

投资评级 **买入** 维持

## 土地收储对冲结转减少，积极推进转型

### 股票数据

6个月内目标价(元)	11.40
08月31日收盘价(元)	7.21
52周股价波动(元)	6.63-10.35
总股本/流通A股(百万股)	1194/1139
总市值/流通市值(百万元)	8611/8212

### 主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	28.0	18.9	14.4
市净率	1.7	1.5	1.4
市销率	1.54	1.26	1.03
EV/EBITDA	23.9	14.1	9.5
分红率(%)	—	—	—

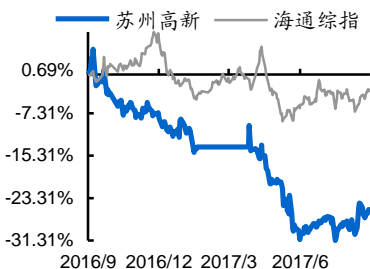
### 相关研究

《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

《销售结转大幅增加推升靓丽业绩》  
2017.03.02

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.4	2.0	3.9
相对涨幅(%)	0.2	-2.3	-5.9

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:

- 公司公布2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入15.7亿元，同比减58.0%；归属于上市公司股东的净利润2.59亿元，同比减少1.95%；实现基本每股收益0.22元。
- 2017年上半年，受房产结转减少影响，公司营收减58.0%；同期公司土地收储产生投资收益使得净利润降幅收窄至1.95%。2017年1-6月份，商品房累计实现合同销售面积25.48万平，同比减少20.50%。我们预计商品房项目结转主要集中在下半年。2017年1-6月份，高新污水累计处理污水3,338万吨，同比增长7.75%；实现营业收入8,626万元，同比增长44.33%。福瑞融资租赁上半年完成资金投放2.49亿元；融联基金目前累计完成投资项目21个，累计投资金额2.80亿元。报告期内，公司利用其34.46亩存量地块规划建设“军民融合产业园”。2017年1-6月份，旅游板块完成营收1.22亿元，同比减少2%；实现入园人数156.3万人次，同比增长6%。
- 2017年2月，公司2亿元认购九州证券0.48%股权。2017年1月，公司苏州乐园再被收储70亩。2017年3月，公司终止发行股份收购，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，公司旗下苏州乐园被收储土地10.41万平。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，公司投资设立苏州高新投资管理有限责任公司。2017年，商品房项目计划施工面积51.97万平，新开工面积15万平，计划新开工商品房项目为徐州万悦城D地块；旅游产业板块，重点计划开发项目包括苏州大阳山森林世界项目、徐州欢乐世界等。基础设施开发与经营板块，重点建设项目包括狮山科技馆、苏州实验中学重建项目等。2017年，预计公司资金需求43亿元。
- 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。目前，公司主要在苏高高新区和徐州从事旅游地产开发，业务涉足地产开发、环保、旅游业和产业投资。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，以非银金融与产业投资、特色地产为支撑性的发展路径。**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。**我们预计公司2017、2018年EPS分别是0.38和0.50元，对应RNAV是6.60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2017年平均动态37XPE，**给予公司2017年30XPE，对应目标价11.4元，维持“买入”评级。**风险提示：**行业面临加息和政策调控两大风险。

### 主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3250.72	5583.38	6841.36	8372.16	10751.40
(+/-)YoY(%)	-9.06%	71.76%	22.53%	22.38%	28.42%
净利润(百万元)	191.42	307.11	456.42	596.14	771.33
(+/-)YoY(%)	12.63%	60.44%	48.62%	30.61%	29.39%
全面摊薄EPS(元)	0.16	0.26	0.38	0.50	0.65
毛利率(%)	14.85%	21.27%	34.93%	36.83%	35.79%
净资产收益率(%)	3.88%	5.93%	8.10%	9.57%	11.02%

资料来源：公司年报(2015-2016)，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

**事件:**

公司公布 2017 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 15.7 亿元, 同比减 58.0%; 归属于上市公司股东的净利润 2.59 亿元, 同比减少 1.95%; 实现基本每股收益 0.22 元。

