

投资评级 优于大市 维持

保持地产主业，持续加大股权投资力度

股票数据

01月03日收盘价(元)	5.11
52周股价波动(元)	4.40-7.22
总股本/流通A股(百万股)	1151/1151
总市值/流通市值(百万元)	5883/5883

相关研究

《房产结转和制造业收入推升公司业绩》
2018.08.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.1	2.0	-11.1
相对涨幅(%)	-4.0	11.9	2.7

资料来源:海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

投资要点:

- **2018年地产调控持续，苏州商品房市场成交增速已经企稳有所回升，而价格继续攀升，公司开发业务有望受益。**2018年苏州等地调控政策持续，而公司所在的苏州商品房市场成交增速在放缓后正逐步回升，而成交价格仍在攀升。截至2018年11月，苏州市商品住宅累计销售金额2698.96亿元，同比增加3.90%。同期，苏州商品住宅销售价格升至23094元/平，同比增加14.87%。
- **地产业务逐步向周边扩张。2018年以来，公司合计竞得权益建面合计52.59万平的用地。**截至2017年底，公司储备项目主要集中在苏州，包括住宅、商业、综合项目合计建面285.32万平。
- **2018年以来公司继续加大股权投资力度，2018年上半年合计参股投资17.77亿元。2016年9月，公司2亿元增资参股苏高新创投集团14.97%。**我们认为，这将有助于优化公司产业结构、稳步提升公司金融业务比重，推进公司金融产业延伸。根据公司2018年半年报披露，截止2018年上半年末，公司参股股权投资企业共20家，主要涉及非银金融、基础设施经营产业、与房地产相关联产业。公司对外参股投资17.77亿元。截止2018年上半年末，公司参股企业中的可供出售金融资产合计7.90亿元。其中，公司2018年上半年末按成本计量的可供出售金融资产合计3.61亿元。截止2018年上半年末，公司参股企业中的长期股权投资合计9.87亿元。**2018年6月，公司收购四家环保公司股权并退出两家非主业公司股权。**2018年11月28日，公司公告称，公司全资子公司高新投资、下属子公司白马涧小镇公司拟与苏州高新区枫桥投资发展总公司联合投资设立合资公司苏州高新枫桥新兴产业投资有限公司，重点围绕枫桥街道特别是苏州生命健康小镇新兴产业投资等事项开展深入合作。
- **投资建议。确立“高新技术产业投资运营商”战略，“优于大市”评级。**近年来，公司确立了“高新技术产业培育与投资运营商”的战略，建立了以节能环保、创新地产、战略新兴产业为主业，以非银金融与产业投资为纽带和抓手的“3+1”产业格局。**公司现金收购东菱振动73.53%股权是公司向“高”、“新”产业战略转型迈出的重要一步。**我们预计公司2018、2019年EPS分别为0.60和0.75元，对应RNAV是12.36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年平均动态估值，**给予公司2018年16-20倍PE，对应的合理价值区间为9.60-12.0元，给予公司“优于大市”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	6508.98	7590.94	9251.65
(+/-)YoY(%)	71.76%	11.80%	4.27%	16.62%	21.88%
净利润(百万元)	307.11	606.26	690.88	861.43	1066.51
(+/-)YoY(%)	60.44%	97.41%	13.96%	24.69%	23.81%
全面摊薄EPS(元)	0.27	0.53	0.60	0.75	0.93
毛利率(%)	21.27%	29.08%	31.63%	33.96%	35.72%
净资产收益率(%)	5.77%	8.19%	8.53%	9.62%	10.64%

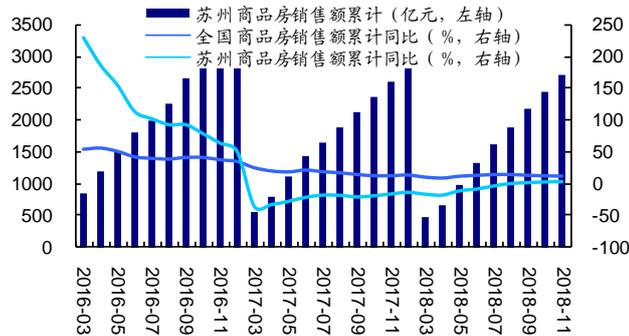
资料来源:公司年报(2016-2017),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润,2016-2020年EPS按照公司最新总股本11.51亿元统一摊薄。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

