

湘财证券研究所

房地产/金融行业

杨森： Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: ys2875@xcsc.com

朱毅： Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

首次目标价： 7 元

首次评级： 买入

当前价格： 6.15 元

苏州高新最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

事件：

□ 我们最近对苏州高新进行了调研，和公司领导进行了交流。

投资要点与关注：

□ **未来发展三大优势：**1、**毛利率提升空间较大：**公司近几年毛利率较低，与公司的发展路径有关，预计随着公司经营方向的调整（淡出动迁房，加大低密度住宅开发力度），未来毛利率提升空间较大；2、**或进军一级开发：**公司或凭借大股东的资源优势进军土地的一级开发，或者做一级半运营商；3、**苏州高新区房价提升空间较大：**09 年以来，苏州的房价相对于既往涨幅不小，不过相对于同级别城市以及区域内城市来说，无论是绝对值还是涨幅都远远不及。我们认为：第一，苏州强劲的经济增长、刚性需求和愈发便捷的交通网络将对房价形成支撑；第二，高新区相对于工业园区的折价空间将缩小。

□ **公司目前房地产业务拥有共 264 万平米商住开发项目储备，合计 36 个项目。**其中，在开发项目可售面积共计 86.5 万平米（权益可售面积 68 万平米），拟开发项目共计 177 万平米。

□ **公司项目储备的综合拿地成本在 2280 元/平米左右，总成本不高，不过有部分地块拿地成本较高。**其中在开发项目的平均楼面地价为 1370 元/平米左右，拟开发项目储备的楼面地价为 3200 元/平米左右。

□ **预计公司 10~12 年在建住宅项目分别结算 26.11 万平米、26.72 万平米和 38.79 万平米，分别实现结算收入 22.27 亿元、25.22 亿元和 33.16 亿元，贡献 EPS 为 0.38、0.28 和 0.35 元。**

□ **首次给予公司“增持”评级，综合 RNAV 为 6.12 元/股，目标价 7 元。**考虑到地产公司股价相对于 RNAV 的溢价水平，以及公司区域型开发商背景资源丰富、兼具开发与商业出租业务，我们按照 20%的溢价计算，给予公司 7.0 元的目标价。预计公司 10~12 年的 EPS 分别为 0.42、0.52 和 0.69 元。

□ **风险提示：**管理层更加严格的房地产调控措施出台形成的压力。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3057	3117	3823	4174	5748
YoY (%)	16%	2%	23%	9%	38%
归属母公司净利润	205	210	372	461	611
YoY (%)	-8%	2%	77%	24%	33%
毛利率	23.8%	24.7%	29.0%	31.0%	31.0%
ROE	8.1%	7.9%	12.6%	14.1%	16.6%
EPS	0.23	0.24	0.42	0.52	0.69
P/E	26.41	25.82	14.57	11.76	8.87
P/B	2.13	2.03	1.83	1.66	1.48
EV/EBITDA	19	21	13	10	8

目录

一、集团资源与基本情况	5
二、未来发展优势所在	6
毛利率提升空间较大	7
或进军一级开发	7
房价泡沫风险小，提升空间较大	8
三、强化房地产主业地位，基础设施业务逐步淡出	11
四、盈利预测	14
五、首次给予公司“增持”评级，目标价 10 元	15

图表目录

表 1：苏州高新预测与估值表	4
表 2：公司在建项目列表（单位：万平米）	12
表 3：公司拟建项目列表（单位：万平米）	13
表 4：公司主要股权投资情况	13
表 5：10、11 和 12 年在建住宅项目结算情况	14
表 6：苏州高新 RNAV（百万元）	15
图 1：苏州高新集团股权分布图	5
图 2：苏州高新股权关系图	6
图 3：苏州高新毛利率情况	7
图 4：苏州高新区规划图	8
图 5：苏州市商品房销售价格走势	
图 6：苏州市商品房销售面积情况	9
图 7：苏州、上海、杭州商品房销售价格走势	
图 8：苏州市内各区住宅成交价格情况	9
图 9：沪宁高铁和京沪高铁示意图	10
图 10：苏州市轨道交通示意图，1 号线和 3 号线贯穿高新区	11
图 11：苏州高新 PE Bands	
图 12：苏州高新 PB Bands	16