**点评:**

**2017 年上半年, 受房产结转减少影响, 公司营收减 58.0%; 同期公司土地收储产生投资收益使得净利润降幅收窄至 1.95%。** 2017 年上半年, 公司房产结转下滑, 这使得报告期内公司实现营业收入 15.7 亿元, 同比减 58.0%; 同期, 公司位于苏州高新区长江路 397 号 226.49 亩宗地被收储, 产生处置收益 2.89 亿元, 这使得公司实现净利润 2.59 亿元, 同比减少 1.95%。

**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**

(%)	1H16	1H17	Ppt	2016	海通分析
毛利率	20.28	19.90	-0.38	21.27	本期公司位于苏州高新区长江路 397 号 226.49 亩宗地被收储, 产生处置收益 28,917.92 万元。
净利率	7.08	16.52	9.45	5.50	
资产负债率	68.40	70.32	1.91	68.98	
有息负债率	61.71	53.82	-7.88	65.44	
三项费用占收入比	10.49	18.23	7.73	12.71	本期公司费用水平上升
ROE	6.76	6.02	-0.74	7.68	
(百万元)	1H16	1H17	YOY%	2016	海通分析
总资产	20873.78	24561.00	17.66	20449.90	本期公司资产规模增加
净资产	5133.11	5736.06	11.75	5325.24	
货币现金	2195.53	2142.57	-2.41	1276.28	本期公司房产结转减少
预收账款	1398.10	4050.39	189.71	723.48	
一年内到期的非流动负债	1963.60	1899.25	-3.28	2222.73	本期公司销售回笼减少
经营活动现金流净额	3190.50	1879.93	-41.08	1580.34	

资料来源: 2016 年半年报、2017 年半年报、海通证券研究所

2017 年 1-6 月份, 公司商品房累计实现合同销售面积 25.48 万平, 同比减少 20.50%; 累计合同销售金额 27.44 亿元, 同比减少 25.15%。上半年公司商品房累计结转面积 10.21 万平, 同比减少 68.39%; 结转收入 11.85 亿元, 同比减少 65.31%, 我们预计公司商品房项目结转主要集中在下半年。

2017 年 1-6 月份, 高新污水累计处理污水 3,338 万吨, 同比增长 7.75%; 实现营业收入 8,626 万元, 同比增长 44.33%。由高新污水与北控水务共同成立的合资公司将承接新区污水厂地下迁建项目。福瑞融资租赁上半年完成资金投放 2.49 亿元; 融联基金目前累计完成投资项目 21 个, 累计投资金额 2.80 亿元。2017 年 1-6 月, 公司现金出资 2 亿元参与九州证券股份有限公司增资扩股计划, 认购价格为每股 3.6 元。报告期内, 公司利用其 34.46 亩存量地块规划建设“军民融合产业园”, 加大测试服务业务的规模。

2017 年 1-6 月份, 旅游板块完成营收 1.22 亿元, 同比减少 2%; 实现入园人数 156.3 万人次, 同比增长 6%, 其中: 苏州地区接待游客总数 140.2 万人次, 实现收入 1.03 亿元; 徐州地区接待游客总数 16.1 万人次, 实现收入 0.19 亿元。上半年, 公司累计完成老苏州乐园土地收储 226.49 亩, 截至目前老苏州乐园剩余未收储面积 211.83 亩, 老苏州乐园预计将于 2017 年 10 月 9 日闭园; 新苏州乐园即苏州森林世界项目已于上半年成功竞得土地, 并加紧推进设计、规划及开工准备工作, 2017 年 2 月, 徐州乐园三期欢乐世界正式开工建设。

报告期内, 公司参股的江苏银行于 2016 年 8 月 2 日正式上市交易, 公司持股 66,857,649 股, 锁定期为 1 年, 初始投资金额 71,700,000 元, 期末公允价值为 567,431,597 元, 报告期公允价值变动 297,178,122 元。

