

投资评级 **买入** 维持

## 拟回购股份，全面推动战略转型！

### 股票数据

6个月内目标价(元)	12.00
03月27日收盘价(元)	6.62
52周股价波动(元)	5.50-9.35
总股本/流通A股(百万股)	1194/1139
总市值/流通市值(百万元)	7906/7540

### 主要估值指标

	2017	2018E	2019E
市盈率	13.0	11.0	8.8
市净率	1.1	1.0	0.9
市销率	1.27	1.22	1.05
EV/EBITDA	9.6	6.9	4.7
分红率(%)	—	—	—

### 相关研究

《土地收储对冲结转减少，积极推进转型》  
2017.09.01

《业绩增长，收购东菱振动布局先进制造业》  
2017.04.24

《收购东菱振动，转型高新产业迈出坚实步伐》  
2017.03.23

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.4	1.1	9.6
相对涨幅(%)	15.0	11.8	11.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊  
Tel:(021)23219747  
Email:tlf5535@htsec.com  
证书:S0850510120001

分析师:谢益  
Tel:(021)23219436  
Email:xiey@htsec.com  
证书:S0850511010019

### 投资要点:

- 事件。**公司公布2017年年报。报告期内，公司实现营业收入62.4亿元，同比增加11.8%；归母净利润6.06亿元，同比增加97.4%；实现基本每股收益0.48元。公司向全体股东每10股派发现金红利1.45元（含税）。
- 2017年，受东菱振动并表等推动，公司营收增加11.8%；同期业务综合毛利率上升使得净利润增加97.4%。**2017年，东菱振动为“天舟一号”货运飞船提供了振动测试服务，技术中心团队首批入驻中国地震局“地震观测技术研究院”，技术和科研能力得到认可。2017年，公司完成商品房合同销售面积49.96万平、合同销售金额65.18亿元，同比分别减少6.35%和3.78%。全年商品房项目施工面积140.92万平，同比增加55.69%。公司旅游服务业全年完成营收3.11亿元，接待游客263万人次。报告期末，公司参股股权投资企业共22家，公司对外参股投资28.27亿元。
- 2017年3月，公司采取现金收购东菱振动73.53%股权，积极向先进制造业转型。**2017年6月，公司竞得苏州一幅39.80万平的文体娱乐用地。2017年11月，公司竞得苏州一幅占地面积3.47万平的住宅用地。2018年2月，公司竞得三幅合计47.7万平的用地。2017年8月，公司出资2亿元参股中船重工（天津）军民融合创业投资基金合伙企业（有限合伙）。2017年8月，公司设立苏州高新投资管理有限责任公司。2017年9月，公司签订华大生命健康小镇项目合作框架协议。2017年11月，公司发起设立2亿元的产业投资基金。2017年9月，**公司董事长、全体高级管理人员及核心人员完成增持公司股份0.09%。**2018年3月，**公司拟以不低于2亿元、不超过4亿元自筹资金，按照不超过9.47元/股的价格回购上市公司股份。**
- 公司2017年年报披露：2018年，公司商品房项目计划施工面积155.23万平，新开工面积10.15万平。**
- 投资建议。**确立“高新技术产业投资运营商”战略，维持“买入”评级。近年来，公司确立了“高新技术产业投资运营商”的战略，以先进制造业、环保业为核心，产业地产、非银金融与产业投资为支撑的产业架构。**此次现金收购东菱振动73.53%股权是公司向“高”、“新”产业战略转型迈出的重要一步。**在暂时不考虑股本回购的情况下，我们预计公司2018、2019年EPS分别为0.60和0.75元，对应RNAV是11.64元。**公司地产开发业务与万科合作，积极布局股权投资，多家企业实现上市，积极转型高新产业。我们参考创新转型类园区标的2018年平均动态29.54XPE，**给予公司2018年20XPE，对应目标价12.0元，维持“买入”评级。**风险提示：**公司面临加息和政策调控风险，以及转型不成功的风险。

### 主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5583.38	6242.49	6470.04	7536.94	9183.99
(+/-)YoY(%)	71.76%	11.80%	3.65%	16.49%	21.85%
净利润(百万元)	307.11	606.26	718.89	894.94	1107.83
(+/-)YoY(%)	60.44%	97.41%	18.58%	24.49%	23.79%
全面摊薄EPS(元)	0.26	0.51	0.60	0.75	0.93
毛利率(%)	21.27%	29.08%	31.90%	33.23%	34.98%
净资产收益率(%)	5.77%	8.19%	8.85%	9.92%	10.94%

