斯水乡、加勒比风暴、百狮广场、欧美城镇
水上世界	每半小时提供各种人造海浪 15 分钟，造浪宽度 20m，浪高 0.3m 至 1.2m，自动造出排浪、转浪、钻石浪、突起浪等六种浪群，在造浪池的正面矗立有一高大的人工瀑布
湿地世界	苏州太湖湿地公园坐落于太湖之滨，“人间天堂”苏州市区的西部，是苏州高新区西部生态城的“中心花园”。景区与“中国刺绣之乡”镇湖毗邻，规划总面积 4.6 平方公里，一期开放 2.3 平方公里。是目前环太湖地区规模最大、文化底蕴最丰富、原生态保护最完善的省级湿地公园
温泉世界	“温泉世界”投资近亿元，规划占地面积 2 万平方米，将建各类温泉水池 30 多个。水源取自树山温泉，打造“温泉世界”，还未建成
儿童世界	计划建设儿童商品街、国际影城等

资料来源：公司网站，招商证券

图 8：湿地公园位置图


资料来源：招商证券研发中心

图 9：温泉世界规划图


资料来源：招商证券研发中心

4、基础设施经营业务

公司目前还拥有基础设施经营业务。公司通过控股、参股等形式在苏州高新区业已形成了具有区域独占优势的自来水供应、污水处理、热电供应以及保税物流等产业体系，公司还参与一部分动迁房业务，目前公司不再垫资，而是以收取管理费的形式参与。

在近期的调研中，我们了解到公司为了更加突出房地产的主营业务，正在打算择机慢慢退出基础设施业务。

表 5：苏州乐园未来 5 大世界游玩项目介绍

基础设施业务	股权比例	经营情况
苏州高新污水处理有限公司	75%	该公司总资产 115274 万元,2009 年实现主营业务收入 7093 万元,实现营业利润 340 万元,实现净利润 245 万元
中外运高新物流苏州有限公司	40%	2009 年分红 400 万
苏州华能热电有限责任公司	50.31%	2009 年分红 151.55 万
中新苏州工业园区开发有限公司	5.00%	2009 年分红 202.35 万
苏州新区新宁自来水发展有限公司	25.00%	

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

5、投资业务

公司目前还持有东吴证券 500 万股，江苏银行 6686 万股，友邦华泰基金管理公司 400 万股和江苏 AB 公司 1000 万股，而东吴证券和江苏银行正在积极筹备 IPO。

表 6：公司投资一览表

投资公司	投资额（亿元）	股数（亿股）	成本	占比
东吴证券	0.15	0.05	3	0.33%
友邦华泰基金管理有限公司	0.04	0.04	1	2%
江苏银行股份有限公司	0.717	0.6686	1.07	0.91%
江苏 AB 股份有限公司	0.1	0.1	1	20%
合计	1.01	0.86		