表 1: 苏州高新预测与估值表

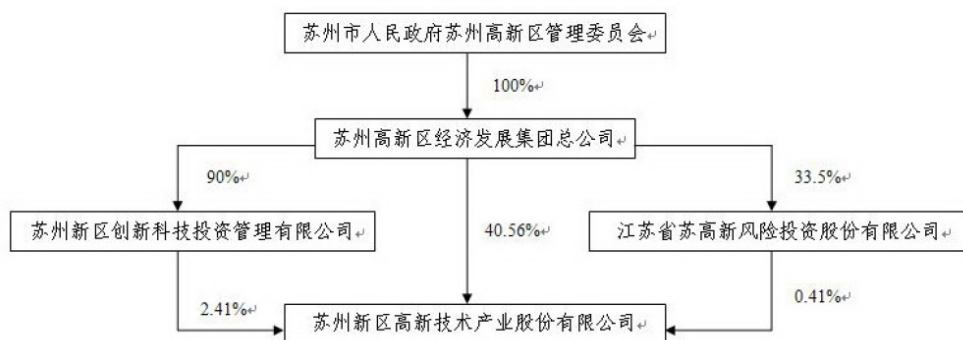
资产负债表						利润表				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8,264	11,221	13,068	14,257	17,779	营业收入	3,117.32	3,822.62	4,174.36	5,748.31
现金	1,104	2,522	6,171	5,336	6,244	营业成本	2,348.58	2,714.06	2,880.31	3,966.34
应收账款	926	284	1,086	286	1,603	营业税金及附加	202.08	244.65	267.16	367.89
其他应收款	167	300	265	333	474	营业费用	146.25	152.11	156.44	237.95
预付账款	72	14	68	60	69	管理费用	103.16	121.48	137.40	187.37
存货	5,994	8,095	5,474	8,240	9,387	财务费用	18.31	41.51	45.33	62.42
其他流动资产	2	5	2	2	3	资产减值损失	-1.10	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,733	1,854	1,842	1,762	1,663	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	459	438	438	438	438	投资净收益	21.91	24.10	26.51	29.16
固定资产	578	730	778	764	719	营业利润	321.95	572.91	714.23	955.50
无形资产	160	123	128	109	102	营业外收入	10.69	8.91	9.14	9.32
其他非流动资产	536	562	498	451	403	营业外支出	2.77	5.49	4.15	4.37
资产总计	9,997	13,075	14,910	16,019	19,442	利润总额	329.86	576.33	719.23	960.46
流动负债	5,438	7,052	8,309	8,825	11,552	所得税	81.21	144.08	179.81	240.11
短期借款	2,064	2,273	2,300	2,500	2,500	净利润	248.65	432.25	539.42	720.34
应付账款	1,143	1,248	1,609	1,423	2,753	少数股东损益	38.70	60.09	78.35	109.09
其他流动负债	2,232	3,531	4,400	4,903	6,299	归属母公司净利润	209.95	372.15	461.07	611.26
非流动负债	1,598	2,727	2,961	3,162	3,347	EBITDA	403.49	682.71	834.36	1,095.98
长期借款	1,465	1,665	1,865	2,065	2,265	EPS	0.24	0.42	0.52	0.69
其他非流动负债	133	1,062	1,096	1,097	1,082	主要财务比率				
负债合计	7,036	9,778	11,270	11,988	14,899	成长能力				
少数股东权益	419	624	684	762	871	营业收入	1.98%	22.63%	9.20%	37.71%
股本	882	882	882	882	882	营业利润	-1.54%	77.95%	24.67%	33.78%
资本公积	744	744	744	744	744	归属于母公司净利润	2.27%	77.26%	23.89%	32.57%
留存收益	917	1,046	1,330	1,643	2,046	获利能力				
归属母公司股东权益	2,542	2,672	2,956	3,268	3,672	毛利率(%)	24.66%	29.00%	31.00%	31.00%
负债和股东权益	9,997	13,075	14,910	16,019	19,442	净利率(%)	6.73%	9.74%	11.05%	10.63%
现金流量表						ROE(%)	7.86%	12.59%	14.11%	16.65%
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	4.43%	17.76%	13.33%	18.72%
经营活动现金流	-546	1,100	3,613	-1,136	961	偿债能力				
净利润	246	249	432	539	720	资产负债率(%)	74.79%	75.59%	74.84%	76.63%
折旧摊销	65	63	68	75	78	净负债比率(%)	48.79%	43.83%	44.97%	37.42%
财务费用	54	18	42	45	62	流动比率	159.12%	157.27%	161.54%	153.91%
投资损失	-36	-22	-24	-27	-29	速动比率	44.32%	91.37%	68.17%	72.64%
营运资金变动	-867	794	3,125	-1,759	97	营运能力				
其他经营现金流	-8	-1	-30	-10	32	总资产周转率	27.02%	27.32%	26.99%	32.42%
投资活动现金流	-147	-245	0	44	33	应收账款周转率	5.11	5.50	6.00	6.00
资本支出	174	211	0	0	0	应付账款周转率	1.97	1.90	1.90	1.90
长期投资	0	-44	17	-5	-3	每股指标(元)				
其他投资现金流	27	-79	17	39	30	EPS(摊薄)	0.24	0.42	0.52	0.69
筹资活动现金流	630	810	37	257	-86	每股经营现金流	1.25	4.10	-1.29	1.09
短期借款	-316	210	27	200	0	每股净资产(摊薄)	3.03	3.35	3.71	4.17
长期借款	285	200	200	200	200	估值比率				
普通股增加	392	0	0	0	0	P/E	25.82	14.57	11.76	8.87
资本公积增加	-294	0	0	0	0	P/B	2.03	1.83	1.66	1.48
其他筹资现金流	562	400	-190	-143	-286	EV/EBITDA	21.19	12.52	10.25	7.80
现金净增加额	-64	1,665	3,650	-835	908					

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

一、集团资源与基本情况

苏州高新大股东为苏州高新区经济发展集团总公司（简称苏高新集团）。苏高新集团是苏州高新区管委会的全资公司，注册资本 40.55 亿元人民币，总资产超过 230 亿元人民币。苏高新集团直接持有苏州高新 40.56% 的股份，间接持有 2.41% 的股权。

图 1：苏州高新集团股权分布图



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

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。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。

截至 2009 年末，公司拥有 6 家控股企业、10 家参股企业，公司总资产 130.75 亿元。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。