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所

备注：按发行后总股本测算，净利润为归属母公司所有者的净利润

**事件:**

公司公布 2017 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 62.4 亿元, 同比增加 11.8%; 归属于上市公司股东的净利润 6.06 亿元, 同比增加 97.4%; 实现基本每股收益 0.48 元。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.45 元 (含税)。

**点评:**

**2017 年, 受东菱振动并表等推动, 公司营收增加 11.8%; 同期业务综合毛利率上升使得净利润增加 97.4%。** 2017 年, 公司现金收购东菱振动 73.53% 股权, 这使得报告期内公司实现营业收入 62.4 亿元, 同比增加 11.8%; 同期, 公司降本增效等因素使得实现净利润 6.06 亿元, 同比增加 97.4%。

**表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析**

(%)	2016	2017	pct	海通分析
毛利率	21.27	29.08	7.81	本期公司业务综合毛利率上升
净利率	5.50	9.71	4.21	
资产负债率	68.98	64.05	-4.94	本期公司降本增效使得负债水平下降
有息负债率	65.44	47.36	-18.09	
三项费用占收入比	12.71	12.12	-0.59	
ROE	7.68	11.81	4.13	
(百万元)	2016	2017	YOY%	海通分析
总资产	20449.90	26378.30	28.99	本期公司并购资产使得资产规模增加
净资产	5325.24	7404.75	39.05	
货币现金	1276.28	1816.22	42.31	本期公司销售预收房款增加
预收账款	723.48	4402.13	508.47	
一年内到期的非流动负债	2222.73	1844.76	-17.00	本期公司销售回笼同比增加, 新增投入同比减少
经营活动现金流净额	1580.34	4145.91	162.34	

资料来源: 2016 年年报、2017 年年报、海通证券研究所

2017 年, 东菱振动为“天舟一号”货运飞船提供了振动测试服务, 技术中心团队首批入驻中国地震局“地震观测技术研究院”, 技术和科研能力得到认可。占地近 35 亩的军民融合产业园已全面开工建设。2017 年, 公司全年累计处理污水量 6,809 万吨, 同比增长 2.4%, 实现营业收入 2.05 亿元, 同比增长 32.51%。

2017 年, 公司完成商品房合同销售面积 49.96 万平、合同销售金额 65.18 亿元, 同比分别减少 6.35% 和 3.78%; 结转商品房面积 35.11 万平, 同比减少 22.90%。全年商品房项目施工面积 140.92 万平, 同比增加 55.69%。截至报告期末, 公司竣工在售、在建、拟建商品房总可售面积 129.14 万平, 其中: 住宅 111.74 万平, 商业 17.40 万平。公司旅游服务业全年完成营收 3.11 亿元, 接待游客 263 万人次。

报告期末, 公司参股股权投资企业共 22 家, 主要涉及基础设施经营产业、与房地产相关联产业及金融业。公司对外参股投资 28.27 亿元。

公司利润表分析如下:

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2016	2017	YOY%	海通分析
一、营业总收入	5583.38	6242.49	11.80	本期公司并购东菱振动等使得营收增长
二、营业总成本	5404.21	5455.87	0.96	
营业成本	4395.61	4426.97	0.71	本期公司业务综合毛利率较高
营业税金及附加	264.84	260.03	-1.81	本期公司营改增后营业税减少
销售费用	202.02	238.73	18.17	本期公司房产销售增加
管理费用	169.29	241.26	42.51	本期公司合并报表范围增加
财务费用	338.50	276.73	-18.25	本期公司融资总额和融资成本均同比下降
资产减值损失	33.94	12.14	-64.23	
投资净收益	166.78	-20.56	-112.33	
三、营业利润	345.96	1309.41	278.49	本期公司业务综合毛利率增加使得营业利润增幅扩大
加: 营业外收入	206.99	7.53	-96.36	
减: 营业外支出	12.99	5.70	-56.10	
四、利润总额	539.96	1311.24	142.84	同上
减: 所得税	137.35	326.64	137.81	
五、净利润	402.61	984.60	144.55	同上
减: 少数股东损益	95.50	378.34	296.18	
归属母公司净利润	307.11	606.26	97.41	同上
六、每股收益				同上
全面摊薄每股收益(元)	0.26	0.51	96.15	

