

投资评级 优于大市 维持

扣非净利润保持较大增长, 多元业务并进

股票数据

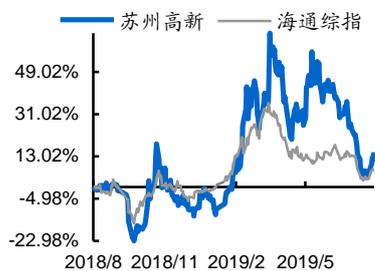
08月26日收盘价(元)	6.54
52周股价波动(元)	4.40-9.76
总股本/流通A股(百万股)	1151/1151
总市值/流通市值(百万元)	7529/7529

相关研究

《年报业绩稳健, 多元业务齐头并进》
2019.04.29

《保持地产主业, 持续加大股权投资力度》
2019.01.04

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.5	-21.2	-11.1
相对涨幅(%)	-7.1	-20.5	-15.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

分析师: 谢盐

Tel: (021) 23219436

Email: xiey@htsec.com

证书: S0850511010019

投资要点:

- **事件。**公司公布2019年半年报。报告期内, 公司实现营业收入52.60亿元, 同比增加175.75%; 归属于上市公司股东的净利润2.20亿元, 同比下降32.29% (实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.25亿元, 同比增长544.50%); 实现基本每股收益0.19元。
- **2019年上半年, 受房产结转收入增加推动, 公司营收增加175.75%; 受同期非经常性损益金额较大, 而本期非经常性损益金额较小的影响 (即上期为苏州乐园土地收储收益5.23亿元, 本期无此收益), 归母净利润下降32.29%。**
- **截至2019年上半年末, 公司竣工在售、在建、拟建商品房总可售面积183.18万平。**根据公司8月24日经营数据公告: 2019年1-6月, 公司在苏州新增商品房土地储备8.67万平。新增商品房开工面积30.80万平, 施工面积162.13万平, 竣工面积54.49万平。2019年1-6月, 公司商品房累计实现合同销售面积12.72万平, 同比减少35.87%; 合同销售金额22.98亿元, 同比减少16.27%; 商品房销售均价1.81万元/平, 同比增长30.56%。上半年, 公司商品房累计结转面积36.45万平, 同比增长200.48%; 结转收入47.76亿元, 同比增长230.54%; 主要结转项目有吴江天城花园、遇见山、公园里等。
- **2019年上半年, 公司多元业务齐头并进。**2019年上半年, 公司5座污水厂合计完成污水处理量3817万吨, 同比增加18.65%, 实现营收8900.76万元。报告期内, 东菱振动实现营业收入9061.66万元。公司旗下融联基金及参股企业苏高新创投集团通过旗下基金参与科创企业投资, 首批科创板上市企业中, 瀚川智能为被投资企业; 同时, 山石网科通信技术股份有限公司已获科创板上市委审议通过。融资租赁方面, 报告期内, 高新福瑞实际完成投放3.32亿元; 实现营收4468.77万元, 同比增长17.82%; 实现净利润1966.66万元, 同比增长1441.39%。
- **投资建议。**确立“高新技术产业培育与投资运营商”战略, “优于大市”评级。公司立足“高新技术产业培育与投资运营商”的战略定位, 重点布局创新地产、节能环保、战略新兴产业提档升级, 加强非银金融与其他产业融合发展, 通过高新技术产业投资逐步实现产业结构调整与布局, 建立“创新地产+高新技术产业投资”双轮价值驱动的商业模式。我们预计公司2019、2020年EPS分别为0.62和0.77元, 对应RNAV是14.85元。我们参考创新型美国区标的2019年平均动态估值, 给予公司2019年16-20倍动态PE, 对应的合理价值区间为9.92-12.40元, 维持公司“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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6242	7282	8928	11001	13491
(+/-)YoY(%)	11.8%	16.6%	22.6%	23.2%	22.6%
净利润(百万元)	606	611	715	892	1107
(+/-)YoY(%)	97.4%	0.8%	17.0%	24.7%	24.2%
全面摊薄EPS(元)	0.53	0.53	0.62	0.77	0.96
毛利率(%)	29.1%	34.1%	34.5%	34.5%	34.5%
净资产收益率(%)	8.2%	7.2%	8.0%	9.0%	10.1%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 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。公司2017-2021年EPS按照最新总股本计算。

表 园区类公司估值情况

公司名称	收盘价(2019.8.26) (元/股)	EPS(元/股)		PE (倍)	
		2018	2019E	2018	2019E
南京高科	9.08	0.78	0.87	11.64	10.44
外高桥	17.96	0.73	0.77	24.60	23.32
均值				18.12	16.88

