

联系人:

石维坚

shiweijian@jhzqrs.com

021-58766460-8005

分析师:

付豪杰

SAC 执业证书编号: S1410210050004

fuhaojie@jhzqrs.com

苏州高新 600736.sh

房地产行业

大有可为的区域龙头

——苏州高新投资价值深度分析

投资要点:

- ◆ **区域竞争优势明显的地产龙头。**公司是以房地产为主，多元化经营的本土开发商，实际控制人为高新区管委会，在苏州（尤其是高新区）竞争优势明显。
- ◆ **苏州房价具备坚实的需求支撑。**(1) 苏州 08 年市区居民人均可支配收入 23867 元，经济发展水平和质量，人均社会保障程度均入全国前列。(2) 沪苏杭一小时生活经济圈将吸引外来置业群体，高新区、虎丘区从一个纯粹的产业开发区向集工、商业和居住为一体的新城区转变。(3) 苏州房价收入比为 6~7，房价短期因调控呈现一定调整压力，但中长期房价持续上涨趋势十分确定。(4) 苏州内外部交通大升级，对于本地楼市整体价值的提升将极为明显。
- ◆ **依托大股东，业务布局和转型进展顺利。**公司在区域经济恢复、交通建设及区域二次开发推动下，房地产主业的“住宅+商业”盈利模式转型顺利。公司在区域内基础设施经营、旅游服务和股权投资等业务的竞争优势继续增强。
- ◆ **公司发展面临三大机遇。**一、西部生态城将把新区建设推入快车道，公司土地资源和市场空间两大问题迎刃而解。二、公司积极探索拿地渠道，通过参与一级开发和城中村改造等形式，强化拿地优势，后续资源拓展值得期待。三、随着业务结构优化和交通升级，公司盈利能力提升，诸多建设项目面临价值重估。
- ◆ **估值和投资建议。**预计公司 2010~2012 年收入 36.04 亿、34.83 亿和 42.11 亿，年复合增速 10.52%，实现净利润 3.19 亿、3.42 亿和 4.12 亿元，年复合增长 25.19%，实现每股收益为 0.36 元、0.39 元和 0.47 元，对应 10~12 年动态 PE 分别为 16 倍、15 倍和 12 倍，NAV 折价 10%。公司业绩短期出现爆发式增长可能性较小，但是稳定性和抗风险能力突出。苏州诸多利好因素为公司中长期发展打开良好前景，首次给予增持评级，6~12 个月目标价 7.50 元。

◆ 重点关注事项

股价催化剂:潜在一级开发和城中村改造机会；城际高铁和轨道交通建设等事件；公司参股企业实现 IPO；增发取得重大进展

风险提示:调控政策超预期；苏州楼市剧烈波动；融资受阻影响业绩释放；国企体制左右公司战略

投资建议:

增持

当前价格:

5.84 元

目标价格:

7.50 元

目标期限:

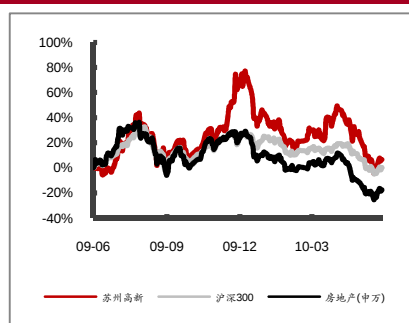
12 个月

市场数据

总股本(百万股)	881.57
A 股股本(百万股)	881.57
B/H 股股本(百万股)	00.00
A 股流通比例(%)	97.32
12 个月最高/最低(元)	10.70/4.14
第一大股东	苏高新集团公司
第一大股东持股比例	40.56%
上证综指/沪深 300	2656/2860

注：2010 年 6 月 2 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-7	0	7
绝对收益	-18	-20	10

注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

- 1、转型元年完美收官，2010.3.10
- 2、业绩改善符合预期，区域龙头扩张可期，2009.10.28
- 3、深耕区域市场，业务转型顺利，2009.6.23

财务预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3056.82	3117.32	3604.94	3483.96	4211.43
增长率(%)	16.10%	1.98%	15.64%	-3.36%	20.88%
净利润(百万元)	205.29	209.95	319.34	341.93	412.11
增长率(%)	-7.64%	2.27%	52.11%	7.07%	20.52%
ROE(%)	8.07%	7.86%	10.99%	10.83%	11.92%
ROA(%)	3.74%	2.61%	5.15%	5.06%	5.19%
EPS(元)	0.23	0.24	0.36	0.39	0.47
P/E	26.41	25.82	16.98	15.86	13.16
P/B	2.13	2.03	1.87	1.72	1.57
EV/EBITDA	15.73	14.06	14.03	10.14	13.46

数据来源：公司年报，江海证券研发部

正文目录

1 公司介绍	1
2 苏州房价上涨趋势确定.....	2
2.1 充满活力的苏州经济.....	2
2.2 得天独厚的区位优势.....	3
2.3 苏州房价具备真实需求支撑.....	4
2.4 交通升级提升楼市整体价值.....	4
3 公司战略及业务分析	5
3.1 房地产：“住宅+商业”驱动盈利能力提升.....	6
3.2 基础设施经营：垄断优势明显.....	7
3.3 股权投资：收益增长稳定.....	7
4 公司发展迎来三重机遇.....	8
4.1 “西部生态城”为公司发展打开新版图	8
4.2 参与一级开发，强化拿地优势.....	10
4.3 专注商品房开发，受益交通大升级.....	10
5 盈利预测及估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 估值及建议	12
6 重点关注事项	12
6.1 股价催化剂	12
6.2 风险提示	12
附录(单位:百万元).....	13