投资分析:
一、苏州房地产市场逐步企稳，地产业务逐步向周边扩张

2018 年地产调控持续，苏州商品房市场成交增速已经企稳有所回升，而价格继续攀升，公司开发业务有望受益。2018 年苏州等地调控政策持续，而公司所在的苏州商品房市场成交增速在放缓后正逐步回升，而成交价格仍在攀升。截至 2018 年 11 月，苏州市商品住宅累计销售金额 2698.96 亿元，同比增加 3.90%。同期，苏州商品住宅销售价格升至 23094 元/平，同比增加 14.87%。

图 1 调控以来苏州商品房销售额增速放缓后有企稳迹象


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图 2 调控以来苏州商品房销售价格仍震荡上行


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

2018 年以来，公司合计竞得权益建面合计 52.59 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 ≤ 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 ≤ 2.2，该地块成交总价 275,148 万元。2018 年 8 月 22 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江苏省苏州市苏园土挂（2018）03 号宗地土地使用权。该宗地位于苏州市工业园区星塘街东、朝阳路南，土地面积 7.16 万平，土地用途为城镇住宅用地，容积率 1.2-1.7，建筑密度 10%-25%，绿地率 40%-60%，该地块成交总价 28.26 亿元，楼面单价 23226.71 元/平。2018 年 10 月 10 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（简称：地产集团）拟与上海融创房地产开发集团有限公司及九龙仓下属企业苏州耀龙投资管理有限公司联合投资设立项目公司“苏州园嵘捷建设发展有限公司”（暂定名），共同开发地产集团于苏州市苏园土挂（2018）03 号宗地。该项目公司注册资本 10 亿元，其中地产集团出资 6 亿元，占比 60%。

2018 年 12 月 7 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联合苏州恒泰商用置业有限公司通过市场竞拍方式取得江苏省苏州市苏园土挂（2018）04 号宗地土地使用权（地产集团拥有该宗地块 51% 权益）。该地块位于苏州市工业园区钟南街东、港田路北，土地面积 8.49 万平，住宅用地，容积率 1.3-1.6，成交总价 35.33 亿元，楼面单价 26019 元/平。

表 1 2018 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)
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
2018-8-22	苏州	苏州市苏园土挂(2018)03 号宗地	购买	住宅	50.96	7.16	12.17	6.20	28.26
2018-12-07	苏州	苏园土挂(2018)04 号宗地	购买	住宅	43.32	8.49	13.58	6.93	35.33
合计						43.79	73.45	52.59	98.56

注:公司在苏州市苏园土挂(2018)03 号宗地项目上的复合权益为 60%*84.94%=50.96%。公司在苏园土挂(2018)04 号宗地的复合权益为 51%*84.94%=43.32%。
资料来源: 2018.2.6—2018.12.7 公司公告、海通证券研究所