资料来源: 2016 年年报、2017 年年报、海通证券研究所

**2017 年 1 月, 公司苏州乐园再被收储 70 亩。**2017 年 1 月 24 日, 公司公告称, 根据苏州市高新区城市规划调整及“退二进三”政策指引的部署要求, 为加快区域产业转型升级, 苏州高新区(虎丘区)土地储备中心、苏州国家高新技术产业开发区管理委员会拟继续收储苏州乐园发展有限公司位于苏州高新区长江路 397 号宗地上面积为 46,888.5 平米(合 70.3 亩)的国有土地使用权及其附着物。本次土地收购补偿总价为 18,418.5024 万元。该地块是苏州高新区长江路 397 号宗地(苏新国用(2015)第 1206799 号)上的一部分, 该宗地已收储 428.07 亩。我们认为, 本次土地收储可进一步盘活公司存量资产, 预计将增加公司归属于母公司净利润 8000 多万元。截止目前, 苏州乐园发展有限公司累计收储面积为 606.14 亩。

**2017 年 3 月, 公司采取现金收购东菱振动 73.53% 股权, 积极向先进制造业转型。**2017 年 3 月 23 日, 公司公告称, 公司拟现金收购苏州东菱振动试验仪器有限公司 73.53% 股权, 收购价暂定为 26,470.80 万元。本次收购事项尚需经过国家国防科技工业管理部门审查同意, 待审批通过且再次提交公司董事会审议通过后与交易对方签署正式股权收购协议。公司原拟发行股份购买苏州东菱振动试验仪器有限公司控股权, 为尽快完成对标的公司的并购整合, 经交易各方友好协商, 在终止筹划本次发行股份购买资产之后, 拟以现金方式收购王孝忠、吴国雄、吴斌、金林生、陈冬良、江运泰、肖仲义合计持有的东菱振动 73.53% 股权。经预估, 标的公司股东全部权益价值约为 36116 万元。2017 年 3 月 23 日, 公司公告称, 公司第八届董事会第三十二次会议审议并通过了《关于终止筹划发行股份购买资产事项的议案》。

**东菱振动是一家核心技术实力雄厚的试验设备研制和测试服务商, 军民融合发展空间巨大。**东菱振动注册资本 2100 万元, 是一家力学环境及试验设备研制商和测试服务商, 主要提供试验装备研发、制造、销售、服务及测试试验, 产品和服务广泛应用于航空、航天、兵器、船舶等军工行业以及轨道、汽车、电子等领域, 参与了神舟系列、天宫系列、探月工程、风云系列等国家重大项目的力学环境试验任务。其主营业务包括: 各类振动试验台、冲击碰撞试验台、稳态加速度试验机、复合环境等各类力学环境与可靠性试验装备; 动力学校准系统; 主被动减振系统; 各类环境与可靠性试验服务。

**东菱振动保证未来三年业绩持续增长。**交易对方承诺东菱振动在未来的 2017 年、2018 年及 2019 年三个完整会计年度的扣除非经常性损益后归属于母公司净利润不低于 3000 万元、3600 万元和 4200 万元。东菱振动的对标公司为苏试试验(300416.SZ), 业务构成主要为试验设备和试验服务。

**表 3 本次公司收购的东菱振动财务报表（百万元）**

项目	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
资产总计	410.73	382.15
负债合计	359.36	349.03
所有者权益合计	51.36	33.12
归属于母公司所有者权益合计	34.47	29.24
项目	2016 年度	2015 年度
营业收入	263.24	190.67
利润总额	6.26	-19.62
净利润	4.02	-20.27
归属于母公司所有者的净利润	5.23	-20.47

资料来源：公司 2017-3-23 日拟现金收购东菱振动 73.53% 股权的公告、海通证券研究所

**收购东菱振动是公司向“高”、“新”产业战略转型迈出的重要一步。**我们认为，东菱振动是苏州高新区内一家力学环境及试验设备研制商和测试服务商，拥有多项专利技术，集聚了丰富的科技型人才，产品和服务广泛应用于航空、航天、兵器、船舶等军工行业以及轨道、汽车、电子等领域。本次收购符合公司向“高”、“新”产业战略转型的方向，公司拟在原有产业基础上积极探索先进制造业等具有良好发展前景的行业领域，稳步推进公司产业结构的优化。我们认为，收购东菱振动是公司向“高”、“新”产业战略转型迈出的重要一步。

**2017 年 6 月，公司旗下苏州乐园被收储土地 10.41 万平。**2017 年 6 月 8 日，公司公告称，苏州高新区（虎丘区）土地储备中心、苏州国家高新技术产业开发区管理委员会拟以 48,365.9221 万元（含土地收购补偿、建筑物补偿、机器设备、设施补偿等费用）的价格收储苏州乐园发展有限公司持有的面积为 104,129.2 平方米的地块（位于苏州高新区长江路 397 号宗地）。我们认为，本次收储可以进一步盘活公司存量资产，预计将增加归属于上市公司股东的净利润 2 亿元。截止目前，苏州乐园发展有限公司累计收储面积为 762.33 亩。苏新国用（2015）第 1206799 号宗地待收储面积约 211.87 亩。

