



# 立足“大苏州” 厚积薄发展风采

## ——苏州高新（600736）2015年半年报点评

2015年08月12日

推荐/维持

苏州高新

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

### 事件:

公司8月11日公布2015年半年报。报告期内，公司实现营业收入12.53亿元，同比下降16.25%；累计合同销售金额7.65亿元，同比增长26.08%；实现归属于母公司净利润3,630万元，同比下降37.91%；实现每股收益0.03元，同比降低39.24%。

### 公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	1799.58	827.93	668.26	373.96	1704.43	792.05	461.06
增长率（%）	40.87%	79.52%	8.40%	-27.53%	-5.29%	-4.33%	-31.01%
毛利率（%）	11.90%	18.99%	45.67%	47.63%	16.30%	26.13%	10.19%
期间费用率（%）	8.44%	13.05%	22.36%	36.30%	17.70%	18.46%	40.02%
营业利润率（%）	-2.00%	-0.49%	10.47%	7.85%	-4.40%	1.20%	-36.95%
净利润（百万元）	135.83	16.06	54.03	50.39	99.78	-4.22	26.18
增长率（%）	110.85%	-30.52%	-17.97%	-14.73%	-26.54%	-126.29%	-51.55%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.02	0.04	0.04	0.06	0.01	0.02
资产负债率（%）	79.15%	79.84%	81.15%	80.86%	79.11%	80.15%	75.87%
净资产收益率（%）	3.24%	0.38%	1.31%	1.15%	2.25%	-0.10%	0.46%
总资产收益率（%）	0.68%	0.08%	0.25%	0.22%	0.47%	-0.02%	0.11%

### 观点:

➤ **营业收入和净利润大幅降低。**2015年上半年，公司实现营业收入12.53亿元，同比下降16.25%；实现归属于母公司净利润3,630万元，同比下降37.91%。营业收入同比降低是受去年同期有商业房项目整体出售因素影响，导致今年营收波幅较大。

虽然公司上半年的净利润大于零，但这是得益于苏州乐园的152.80亩土地被收储，土地收购补偿总价为25934.5亿元，增加归属于母公司的净利润1.4亿元，弥补了上半年主营业务的大幅度亏损。受商品房销售不理想的影响，公司主营业务净利润为负，直接反映了公司当前面临非常严峻的形势，即便是在当前

市场总体向好的情况下，公司虽然采取了降价销售的策略，但这仍然不能缓解当前的困境。鉴于销售费用同比增长为负，我们认为，公司除了继续以价换量外，还需要加大营销力度，同时提升看房和购房人指数。

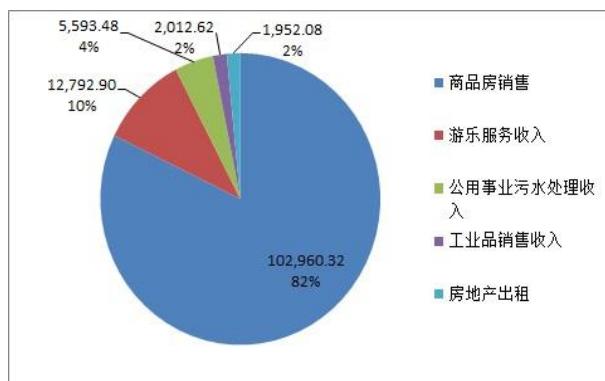
**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析** (单位：万元、百分比)

项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	10.19%	45.67%	-77.68%	上半年公司部分楼盘降价销售
净利率 (%)	1.75%	4.68%	-62.6%	营业收入减少+费用增加
资产负债率 (%)	74.87%	81.15%	-6.50%	上半年完成 13 亿元定向增发
费用比率 (%)	26.39%	17.20%	53.43%	本无法资本化分别导致管理费用和财务费用大幅增长
ROE (%)	0.46%	1.31%	-64.77%	肌东权益规模增长+净利润总额降低
总资产	23598.81	21956.13	7.48%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	260903.82	171688.53	51.96%	上半年债+股融资促使货币资金大幅增加
预收账款	540.23	718.45	-24.81%	上半年公司营销力度不够
一年内到期非流动负债	1913.67	2101.3	-8.93%	公司项目投资并未发生明显变动
经营活动净现金流	-825.4	-349.91	135.89%	房地产销售回笼同比减少+票据保证金增加
稀释 EPS	0.03	0.06	-39.24%	利润总额降低+定增引致股本增加