截至 2017 年底,公司储备项目主要集中在苏州,包括住宅、商业、综合项目合计建面 285.32 万平。

表 2 2017 年底公司开发项目储备一览表

项目名称	区域	类型	占地面积(万平)	建筑面积(万平)
天之运二期	苏州	住宅	7.27	14.53
天之运三期	苏州	商业	0.94	1.13
天都大厦	苏州	商业	2.70	11.43
吴江天城三号地块	苏州	住宅	13.81	29.94
遇见山	苏州	住宅	16.72	22.45
合肥中央公馆	合肥	商住	21.25	41.76
名泽园一期	扬州	住宅	6.93	5.53
名泽园二期	扬州	住宅	5.53	5.53
大成珺	苏州	住宅	11.13	27.29
扬州名仕花园一期	扬州	住宅	5.20	5.09
扬州名仕花园二期	扬州	住宅	3.39	4.35
荣华花苑	苏州	住宅	3.87	5.38
万悦城一二期(1-4 组团)	徐州	住宅	19.09	19.84
万悦城五、六组团	徐州	住宅	7.17	7.65
未来城一期(D-1)项目	徐州	住宅	4.94	9.93
天之运一期	苏州	住宅		1.55
吴江天城花园 1#地块 1 期	苏州	住宅		0.13
吴江天城花园 1#地块 2 期	苏州	住宅		0.06
名墅商铺	苏州	商业		0.20
龙池华府	苏州	住宅		4.55
苏里人家	苏州	住宅		3.69
金都城商业	苏州	商业		0.25
金都城办公(公寓)	苏州	商业		0.59
永佳马敦风尚街	苏州	商业		0.56
万悦城商业	徐州	商业		2.06
苏科未来城一期(合作)	徐州	住宅		8.58
苏州土地储备	苏州	土储	4.20	6.51
徐州土地储备	徐州	土储	13.57	21.17
合肥土地储备	合肥	土储	12.99	23.60
合计			160.71	285.32

资料来源: 公司 2017 年年报、海通证券研究所

二、公司参股 14.97% 的苏高新创投集团创投实力雄厚，有助于推进公司金融产业延伸

2016 年 9 月，公司 2 亿元增资参股苏高新创投集团 14.97%。2016 年 9 月 15 日，公司公告称，公司对苏州高新创业投资集团有限公司现金增资 20,000 万元取得其 14.97% 股权。2015 年 9 月 30 日，苏州高新创业投资集团有限公司净资产账面价值为 91,661.74 万元，评估价值为 113,621.53 万元，本次增资以该评估价值作价，即以 1.42 元/股出资额为对价，出资金额 20,000 万元中 14,084.51 万元计入苏高新创投的注册资本，其余部分计入资本公积。增资完成后，苏高新创投注册资本由 80,000 万元增至 94,084.51 万元。