**2017 年 6 月，公司竞得苏州一幅 39.80 万平的文体娱乐用地。**2017 年 6 月 13 日，公司公告称，公司控股 75% 的子公司苏州乐园发展有限公司通过市场竞拍方式取得苏地 2017-WG-19 号宗地土地使用权。苏地 2017-WG-19 号宗地位于苏州市高新区浒关开发区象山路南、白鹤山西，土地面积 39.80 万平，土地用途为文体娱乐用地，出让年限 50 年，容积率  $\leq 0.55$ ，建筑密度  $\leq 30\%$ ，该地块成交总价 4.48 亿元。公司取得该地块后用于苏州乐园森林世界项目开发建设。

**2017 年 9 月，公司董事长、全体高级管理人员及核心人员完成增持公司股份 0.09%，表明对公司看好态度。**2017 年 9 月 22 日，公司公告称，截至公告日，公司董事长、全体高级管理人员及核心人员（包括上市公司本部党委书记，纪委书记，工会主席，副总经济师，副总工程师，部门正职、副职、助理；下属公司党总支书记、总经理、副总经理、总经理助理）共 64 人，合计增持公司股份 1,098,100 股，占公司已发行总股份的 0.0919%，增持计划并于当日实施完毕，资金来源为个人自有资金或自筹资金，增持金额 851.99 万元，增持均价 7.759 元/股。增持主体承诺：增持完成后 12 个月内不减持公司股票。

**2017 年 11 月，公司竞得苏州一幅占地面积 3.47 万平的住宅用地。**2017 年 11 月 17 日，公司公告称，公司控股 84.94% 的子公司苏州高新地产集团有限公司通过市场竞拍方式取得苏地 2017-WG-43 号宗地土地使用权。该苏地 2017-WG-43 号宗地位于苏州市高新区浒关开发区凤凰峰路东、象山路北，土地面积 3.47 万平，土地用途为城镇住宅用地，容积率  $1.0 < R \leq 1.35$ ，该地块成交总价 69,296 万元。2017 年 12 月 16 日，公司公告称，公司控股子公司苏州高新地产集团有限公司拟与嘉兴蓝光和骏置业有限公司、苏州坤翼置业有限公司联合投资设立项目公司“苏州高新高光耀万坤置地有限公司”，共同开发上述地块。项目公司注册资本为 4 亿元，其中：地产集团出资 2.04 亿元，占比 51%。

**2018 年 2 月，公司竞得三幅权益建面合计 40.5 万平的用地。**2018 年 2 月 6 日，公司公告称，公司控股子公司苏州高新地产集团有限公司通过市场竞拍方式取得安徽省滁州市宗地号为 030090090014000（第 1 号宗地）和 030090090015000（第 2 号宗地）两宗地块以及江苏省苏州市苏地 2017-WG-85 号宗地土地使用权。其中，滁州第 1 号宗地位于安徽省滁州市中新大道与常州路交叉口东南侧，土地面积 92,897 平米，土地用途为居住（商业  $\leq 2\%$ ），容积率 1.0-1.8；第 2 号宗

地位于安徽省滁州市双城路与常州路交叉口东北侧，土地面积 104,981 平米，土地用途为居住（商业 ≤ 2%），容积率 1.0-1.2。两宗地块成交总价分别为 35,040 万元和 39,570 万元。苏地 2017-WG-85 号宗地位于苏州市高新区科技城科广路南、天佑路西，土地面积 83,542.8 平米，土地用途为城镇住宅用地，容积率  $1.0 < R \leq 2.2$ ，该地块成交总价 275,148 万元。

**表 4 2017 年以来公司土地储备变更情况**

时间	地区	项目名称	转让/购买	用地性质	公司权益 (%)	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地成本/转让价 (亿元)
2017-6-13	苏州	苏地 2017-WG-19 号宗地	购买	文体娱乐	75.00	39.80	21.89	21.89	4.48
2017-11-17	苏州	苏地 2017-WG-43 号宗地	购买	住宅	43.32	3.47	4.68	2.03	6.93
2018-2-6	滁州	滁州 030090090014000 号宗地	购买	住宅	84.94	9.29	16.72	14.20	3.50
2018-2-6	滁州	滁州 030090090015000 号宗地	购买	住宅	84.94	10.50	12.60	10.70	3.96
2018-2-6	苏州	苏地 2017-WG-85 号宗地	购买	住宅	84.94	8.35	18.38	15.61	27.51
合计						71.41	74.27	64.43	46.38