对公司利润表分析如下:

**表 2 公司利润表对比**

单位: 百万元	1H16	1H17	YOY%	海通分析
<b>一、营业总收入</b>	3728.77	1565.76	-58.01	本期公司房产销售结转收入减少
<b>二、营业总成本</b>	3550.74	1616.75	-54.47	
营业成本	2972.73	1254.16	-57.81	
营业税金及附加	186.54	78.53	-57.90	本期公司营改增后营业税减少
销售费用	107.27	74.75	-30.32	本期公司销售费用减少
管理费用	83.45	82.00	-1.73	
财务费用	200.56	128.65	-35.86	本期公司融资总额和融资成本均同比下降
资产减值损失	0.20	-1.34	-784.37	
投资净收益	44.22	36.21	-18.11	
<b>三、营业利润</b>	222.25	-13.44	-106.05	本期公司费用水平上升且投资收益就爱你少使得营业利润降幅扩大
加: 营业外收入	191.19	520.60	172.30	本期公司位于苏州高新区长江路 397 号 226.49 亩宗地被收储, 产生处置收益 28,917.92 万元。
减: 营业外支出	1.89	1.77	-6.44	
<b>四、利润总额</b>	411.54	505.39	22.80	同上
减: 所得税	70.40	142.78	102.80	
<b>五、净利润</b>	341.14	362.61	6.29	同上
减: 少数股东损益	77.29	103.92	34.45	
归属母公司净利润	263.85	258.69	-1.95	同上
<b>六、每股收益</b>				同上
稀释每股收益(元)	0.22	0.22	-0.41	

资料来源: 2016 年半年报、2017 年半年报、海通证券研究所

**2017 年 2 月, 公司 2 亿元认购九州证券 0.48% 股权。**2017 年 2 月 18 日, 公司公告称, 公司拟出资 2 亿元人民币参与九州证券股份有限公司增资扩股计划 (占完成增资扩股后九州证券总股本的 0.48%), 认购价格为每股 3.6 元。九州证券增资扩股募集资金用于补充资本金, 补充营运资金, 以扩大业务范围和规模, 优化业务结构, 提高自身综合竞争力。我们认为, 九州证券作为九鼎集团旗下一家证券公司, 拥有较强的股东背景和项目资源, 公司投资入股九州证券有助于公司拓展金融投资业务, 有利于扩大投资收益来源, 并建立与九州证券进一步合作的基础。

**表 3 2017 年以来公司股权投资变动情况**

公告时间	相关公司	变动前股份 (万股)	变动前股份 比例 (%)	变动后股份 (万股)	变动后股份 比例 (%)	投资金额 (万元)	投资盈亏 (亿元)
2017-2-18	九州证券股份有限公司	—	0.00	—	0.48	20000	
合计							

注: 投资金额中负号标识撤资。

资料来源: 2017.2.18 日公司公告、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, 公司终止发行股份收购, 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36,000万元。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》。

图 1 东菱振动产品已远销国内外四十多个国家



资料来源:东菱振动公司网站公开资料、海通证券研究所

图 2 东菱振动与多家军工科研实力雄厚的高校合作



资料来源:东菱振动公司网站公开资料、海通证券研究所

原先,公司拟通过向交易对方发行股份或支付现金与发行股份结合等方式收购标的资产,并募集配套资金,而此次终止筹划本次发行股份购买资产是因为,就环保业标的资产交易各方就标的资产的估值、收购比例和支付方式难以达成一致意见;制造业标的资产交易各方为提高收购效率、尽快完成对标的资产的并购整合,已就现金收购方案基本达成一致。因此,为提高交易效率,维护全体股东的利益,公司经审慎考虑并与交易各方友好协商,决定终止筹划本次发行股份购买资产事项,改为采用现金方式收购制造业标的公司股权。