我们认为，这将有助于优化公司产业结构、稳步提升公司金融业务比重，推进公司金融产业延伸。

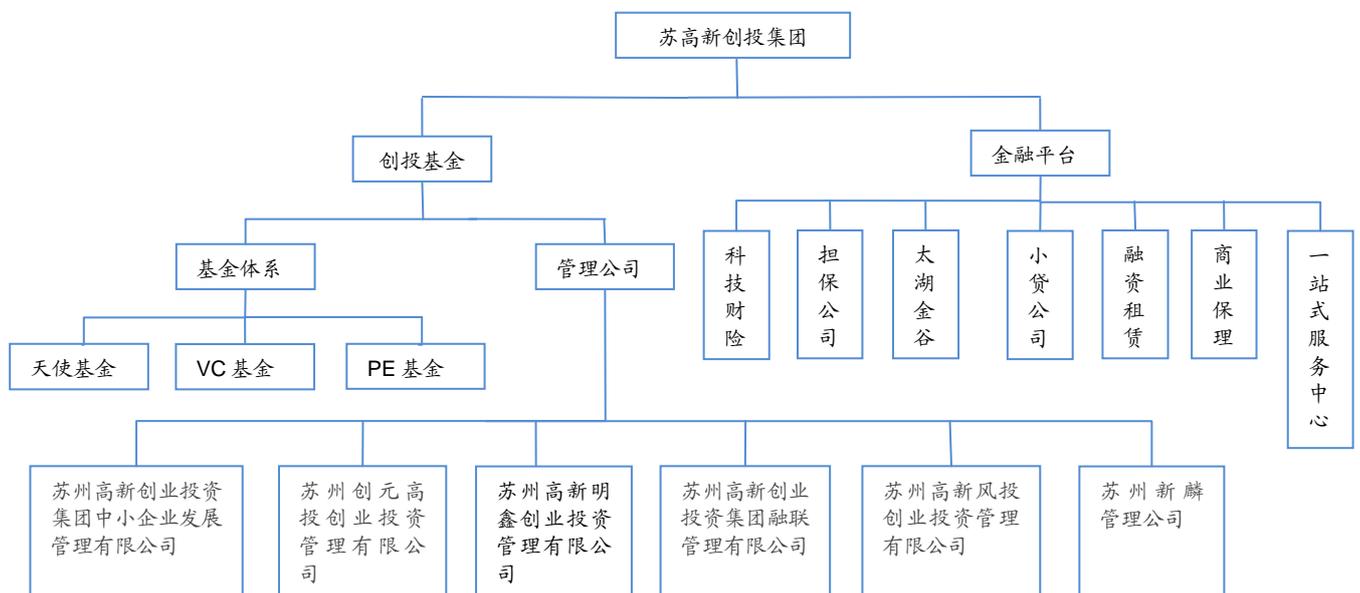
表 3 增资前后苏高新创投股权结构变动表

股东名称	增资前		本次增资 (万元)	增资后	
	出资 (万元)	股权比例 (%)		出资 (万元)	股权比例 (%)
苏高新集团	52000.00	65.00	0.00	52000.00	55.27
国资公司	28000.00	35.00	0.00	28000.00	29.76
苏州高新	0.00	0.00	14084.51	14084.51	14.97
合计	80000.00	100.00	14084.51	94084.51	100.00

资料来源：2016.9.15 日公司对苏州高新创业投资集团有限公司进行现金增资公告、海通证券研究所

苏高新创投是一家集合各类股权投资基金、综合金融服务平台和金融服务平台建设为一体的科技金融服务集团。其主营业务主要分为三大板块：(1) 包括天使基金、VC 基金、PE 基金、产业基金等覆盖企业成长不同阶段的股权投资业务；(2) 包括融资担保、小额贷款、商业保理、一站式服务中心、融资租赁等的综合金融平台业务；(3) 与全国中小企业股份转让系统合作的“太湖金谷”第三方服务机构为引领的金融服务平台建设。

图 3 公司参股企业苏高新创投集团旗下创投基金及投资公司和金融平台情况



资料来源：苏高新创投集团官网，海通证券研究所

三、2018 年以来公司继续加大股权投资力度，2018 年上半年合计参股投资 17.77 亿元

根据公司 2018 年半年报披露，截止 2018 年上半年末，公司参股股权投资企业共 20 家，主要涉及非银金融、基础设施经营产业、与房地产相关联产业。公司对外参股投资 17.77 亿元。主要参股企业包括江苏银行股份有限公司、华泰柏瑞基金管理有限公司、苏州高新创业投资集团融联管理有限公司、苏州融联创业投资企业（有限合伙）、苏州高新创业投资集团有限公司、中外运高新物流（苏州）有限公司、华能苏州热电有限责任公司、中新苏州工业园区开发集团股份有限

公司、南京金埔园林股份有限公司、苏州高新生命健康小镇建设发展有限公司、苏州高新景枫投资发展有限公司、苏州新建设发展有限公司。截止 2018 年上半年末，公司参股企业中的可供出售金融资产合计 7.90 亿元。

表 4 公司 2018 年上半年末可供出售金融资产

	账面余额（百万元）
按公允价值计量的可供出售金融资产	428.56
按成本计量的可供出售金融资产	361.33
合计	789.89

资料来源：公司 2018 年半年报、海通证券研究所

其中，公司 2018 年上半年末按成本计量的可供出售金融资产合计 3.61 亿元。

表 5 公司 2018 年上半年末按成本计量的可供出售金融资产

参股公司	期末值（百万元）	参股比例（%）
苏州高新创业投资集团有限公司	200.00	14.97
中新苏州工业园区开发集团股份有限公司	82.45	5.00
苏州新港物业服务有限公司	3.19	15.00
华泰柏瑞基金管理有限公司	4.00	2.00
南京金埔园林股份有限公司	18.00	6.25
苏州高新区自来水有限公司	51.69	11.72
苏州高新区新振建设发展有限公司	2.00	2.00
合计	361.33	/