资料来源：2017.6.13—2018.2.6 日公司公告、海通证券研究所

**2017 年 8 月，公司出资 2 亿元参股中船重工（天津）军民融合创业投资基金合伙企业（有限合伙）。**2017 年 8 月 5 日，公司公告称，公司拟与中国船舶重工集团投资有限公司（主要发起人）等合伙人共同发起设立中船重工（天津）军民融合创业投资基金合伙企业（有限合伙），该基金募集资金规模拟为 40 亿元，公司拟出资 2 亿元。中船重工创业投资基金管理有限公司（筹）为中船基金的普通合伙人和基金管理人，负责中船基金的日常经营管理，由公司与中国船投资等共同发起设立，注册资本拟为 2500 万元，其中公司拟以自有资金出资 250 万元。中船重工创业投资基金管理有限公司的股权结构如下：

**表 5 中船重工创业投资基金管理有限公司的股权结构情况**

序号	股东名称	出资额 (万元)	出资比例	出资方式
1	中国船舶重工集团投资有限公司	1,500	60%	货币
2	苏州新区高新技术产业股份有限公司	250	10%	货币
3	其他出资方合计出资额	750	30%	货币
合计		2,500	100%	-

资料来源：2017.8.5 日公司公告、海通证券研究所

中船重工（天津）军民融合创业投资基金合伙企业（有限合伙）期限 8 年，其中投资期 4 年，退出期 4 年。基金投资领域：军民融合技术及应用。基金存续期内，管理费以基金实缴总额扣除收回的投资成本的余额为基础，按照 2.0% 的费率计提；在基金退出延长期及清算期，不支付基金管理费。投资收益首先覆盖全体基金合伙人的实缴出资总额。基金整体年化收益率低于 6%（含）时，收益归全体基金合伙人所有；基金整体年化收益率高于 6% 的部分为超额收益，超额收益的 80% 为基金合伙人所有，超额收益的 20% 用于基金对普通合伙人的业绩奖励。退出模式：IPO 上市退出、协议转让、并购等。我们认为，中船基金依托中国船舶重工集团公司，具有丰富的项目储备和灵活的退出渠道。投资中船基金有利于公司深度融入国家军民融合战略，与公司旗下相关产业板块形成互动，在获得投资收益的同时推动公司的产业转型。

**2017 年 8 月，公司投资设立苏州高新投资管理有限责任公司。**2017 年 8 月 17 日，公司公告称，公司以自有资金出资 5000 万元设立苏州高新投资管理有限责任公司，注册资本 5000 万元。该公司经营范围：受托管理、经营投资公司的创业资本；创业投资咨询、企业管理咨询、并购重组顾问、创业管理服务；投资策划、上市策划及其他资本运作策划业务。我们认为，公司本次设立投资管理公司，有助于优化对公司旗下产业投资的管理，提高公司对外投资的管理能力。

**2017 年 9 月，公司签订华大生命健康小镇项目合作框架协议。**2017 年 9 月 18 日，公司公告称，公司签订华大生命健康小镇项目合作框架协议。深圳华大基因科技创新中心有限公司、江苏苏南万科房地产有限公司、上市公司三方将发挥各自品牌优势和资源集聚能力，结合苏州新区的区位优势，拟打造涵盖健康科技、健康服务和精准医疗等的“华大生命健康

小镇”。区域内将覆盖总部办公、研发中心、生命科学公共服务平台、体验式商业、学校、养老医疗、文创、高端住宅、国际性专业会议设施等业态。合作内容为苏州新区白马涧区域的生命健康产业小镇的产业园开发建设、住宅开发建设、主导产业配套设施建设和运营、产业园运营等。项目选址为苏州新区枫桥街道白马涧公园周边区域约 2 平方公里，规划包含产业、商业、办公、住宅等配套业态。利用基因检测技术，降低苏州当地已知的出生缺陷和宫颈癌预防，改善民生。具体开展出生缺陷基因筛查、全基因组测序、新生儿 DNA 档案、地中海贫血、女性遗传性乳腺癌检测及 HPV 基因检测（宫颈癌预防）民生项目全覆盖。苏州国家高新技术产业开发区管理委员会、深圳华大基因科技创新中心有限公司、江苏苏南万科房地产有限公司、苏州新区高新技术产业股份有限公司四方设立平台公司作为区域开发主体。我们认为，本协议的签订是公司地产板块向产业地产转型的积极举措，符合公司“高新技术产业投资运营商”的战略定位以及产业结构转型目标。