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。

图 3 东菱振动多元化市场服务类广泛



资料来源:东菱振动公司网站公开资料、海通证券研究所

图 4 东菱振动配套军工高科技产品



资料来源:东菱振动公司网站公开资料、海通证券研究所

其中,东菱振动的力学环境与可靠性试验设备产品广泛应用于国防军工、科研院所、高端装备制造业等领域,服务范围覆盖航空、航天、船舶、兵器等军工行业,以及轨道交通、汽车、电子、家电、医疗等领域。截至2016年底,东菱振动

获得专利 166 项, 拥有软件著作权 11 项, 参与了国家和行业的标准制订 8 项。东菱振动致力于打造一个集资源集聚、科研开发、系统服务于一体工程研究应用基地, 是国家火炬计划重点高新技术企业。

**表 4 本次公司收购的东菱振动主要情况介绍**

项目	主要情况
基本信息	成立于 1996 年 8 月 8 日, 位于苏州高新区科技城龙山路 2 号, 法定代表人为王孝忠, 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。
主要业务	东菱振动主营业务: 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。
力学环境与可靠性试验设备	目前, 东菱振动拥有推力从 50N 至 600kN 的不同系列的振动试验系统; 冲击、碰撞、稳态加速度等试验系统; 多轴多自由度振动试验系统; 复合环境试验装备; 航空发动机零部件专用测试装备; 计量校准设备; 主被动减振设备等。其中 160kN 推力振动台获得“国防科技进步二等奖”, 350kN 推力振动台是唯一通过工信部组织的成果鉴定的大推力振动试验系统, 600kN 推力振动台是目前唯一通过中国计量科学研究院校准的世界最大量级的振动试验系统。产品广泛应用于国防军工、科研院所、高端装备制造业等领域。
主要设备	东菱振动的测试服务平台, 具有独立第三方地位, 专业从事力学及气候环境适应性和可靠性试验的高新技术服务平台。该平台已取得了中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 和国防科技工业实验室认可委员会 (DILAC) 的授权认可, 是“江苏省中小企业公共技术服务示范平台”。平台由环境与可靠性实验室、计量校准实验室、航空发动机零部件测试试验室组成。平台与多家研究机构合作设立的仿真研究中心, 可以为客户提供产品的结构强度计算、模态、响应、分析和试验验证, 同时可进行热、流体、电磁等多物理场耦合仿真分析以及提供一体化解决方案。平台的服务范围覆盖航空、航天、船舶、兵器等军工行业, 以及轨道交通、汽车、电子、家电、医疗等领域。
测试服务	截至 2016 年底, 东菱振动获得专利 166 项 (发明专利 55 项、新型实用专利 105 项、外观设计 6 项), 拥有软件著作权 11 项, 参与了国家和行业的标准制订 8 项。东菱振动致力于打造一个集资源集聚、科研开发、系统服务于一体工程研究应用基地, 是国家火炬计划重点高新技术企业。经过多年发展, 东菱振动已构建了较为全面系统的科研阵地, 包括“内燃机振动测试技术工程研究中心”、“省力学环境试验工程技术研究中心”、“省企业技术中心”、“省企业院士工作站”、“国家博士后科研工作站”、“省企业研究生工作站”和“千人计划 (苏州高新区) 航空科技研究院”等, 以此为依托, 培育基础技术、积淀产品技术、提炼共性技术, 为相关产业的转型升级提供支撑, 促进成果转化。
研发及专利技术情况	

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

**东菱振动保证未来三年业绩持续增长, 按评估价测算 2017 年动态 PE 仅为 12 倍。**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。按照评估价 36000 万元测算, 东菱振动 2017 年动态 PE 为 12 倍。

**表 5 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

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。按照苏试试验目前总市值和东菱振动的收购估值看, 两者 2016 年的 PE 估值分别为 78.9 倍和 68.8 倍, 而 2017 年的 PE 估值分别为 53.7 倍和 12 倍。东菱振动的收购估值相对较低, 业绩增速更快。