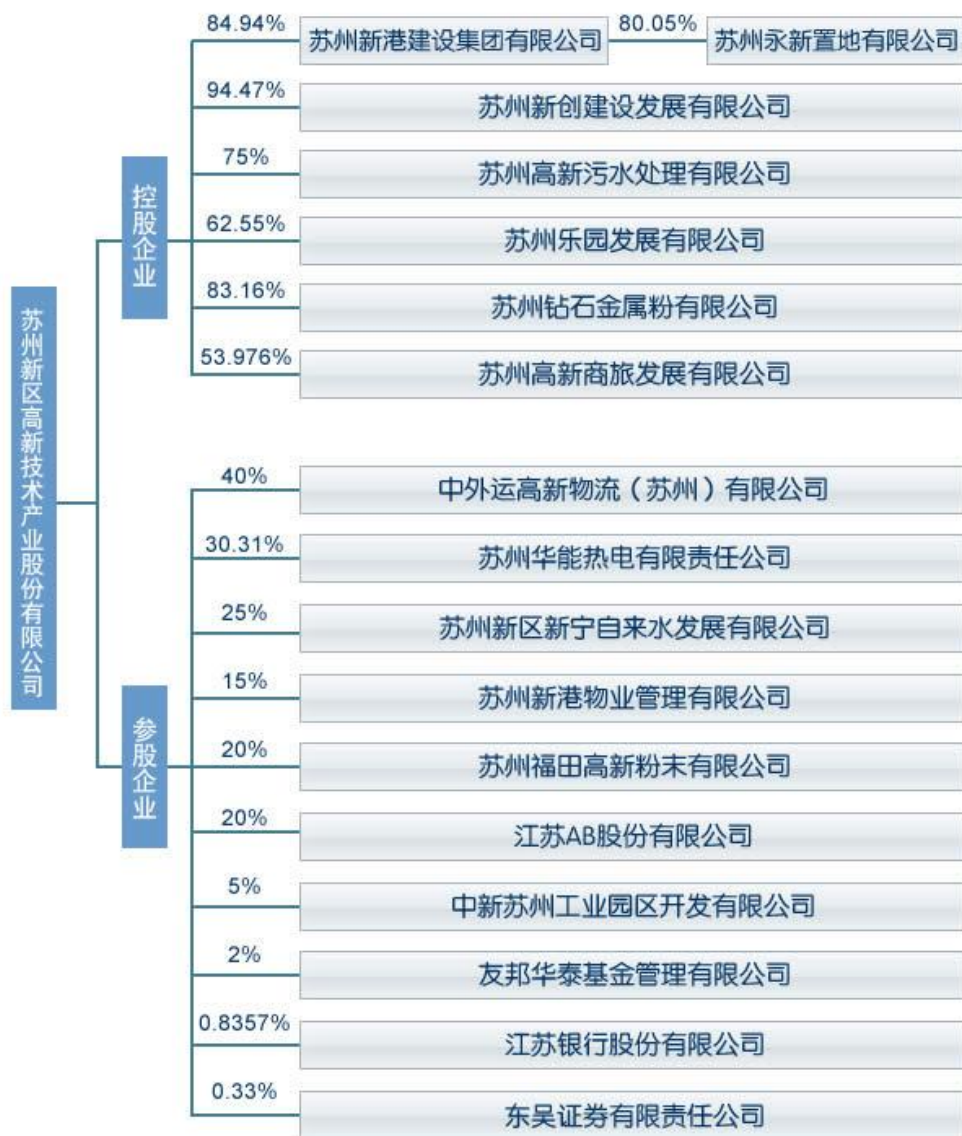
近三年来，公司主营业务收入及利润贡献的 90% 均来自于房地产业务，公司资产总量的 80% 配置在房地产业务方面。公司控股的“新港”、“新创”、“永新”三家房地产公司连续多年位列苏州市开发商 20 强，分别为第 4、5、7 位。并且依托本土化优势，不断提升品牌效应，连续多年入围“江苏省房地产综合实力 50 强企业”。苏州高新也因此连续多年荣膺“房地产上市公司地产绩优股 TOP10”。

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，且该部分产业协同发展、业务收入稳定，对公司利润贡献度逐年提升。公司控股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，产业协同效应不断显现。

公司对外投资在公司总资产中所占比例相对稳定，结构不断优化。公司持有江苏银行 6600 多万股，东吴证券 500 万股，友邦华泰基金管理公司 2% 的股权，拟上市

公司中新苏州工业园区开发股份公司 5% 的股权, 江苏 AB 股份有限公司 20% 的股权, 该部分资产不仅每年都给公司带来了良好的现金分红, 而且提供了未来资本市场定价的想象空间。

图 2：苏州高新股权关系图



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

二、未来发展优势所在

我们认为公司未来经营规模和盈利能力提升空间很大, 主要源于三个因素: 1、未来毛利率提升空间较大; 2、有能力实现一二级开发联动, 土地储备扩张空间较大; 3、苏州地区房地产没有泡沫化, 区域优势尚未完全体现, 未来溢价空间较大。

毛利率提升空间较大

公司近几年经营毛利率比较低，我们认为这与公司的发展路径有关，并且随着公司经营方向的调整，未来毛利率提升空间较大。

苏州市政府对苏州高新区的规划由 1992 年新设时的 6.8 平方公里到 1994 年的 52 平方公里，再到 2007 年最后划定的 223.36 平方公里。从 1994 年到现在高新区面积扩张了 4.3 倍，这个期间苏州高新为配合高新区扩张的建设了大量的动迁房，累计超过 300 万平方米，为新区的发展做出了一定的社会贡献。

虽然公司很多项目的拿地成本较低，不过由于动迁房的毛利较低，只有 10% 左右，所以公司营业收入的整体毛利率表现一般。目前公司年动迁房施工面积为房地产总面积的 1/6 左右，结算面积占 1/4 左右。公司从 09 年开始动迁房开发面积在逐渐减少，10 年将继续降低动迁房的占比，预计未来毛利率提升空间明显，如果 10 年动迁房结算面积下降一半左右的话，公司 10 年房地产业务的毛利率有望达到 30% 附近。