图表目录

图 1、公司股权结构和控制关系.....	1
图 2、高新区拥有优越的区位优势.....	3
图 3、苏州新区成为城际铁路在苏州境内五站点之一.....	4
图 4、苏州西部生态城规划图.....	9
表 1、苏州市人均经济指标	2
表 2、2008 年苏州各地区人均地区生产总值.....	2
表 3、苏州市 2015 年之前轨道交通建设规划.....	5
表 4、2009 年公司主营业务构成.....	6
表 5、公司近年房地产开发规模.....	6
表 6、公司房地产业务控股公司及 09 年业绩 单位：万元.....	7
表 7、公司基础设施经营业控股公司及 09 年业绩 单位：万元.....	7
表 8、公司控、参股公司一览.....	8
表 9、公司房地产项目汇总 单位：平米，万元.....	10

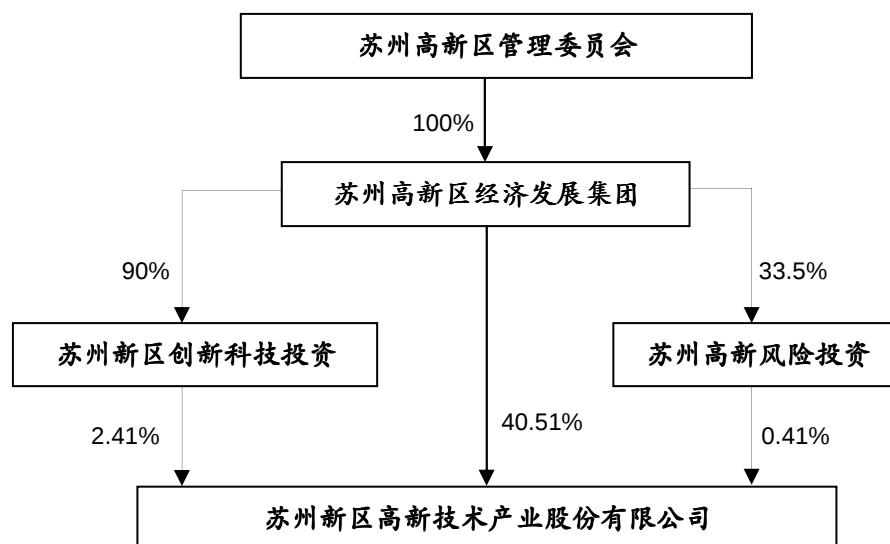
1 公司介绍

苏州新区高新技术产业股份有限公司（简称“苏州高新”）是以房地产为主，多元化经营的苏州本土上市公司。公司目前的业务包括：苏州高新技术开发区载体产品建设、基础设施经营、房地产开发及高新技术企业投资等。苏州高新上市以来，经过多年积累、快速发展和市场竞争的磨练，打下了良好的经营基础，总股本由上市之初的 6000 万股（流通股 1500 万股），扩展到目前的 8.82 亿股，总市值 65 亿元，为一家中型房地产上市公司。

2009 年，公司完成主营业务收入 31.17 亿元，同比增长 1.98%，实现净利润 2.1 亿元，同比增长 2.27%。2009 年末，公司总资产 120.26 亿元，净资产 32.96 亿元。公司主营收入和利润中超过 90% 来自房地产，公司房地产业开发业务在苏州市场上已经确立了领先地位，品牌优势明显。2009 年，公司已成为公司治理板块以及上证 180 指数板块的成分股，同时荣获江苏省上市公司十强称号。下属新港、新创、永新三家房地产公司连续多年为苏州市房地产综合实力 20 强、江苏省房地产综合实力 50 强。

公司实际控制人为苏州市人民政府苏州高新区管理委员会，苏州高新区经济发展集团总公司为其大股东。苏州高新下属三大房地产公司均为苏州本地龙头公司，并在高新区内拥有基础设施经营的垄断地位。

图 1、公司股权结构和控制关系



资料来源：公司年报，江海证券研发部

2 苏州房价上涨趋势确定

凭借发达的经济和得天独厚的区位，苏州房价长期上涨趋势确定。公司在苏州具有明显的本土优势，旗下三家房地产企业均为苏州市房地产龙头企业，已经建立较强的品牌影响力，基础设施经营产业拥有垄断优势，能够充分享受区域经济、社会高速发展的成果。

2.1 充满活力的苏州经济

苏州不仅是我国的历史文化名城和重要风景旅游城市，而且是长江三角洲重要的经济中心城市之一。2008 年，苏州全市（包括县级市）土地面积 8488.42 平方公里，户籍人口 616.07 万，其中市区人口 230.15 万。2008 年苏州经济在高平台上继续实现稳定增长，全市实现地区生产总值 6701.3 亿元，按可比价计算同比增长 12.5%。按现行汇率计算人均 GDP 超过 1 万美元。GDP 总量在全国名列第五位，仅次于上海、北京、广州和深圳。

2008 年，市区居民人均可支配收入达到 23867 元，同比增长 12.3%；农村居民人均纯收入 11785 元，同比增长 12.5%，年末城乡居民人民币储蓄存款余额 3337.31 亿元，同比增长 28.7%。苏州下属五个县级市，全部进入全国前十强，苏州经济发展水平和质量，人均社会保障程度均进入全国前列。