**表 6 本次公司收购的东菱振动与对标公司的比较**

	总资产 (百万元)	归属于母公司所有者权益合计 (百万元)	营业收入 (百万元)	归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	总市值 (亿元)	2016 年 PB (倍)	2016 年 PE (倍)	2017 年 PE (倍)
苏试试验 (300416.SZ)	765.12	485.88	394.23	53.97	42.60	8.77	78.94	53.71
东菱振动	410.73	34.47	263.24	5.23	3.60	10.44	68.83	12.00

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,一方面通过并购将环保类优质资产注入公司,有利于提高公司环保业务规模,延伸产业链;另一方面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。

**表 7 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

资料来源: 2017.6.13 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,由公司和中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 8 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,公司商品房项目计划施工面积 51.97 万平,新开工面积 15 万平,计划新开工商品房项目为徐州万悦城 D 地块;旅游产业板块,重点计划开发项目包括苏州大阳山森林世界项目、徐州欢乐世界等。基础设施开发与经营板块,重点建设项目包括狮山科技馆、苏州实验中学重建项目等。2017 年,预计公司资金需求 43 亿元。**

**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。**目前,公司主要在苏高新区和徐州从事旅游地产开发,业务涉足地产开发、环保、旅游业和产业投资。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,以非银金融与产业投资、特色地产为支撑性的发展路径。**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。**我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别是 0.38 和 0.50 元,对应 RNAV 是 6.60 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。我们参考创新型类园区标的 2017 年平均动态 37XPE,给予公司 2017 年 30XPE,对应目标价 11.4 元,维持“买入”评级。**

**表 9 创新类园区公司估值情况**

公司名称	收盘价(2017.8.31) (元/股)	EPS(元/股)		PE (倍)	
		2016E	2017E	2016E	2017E
市北高新	9.49	0.31	0.39	30.61	24.33
张江高科	17.27	0.39	0.48	44.28	35.98
均值				37.45	30.16