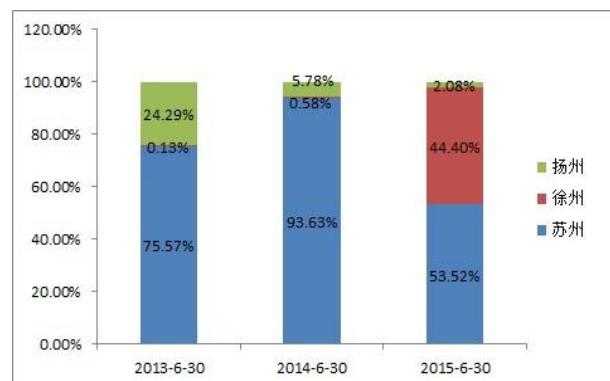
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **产品和区域多元化战略取得阶段性成果。**从营业收入的业务构成角度来看，半年报数据显示，商品房销售业务仍然为营收的最大贡献力量，游乐服务收入仅次于之。对各类业务近几年的增长情况进行分析可以发现，商品房销售和房地产出租业务今年上半年降幅较大，而游乐服务则延续了近几年的温和增长态势，污水处理和工业品销售营收也处于比较稳定的状态。除房地产以外的业务围绕着“旅游”和“环保”两大主题，都是属于当前国家重点支持的产业，未来发展空间非常巨大。

从营收来源的区域来看，以往由苏州贡献大部分营收的情况于今年上半年发生改变，来自于徐州的营收占比高达44.4%，对苏州本地的依赖度极大减轻，公司城市多元化战略效果显著。

**图 1:2015年上半年营业收入业务构成 (单位:万元)**


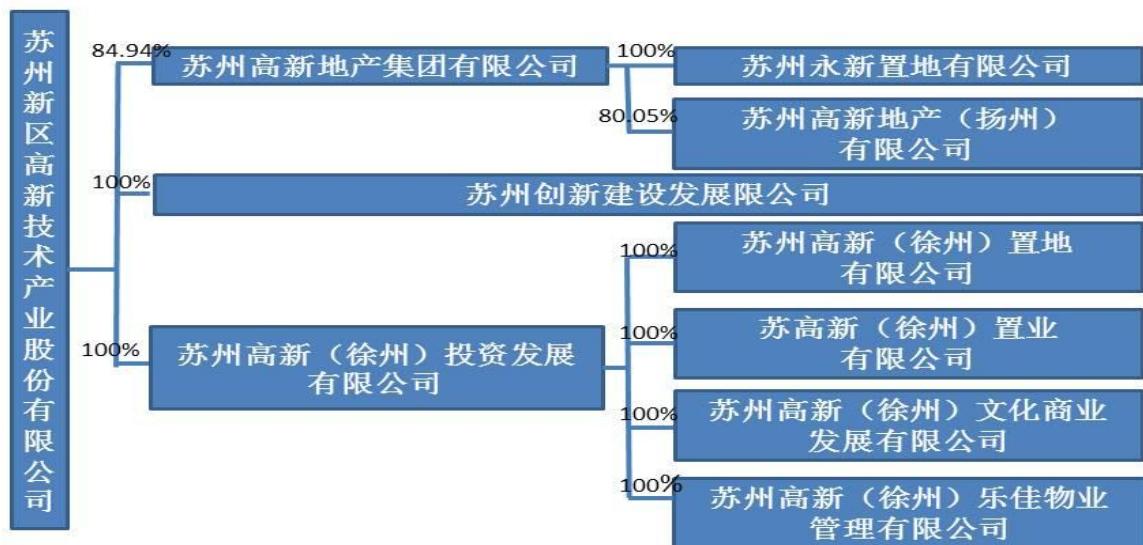
资料来源：公司 2015 年半年报，东兴证券研究所

**图 2:2012上半年-2015年上半年各地区营业收入占比**


资料来源：公司 2012-2015 年半年报，东兴证券研究所

➤ **资源整合有望提升其盈利能力。**公司依托于苏州本部，向徐州和扬州扩张，积极布局“大苏州”区域。上半年公司实现地产业务销售金额7.65亿元，同比增长26.08%。目前苏州商品房出清周期处于安全边际，保证了公司未来一半营业收入的稳定性，我们认为其他两个城市也将受益于此轮回暖行情，预期全年销售金额可实现同比温和增长。

2015年3月，从长远战略发展角度考虑，公司以旗下苏州新港建设为基础，融合苏州主新地产（扬州）有限公司和苏州永新置地进行资产重组，组建成为苏州高新地产集团有限公司，公司内部资产的重新配置有利于减轻甚至消除集团内部的同业竞争问题，从而实现地产业务盈利能力的提升。