注：表中南京高科、外高桥 2019 年 EPS 预测值来自海通预测。2018 年 EPS 来自各自上市公司年报。本表将原可比公司张江高科替换成外高桥。
资料来源：各上市公司 2018 年年报、Wind 资讯、海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	7282	8928	11001	13491
每股收益	0.53	0.62	0.77	0.96	营业成本	4799	5851	7209	8842
每股净资产	7.41	7.80	8.57	9.53	毛利率%	34.1%	34.5%	34.5%	34.5%
每股经营现金流	-3.91	1.25	1.53	1.88	营业税金及附加	642	696	858	1052
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	8.8%	7.8%	7.8%	7.8%
价值评估 (倍)					营业费用	244	312	385	472
P/E	9.91	10.77	8.64	6.96	营业费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	0.71	0.86	0.78	0.70	管理费用	236	286	352	432
P/S	1.03	0.84	0.68	0.56	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EV/EBITDA	8.49	7.57	5.54	3.92	EBIT	1339	1782	2196	2693
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	201	348	341	330
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	3.9%	3.1%	2.4%
毛利率	34.1%	34.5%	34.5%	34.5%	资产减值损失	130	114	97	91
净利润率	8.4%	8.0%	8.1%	8.2%	投资收益	11	12	13	15
净资产收益率	7.2%	8.0%	9.0%	10.1%	营业利润	1566	1774	2128	2577
资产回报率	1.6%	1.9%	2.2%	2.4%	营业外收支	-20	-18	-20	-22
投资回报率	4.8%	6.5%	8.0%	9.7%	利润总额	1546	1756	2108	2555
盈利增长 (%)					EBITDA	1500	1782	2196	2693
营业收入增长率	16.6%	22.6%	23.2%	22.6%	所得税	471	509	601	728
EBIT 增长率	24.5%	33.2%	23.2%	22.6%	有效所得税率%	30.5%	29.0%	28.5%	28.5%
净利润增长率	0.8%	17.0%	24.7%	24.2%	少数股东损益	463	531	615	719
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	611	715	892	1107
资产负债率	63.7%	61.1%	61.4%	61.6%					
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.7	0.9	1.1	1.1	货币资金	2387	4061	6089	7932
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.4	应收账款及应收票据	425	571	704	863
经营效率指标					存货	18396	16364	16212	16781
应收帐款周转天数	23.3	23.3	23.3	23.3	其它流动资产	8793	8808	10576	12701
存货周转天数	1086.1	1020.9	820.8	692.8	流动资产合计	30001	29804	33580	38276
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	长期股权投资	990	990	990	990
固定资产周转率	4.1	5.1	6.3	7.7	固定资产	1750	1750	1750	1750
					在建工程	1098	1098	1098	1098
					无形资产	1216	1216	1216	1216
					非流动资产合计	7066	7366	7696	8059
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	37067	37170	41276	46335
净利润	611	715	892	1107	短期借款	65	800	400	300
少数股东损益	463	531	615	719	应付票据及应付账款	4006	2750	2372	2618
非现金支出	290	114	97	91	预收账款	7352	6310	7775	9535
非经营收益	-423	-17	104	202	其它流动负债	4099	4736	5553	6534
营运资金变动	-5438	96	58	44	流动负债合计	15522	14595	16099	18987
经营活动现金流	-4496	1440	1767	2163	长期借款	3664	4114	4609	5154
资产	189	409	321	251	其它长期负债	4417	4017	4617	4417
投资	437	-300	-330	-363	非流动负债合计	8081	8131	9226	9570
其他	85	12	13	15	负债总计	23603	22726	25325	28557
投资活动现金流	711	121	5	-97	实收资本	1151	1151	1151	1151
债权募资	4378	335	200	245	普通股股东权益	8528	8976	9868	10976
股权募资	688	0	0	0	少数股东权益	4936	5468	6083	6802
其他	-1033	-221	56	-468	负债和所有者权益合计	37067	37170	41276	46335
融资活动现金流	4033	114	256	-223					
现金净流量	248	1675	2027	1843					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日。公司 2018-2021 年 EPS 按照最新总股本计算。

资料来源: 公司年报 (2018), 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,光大嘉宝,华侨城 A,中国国贸,新潮中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,中骏集团控股,旭辉控股集团,融创中国,华发股份,中国海外发展,金融街,龙湖集团,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,天保基建,外高桥,北辰实业

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。