表 1、苏州市人均经济指标

人均指标	1978	1990	2000	2007	2008
地区生产总值	634	3,617	26,692	91,911	106,863
社会消费品零售总额	184	1,291	7,418	20,154	24,740
财政收入	164	384	2,742	19,673	28,732
人民生活指标					
在岗职工工资	514	2,450	11,778	31,404	36,090
市区居民可支配收入		2,150	9,274	21,260	23,867
市区居民消费性支出		1,805	7,027	13,959	15,183
农民纯收入	204	1,664	5,462	10,475	11,785
城乡居民储蓄存款余额	35	1,312	13,901	41,532	52,994

资料来源：苏州市统计局 江海证券研发部整理

表 2、2008 年苏州各地区人均地区生产总值

项 目	市区	常熟	张家港	昆山	吴江	太仓
绝对值						
全市生产总值 (亿)	2,718	1,150	1,250	1,500	750	528
人均地区生产总值(户籍人口) (元)	114,805	108,167	139,590	218,984	94,435	113,528
人均地区生产总值(常住人口)	81,571	79,263	105,156	120,881	68,434	79,449
同比上年增长 (%)						

全市生产总值	12.7	14.0	14.5	15.0	14.5	14.6
人均地区生产总值(户籍人口)	10.8	13.4	13.8	13.0	14.0	14.0
人均地区生产总值(常住人口)	6.0	9.8	9.9	5.7	6.9	7.5

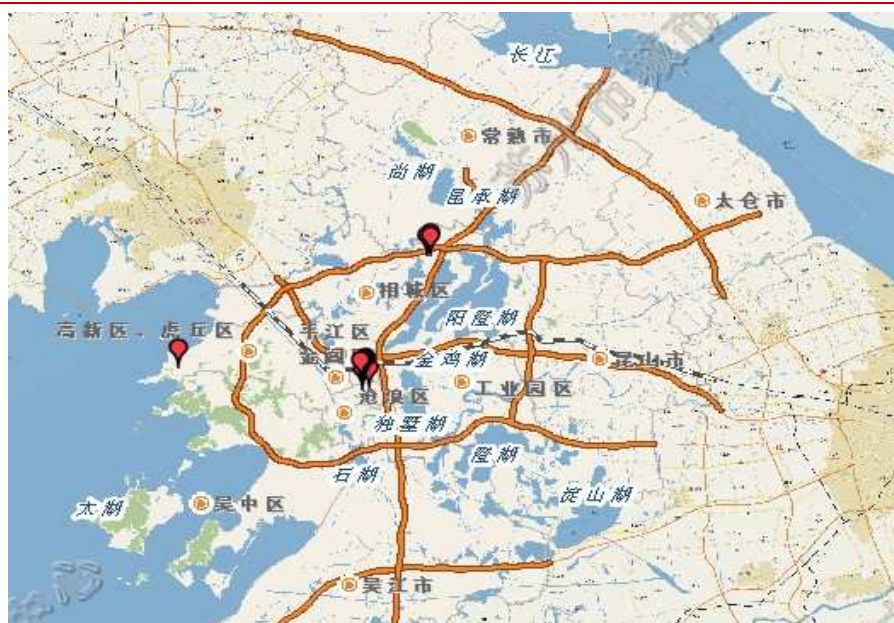
资料来源：苏州市统计局 江海证券研发部整理

2.2 得天独厚的区位优势

苏州位于江苏南部，北依长江，东临上海，南接浙江，西抱太湖，处于长江三角洲核心地带，前有潜力巨大的市场，后有地域广阔的经济腹地。随着长三角经济一体化进程的推进，沪苏杭一小时生活经济圈正在形成，苏州的区位优势和宜居环境，将吸引外来置业群体。

公司地产项目最集中的高新区、虎丘区交通便利，距上海虹桥国际机场 90 公里、浦东国际机场 130 公里，距上海港 100 公里、张家港港口 90 公里、太仓港 70 公里、常熟港 60 公里。沪宁高速公路、312 国道、京沪铁路、京杭大运河和绕城高速公路从境内穿过，高水准建设的太湖大道横贯东西。按照江苏省和苏州市的发展设想，省内沿江高速公路和铁路、苏州区域内城际高速铁路的规划和建设，在长期内都将有利于提升对苏州市区物业的需求。

图 2、高新区拥有优越的区位优势



资料来源：苏州市政府网站 江海证券研发部整理

经过多年的发展，高新区已经从一个纯粹的产业开发区向集工、商业和居住为一体的新城区转变。按照苏州高新区城市规划的设想，要把中心城区建成集金融商贸、文化休闲和高品质居住于一体的苏州西部都市中心；把科技城建成融“科技、山水、人文和创新”特色于一体的一流研发创新高地和科技山水生态城；把通浒片区建成集生产、生活和生态相配套的现代化产业

区和北部新城；把湖滨片区建成融太湖山水与田园风光、现代农业与生态旅游于一体的新农村样板区；把横塘地区建成借助国际教育园综合性教育、科技、文化、旅游等资源优势而快速城市化的科技教育配套区。

2.3 苏州房价具备真实需求支撑

苏州市区房价在长三角二线楼市中（杭州、南京、苏州）是最低的，究其原因苏州地区县域经济发达，导致人口分散集中于5个县级市中。因此，尽管经历了09年房价的大幅上涨，苏州市房价也远没有到泡沫的地步，平均水平仍只在9000元/平米左右，而高新区的均价约为8000元/平米，苏州市房价收入比区间为6~7，当前房价水平不仅具备坚实的需求支撑，也有相当大的上涨空间。