图 3：苏州高新毛利率情况

项目(单位：百万元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	1,613.33	1,609.26	2,080.27	2,632.85	3,056.82	3,117.32
主营业务收入	1,589.49	1,583.49	2,039.01	2,585.33	3,004.68	3,077.13
房地产	1,198.34	835.10	1,381.36	2,363.41	1,874.85	2,244.44
房地产/营业收入		51.89%	66.40%	89.77%	61.33%	72.00%
营业成本	1,113.82	1,140.55	1,586.66	1,936.33	2,330.77	2,348.58
毛利	499.51	468.70	493.61	696.52	726.05	768.75
毛利率	30.96%	29.13%	23.73%	26.46%	23.75%	24.66%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

另外公司从 09 年开始加大了低密度住宅的开发力度，09 年商品房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%，10 年该比例有望继续提升，贡献毛利率。

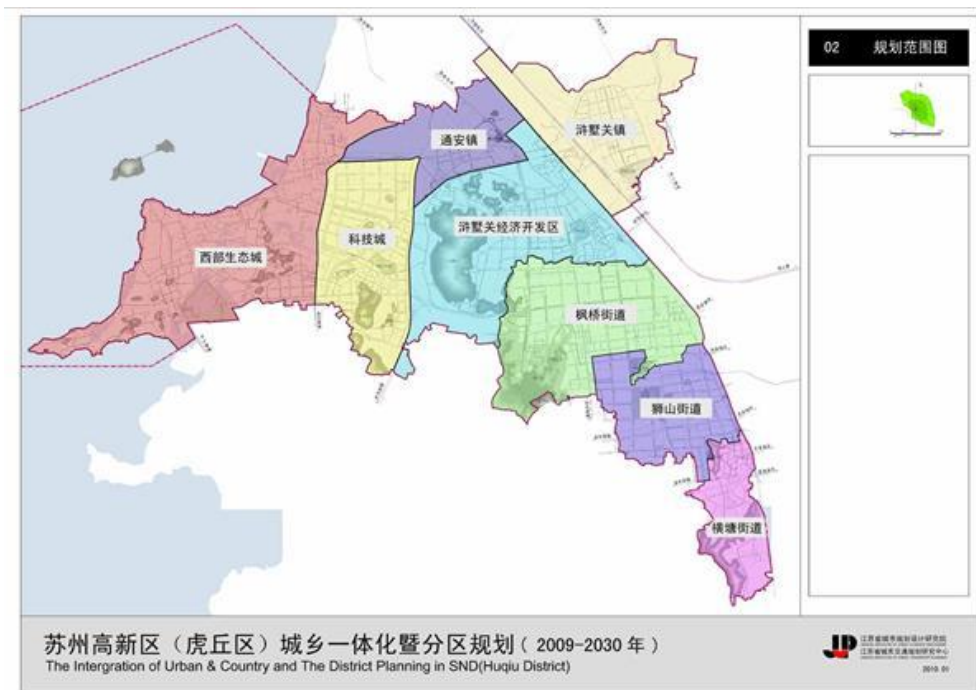
或进军一级开发

公司目前在建项目权益可售面积 68 万平方米，拟建项目权益可售面积 145 万平方米。合计可用于开发和销售的建筑面积为 264 万平方米，权益可售面积 213 万平方米。2010 年公司计划施工面积 238 万平方米，随着开发规模的不断加大，公司将加大对土地资源的储备力度。公司正在探讨在区域内与控股股东苏州高新集团和高新区管委会合作，向一级土地开发业务延伸，以争取获得更多的土地资源。

目前公司对进军一级开发尚未有确定的方案，不过已经在积极调研和讨论中。公司目前主要在新区西部生态城做土地整理的改造，收取手续费，还没有真正进入一级开发领域。预计公司有可能会借鉴云南城投的模式进行新区改造，以低价拿

地，不过模式上会有所区别。或者会发挥公司区域开发商的优势，做一级半的城市运营商。无论何者，我们相信公司在苏州的资源优势将会保证公司在一级开发中获得低价的土地储备，以满足公司未来土地、开工、销售上的合理平衡。

图 4：苏州高新区规划图



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

房价泡沫风险小，提升空间较大

2009 年 3 月以来苏州市商品房销售均价同全国大多数城市一样一直在上升，由每平方米 6400 元左右升至目前的 8300 元左右。苏州的房价相对于既往涨幅不小，不过相对于全国同级别城市以及区域内的如上海、杭州、南京等城市来说，无论是绝对值还是涨幅都远远不及。我们认为，苏州地区目前房地产出现泡沫的风险很小：

1、苏州市 2009 年全市实现地区生产总值 7740 亿元，按可比价计算比上年增长 11.0%，经济总量继续居中国大陆第 5 位（仅次于上海、北京、广州和深圳）、华东地区第二位，仅次于上海市，位居中国地级市第一位。全市 09 年实现地方一般预算收入 745.18 亿元，公共财政保障能力增强。

2、2009 年苏州市常住人口 882 万，户籍人口 624 万，户籍人口计算的人均 GDP 为 11.72 万元，按年末汇率折算超过了 1.7 万美元。其中高新区截至 2007 年末总人口 64.46 万，其中常住人口 32.07 万，暂住人口 31.74 万，外籍人口 0.65 万。苏州市政府对高新区的规划为若干年内人口规模达到 130 万。我们预计随着近年