**图 3:公司控股房地产业框架**


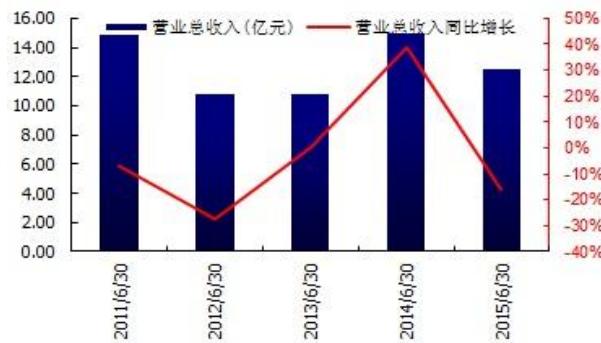
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **再融资支持公司发展。**上半年众多房企进行了再融资，公司也未错过这次机会。2015年5月，公司通过

非公开发行方式股权再融资13亿元，7月发行了为期3年、总额为7亿元的公司债，利率为4.67%，8月获准发行总额度为9亿元、期限为3年的中期票据，利率4.70%。通过“负债+股权”两种方式结合进行融资，为企业的稳健经营和有序扩张提供资金支持。

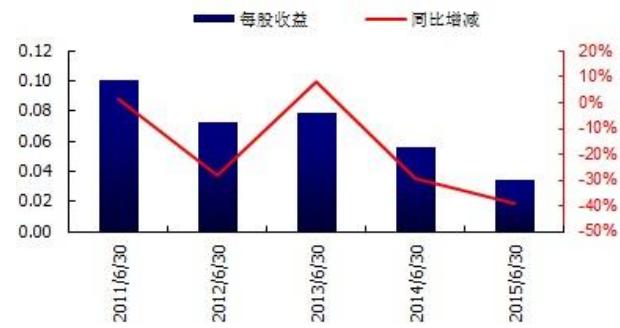
➤ **未来投资收益巨大。**公司拥有江苏银行、南京金浦园林和中新开发集团(CSSD)等公司的股权，分别占比0.91%，8%和5%，其中，参股的江苏银行IPO已经过会，中新建设和南京金浦也已经开始IPO流程，预计这些公司上市后公司可获得的投资收益总额为12-17亿元；公司出资1亿元与苏高新创投集团共同发起设立了融联新兴产业基金及基金管理公司，在报告期内新增4个投资项目，新增投资金额4500万元，随着大众创业和万众创新政策的持续推进，作为发改委扶持的省内第一支新兴产业创投计划参股基金，未来公司受益于创投浪潮可期。从投资规模及收益来看，投资有望获得良好的、可持续的投资收益，成为公司新利润增长点之一。