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

四、盈利预测与估值

1、公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设

10 年预计结算面积 42.64 万平方米，结算收入 29.72 亿元；

11 年预计结算面积 40.38 万平方米，结算收入 29.65 亿元；

12 年预计结算面积 46.41 万平方米，结算收入 35.74 亿元。

表 7：10-12 年公司结算项目，结算面积和收入预测

项目	位置	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
天都花园一期	苏州市高新区	13.48	5.55		11.46	5.55	
天都花园二期	苏州市高新区		2.50	1.32		2.48	1.50
天都商贸中心	苏州市高新区						
天都大厦	苏州市高新区						
名墅东苑	苏州市高新区	1.00	1.37		0.50	0.61	
名墅东苑商业	苏州市高新区	1.00	1.10		0.55	0.54	
名墅花园联排	苏州市高新区	0.10			0.06		
名墅花园高层	苏州市高新区	3.61	1.00		1.81	0.45	
名尚花园、名仕花园	苏州市高新区	0.29			0.26		
吴江 20090212 号地块	苏州市吴江经济开发 区			15.67			9.73
扬州名兴花园二期	扬州市邗江区	0.32			0.13		
扬州名仕	扬州市邗江区		1.68	4.20		1.21	3.48
理想城一、二期	苏州市高新区	2.22			1.11		
理想城三期	苏州市高新区	2.33			1.17		
理想城四期商业	苏州市高新区		1.16			0.58	
苏地 2006-B-31 大河山 一期	苏州市高新区	5.00	2.67		4.00	1.92	
苏地 2007-B-83 大河山 二期	苏州市高新区		3.50	2.20		3.78	2.73
理想城四期（苏地 2005-B-38）	苏州市高新区			2.20			1.25
苏地 2006-B-39 水秀坊 一期	苏州市高新区	4.85			3.15		
水秀坊二期	苏州市高新区		2.10			1.42	
水秀坊三期	苏州市高新区		3.20			2.16	
苏地 2006-G-98 锦绣坊	苏州市高新区	1.58			1.11		
苏地 2006-G-56 文昌花 园一期	苏州市高新区	0.35			0.20		
文昌花园二期	苏州市高新区		4.09			2.21	
东湖林语一、二期	苏州市工业园区	0.51			0.33		
东湖林语三期	苏州市工业园区	6.00	1.49		3.90	0.87	
苏地 2006-B-41	苏州市高新区		3.00	3.00		1.49	1.71
苏地 2006-G-49	苏州市高新区			1.98			2.05
苏地 2006-G-96	苏州市高新区		1.67	2.00		0.83	1.14
苏地 2007-B-82	苏州市高新区		1.30	2.02		1.76	3.14
苏地 2007-B-89	苏州市高新区						
苏地 2009-B-45	苏州市吴中区			6.00			5.28

苏地 2008-G-09	苏州市高新区					
狮山广场	苏州市高新区					
青山宾馆	苏州市高新区					
钻石广场	苏州市高新区	1.00	1.40	0.90	1.45	
苏地 2009-G-18	苏州市高新区	2.00	2.23	0.90	1.15	
苏地 2009-B-131	苏州市高新区		2.19		1.13	
合计		42.64	40.38	46.41	29.72	29.65
				29.72	29.65	35.74

资料来源：招商证券研发中心

2、10-12 年 EPS 分别为 0.45 元，0.49 元和 0.56 元

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 10 年到 12 年，EPS 分别为 0.45 元，0.49 元和 0.56 元。

表 8：公司盈利预测简表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3117	3911	3924	4553
二、营业总成本	2817	3329	3309	3857
其中：营业成本	2349	2716	2690	3176
营业税金及附加	202	235	235	273
营业费用	146	176	177	205
管理费用	103	137	137	159
财务费用	18	65	69	43
资产减值损失	-1	0	0	0
三、其他经营收益	22	24	25	32
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	24	25	32
四、营业利润	322	606	640	728
加：营业外收入	11	8	8	8
减：营业外支出	3	3	3	3
五、利润总额	330	611	645	733
减：所得税	81	153	161	183
六、净利润	249	458	484	550
减：少数股东损益	39	59	48	57
七、归属母公司所有者净利润	210	400	436	493
股本（百万）	882	882	882	882
每股收益（元）	0.24	0.45	0.49	0.56

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、10 年 RNAV 为 6.23 元，等于目前股价

公司 10 年的 RNAV 是 6.23 元，等于目前股价。

表 9：公司 RNAV 计算表

开发项目评估溢价（亿元）	9.79
物业项目评估溢价（亿元）	1.30
投资项目评估溢价（亿元）	17.18
帐面净资产（亿元）	26.72
重估净资产（亿元）	54.98
总股本	8.82
RNAV	6.23

资料来源：招商证券研发中心（其中开发项目房价我们按照 2009 年底房价下降 10%测算）

4、首次给予“审慎推荐-A”评级

建议首次给予“审慎推荐—A”评级：我们认为公司股价没有完全反映公司的价值，我们给予公司 2010 年 15 倍 PE 估值，目标股价 6.80 元，给予公司股票“审慎推荐—A”的投资评级。

未来公司股价的催化剂在于：

- 1) 利用公司大股东的背景，公司转型为苏州市的城市综合运营商，整合一二级开发资源。我们了解到公司已经在研究中天城投、云南城投和黑牡丹等上市公司的运作模式。
- 2) 沪宁城际铁路的开通。
- 3) 公司股权融资带来的业绩释放动力。公司在年报中提及了计划股权融资 18 亿元。