资料来源：公司 2018 年半年报、海通证券研究所

截止 2018 年上半年末，公司参股企业中的长期股权投资合计 9.87 亿元。

表 6 公司 2018 年上半年末长期股权投资

参股公司	投资额（百万元）
苏州高新美好商业管理有限公司	1.02
苏州高新景枫投资发展有限公司	25.05
苏州苏迪投资发展有限公司	10.33
中外运高新物流苏州有限公司	80.90
苏州华能热电有限责任公司	206.58
苏州高新创业投资集团融联管理有限公司	3.48
苏州融联创业投资企业（有限合伙）	88.38
苏州新建设发展有限公司	82.10
中华大盛银行股份有限公司	48.16
苏州高新新吴置地有限公司	
苏州高新万阳置地有限公司	430.38
苏州高新生命健康小镇建设发展有限公司	10.00
苏州高新北控中科成环保产业有限公司	
苏州菱云试验系统有限公司	0.86
合计	987.24

资料来源：公司 2018 年半年报、海通证券研究所

2018 年 6 月，公司收购四家环保公司股权并退出两家非主业公司股权。2018 年 6 月 8 日，公司公告称，公司拟收购公司控股股东苏州高新区经济发展集团总公司旗下苏州国家环保高新技术产业园发展有限公司 68% 股权、苏州苏高新能源服务有限公司 47% 股权、苏州钻石金属粉有限公司 16.84% 股权，公司实际控制人苏州国家高新技术产业开发区管理委员会旗下苏州创智融新能源科技有限公司 100% 股权。同时，公司拟置出苏州高新景枫投资发展有限公司 50% 股权、苏州新高旅游开发有限公司 100% 股权。我们认为，本次交易符合公司在环保领域的布局规划，有利于公司房地产板块业务更专注于向产业地产的转型升级。

表 7 2018 年 6 月公司收购公司股权情况

股权名称	置入/置出	置入/置出股权比例 (%)	置入/置出公司介绍
苏州国家环保高新技术产业园发展有限公司	置入	68	苏州国家环保高新技术产业园是国家环保总局批准的首家国家级环保高新技术产业园，分为 A、B 两个园区，A 区位于苏州高新区枫桥镇，总建筑面积 24.3 万平，B 区位于苏州高新区科技城，总建筑面积 7.5 万平。产业园内，由苏州国家环保高新技术产业园发展有限公司投资成立的苏州国节能环保创业园管理有限公司于 2008 年获得国家科技部“国家级创业服务中心”称号，是苏州高新区第一批国家级孵化器。
苏州苏高新能源服务有限公司	置入	47	苏州苏高新能源服务有限公司成立于 2016 年 11 月，于 2017 年 9 月取得江苏省开展售电侧改革试点后的首批售电资质，依托股东华能在能源领域的技术资源，从事电能热能新能源交易、智慧园区能源管理、区域能源中心投资建设运营、能源合同管理、节能减排技术交易。
苏州创智融新能源科技有限公司	置入	100	苏州创智融新能源科技有限公司利用区域内学校、厂房、民居、企事业单位等的屋顶资源，投资、建设分布式光伏发电系统，降低发电过程中有害物质的排放，提高企业的环境和社会效益，实现节能降耗、改善生态环境。创智融公司自成立以来迅速开展业务布局，截至目前，第一批 5.9Mw 电站项目已并网发电，第二批 1.7Mw 电站项目在建，另有 7.73Mw 电站项目已签订合同或意向合同。创智融公司于 2018 年起实现主营业务收入。
苏州钻石金属粉有限公司	置入	16.84	经营范围：制造、销售：铜金粉、合成金条、金属墨、印金油、金属粉；颜料销售；房屋出租；自营和代理各类商品及技术的进出口业务(国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外)。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)
苏州高新景枫投资发展有限公司	置出	50	苏州高新景枫投资发展有限公司(以下简称“景枫投资”)为公司与苏州高新区枫桥街道组建的合资公司，主要承接区域内学校、医院、动迁安置房等的代建业务。
苏州新高旅游开发有限公司	置出	100	苏州新高旅游开发有限公司(以下简称“新高旅游”)主要资产为苏州高新华美达酒店。