来高新区配套设施的不断完善和产业升级的进行，人口增长带来的刚性需求将有效的刺激区域内的置业需求。

图 5：苏州市商品房销售价格走势

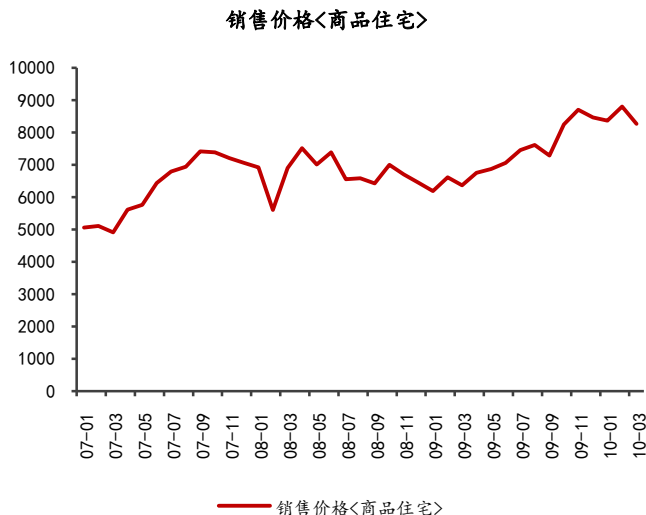
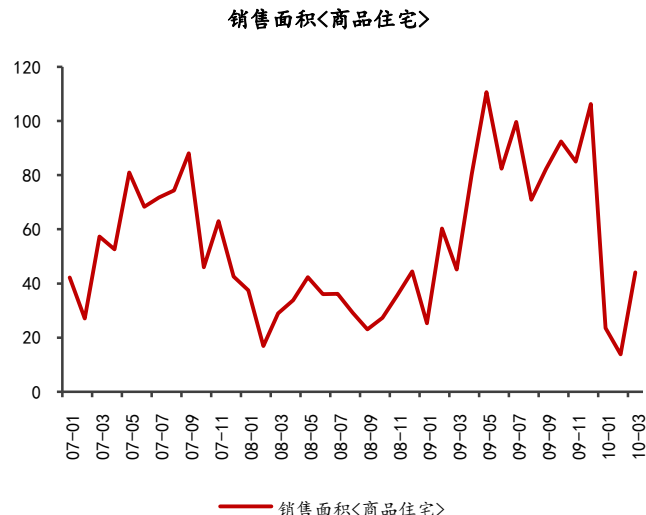


图 6：苏州市商品房销售面积情况



资料来源：CREIS，湘财证券研究所

图 7：苏州、上海、杭州商品房销售价格走势

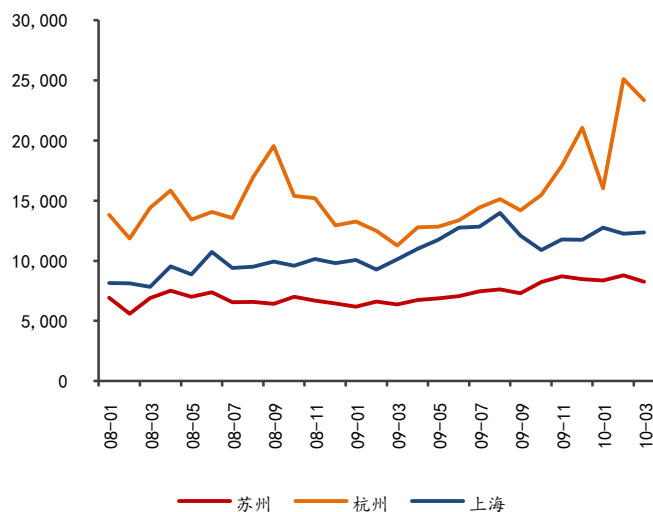
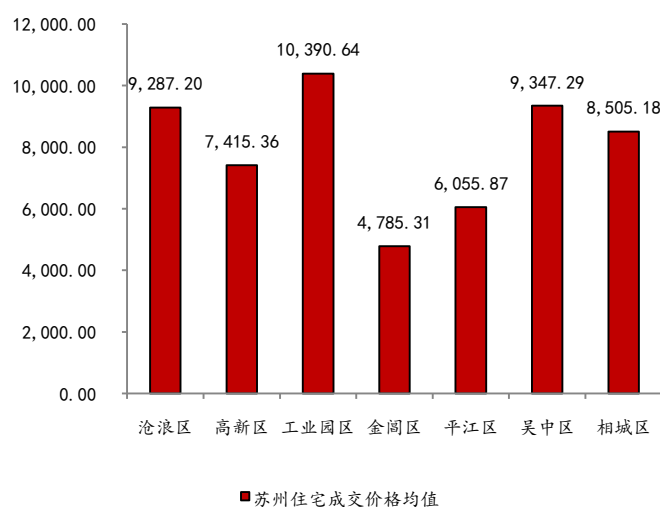


图 8：苏州市内各区住宅成交价格情况



资料来源：CREIS，湘财证券研究所

3、区域交通便捷，未来升值空间明显：高新区区域内交通便利，在城际高铁、城际高速、城市地铁、市内高架等方面的未来溢价空间非常大。

(1) 高铁和动车：

- 沪宁城际铁路从 2008 年 7 月开始兴建，预计将在 2010 年 7 月 1 日前建成通车。沪宁城际铁路正线全长 300.329 公里。其中江苏境内长 266.68 公里，上海境内长 32.05 公里，苏州站长 1.6 公里。设计时速 350KM/H，