图4: 营业收入情况



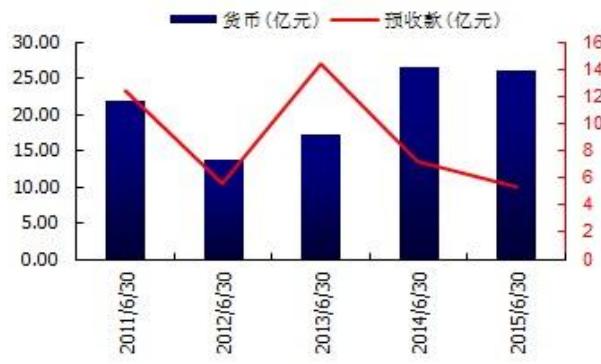
资料来源：公司公告、东兴证券

图5: 每股收益情况



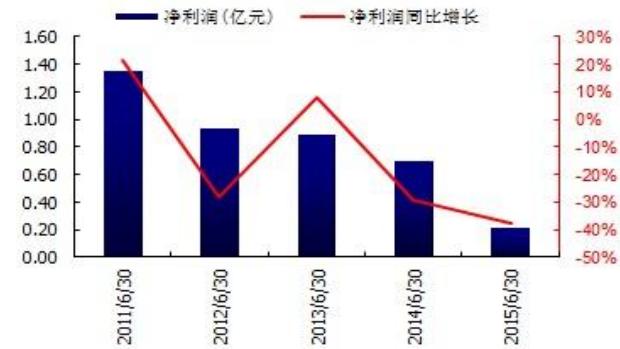
资料来源：公司公告、东兴证券

图6: 货币和预收款情况

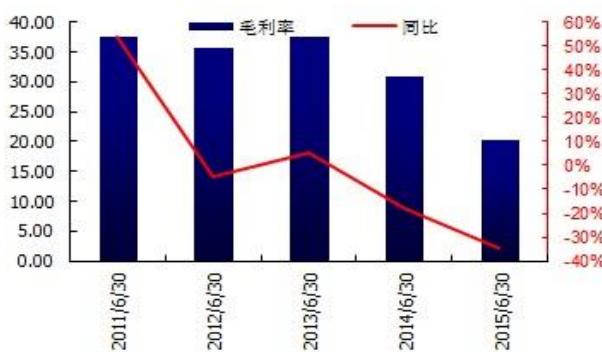


资料来源：公司公告、东兴证券

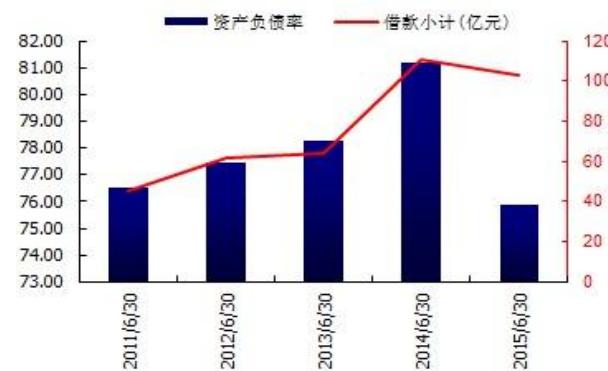
图7: 净利润情况



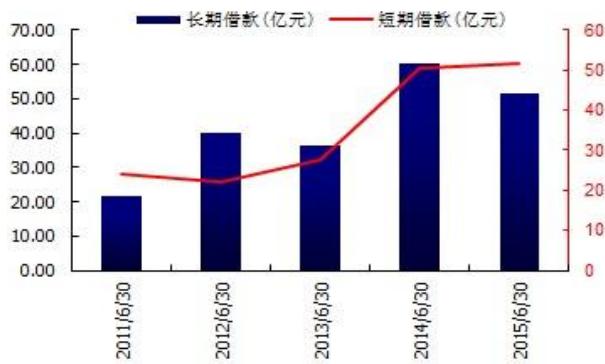
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 8: 销售毛利率情况**