资料来源：2018.6.8 公司《关于拟收购控股股东及实际控制人旗下相关资产并置出相关资产的提示性公告》、海通证券研究所

2018 年 11 月 28 日，公司公告称，公司全资子公司高新投资、下属子公司白马涧小镇公司拟与苏州高新区枫桥投资发展总公司联合投资设立合资公司苏州高新枫桥新兴产业投资有限公司，重点围绕枫桥街道特别是苏州生命健康小镇新兴产业投资等事项开展深入合作。合资公司注册资本为 2 亿元，其中高新投资出资 8000 万元，占比 40%；枫桥投资出资 8000 万元，占比 40%；白马涧小镇公司出资 4000 万元，占比 20%。

2018 年 12 月 19 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拟将其持有的苏州高新景枫投资发展有限公司 50% 股权以 2552.10 万元的交易价格转让给苏州高新区经济发展集团总公司。

四、投资建议：确立“高新技术产业投资运营商”战略，“优于大市”评级。近年来，公司确立了“高新技术产业培育与投资运营商”的战略，建立了以节能环保、创新地产、战略新兴产业为主业，以非银金融与产业投资为纽带和抓手的“3+1”产业格局。**公司现金收购东菱振动 73.53% 股权是公司向“高”、“新”产业战略转型迈出的重要一步。**我们预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.60 和 0.75 元，对应 RNAV 是 12.36 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 年平均动态估值，**给予公司 2018 年 16-20 倍 PE，对应的合理价值区间为 9.60-12.0 元，给予公司“优于大市”评级。

表 8 创新类园区公司估值情况

公司名称	收盘价(2019.1.3) (元/股)	EPS(元/股)		PE(倍)	
		2018E	2019E	2018E	2019E
市北高新	7.07	0.17	0.22	41.59	32.14
张江高科	16.24	0.41	0.48	39.61	33.83
均值				40.60	32.98

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

其他业务增加值 (百万元)	789.79
地产业务净权益增加值 (百万元)	6132.89
振动试验设备制造与振动检测增加值 (百万元)	429.48
2017 年净资产账面价值 (百万元)	7404.75
NAV (百万元)	14756.91
股本 (百万股)	1194.29
每股 RNAV (元/股)	12.36