使得上海到南京的车程可以控制在 1 小时左右。共设 31 个车站，在苏州境内共有 6 站，分别为：望亭东、苏州新区、苏州、唯亭西、阳澄湖和新昆山。

- 现在每天上海和苏州间的动车有 4 对运营，车程在 0.5 小时左右。
- 京沪高铁 08 年 4 月开工，预计 2012 年通车。京沪高铁在苏州境内有苏州和昆山两站。

图 9：沪宁高铁和京沪高铁示意图

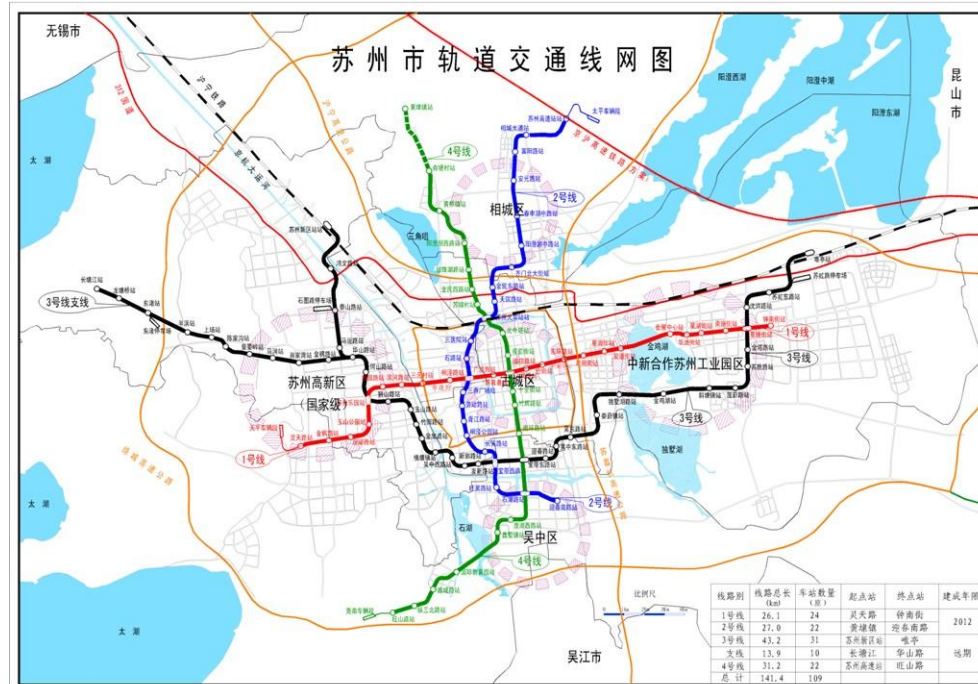


资料来源：公司公告，湘财证券研究所

（2）地铁：

苏州市现有 4 条地铁线路在建，轨道交通 1 号、2 号线有望在 2012 年正式通车；2015 年附近，轨道 3 号、4 号线也有望建成通车，并逐步实现与上海、无锡等周边地区轨道交通的接轨。其中，1 号线和 3 号线贯穿苏州高新区。在 2020 年前，苏州轨道交通线网规划将建成 9 条线，总长为 318 公里。其中，中心城区 265 公里，中站点数量 181 座，换乘站 37 座。

图 10：苏州市轨道交通示意图，1 号线和 3 号线贯穿高新区



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

三、强化房地产主业地位，基础设施业务逐步淡出

公司目前的业务收入主要分为房地产、苏州乐园、基础设施和股权投资收入等。不过公司营业收入和净利润贡献的 90% 都来自房地产，资产 130 亿中的 70~80% 也来自房地产业务。公司目前的发展战略是，继续强化房地产的主业地位，逐步淡出基础设施业务。

公司目前房地产业务拥有共 264 万平米商住开发项目储备，合计 36 个项目。项目主要位于苏州高新区，另有东湖林雨在苏州工业园区和少量项目位于扬州（扬州名兴花园和扬州名仕）。其中，在开发项目可售面积共计 86.5 万平米（权益可售面积 68 万平米），拟开发项目共计 177 万平米。

公司项目储备的综合拿地成本在 2280 元/平米左右，成本较低。其中在开发项目的平均楼面地价为 1370 元/平米左右，拟开发项目储备的楼面地价为 3200 元/平米左右。拟开发项目储备楼面价较高主要源于 07 年拿地的成本较高，其中大河山二期项目和 B-82 地块的楼面价较高。