短期看，苏州房价因政策调控呈现一定调整的压力，但是伴随着苏州城市地位上升和内外交通条件的升级，中长期内房价持续上涨趋势十分确定。

2.4 交通升级提升楼市整体价值

苏州目前正处于交通大升级阶段，对于本地楼市整体价值的提升将极为明显。按照建设规划，沪宁城际高铁将于10年7月通车，其中在苏州市内有6个站点，平均3分钟一班车，上海至南京车程将缩短为75分钟。

城际高铁的通车将增强苏州楼市的增长潜力。首先，物流成本的下降（包括时间和货币成本），意味着苏州地区经济竞争力的加强，刺激经济增长和居民收入提升，这是楼市繁荣的内在动力。其次，交通升级将强化苏州的区位优势，提高对外来置业者的吸引力，从而进一步增加对苏州楼市的需求。

图 3、苏州新区成为城际铁路在苏州境内五站点之一



资料来源：姑苏晚报，江海证券研发部

同时，苏州市内也在进行大规模的轨道交通建设，按照《苏州市城市快速轨道交通建设规划（2010-2015）》，苏州将在继续实施轨道交通 1、2 号线建设的同时，新建轨道交通 4 号线、3 号线和 4 号线支线，线网总规模达到 169.7km，形成两横两纵的“井字型”轨道交通骨架网络。

按照建设规划，苏州轨道交通 1 号线将于 11 年通车。未来 3~5 年将是苏州市轨道交通的集中建设期，其中苏州市轻轨 1 号线将于 11 年通车，同时 2、3、4 号线也已经进入规划或建设阶段。

表 3、苏州市 2015 年之前轨道交通建设规划

状态	线路	起讫点	线路长度 (km)	地上线 (km)	地下线 (km)
在建	1 号线	木渎站-钟南街站	25.70	-	25.70
线路	2 号线	苏州高速站-迎春南路站	26.60	7.85	31.75
	2 号线延伸	迎春南路站-新华街站	13.00		
拟新增	4 号线	苏蠡路站-同津大道站	41.50	-	41.50
线路	3 号线	苏州新区站-唯亭站	43.70	2.90	40.80
	4 号线支线	阳澄路站-浦庄大道站	19.20	-	19.2
线网总规模 (km)			169.7		

资料来源：江苏省环保厅网站，江海证券研发部

3 公司战略及业务分析

公司提出“突出开发区背景和房地产开发经营强项，以房地产为核心，以基础设施经营为新增长极”的战略目标，通过业务结构转型，提高核心竞争力，为公司实业经营和资本运作两轮齐动铺平道路。

2009 年公司依托政府背景及区域综合资源优势，在区域经济恢复、区域大交通建设及区域二次开发的推动下，实现销售突破，并加速走出去战略，加深产业链延伸，加大产业协同效应，为公司拓展发展空间提前布局。

房地产主业，公司迅速消化库存，加大新楼盘的推盘力度，全年完成商品房销售 69.93 万平米，同比增长 493.75%；实现预售收入 42.32 亿元，同比增长 576.08%。公司水务产业规模效应逐步显现，呈稳定增长的趋势，每年带来稳定的现金流。旅游业是公司未来实现产业协同发展的重要产业，年内通过主动收购乐园股权以实现旅游资源的集中化管理，同时探索“旅游+地产”的协同效应，拓展房地产业务新的发展空间。

总体来看，公司 2009 年业绩贡献主要来自房地产开发业务，随着基础设施经营和旅游业务的恢复，公司 2010 年业绩增长将更具有弹性。

表 4、2009 年公司主营业务构成

行业	营业收入	收入同比	营业成本	成本同比	营业利润率	同比增减
房地产开发	22.44	19.71%	16.98	25.44%	24.36%	减少3.45个百分点
基础设施开发	6.43	-30.58%	5.15	-38.53%	20.00%	增加10.35个百分点
旅游服务	1.19	-6.12%	0.56	-5.60%	53.05%	减少0.25个百分点
基础设施经营	0.70	-7.83%	0.48	13.64%	30.82%	减少13.07个百分点

资料来源：公司年报，江海证券研发部

3.1 房地产：“住宅+商业”驱动盈利能力提升

2009 年，公司房地产销售业绩超出预期，公司开发规模却同比下滑 26.56%，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），原因是动迁房和代建项目减少。2009 年，公司商品房竣工面积 40.04 万平方米，累计结转各类房地产项目面积 65.42 万平方米（商品房 40.56 万平方米，动迁房 24.68 万平方米）。

公司 09 年在销售超预期情形下，并没有盲目扩大开发规模，我们认为这对于市场单一的区域性开发商而言是明智的策略，公司在 2010 年将具备更好的扩张机会和更大的回旋余地。

表 5、公司近年房地产开发规模

年份	销售面积 (万平)	预售收入 (亿元)	施工面积 (万平)		竣工面积 (万平)	结转面积 (万平)		
			商品房	动迁及待建		房地产	商品房	动迁及待建
2007A	81.51	25.56	128.86	80.00	83.50	63.56	41.29	22.27
2008A	83.82	49.46	159.21	97.54	68.41	103.54	72.44	31.11
2009A	69.93	42.32	158.53	30.21	40.04	65.42	40.56	24.68
2010E	/	40.00	208.00	30.00				