5、风险提示

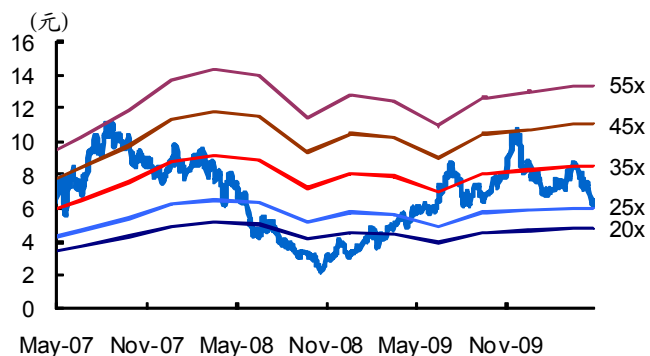
公司的风险主要在于严厉政策调控带来的房地产市场萧条，房地产市场量价齐跌，价格跌幅超过 50%。

表 10：重点公司估值表

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	房价下跌 30%后 RNAV	P/调整后 RNAV	10EPS	10PE	评级
招商地产	16.33	9.70	1.68	30.00	0.54	16.30	1.00	1.60	10.21	强烈推荐—A
金融街	8.53	6.29	1.36	16.40	0.51	12.15	0.70	0.70	12.19	强烈推荐—A
世茂股份	10.56	5.33	1.98	22.90	0.45	11.36	0.93	1.11	9.51	强烈推荐—A
鲁商置业	7.49	0.65	11.50	7.93	0.95	4.24	1.77	0.81	9.25	强烈推荐—A
苏宁环球	8.49	1.79	4.74	12.00	0.70	7.00	1.21	0.96	8.84	强烈推荐—A
格力地产	8.33	2.98	2.80	9.49	0.89	7.97	1.05	0.90	9.26	强烈推荐—A
ST 松江	7.35	1.20	6.13	7.66	0.93	5.29	1.39	0.40	18.38	强烈推荐—A
世联地产	26.00	4.74	5.48					1.73	15.03	强烈推荐—A
荣盛发展	13.49	4.71	2.87	16.94	0.81	10.83	1.25	1.04	12.97	审慎推荐—A
华业地产	5.99	3.25	1.84	13.10	0.55	9.37	0.64	0.50	11.98	审慎推荐—A
万科 A	7.37	3.55	2.08	8.88	0.82	5.72	1.29	0.69	10.68	强烈推荐—A
保利地产	11.09	5.53	2.01	11.87	0.92	8.23	1.35	1.02	10.84	审慎推荐—A
金地集团	6.24	3.56	1.75	11.00	0.57			0.85	7.34	审慎推荐—A
华发股份	11.19	6.40	1.75	22.40	0.48			1.00	11.19	审慎推荐—A
新潮中宝	5.00	1.20	4.16	5.50	0.99	4.71	1.06	0.37	13.64	审慎推荐—A
浙江广厦	5.95	2.17	2.74	5.10	1.16	4.05	1.47	0.43	13.84	审慎推荐—A
张江高科	10.34	3.94	2.62	14.16	0.74	13.53	0.76	0.60	17.23	审慎推荐—A
浦东金桥	9.86	4.03	2.45	13.02	0.76	12.39	0.80	0.46	21.43	审慎推荐—A
信达地产	7.13	3.45	2.07	8.01	0.50	5.38	1.33	0.60	11.88	审慎推荐—A
滨江集团	9.93	2.61	3.81	12.68	0.78	9.64	1.03	0.79	12.57	审慎推荐—A
首开股份	14.15	8.51	1.66	18.50	0.75	11.79	1.20	1.18	11.99	审慎推荐—A
龙元建设	10.71	4.89	2.19					0.63	17.00	审慎推荐—A
北京城建	12.21	6.60	1.85	19.40	0.62	16.75	0.73	1.23	9.93	审慎推荐—B
平均	10.16	4.22	3.11	13.66	0.73	9.30		0.85	12.49	