**2017 年 11 月，公司发起设立 2 亿元的产业投资基金。**2017 年 11 月 23 日，公司公告称，公司拟与苏州太浩创业投资管理合伙企业（普通合伙）及社会投资者或金融机构共同投资，联合发起设立苏州高新太浩新兴产业投资基金（有限合伙），募集规模拟为 2 亿元，公司作为有限合伙人拟出资 9800 万元，占比 49%；剩余 50% 的出资由太浩创投负责募集。同时，公司全资子公司苏州高新投资管理有限公司与太浩创投共同出资设立苏州高新太浩投资管理有限公司，作为太浩产业基金的基金管理人和普通合伙人。投资管理公司注册资本拟为 200 万元，其中：太浩创投出资 140 万元，占比 70%；苏州高新投资管理有限公司出资 60 万元，占比 30%。太浩产业基金投资方向主要围绕公司“高新技术产业投资运营商”的战略定位，以大健康产业、先进制造业、信息技术产业、环保产业为核心，投资并购相关的标的企业或资产。

**2017 年 12 月，公司发起设立 10 亿元的环保产业公司。**2017 年 12 月 16 日，公司公告称，公司拟出资 10 亿元投资设立全资子公司苏州高新环保产业发展有限公司，以此为平台整合环保产业资源，促进环保板块集团化发展。我们认为，环保产业公司将作为公司整合现有环保产业资源和对外投资的平台，有助于梳理公司内部管理架构，促进环保板块集团化发展，推进公司产业转型升级。

**2018 年 1 月，公司旗下苏州乐园土地收储合计 8.46 万平。**2018 年 1 月 6 日，公司公告称，苏州高新区（虎丘区）土地储备中心、苏州国家高新技术产业开发区管理委员会拟分别以 24,759.0772 万元和 12,656.196 万元的价格收储公司控股子公司苏州乐园发展有限公司持有的位于苏州高新区长江路 397 号宗地（苏新国用（2015）第 1206799 号）上的面积为 51,273.80 平方米和 33,337.10 平方米的两处地块。本次土地收储预计将增加归属于上市公司股东的净利润约 1.8 亿元。截止目前，苏州乐园累计收储面积为 889 亩。此次收储完成后，苏州乐园欢乐世界园内的土地全部收储完成。苏新国用（2015）第 1206799 号宗地待收储面积约 85 亩，主要为该宗地上苏州乐园欢乐世界正大门外部区域。

**2018 年 3 月，公司拟以不低于 2 亿元、不超过 4 亿元自筹资金，按照不超过 9.47 元/股的价格回购上市公司股份。**2018 年 3 月 22 日，公司公告称，公司拟以不低于 2 亿元、不超过 4 亿元自筹资金，通过上交所交易系统以集中竞价交易方式，按照不超过 9.47 元/股的价格回购上市公司股份，回购期限为自股东大会审议通过回购股份方案之日起 6 个月内。拟回购的数量：若按照股份回购金额上限 4 亿元、回购价格上限 9.47 元/股测算，股份回购数量约为 4223.86 万股，回购股份完成注销后公司总股本约为 11.52 亿股。

**公司 2017 年年报披露：2018 年，商品房项目计划施工面积 155.23 万平，新开工面积 10.15 万平，计划新开工商品房项目为滁州地块、苏州 WG-85 号地块。**

根据公司项目进度，我们预计 2018 年公司合计结算面积约 27.2 万平，合计结算收入 47.6 亿元；2019 年，我们预计将有更多项目进入结算，合计结算面积 30.8 万平，合计结算收入 56.3 亿元。

**表 6 2018-2019 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表**

序号	项目	2018 结算面积(万平)	2019 结算面积(万平)	2018 结算收入(百万元)	2019 年结算收入(百万元)
1	天都商贸中心	1.43	1.57	286.73	323.65
2	天都大厦	0.02	0.02	3.49	3.94
3	名墅花园/名墅东苑	0.09	0.10	17.62	19.89
4	扬州名仕花园(361号地)	2.66	2.92	319.61	360.76
5	狮山广场	0.29	0.32	58.68	66.24
6	青山宾馆	0.14	0.16	28.92	32.64
7	钻石广场	4.21	4.61	841.79	950.18
8	彭城欢乐世界 2011-28 号、 2011-9 号	2.25	2.47	450.00	507.95
9	彭城欢乐世界 2012-14 号	1.39	1.52	277.15	312.84
10	扬州 2013-812 号宗地	1.05	1.15	126.09	142.33
11	徐州铜山区 2013-103 号宗地	2.49	2.72	298.21	336.61
12	苏地 2015-WG-48 号宗地	0.53	0.58	105.39	118.96
13	苏地 2016-WG-68 号宗地	2.22	2.44	444.57	501.81
14	合肥市长丰县 CF201612 号地块	2.05	2.25	328.31	370.59
15	苏地 2017-WG-19 号宗地	0.25	0.28	50.71	57.24
16	苏地 2017-WG-43 号宗地	1.78	1.95	532.62	601.20
17	滁州 030090090014000 号宗地	1.34	1.47	133.76	150.98
18	滁州 030090090015000 号宗地	1.95	2.14	195.14	220.27
19	苏地 2017-WG-85 号宗地	1.04	2.14	260.19	550.68
	合计	27.18	30.79	4758.98	5628.76