资料来源：公司年报，江海证券研发部

公司为了提升房地产业务的盈利能力，继续优化房地产业务结构。一方面，公司将加大低密度住宅开发力度，2009 年中低密度住宅销售面积达到 13.37 万平方米，占商品房总销售面积的比例由 2008 年的 4% 上升至 19%。随着动迁房开发量逐渐减少，公司将集中资源开发商品房项目。另一方面，公司各商业地产项目进展顺利，7 万平方米的天都商贸与轻轨一号线站点建设同步进行，预计年底竣工；地处乐园旅游辐射、轻轨换乘枢纽的 18 万平方米狮山广场已于 09 年底开工，先期建造星级酒店；2.4 万平方米钻石广场也已开工建设；10 万平方米天都大厦高档写字楼计划今年开工建设。可以预计，公司商业地产资源将在未来几年内逐渐释放收益。公司房地产业务将形成“住宅+商业”双轮驱动的产业发展模式。

目前，公司投资性房地产开发和租售比重相对较小，随着公司商业地产延伸战略的推进，正开发及规划的商业项目总面积将达到 50 万平方米，公司房地产业将形成“住宅+商业”双轮驱动的产业发展模式。

表 6、公司房地产业务控股公司及 09 年业绩

单位：万元

公司	注册资本	主营收入	营业利润	净利润	所占权益	主营模式
苏州新港建设	82964	114408	13758	10891	84.94%	住宅开发
苏州永新置地	15200	77381	3455	2800	67.99%	住宅开发
苏州新创建设	38000	93622	9083	6777	92.47%	住宅开发
高新商旅发展	50000	08 年开始运作公司部分商业项目			53.98%	商业地产

资料来源：公司年报，江海证券研发部

3.2 基础设施经营：垄断优势明显

凭借高新区政府对区内上市公司的扶持政策和独特的股东背景，公司在区域内具有一定的垄断优势，在城市供排水一体化产业发展等方面拥有极强的竞争力，而苏州乐园作为苏州旅游产业的重要阵地，在旅游市场上已经成为中国主题公园经典成功案例之一，发展前景广阔。

2009 年，公司水务产业规模效应逐步显现，近年来增长十分稳定，苏州高新污水处理公司全年完成污水处理量 4363 万吨，同比增长 3.3%，每年都拥有稳定的现金流，随着规模的放大利润贡献度将进一步提高。

苏州乐园借助创建国家 5A 级景区的契机，积极提升服务品质，年内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，努力探索“旅游+地产”的协同效应，拓展房地产业务新的发展空间。

表 7、公司基础设施经营业控股公司及 09 年业绩

单位：万元

公司	注册资本	主营收入	净利润	所占权益	主营模式
苏州乐园发展有限公司	2400（美元）	13007	1522	75%	旅游经营
苏州高新污水处理公司	20000	7093	245	75%	污水处理
苏州钻石金属粉公司	4500	4878	-436	83.16%	加工生产

资料来源：公司年报 江海证券研发部整理

3.3 股权投资：收益增长稳定

公司积极利用先天优势，战略性地参与股权投资，并贯彻“有进有退”，着力优化股权投资结构。

2009 年，公司实现投资收益 2191 万元，同比出现近 4 成下滑，这主要

是金融危机使得参股企业经营业绩下滑所致。公司出于整体战略考虑，主动转出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。公司参股的江苏银行、友邦华泰、东吴证券等金融机构经营状况良好，公司提出，将继续关注物流、热电产业以及 AB 股份的运行状况，积极做好参股企业的管理，在动态调整中实现公司整体投资收益的稳步增长。

中新苏州工业园区开发股份公司上市相关工作有序推进，材料已上报证监会，公司持有其 5% 股份，平均成本每股 1 元多，如果成功上市将带来丰厚的股权溢价收益。东吴证券正在推进股份制改制工作，江苏银行及东吴证券都已将上市列入发展计划，未来将给公司带来新的利润增长点。

表 8、公司控、参股公司一览

行业	公司	控制关系	持股比例
房地产开发	苏州新港建设集团有限公司	控股	84.94%
	苏州永新置地有限公司	控股	80%
	苏州新创建发展发展有限公司	控股	92.47%
	苏州高新商旅发展有限公司	控股	53.98%
	苏州新港物业管理有限公司	参股	15%
基础设施经营	苏州高新污水处理有限公司	控股	75%
	中外运高新物流有限公司	参股	40%
	苏州华能热电有限责任公司	参股	30.31%
	苏州新区新宁自来水公司	参股	25%
	中新苏州工业园区开发公司	参股	5%
旅游业	苏州乐园发展有限公司	控股	75%
科技企业	苏州钻石金属粉有限公司	控股	83.16%
	苏州 AB 股份有限公司	参股	20%
金融企业	江苏银行	参股	0.91%
	东吴证券	参股	0.33%
	友邦华泰基金管理有限公司	参股	2%