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

**风险提示:** 行业面临加息和政策调控两大风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>5583.38</b>	<b>6841.36</b>	<b>8372.16</b>	<b>10751.40</b>
每股收益	0.26	0.38	0.50	0.65	营业成本	4395.61	4451.38	5288.87	6903.45
每股净资产	4.33	4.72	5.22	5.86	毛利率%	21.27%	34.93%	36.83%	35.79%
每股经营现金流	1.32	1.05	1.50	1.42	营业税金及附加	264.84	410.48	627.91	645.08
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	4.74%	6.00%	7.50%	6.00%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	202.02	478.89	502.33	645.08
P/E	28.04	18.87	14.44	11.16	营业费用率%	3.62%	7.00%	6.00%	6.00%
P/B	1.66	1.53	1.38	1.23	管理费用	169.29	547.31	669.77	860.11
P/S	1.54	1.26	1.03	0.80	管理费用率%	3.03%	8.00%	8.00%	8.00%
EV/EBITDA	23.90	14.15	9.52	6.56	EBIT	551.61	953.29	1283.28	1697.68
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	338.50	0.00	0.00	0.00
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	6.06%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	21.27%	34.93%	36.83%	35.79%	资产减值损失	33.94	0.00	0.00	0.00
净利润率	7.21%	9.53%	10.17%	10.25%	投资收益	166.78	133.43	136.10	138.82
净资产收益率	5.93%	8.10%	9.57%	11.02%	<b>营业利润</b>	<b>345.96</b>	<b>1086.72</b>	<b>1419.37</b>	<b>1836.49</b>
资产回报率	1.50%	1.94%	2.27%	2.56%	营业外收支	194.00	0.00	0.00	0.00
投资回报率	4.13%	6.13%	9.05%	12.88%	<b>利润总额</b>	<b>539.96</b>	<b>1086.72</b>	<b>1419.37</b>	<b>1836.49</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	689.16	1074.51	1421.22	1835.22
营业收入增长率	71.76%	22.53%	22.38%	28.42%	所得税	137.35	434.69	567.75	734.60
EBIT 增长率	384.29%	72.82%	34.61%	32.29%	有效所得税率%	25.44%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润增长率	71.71%	61.95%	30.61%	29.39%	少数股东损益	95.50	195.61	255.49	330.57
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>307.11</b>	<b>456.42</b>	<b>596.14</b>	<b>771.33</b>
资产负债率	69.0%	70.2%	70.2%	71.0%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>257.954</b>	<b>652.034</b>	<b>851.623</b>	<b>1101.896</b>
流动比率	1.39	1.36	1.37	1.35	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	0.67	0.86	1.00	1.08	货币资金	1276.28	4545.60	7287.03	9982.40
现金比率	0.26	0.66	0.92	1.09	应收款项	78.00	107.44	131.48	168.84
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	6818.92	6060.67	5040.66	4605.62
应收帐款周转天数	5.73	5.73	5.73	5.73	其它流动资产	1222.54	1222.54	1222.54	1222.54
存货周转天数	709.94	496.96	347.87	243.51	流动资产合计	13262.07	16307.26	19030.11	22848.20
总资产周转率	27.4%	31.1%	33.6%	38.1%	长期股权投资	2308.33	2308.33	2308.33	2308.33
固定资产周转率	3.36	4.17	5.51	7.69	固定资产	1700.76	1700.76	1700.76	1700.76
					在建工程	368.70	489.70	732.70	865.20
					无形资产	701.19	701.19	684.47	668.15
					非流动资产合计	7187.84	7181.65	7286.71	7281.66
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>资产总计</b>	<b>20449.90</b>	<b>23488.90</b>	<b>26316.82</b>	<b>30129.87</b>
净利润	402.61	652.03	851.62	1101.90	短期借款	2655.46	4655.46	5717.88	6923.85
折旧摊销	137.54	121.22	137.94	137.54	应付账款	1684.93	1646.01	1955.69	2552.72
营运资金变动	923.74	611.12	932.45	594.96	预收账款	723.48	886.48	1084.84	1393.14
<b>经营活动现金流</b>	<b>1580.34</b>	<b>1250.94</b>	<b>1785.92</b>	<b>1695.58</b>	其它流动负债	270.24	270.24	270.24	270.24
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	9575.37	11962.34	13938.63	16862.28
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	1479.17	1479.17	1479.17	1479.17
资本支出	-46.39	115.03	243.00	345.00	其它长期负债	3052.14	3052.14	3052.14	3052.14
<b>投资活动现金流</b>	<b>-926.95</b>	<b>18.40</b>	<b>-106.90</b>	<b>-206.18</b>	非流动负债合计	4531.30	4531.30	4531.30	4531.30
债务变化	-1383.96	2000.00	1062.42	1205.97	<b>负债总计</b>	<b>14106.67</b>	<b>16493.64</b>	<b>18469.93</b>	<b>21393.58</b>
股票发行	1436.51	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>-631.61</b>	<b>1999.98</b>	<b>1062.42</b>	<b>1205.97</b>	普通股股东权益	5175.92	5632.34	6228.48	6999.81
现金净流量	21.78	3269.32	2741.43	2695.37	少数股东权益	1017.99	1213.60	1469.08	1799.65
公司自由现金流	5134.97	1183.31	1597.36	1406.11	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>20449.90</b>	<b>23488.90</b>	<b>26316.82</b>	<b>30129.87</b>
股权自由现金流	5126.28	3263.37	2741.43	2695.37					

资料来源: 公司 2016 年年报、收盘日期为 2017.8.31、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： 顺发恒业,新湖中宝,浦东金桥,中国恒大,国创高新,中国国贸,黑牡丹,嘉凯城,\*ST 松江,西藏城投,海航基础,华侨城 A,荣盛发展,格力地产,万通地产,中华企业,福星股份,南山控股,天健集团,粤泰股份,金科股份,光明地产,万业企业,三湘印象,莱茵体育,中洲控股,龙湖地产,招商蛇口,京汉股份,彩生活

### 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。