表 2：公司在建项目列表（单位：万平米）

序 号	开发主体	项目名称	类型	权益	占地面积	规划建面	可售面积	权益可售面积
1	新港	天都花园一期	住宅	84.94%			7.55	6.41
2		天都花园二期	住宅	84.94%	22.56	38.43	3.82	3.24
3		天都商贸中心	商业	84.94%			7.00	5.95
4		天都大厦	办公楼	84.94%			9.22	7.83
5		名墅东苑	别墅	84.94%	11.40	5.15	2.37	2.01
6		名墅东苑商业	商业	84.94%			2.10	1.78
7		名墅花园	住宅	84.94%	14.61		2.24	1.90
8		扬州名兴花园二期	住宅	84.94%	17.19		0.32	0.27
9	新创	理想城一、二期	住宅	100.00%			2.06	2.06
10		理想城三期	住宅	100.00%	30.55		0.40	0.40
11		理想城四期商业	商业	100.00%		1.16	1.16	1.16
12		苏地 2006-B-31 大河山一期	住宅	100.00%	16.35	16.35	7.67	7.67
13	永新	苏地 2006-B-39 水秀坊一期	别墅，住宅	80.05%			0.22	0.18
14		水秀坊二期	别墅	80.05%	12.48	12.48	2.10	1.68
15		水秀坊三期	高层	80.05%			3.20	2.56
16		苏地 2006-G-98 锦绣坊	别墅，商业	80.05%	3.00	2.40	1.04	0.83
17		苏地 2006-G-56 文昌花园一期	住宅，商业	80.05%	7.76	15.53	3.99	3.19
18		文昌花园二期	住宅	80.05%			4.09	3.27
19		东湖林语一、二期	住宅	80.05%	11.79	17.69	0.33	0.26
20		东湖林语三期	住宅	80.05%			2.90	2.32
21	高新商旅	狮山广场	宾馆	53.98%	4.70	20.00	18.00	9.72
22		青山宾馆	宾馆	53.98%	4.69	2.35	2.34	1.26
23		钻石广场	综合商业	83.16%	2.50	2.40	2.40	2.00
合计					159.6	133.9	86.5	68.0

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3：公司拟建项目列表（单位：万平方米）

序 号	开发主体	项目名称	类型	权益	占地面积	规划建面	权益可售面积
24	新港	扬州 361 号地扬州名仕	住宅	84.94%	5.21	9.89	8.40
25		吴江 20090212 号地块	住宅，商业	84.94%	42.14	92.16	78.28
26	新创	苏地 2007-B-83 大河山二期	别墅，商业	100.00%	8.60	6.70	6.70
27		苏地 2005-B-38	住宅	100.00%	1.72	2.58	2.58
28	永新	苏地 2006-B-41	住宅	80.05%	8.24	9.89	7.91
29		苏地 2006-G-49	商业酒店	80.05%	1.55	2.33	1.86
30		苏地 2006-G-96	商业	80.05%	2.16	4.32	3.46
31		苏地 2007-B-82	住宅	80.05%	8.67	3.90	3.12
32		苏地 2007-B-89	住宅	80.05%	4.00	3.20	2.56
33		苏地 2009-B-45	住宅	80.05%	11.13	27.83	22.27
34		苏地 2008-G-09	住宅	80.05%	1.62	1.30	1.04
35	永华	苏地 2009-G-18	住宅	51.00%	5.24	7.86	4.01
36		苏地 2009-B-131	住宅，商业	51.00%	3.87	5.12	2.61
合计					104.15	177.06	144.81

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司 2009 年全年实现投资收益 2191 万元。其中高新物流、华能热电和新宁自来水为公司提供了稳定的现金流入。出于整体战略的考虑，公司主动转出了持有的苏州福田高新粉末有限公司股权，获得股权溢价收益 500 万元。

公司参股的金融业江苏银行、友邦华泰、东吴证券等金融机构经营状况良好，中新苏州工业园区开发集团股份有限公司上市工作有序推进，江苏银行和东吴证券均在积极谋划未来的上市途径。

表 4：公司主要股权投资情况

	核算方法	业务	初始投资	年末余额	持股比例	2009 年投资收益
中外运高新物流苏州有限公司	成本法	物流	31.60	75.36	40.00%	4.00
苏州华能热电有限责任公司	成本法	热电	33.61	94.46	30.31%	1.52
苏州新区新宁自来水发展有限公司	成本法	自来水	36.16	44.37	25.00%	
苏州新馨置地有限公司	成本法	房地产	1.61	10.88	50.00%	
苏州永佳房地产开发有限公司	成本法	房地产	20.00	28.91	50.00%	
AB 股份	权益法	工业贸易	10.00	10.00	20.00%	0.60
中新开发（CSSD）	权益法	服务业	82.45	82.45	5.00%	2.02
友邦华泰	权益法	金融	4.00	4.00	2.00%	
江苏银行	权益法	金融	71.70	71.70	0.91%	5.35
东吴证券	权益法	金融	15.00	15.00	0.33%	0.50

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

四、盈利预测

我们预计公司10~12年在建住宅项目分别结算21.47万平方米、16.26万平方米和3.81万平方米，分别实现结算收入17.17亿元、15.83亿元和3.35亿元，贡献EPS0.31、0.28和0.05元。