资料来源：公司年报 江海证券研发部整理

4 公司发展迎来三重机遇

凭借多年的开发经验和股东背景优势，公司将参与到新区规划，并在新区建设中承担重要职责，西部生态城、交通大升级和业务转型三重利好，将为公司带来新一轮发展机遇。

4.1 “西部生态城”为公司发展打开新版图

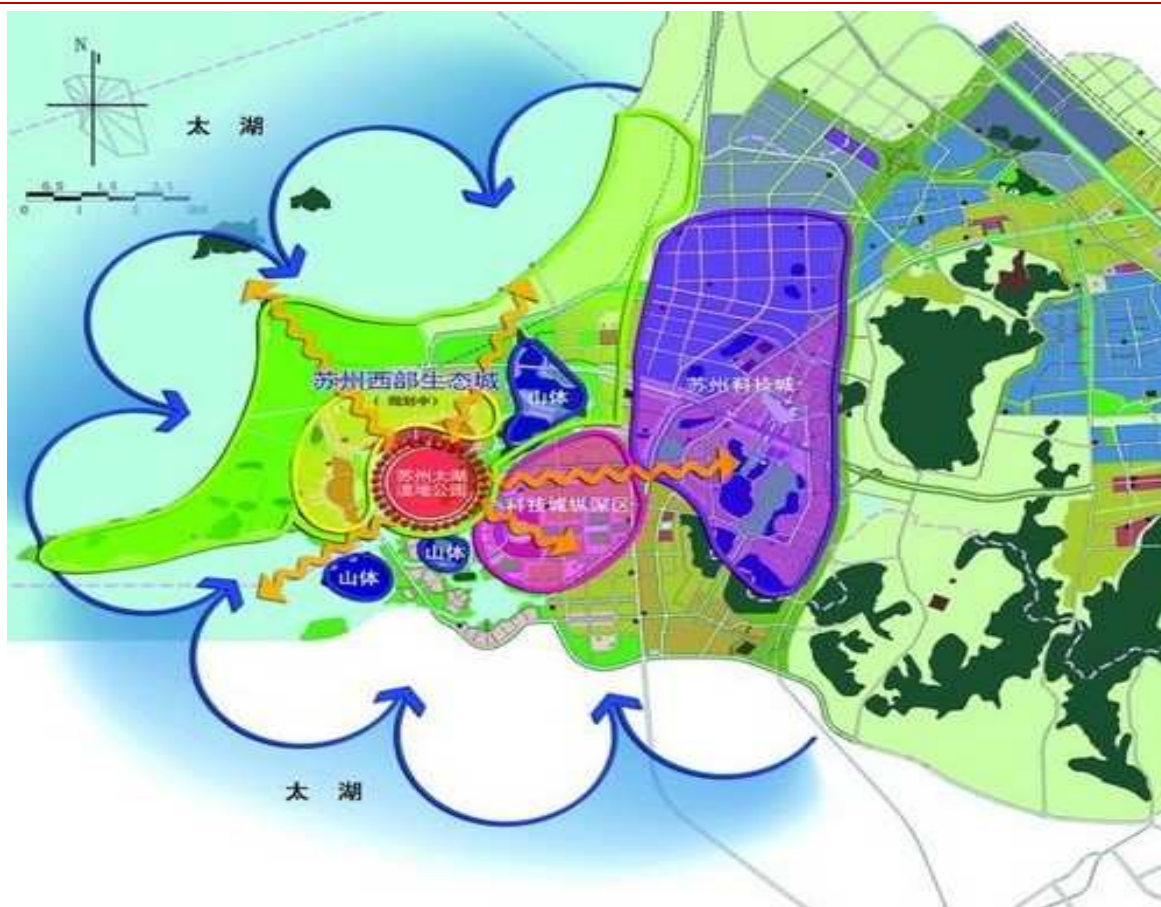
苏州市政府提出，将重点建设 230 省道以西总面积约 42 平方公里的苏州西部生态城，定位于集旅游休闲、健康健身、文化创意、民间工艺及高品质居住、办公于一体的低碳生态山水新城。苏州西部生态城是苏州市城乡一

体化综合配套改革先导区的重要组成部分，其中 15 平方公里区域为建设区，首期启动建设姚岗山以西 9 平方公里。目前该生态城概念规划已基本完成，城乡一体化先导区镇村布局规划也全部完成。今年将启动建设 130 万平方米动迁安置房。公司大股东苏州高新区经济发展集团出资 10 亿成立西部生态城开发公司，以 51% 比例控股。

公司的锦绣坊项目和自来水厂都在此区域，上半年 130 万动迁安置房将全面开工建设，3 月开园的太湖湿地公园也将由公司代管。鉴于公司丰富的动迁房开发建设经验，和政府的良好合作关系以及大股东的独特优势，未来有很大机会参与到生态城建设中，并获得优质储备，“西部生态城”将成为公司新一轮发展的重要版图。

长久以来，公司作为一个区域性地产开发商，资源和市场瓶颈一直是制约其可持续发展的首要问题。经过 2002 年的区划调整，苏州高新区面积由 52 平方公里拓展至 258 平方公里，而西部生态城将把新区建设推入快车道，公司持续发展面临的土地资源和市场空间两大问题，也迎刃而解。

图 4、苏州西部生态城规划图



资料来源：苏州市政府网站，江海证券研发部

4.2 参与一级开发，强化拿地优势

随着苏州楼市竞争的加剧，二级土地市场拿地难度和成本不断上升，地价节节攀升，平均楼面地价在二线城市中居首，并占据全国前十。为此，公司积极探索拿地渠道，通过参与一级开发和城中村改造等形式，强化拿地优势，在日益激烈的土地市场竞争中控制土地成本。

公司进入一级开发的模式包括：（1）与镇政府合作开发，和政府共享一级开发成果，同时获得低价拿地的机会。如控股子公司永新置业与通安镇政府合作成立子公司，参与 5 万平米土地的整理。（2）大股东参与城中村改造，从而占据拿地优势。如大股东和狮山街道下属公司成立合资公司，负责占地面积 700 亩的城中村改造，公司拿地优势明显。（3）上市公司直接参与一级开发。如控股子公司新创建设参与枫桥镇 2300 亩低密度规划用地一级整理。