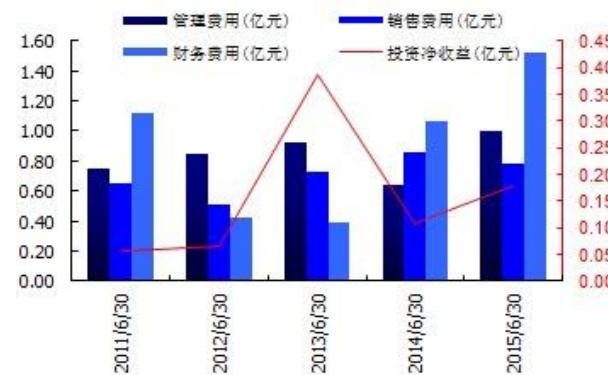
资料来源：公司公告、东兴证券整理

**图 9: 资产负债率情况**


资料来源：公司公告、东兴证券整理

**图 10: 贷款情况**


资料来源：公司公告、东兴证券整理

**图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源：公司公告、东兴证券整理

## 结论：

公司依托于苏州本部进行扩张，目前“大苏州”布局已经初步显效；企业产品多元化战略有序推进，地产+旅游、股权投资业务增速稳定且有望成为新利润增长点；公司传统的房地产开发及出租业务有望受益于本轮市场回暖，企业在降价销售的同时也需要加大营销力度，进一步加速企业的去化进程，快速回笼资金，从而支持企业的进一步健康发展。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 42.17 亿元、60.98 亿元和 70.83 亿元，每股收益分别为 0.16 元、0.33 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 60.13、28.84 和 15.07，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元						
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
<b>流动资产合计</b>	15443	17544	12575	18507	20849	<b>营业收入</b>	3393	3575	4217	6098	7083					
货币资金	1742	1868	1097	1585	1842	<b>营业成本</b>	2560	2656	3101	4472	4865					
应收账款	274	191	35	50	58	<b>营业税金及附加</b>	293	224	325	457	510					
其他应收款	323	516	608	880	1022	<b>营业费用</b>	180	213	89	128	149					
预付款项	147	201	573	1109	1693	<b>管理费用</b>	174	161	130	188	218					
存货	12867	14724	10196	14703	15996	<b>财务费用</b>	113	321	63	70	79					
其他流动资产	81	28	67	179	238	<b>资产减值损失</b>	-0.46	15.84	0.00	0.00	0.00					
<b>非流动资产合计</b>	4635	3711	3693	3520	3288	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	489	296	296	296	296	<b>投资净收益</b>	89.41	36.30	0.00	0.00	0.00					
固定资产	1436.17	1612.96	2185.55	2065.81	1887.07	<b>营业利润</b>	163	20	510	782	1262					
无形资产	557	534	480	427	374	<b>营业外收入</b>	187.46	336.83	55.00	55.00	55.00					
其他非流动资产	8	8	0	0	0	<b>营业外支出</b>	1.85	4.71	33.00	33.00	33.00					
<b>资产总计</b>	20078	21255	16268	22027	24137	<b>利润总额</b>	349	352	532	804	1284					
<b>流动负债合计</b>	10638	11431	4930	8512	8264	<b>所得税</b>	65	132	133	201	321					
短期借款	4423	4898	960	2534	538	<b>净利润</b>	284	220	399	603	963					
应付账款	1915	2183	1325	1911	2079	<b>少数股东损益</b>	54	50	210	210	210					
预收款项	819	759	1687	3028	4586	<b>归属母公司净利润</b>	230	170	189	393	753					
一年内到期的非流	2926	3075	0	0	0	<b>EBITDA</b>	979	1027	922	1225	1723					
<b>非流动负债合计</b>	5254	5384	6303	7933	9433	<b>BPS (元)</b>	0.22	0.16	0.16	0.33	0.63					
长期借款	4816	4729	6229	7729	9229	<b>主要财务比率</b>						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	196	491	0	0	0											
<b>负债合计</b>	15892	16816	11234	16445	17697	<b>成长能力</b>										
少数股东权益	782	933	1143	1353	1563	<b>营业收入增长</b>	22.45%	5.34%	17.98%	44.58%	16.16%					
实收资本(或股本)	1058	1058	1194	1194	1194	<b>营业利润增长</b>	-39.17%	-87.61	2424.11	53.55%	61.25%					
资本公积	620	621	621	621	621	<b>归属于母公司净利润</b>	11.03%	108.47	11.03%	108.47%	91.38%					
未分配利润	1491	1538	1639	1852	2258	<b>获利能力</b>										
归属母公司股东权	3405	3506	3804	4143	4790	<b>毛利率(%)</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
<b>负债和所有者权</b>	20078	21255	16181	21941	24050	<b>净利率(%)</b>	8.37%	6.16%	9.45%	9.90%	13.59%					
<b>现金流量表</b>	<b>单位:百万元</b>					<b>总资产净利润(%)</b>	1.15%	0.80%	1.16%	1.79%	3.12%					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>ROE(%)</b>	6.76%	4.85%	4.96%	9.50%	15.72%					
<b>经营活动现金流</b>	-931	283	5572	-2261	1087	<b>偿债能力</b>										
净利润	284	220	399	603	963	<b>资产负债率(%)</b>	79%	79%	69%	75%	74%					
折旧摊销	703.65	685.97	0.00	373.11	382.11	<b>流动比率</b>	1.45	1.53	2.55	2.17	2.52					
财务费用	113	321	63	70	79	<b>速动比率</b>	0.24	0.25	0.48	0.45	0.59					
应收账款减少	0	0	156	-15	-8	<b>营运能力</b>										
预收帐款增加	0	0	928	1341	1558	<b>总资产周转率</b>	0.18	0.17	0.23	0.32	0.31					
<b>投资活动现金流</b>	115	14	-297	-200	-150	<b>应收账款周转率</b>	13	15	37	144	131					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	1.82	1.74	2.40	3.77	3.55					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>										
投资收益	89	36	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.22	0.16	0.16	0.33	0.63					
<b>筹资活动现金流</b>	838	-443	-6047	2950	-681	<b>每股净现金流(最新摊薄)</b>	0.02	-0.14	-0.65	0.41	0.21					
应付债券增加	0	0	-491	0	0	<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	3.22	3.31	3.19	3.47	4.01					
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	<b>估值比率</b>										
普通股增加	0	0	136	0	0	<b>P/E</b>	43.18	59.38	60.13	28.84	15.07					
资本公积增加	-20	1	0	0	0	<b>P/B</b>	2.95	2.87	2.98	2.74	2.37					
<b>现金净增加额</b>	21	-146	-772	489	256	<b>EV/EBITDA</b>	21.11	20.81	18.91	16.34	11.19					

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 杨骞

理学硕士, 毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司, 对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士, 中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年 6 月加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 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, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。