考虑进公司拟建项目的开发规划，以及公司长期股权投资情况，我们预计公司10、11和12年的EPS将分别达到0.44、0.69和0.78元。

表 5：10、11 和 12 年在建住宅项目结算情况（单位：亿元）

住宅		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
序	项目名称	结算面	结算面	结算面	结算收	结算收	结算收	净利	净利	净利
号		积	积	积	入	入	入	润	润	润
1	天都花园一期	5.00	1.41	0.00	6.00	1.70	0.00	1.05	0.28	0.00
2	天都花园二期	0.00	1.30	1.94	0.00	1.56	2.33	0.00	0.25	0.36
3	名墅东苑	2.01	0.00	0.00	1.21	0.00	0.00	0.17	0.00	0.00
4	名墅花园	1.90	0.00	0.00	1.27	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00
5	扬州名兴花园二期	0.27	0.00	0.00	0.11	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
6	理想城一、二期	2.06	0.00	0.00	1.36	0.00	0.00	0.22	0.00	0.00
7	理想城三期	0.40	0.00	0.00	0.26	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00
8	苏地 2006-B-31 大河山一期	6.00	1.67	0.00	6.00	1.67	0.00	1.14	0.30	0.00
9	苏地 2006-B-39 水秀坊一期	0.18	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
10	水秀坊二期	1.68	0.00	0.00	1.85	0.00	0.00	0.32	0.00	0.00
11	水秀坊三期	0.00	2.56	0.00	0.00	1.97	0.00	0.00	0.25	0.00
12	苏地 2006-G-98 锦绣坊	0.83	0.00	0.00	0.62	0.00	0.00	0.09	0.00	0.00
13	苏地 2006-G-56 文昌花园一期	3.19	0.00	0.00	1.92	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00
14	文昌花园二期	0.00	3.27	0.00	0.00	1.96	0.00	0.00	0.20	0.00
15	东湖林语一、二期	0.26	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00
16	东湖林语三期	2.32	0.00	0.00	1.79	0.00	0.00	0.17	0.00	0.00
17	扬州 361 号地扬州名仕	0.00	2.00	3.00	0.00	1.70	2.55	0.00	0.08	0.12
18	吴江 20090212 号地块	0.00	0.00	15.00	0.00	0.00	9.58	0.00	0.00	0.97
19	苏地 2007-B-83 大河山二期	0.00	3.00	3.70	0.00	3.94	4.86	0.00	0.45	0.52
20	苏地 2005-B-38	0.00	0.50	2.08	0.00	0.38	1.58	0.00	0.05	0.21
21	苏地 2006-B-41	0.00	3.00	3.00	0.00	2.46	2.46	0.00	0.33	0.31
22	苏地 2007-B-82	0.00	1.50	1.62	0.00	2.97	3.22	0.00	0.25	0.26
23	苏地 2007-B-89	0.00	0.00	1.28	0.00	0.00	1.14	0.00	0.00	0.10
24	苏地 2009-B-45	0.00	3.00	3.00	0.00	2.68	2.68	0.00	0.21	0.20
25	苏地 2008-G-09	0.00	0.50	0.54	0.00	0.38	0.41	0.00	0.03	0.03

26	苏地 2009-G-18	0.00	2.00	2.01	0.00	1.02	1.03	0.00	0.04	0.04
27	苏地 2009-B-131	0.00	1.00	1.61	0.00	0.83	1.34	0.00	0.04	0.05
合计		26.11	26.72	38.79	22.73	25.22	33.16	3.69	2.77	3.16

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

五、首次给予公司“增持”评级，目标价7元

公司房地产业务（包括在建、拟建的住宅和商业地产）的 RNAV 为 16 亿元，另外公司持有基础设施已经江苏银行、友邦华泰基金和东吴证券以及 CSSD 和 AB 股份的股权的 RNAV 共 13 亿元。综合算出公司的 RNAV 为 6.17 元/股。考虑到地产公司股价相对于 RNAV 的溢价水平，我们按照 15% 的溢价计算，那么苏州高新 7 元钱的股价还是基本合理的。

表 6：苏州高新 RNAV（万元）

WACC	7.35%
住宅 RNAV	112,217.3
商业 RNAV	33,256.4
合计 RNAV	145,473.7
非房地产业务净资本	43,713.0
非房地产业务 PB	3.0
非房地产业务净值	131,139.0
账面净资产	267,225.66
股本	8.82
每股 RNAV	6.17

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 11: 苏州高新 PE Bands

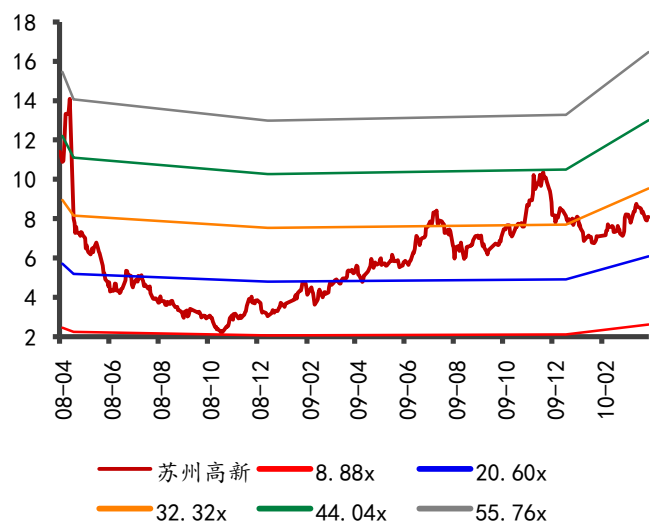
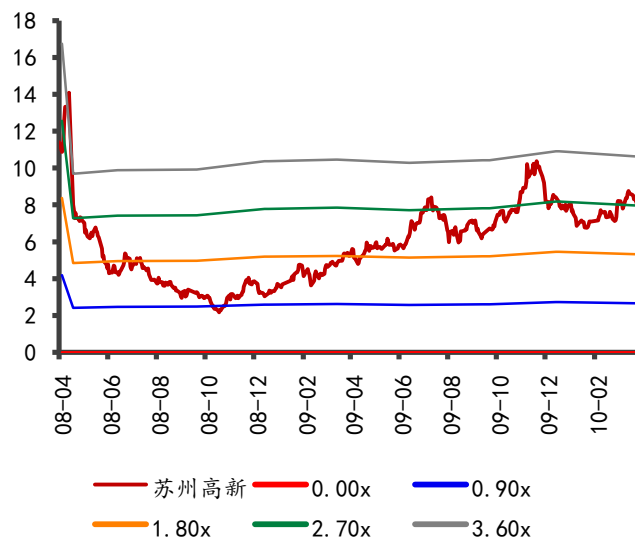


图 12: 苏州高新 PB Bands



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。