4.3 专注商品房开发，受益交通大升级

随着新区建设的推进，公司将逐步退出动迁房建设业务，专注盈利能力高的商品房开发。而伴随着苏州地区交通建设大升级，公司现有项目大多处在城际高铁和轻轨站点沿线，将面临价值重估。

2009 年，公司在吴江市、吴中区、高新区新增土地储备建筑面积达 128 万平米，增强了公司持续发展和区域外扩张的能力。目前公司拥有土地储备 264 万平米，土地成本优势明显，足够支撑公司 3 年的快速发展。

表 9、公司房地产项目汇总

单位：平米，万元

拟开发项目						
开发主体	项目	地块面积	建筑面积	土地总价	楼板价（元）	类型
新港	扬州 361 地块/扬州名仕	52,111	98,867	39,604	4,006	高层
新港	吴江 20090212 号地块	421,427	921,628	122,635	1,348	高层/商业
新创	苏地 2007-B-83 大河山二期	86,022	67,020	38,710	3,242	住宅/商业
新创	苏地 2005-B-38	17,224	25,836	4,723	1,828	高层
永新	苏地 2006-B-41	82,375	98,850	15,742	1,592	住宅
永新	苏地 2006-G-49	15,518	23,277	2,328	2,328	商业酒店
永新	苏地 2006-G-96	21,603	43,207	8,641	2,000	商业
永新	苏地 2007-B-82	86,742	39,000	40,500	10,384	低密度住宅
永新	苏地 2007-B-89	40,000	32,000	9,600	3,000	住宅
永新	苏地 2009-B-45 号	111,304	270,000	97,000	3,593	高层
永新	苏地 2008-G-09 地块	16,261	13,008	3,577	2,750	住宅
永华	苏地 2009-G-18	52,406	78,609	8,490	1,080	住宅
永华	苏地 2009-B-131	38,744	51,151	17,000	3,323	住宅/商业
	合计	1,041,737	1,762,453			

在开发项目			
开发主体	项目	剩余可售面积	类型
新港	天都花园一期	75,529	高层
新港	天都花园二期	38,174	小高层
新港	天都商贸中心	70,000	商场
新港	天都大厦	92,200	办公楼
新港	名墅东苑	23,664	住宅
新港	名墅东苑商业	21,000	商业
新港	名墅花园联排	965	住宅
新港	名墅花园高层	21,463	住宅
新港	扬州名兴花园二期	3,175	住宅
新创	理想城一、二期	20,552	住宅
新创	理想城三期	3,966	住宅
新创	理想城四期商业	11,648	商业
新创	苏地 2006-B-31 大河山一期	76,744 (含地下 18,107)	住宅
永新	苏地 2006-B-39 水秀坊一期	2,160	别墅公寓
永新	水秀坊二期	21,000	别墅
永新	水秀坊三期	32,000	高层
永新	苏地 2006-G-98 锦绣坊	10,364 (商业 6,422)	住宅
永新	苏地 2006-G-56 文昌花园一期	39,934 (商业 39,569)	商业
永新	文昌花园二期	40,900	住宅
永新	东湖林语一、二期	3,324	高层
永新	东湖林语三期	29,094	高层
高新商旅	狮山广场	180,000	综合商业
高新商旅	青山宾馆	23,473	宾馆
钻石金粉	钻石广场	24,000	综合商业
	合计	865,329	

数据来源：公司年报，江海证券研发部

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司盈利预测分房地产开发、基础设施经营、旅游经营和股权投资收益四部分展开，基本假设如下：

1、2010~2012 年，苏州楼市保持平稳态势，按照现有开发的和销售规模，公司商品房结算面积分别达到 46.8 万平米、46.2 万平米和 51.2 万平米。苏州楼市整体较为健康，2010 年公司项目结算均价涨幅为 15%，未来两年保守估计房价将保持 6% 的上涨速度，略低于全国经济平均增速。

2、公司期间费用率保持稳定，与近三年平均水平基本持平，为 8.5%。

3、公司基础设施经营和旅游收入稳定增长，从过往经验看，保守估计收入每年能够增长5%，毛利率保持稳定。

4、股权投资收益与宏观经济相关度较高，波动性较大，保守起见不考虑投资收益的增长。

基于以上基本假设，预计公司2010~2012年商品房销售收入将分别达到31.04亿、30.47亿和38.55亿元，基础设施经营和旅游服务收入分别为2亿、2.1亿和2.2亿，基础设施开发贡献收入3亿、2.26亿和1.36亿，股权投资收益不考虑增长，留给投资者作为安全边际。

据此，2010~2012年公司实现收入分别为36.04亿、34.83亿和42.11亿，三年复合增速为10.52%，实现净利润分别为3.19亿、3.42亿和4.12亿元，三年复合增长率为25.19%，实现每股收益分别为0.36元、0.39元和0.47元。

5.2 估值及建议

公司6月2日股价5.84元，对应10~12年动态PE分别为16倍，15倍和12倍，NAV折价10%，公司估值略高于行业平均水平。

我们认为，公司作为一个经营风格稳健的国有企业，其业绩短期出现爆发式增长的可能性较小，但是增长的稳定性和抗风险能力突出。公司业务布局和转型步伐坚实，苏州区域诸多利好因素为公司中长期发展打开良好前景，尤其在高新区后续资源拓展和运行模式定位方面，均存在超预期的可能，因此首次给予公司增持评级，6~12个月目标价7.50元。