资料来源:公司 2017 年年报、海通证券研究所

同时,假设公司 2018-2019 年的振动试验设备制造与振动检测收入和其他业务收入增速分别为 20%和 10%,则可知公司 2018-2019 年合计营业收入分别为 64.7 亿元和 75.4 亿元。

**表 7 2018-2019 年公司分项目业务收入预测表(百万元)**

业务收入	2018E	2019E
房地产开发收入	4758.98	5628.76
振动试验设备制造与振动检测收入	260.11	312.14
其他业务收入	1450.95	1596.04
合计	6470.04	7536.94

注:业绩预测来自海通证券地产组盈利预测。

资料来源:公司 2017 年年报、海通证券研究所

**投资建议:确立“高新技术产业投资运营商”战略,维持“买入”评级。**近年来,公司确立了“高新技术产业投资运营商”的战略,以先进制造业、环保业为核心,产业地产、非银金融与产业投资为支撑的产业架构。**此次现金收购东菱振动 73.53% 股权是公司向“高”、“新”产业战略转型迈出的重要一步。**在暂时不考虑股本回购的情况下,我们预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.60 和 0.75 元,对应 RNAV 是 11.64 元。**公司地产开发业务与万科合作,积极布局股权投资,多家企业实现上市,积极转型高新产业。我们参考创新转型类园区标的 2018 年平均动态 29.54XPE,给予公司 2018 年 20XPE,对应目标价 12.0 元,维持“买入”评级。**

**表 8 创新类园区公司估值情况**

公司名称	收盘价(2018.3.27) (元/股)	EPS(元/股)		PE(倍)	
		2017E	2018E	2017E	2018E
市北高新	6.60	0.13	0.17	50.77	38.82
张江高科	13.57	0.55	0.67	24.67	20.25
均值				37.72	29.54

注:表中市北高新和张江高科业绩预测值来自海通预测。

资料来源:Wind 资讯、海通证券研究所

**表 9 公司 RNAV 估值表 (百万元)**

地产业务净权益增加值	5273.17
振动试验设备制造与振动检测增加值	429.48
其他业务增加值	789.79
2017 年净资产账面价值	7404.75
NAV	13897.19
股本 (百万股)	1194.29
每股 RNAV (元)	11.64