资料来源: 公司 2017 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
每股指标 (元)					营业总收入	6242.49	6508.98	7590.94	9251.65
每股收益	0.53	0.60	0.75	0.93	营业成本	4426.97	4450.13	5012.81	5947.35
每股净资产	6.20	7.03	7.78	8.71	毛利率%	29.08%	31.63%	33.96%	35.72%
每股经营现金流	3.47	1.35	1.60	1.89	营业税金及附加	260.03	260.36	303.64	370.07
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	4.17%	4.00%	4.00%	4.00%
价值评估 (倍)					营业费用	238.73	227.81	227.73	370.07
P/E	9.70	8.52	6.83	5.52	营业费用率%	3.82%	3.50%	3.00%	4.00%
P/B	0.82	0.73	0.66	0.59	管理费用	241.26	247.34	265.68	323.81
P/S	0.94	0.90	0.78	0.64	管理费用率%	3.86%	3.80%	3.50%	3.50%
EV/EBITDA	7.96	6.11	4.09	2.75	EBIT	1075.49	1323.34	1781.08	2240.36
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	276.73	134.93	207.09	289.75
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.43%	2.07%	2.73%	3.13%
毛利率	29.08%	31.63%	33.96%	35.72%	资产减值损失	12.14	-5.08	-1.91	-1.30
净利润率	15.77%	14.15%	16.21%	16.47%	投资收益	-20.56	18.60	22.31	26.78
净资产收益率	8.19%	8.53%	9.62%	10.64%	营业利润	1309.41	1212.08	1598.21	1978.69
资产回报率	2.30%	2.48%	2.83%	3.11%	营业外收支	1.82	0.00	0.00	0.00
投资回报率	8.31%	10.29%	13.80%	16.99%	利润总额	1311.24	1212.08	1598.21	1978.69
盈利增长 (%)					EBITDA	1239.86	1474.27	1940.96	2410.09
营业收入增长率	11.80%	4.27%	16.62%	21.88%	所得税	326.64	290.90	367.59	455.10
EBIT 增长率	94.97%	23.05%	34.59%	25.79%	有效所得税率%	24.91%	24.00%	23.00%	23.00%
净利润增长率	144.55%	-6.44%	33.59%	23.81%	少数股东损益	378.34	230.29	369.19	457.08
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	606.26	690.88	861.43	1066.51
资产负债率	64.0%	62.6%	61.8%	61.7%					
流动比率	1.45	1.57	1.69	1.78	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.65	0.98	1.08	1.19	货币资金	1816.22	3499.02	5549.36	7941.36
现金比率	0.93	1.79	2.85	4.07	应收款项	496.96	299.76	349.58	426.06
经营效率指标					存货	10160.61	7248.96	7755.71	8280.62
应收帐款周转天数	16.81	16.81	16.81	16.81	其它流动资产	1252.51	1252.51	1252.51	1252.51
存货周转天数	699.97	594.98	565.23	508.71	流动资产合计	18514.91	19515.55	21740.07	25158.32
总资产周转率	0.27	0.24	0.26	0.29	长期股权投资	1973.55	1973.55	1973.55	1973.55
固定资产周转率	3.56	3.65	4.37	5.46	固定资产	1805.73	1910.70	2026.17	2153.19
					在建工程	571.60	551.31	531.02	510.73
					无形资产	1201.79	1702.38	2202.98	2703.57
					非流动资产合计	7863.39	8290.08	8725.96	9163.55
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	26378.30	27805.63	30466.03	34321.87
净利润	984.60	921.18	1230.62	1523.59	短期借款	105.00	105.00	105.00	105.00
少数股东损益	378.34	230.29	369.19	457.08	应付账款	2341.38	1821.32	1846.45	1971.61
非现金支出	176.51	145.86	157.98	168.43	预收账款	4402.13	4590.06	5353.04	6524.16
非经营收益	-263.69	116.34	184.78	262.97	其它流动负债	133.18	133.18	133.18	133.18
营运资金变动	3248.49	374.20	273.51	224.91	流动负债合计	12747.63	12433.78	12879.56	14129.41
经营活动现金流	4524.25	1787.87	2216.07	2636.98	长期借款	1224.19	2044.19	3028.19	4110.59
资产	-317.01	-577.62	-595.77	-607.32	其它长期负债	2922.50	2922.50	2922.50	2922.50
投资	196.89	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	4146.69	4966.69	5950.69	7033.09
其他	259.24	-18.60	-22.31	-26.78	负债总计	16894.32	17400.46	18830.25	21162.50
投资活动现金流	139.12	-596.21	-618.09	-634.10	实收资本	1194.29	1151.29	1151.29	1151.29
债权募资	-3575.73	820.00	984.00	1082.40	普通股股东权益	7404.75	8095.63	8957.07	10023.58
股权募资	1687.43	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	2079.24	2309.53	2678.72	3135.79
其他	-1888.96	-135.75	-207.09	-289.75	负债和所有者权益合计	26378.30	27805.63	30466.03	34321.87
融资活动现金流	-3777.26	684.25	776.91	792.65					
现金净流量	886.11	1875.91	2374.89	2795.53					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 03 日。2017-2020 年 EPS 按照公司最新总股本 11.51 亿元统一摊薄。

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
谢益 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：我爱我家,中国恒大,浦东金桥,新湖中宝,华侨城 A,中粮地产,中国国贸,光大嘉宝,世茂股份,国创高新,金科股份,合景泰富集团,光明地产,天健集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,蓝光发展,华发股份,招商蛇口,融创中国,彩生活,金融街,龙湖集团,金地集团,中国海外发展,外高桥,天保基建,北辰实业,融信中国

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。