6 重点关注事项

6.1 股价催化剂

西部生态城潜在的一级开发和城中村改造机会；城际高铁和轨道交通建设等事件；公司参股企业实现IPO；公司计划10年增发再融资，释放业绩以支撑股价的动力较强

6.2 风险提示

调控力度和时间超预期；苏州楼市剧烈波动；融资受阻影响业绩释放；国企体制左右公司战略

附录(单位:百万元)

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3056.82	3117.32	3604.94	3483.96	4211.43	经营性现金净流量	-532.49	1106.22	-844.29	2555.55	-3586.3
减:营业成本	2330.77	2348.58	2629.81	2489.63	2999.38	投资性现金净流量	-147.41	-244.74	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	197.44	202.08	230.86	223.12	269.70	筹资性现金净流量	629.69	809.60	-1764.9	-1044.9	2081.75
营业费用	78.62	146.25	143.45	138.64	167.59	现金流量净额	-50.23	1671.09	-2609.2	1510.64	-1504.5
管理费用	103.55	103.16	119.30	115.29	139.37	成长性指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
财务费用	54.27	18.31	22.97	27.62	37.42	营业收入增长率	16.10%	1.98%	15.64%	-3.36%	20.88%
资产减值损失	1.27	-1.10	0.00	0.00	0.00	经营利润增长率	4.33%	4.46%	52.06%	6.78%	22.12%
加:投资收益	36.08	21.91	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-3.43%	0.98%	52.11%	7.07%	20.52%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-6.46%	-7.78%	48.70%	7.74%	21.63%
其他经营性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.61%	-6.99%	67.83%	5.79%	16.42%
营业利润	326.99	321.95	458.56	489.66	597.97	NOPLAT 增长率	-4.23%	-7.87%	54.86%	7.79%	21.26%
加:其他非经营性损益	3.87	7.91	0.00	0.00	0.00	经营效率指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利润总额	330.85	329.86	458.56	489.66	597.97	销售毛利率	23.75%	24.66%	27.05%	28.54%	28.78%
减:所得税	84.62	81.21	114.64	122.41	149.49	销售净利率	8.06%	7.98%	10.49%	11.62%	11.59%
净利润	246.24	248.65	343.92	367.24	448.48	三费/营业收入	7.73%	8.59%	7.93%	8.08%	8.18%
减:少数股东损益	40.95	38.70	58.87	63.03	75.97	ROE	8.07%	7.86%	10.99%	10.83%	11.92%
归母公司股东净利润	205.29	209.95	319.34	341.93	412.11	ROA	3.74%	2.61%	5.15%	5.06%	5.19%
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	存货周转率	0.39	0.29	0.43	0.34	0.34
货币资金	1077.05	2645.28	36.05	1546.69	42.11	应收账款周转率	3.29	10.91	2.12	15.89	2.01
应收和预付款项	1167.05	600.19	2052.61	508.62	2586.92	固定资产周转率	5.29	4.27	4.35	4.93	7.18
存货	5993.81	8094.79	6167.17	7334.61	8931.61	总资产周转率	0.31	0.24	0.36	0.32	0.33
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
长期股权投资	458.81	438.49	438.49	438.49	438.49	资产负债率	70.21%	74.92%	65.94%	67.66%	71.38%
投资性房地产	310.00	289.29	253.95	218.61	183.27	流动比率	152.77	159.32	217.76	203.56	179.44%
固定资产和在建工程	769.50	949.24	828.24	707.25	586.25	速动比率	41.62%	45.59%	55.09%	44.56%	40.81%
无形资产和开发支出	160.01	123.00	108.14	93.27	78.41	现金比率	19.97%	37.16%	0.95%	33.53%	0.65%
其他非流动资产	2.79	0.84	0.42	0.00	0.00	经营性现金/流动负债	-9.88%	15.54%	-22.27%	55.40%	-55.66%
资产总计	9939.02	13141.1	9885.07	10847.54	12847.06	利息保障倍数	9.19	27.37	31.33	25.96	22.56
短期借款	2063.50	2273.00	797.45	0.00	2390.21	估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应付和预收款项	2366.95	4011.79	2160.52	3779.53	3219.24	EPS	0.23	0.24	0.36	0.39	0.47
长期借款	1465.00	2648.21	2648.21	2648.21	2648.21	PE	26.41	25.82	16.98	15.86	13.16
其他负债	1082.57	911.99	911.99	911.99	911.99	PB	2.13	2.03	1.87	1.72	1.57
负债合计	6978.02	9844.99	6518.17	7339.73	9169.66	PS	1.77	1.74	1.50	1.56	1.29
股本	881.57	881.57	881.57	881.57	881.57	PCF	-10.18	4.90	-6.42	2.12	-1.51
资本公积	744.29	744.29	744.29	744.29	744.29	股息率	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02
留存收益	916.56	1046.40	1280.24	1530.62	1832.39	EV/EBIT	18.47	16.66	18.76	13.32	16.91
归属母公司股东权益	2542.41	2672.26	2906.10	3156.48	3458.25	EV/EBITDA	15.73	14.06	14.03	10.14	13.46
少数股东权益	418.59	623.87	682.74	745.77	821.74	EV/NOPLAT	25.06	22.63	24.46	17.36	22.11
股东权益合计	2961.00	3296.13	3588.83	3902.25	4279.99	EV/IC	1.72	1.93	1.36	1.45	1.21
负债和股东权益合计	9939.02	13141.1	10107.0	11241.98	13449.65	EV/SALES	2.24	1.83	2.65	2.10	2.68

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15% 以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15% 以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，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。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。