资料来源: 公司 2016 年年报、海通证券研究所

**风险提示:** 公司面临加息和政策调控风险, 以及转型不成功的风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6242.49</b>	<b>6470.04</b>	<b>7536.94</b>	<b>9183.99</b>
每股收益	0.51	0.60	0.75	0.93	营业成本	4426.97	4406.06	5032.36	5971.14
每股净资产	6.20	6.80	7.55	8.48	毛利率%	29.08%	31.90%	33.23%	34.98%
每股经营现金流	3.47	1.95	2.29	2.58	营业税金及附加	260.03	258.80	301.48	551.04
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	4.17%	4.00%	4.00%	6.00%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	238.73	226.45	226.11	275.52
P/E	13.04	11.00	8.83	7.14	营业费用率%	3.82%	3.50%	3.00%	3.00%
P/B	1.07	0.97	0.88	0.78	管理费用	241.26	226.45	324.09	321.44
P/S	1.27	1.22	1.05	0.86	管理费用率%	3.86%	3.50%	4.30%	3.50%
EV/EBITDA	9.59	6.88	4.70	2.89	EBIT	1075.49	1352.28	1652.91	2064.85
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	276.73	121.65	163.56	188.11
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	4.43%	1.88%	2.17%	2.05%
毛利率	29.08%	31.90%	33.23%	34.98%	资产减值损失	12.14	0.00	0.00	0.00
净利润率	15.77%	16.58%	17.21%	17.48%	投资收益	-20.56	200.00	240.00	264.00
净资产收益率	8.19%	8.85%	9.92%	10.94%	<b>营业利润</b>	<b>1309.41</b>	<b>1430.63</b>	<b>1729.34</b>	<b>2140.74</b>
资产回报率	2.30%	2.87%	3.18%	3.50%	营业外收支	1.82	0.00	0.00	0.00
投资回报率	8.31%	10.97%	14.24%	18.75%	<b>利润总额</b>	<b>1311.24</b>	<b>1430.63</b>	<b>1729.34</b>	<b>2140.74</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1239.86	1503.21	1812.79	2234.59
营业收入增长率	11.80%	3.65%	16.49%	21.85%	所得税	326.64	357.66	432.34	535.18
EBIT 增长率	94.97%	25.74%	22.23%	24.92%	有效所得税率%	24.91%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	144.55%	8.98%	20.88%	23.79%	少数股东损益	378.34	354.08	402.07	497.72
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>606.26</b>	<b>718.89</b>	<b>894.94</b>	<b>1107.83</b>
资产负债率	64.0%	57.9%	57.9%	57.4%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
流动比率	1.45	2.01	2.34	2.65	货币资金	1816.22	5493.54	9242.43	13020.48
速动比率	0.65	1.18	1.57	2.01	应收款项	496.96	297.96	347.10	422.95
现金比率	0.93	2.82	4.74	6.68	存货	10160.61	6770.97	6197.43	5159.78
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	1252.51	1252.51	1252.51	1252.51
应收帐款周转天数	16.81	16.81	16.81	16.81	流动资产合计	18514.91	16551.79	18987.47	21774.14
存货周转天数	699.97	559.98	447.98	313.59	长期股权投资	1973.55	1973.55	1973.55	1973.55
总资产周转率	0.27	0.25	0.28	0.31	固定资产	1805.73	1910.70	2026.17	2153.19
固定资产周转率	3.56	3.63	4.34	5.42	在建工程	571.60	774.50	977.40	1180.30
					无形资产	1201.79	1702.38	2202.98	2703.57
					非流动资产合计	7863.39	8513.26	9172.34	9833.11
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>资产总计</b>	<b>26378.30</b>	<b>25065.05</b>	<b>28159.81</b>	<b>31607.25</b>
净利润	984.60	1072.97	1297.01	1605.55	短期借款	105.00	105.00	105.00	105.00
折旧摊销	164.37	150.93	159.89	169.73	应付账款	2341.38	1803.28	1853.65	1979.50
营运资金变动	3248.49	1124.03	1193.06	1107.16	预收账款	4402.13	456.26	531.50	647.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>4145.91</b>	<b>2324.07</b>	<b>2738.32</b>	<b>3083.84</b>	其它流动负债	133.18	133.18	133.18	133.18
固定资产投资	0.00	-104.97	-115.47	-127.02	流动负债合计	12747.63	8230.40	8110.25	8226.03
无形资产投资	0.00	-500.59	-500.59	-500.59	长期借款	1224.19	3355.19	5273.09	6999.20
资本支出	317.01	800.81	818.96	830.51	其它长期负债	2922.50	2922.50	2922.50	2922.50
<b>投资活动现金流</b>	<b>139.12</b>	<b>-600.81</b>	<b>-578.96</b>	<b>-566.51</b>	非流动负债合计	4146.69	6277.69	8195.59	9921.70
债务变化	-3575.73	2131.00	1917.90	1726.11	<b>负债总计</b>	<b>16894.32</b>	<b>14508.09</b>	<b>16305.84</b>	<b>18147.73</b>
股票发行	1687.43	0.00	0.00	0.00	实收资本	1194.29	1194.29	1194.29	1194.29
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3777.26</b>	<b>1954.05</b>	<b>1589.53</b>	<b>1260.72</b>	普通股股东权益	7404.75	8123.64	9018.58	10126.41
现金净流量	507.77	3677.32	3748.89	3778.05	少数股东权益	2079.24	2433.32	2835.39	3333.11
公司自由现金流	1634.84	1480.71	1773.66	1995.03	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>26378.30</b>	<b>25065.05</b>	<b>28159.81</b>	<b>31607.25</b>
股权自由现金流	1811.86	3538.37	3502.61	3429.01					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 27 日  
资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
谢盐 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国恒大,浦东金桥,光大嘉宝,海航基础,新湖中宝,\*ST 松江,华侨城 A,黑牡丹,中国国贸,国创高新,天健集团,金科股份,南山控股,格力地产,中华企业,福星股份,光明地产,粤泰股份,莱茵体育,三湘印象,龙湖地产,旭辉控股集团,万业企业,金融街,招商蛇口,北京城建,蓝光发展,华发股份,融创中国,中国海外发展

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。