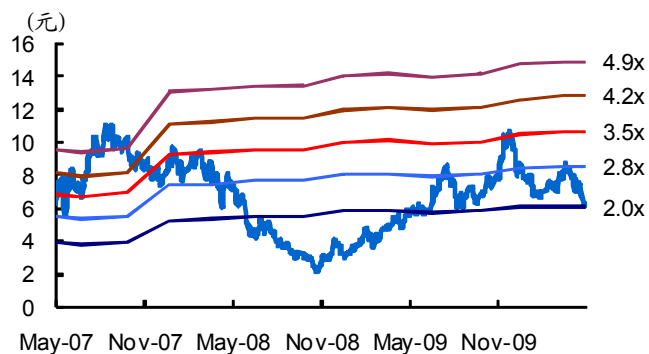
资料来源：招商证券研发中心（股价为 2010 年 5 月 13 日收盘价）

图 10: 苏州高新历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 11: 苏州高新历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8264	11221	11705	11782	13129
现金	1104	2522	1388	2093	2658
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	1	0	0	0
应收款项	926	284	391	392	455
其它应收款	167	300	391	392	455
存货	5994	8095	9508	8878	9529
其他	72	18	27	27	32
非流动资产	1733	1854	1758	1673	1598
长期股权投资	459	438	438	438	438
固定资产	578	730	649	576	511
无形资产	160	123	111	100	90
其他	536	562	560	559	559
资产总计	9997	13075	13463	13456	14727
流动负债	5438	7052	6893	6304	6927
短期借款	2064	2273	1000	1000	1000
应付账款	1143	1248	1494	1345	1588
预收账款	567	2258	3939	3498	3812
其他	1666	1273	460	462	528
长期负债	1598	2727	2815	2913	3011
长期借款	1465	1665	1765	1865	1965
其他	133	1062	1050	1048	1046
负债合计	7036	9778	9708	9217	9938
股本	882	882	882	882	882
资本公积金	744	744	744	744	744
留存收益	917	1046	1446	1882	2374
少数股东权益	419	624	683	731	788
归属于母公司所有者权益	2542	2672	3072	3507	4000
负债及权益合计	9997	13075	13463	13456	14727

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(546)	1100	876	651	478
净利润	205	210	400	436	493
折旧摊销	0	0	95	85	75
财务费用	0	0	65	69	43
投资收益	0	0	(24)	(25)	(32)
营运资金变动	0	0	284	38	(158)
其它	(752)	890	56	48	57
投资活动现金流	(147)	(245)	(1)	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(147)	(245)	(1)	0	0
筹资活动现金流	630	810	(2009)	54	87
借款变动	0	0	(1956)	100	100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	630	810	(53)	(46)	(13)
现金净增加额	(64)	1665	(1134)	705	565

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3057	3117	3911	3924	4553
营业成本	2331	2349	2716	2690	3176
营业税金及附加	197	202	235	235	273
营业费用	79	146	176	177	205
管理费用	104	103	137	137	159
财务费用	54	18	65	69	43
资产减值损失	1	(1)	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资收益	36	22	24	25	32
营业利润	327	322	606	640	728
营业外收入	7	11	8	8	8
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	331	330	611	645	733
所得税	85	81	153	161	183
净利润	246	249	458	484	550
少数股东损益	41	39	59	48	57
归属于母公司净	205	210	400	436	493
EPS (元)	0.23	0.24	0.45	0.49	0.56

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	16%	2%	25%	0%	16%
营业利润	-12%	-2%	88%	6%	14%
净利润	-8%	2%	90%	9%	13%
获利能力					
毛利率	23.8%	24.7%	30.5%	31.4%	30.2%
净利率	6.7%	6.7%	10.2%	11.1%	10.8%
ROE	8.1%	7.9%	13.0%	12.4%	12.3%
ROIC	3.8%	3.2%	7.7%	7.4%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	70.4%	74.8%	72.1%	68.5%	67.5%
净负债比率	44.9%	36.5%	20.9%	21.7%	20.5%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	3.4	5.2	11.6	10.0	10.8
应付帐款周转率	2.2	2.0	2.0	1.9	2.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.23	0.24	0.45	0.49	0.56
每股经营现金	-0.62	1.25	0.99	0.74	0.54
每股净资产	2.88	3.03	3.48	3.98	4.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	26.6	26.0	13.7	12.5	11.1
PB	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	24.0	25.6	13.4	12.9	12.1

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2009 年 3 月至 2010 年 1 月任湘财证券房地产行业研究员，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。