

房地产

2018年08月08日

# 苏州高新 (600736)

## ——高新产业运营商，多元产业协同发展助力转型

报告原因：首次覆盖

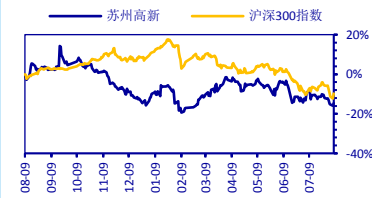
### 增持 (首次评级)

市场数据:	2018年08月07日
收盘价(元)	5.86
一年内最高/最低(元)	8.08/5.5
市净率	0.9
息率(分红/股价)	2.47
流通A股市值(百万元)	6999
上证指数/深证成指	2779.37/8674.03

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2018年03月31日
每股净资产(元)	6.73
资产负债率%	64.17
总股本/流通A股(百万)	1194/1194
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势:



#### 相关研究

#### 证券分析师

王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com

#### 研究支持

龚正欢 A0230117070004  
gongzh@swsresearch.com  
曹一凡 A0230116090003  
caoyf@swsresearch.com  
彭子恒 A0230117060001  
pengzh@swsresearch.com

#### 联系人

龚正欢  
(8621)23297818x7457  
gongzh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点:

- **苏州高新是苏州高新区首家挂牌上市的公司，“高”与“新”是公司转型升级的目标，公司立足于“高新技术产业培育与投资运营商”的战略定位，依托房地产板块发展其他业务领域。目前公司有五大业务板块：产业地产、环保、先进制造、旅游及非银金融与产业投资。**
- **公司2017年经营业绩稳步提升，实现营业收入62.42亿元，归母净利润6.06亿元，分别同比增长11.80%和97.41%。房地产业务是公司的第一支柱业务，占据公司总营业收入的80%以上。公司业务主要集中于苏州、扬州、徐州等地，八成业务收入来源于苏州地区。**
- **公司2017年销售金额达到65.18亿，同比减少3.78%，销售均价为13,046元，同比增加2.75%。公司主要在苏州地区获取项目，近年来逐渐扩大城市范围，转向长三角城市圈内的三线城市扬州、徐州、合肥、滁州布局。随着市场化拿地的难度逐步提高，公司利用自身优势做资源整合，布局“产业+地产”，力求转型升级。2017年苏州高新与苏州高新区管委会、万科共同投资位于苏州高新区的生命健康小镇。生命健康小镇以基因工程和医疗大数据为主，总投资额120亿，占地面积约3.96平方公里，总建筑面积约100万平方米。**
- **依托旅游业多元化发展趋势，公司围绕旅游资源打造旅游地产项目。公司的旅游业主要是苏州乐园、徐州乐园，2017年全年接待游客263万人，实现营收3.11亿元，毛利率30.84%，占总营收的4.48%。为配合区域规划调整，公司2017年收储226.49亩，带来收益5.26亿元。**
- **公司于2017年购入东菱振动，完善了先进制造业板块的布局。东菱振动主要涉及振动试验领域，与苏试试验、航天希尔三足鼎立，2017年带来营收3.2亿元，同比增长21.67%。被公司收购后，背靠国企的资源和渠道优势，前景更加宽广。**
- **公司股价安全边际较高。1)公司于2018年3月公告计划回购4223.86万股，占公司总股本的3.54%，截至8月2日，累计回购1561万股，累计支付9998万元，回购均价在5.91~6.83元。2)2017年9月，基于对公司未来发展的信心以及对公司价值的认同，公司董事长、全体高级管理人员及核心人员合计增持公司股份1,098,100股，增持金额851.99万元，增持均价7.759元/股。3)我们使用RNAV法对公司估值进行检验，公司房地产业务的RNAV估值为8.86元/股。其中，开发项目净现值为31.8亿，归属于母公司净资产为74亿，重估净资产为106亿，总股本为11.9亿股，WACC为4.1%。**
- **盈利预测与评级：考虑到公司股价安全边际较高，未来2年房地产业务结算收入将保持稳定增速，整体业绩保障性较强。同时公司战略转型“高新技术产业培育与投资运营商”，既符合国家政策趋势，亦能较好的利用苏州高新区管委会的资源优势，具有一定的成长性，因此给与增持评级。我们预计公司2018-20年实现营业收入73.2/90.0/107.9亿元，实现归母净利润7.10/8.26/9.75亿元，同比增速17%/16%/18%，对应EPS为0.59/0.69/0.82元/股。根据可比公司相对估值法，给予公司2018年11.91倍的PE，对应目标价7.03元。**

#### 财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,242	912	7,323	8,999	10,785
同比增长率(%)	11.80	18.49	17.30	22.90	19.80
净利润(百万元)	606	140	710	826	975
同比增长率(%)	97.41	34.03	17.00	16.40	18.00
每股收益(元/股)	0.51	0.12	0.59	0.69	0.82
毛利率(%)	29.1	32.2	31.4	34.1	32.9
ROE(%)	8.2	1.7	8.9	9.7	10.5
市盈率	12		10	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；每股收益为归母净利润/总股本（未扣除权益工具收益）

## 投资案件

### 投资评级与估值

考虑到公司股价安全边际较高，未来 2 年房地产业务结算收入将保持稳定增速，整体业绩保障性较强。同时公司战略转型“高新技术产业培育与投资运营商”，既符合国家政策趋势，亦能较好的利用苏州高新区管委会的资源优势，具有一定的成长性，因此给与增持评级。我们预计公司 2018-20 年实现营业收入 73.2/90.0/107.9 亿元，实现归母净利润 7.10/8.26/9.75 亿元，同比增速 17%/16%/18%，对应 EPS 为 0.59/0.69/0.82 元/股。根据可比公司 2018 年剔除最大最小值 PE 为 11.91 倍，得到公司目标价为 7.03 元。

### 关键假设点

我们假设房地产市场调控持续，公司布局二三线城市销售均价涨幅在 3%~5% 区间，房地产销售金额增速回落，结算金额受益于 2016-17 年的房地产市场行情继续保持中高速增长，结算毛利率在 2019 年达到高点。

我们假设公司在高新板块的各项业务逐步进入加速通道，振动试验设备和检测、公用事业污水处理收入以及融资租赁业务能保持 20%~30% 的增长。

### 有别于大众的认识

公司股价安全边际较高，综合考量了公司股份回购价格（回购均价在 5.91~6.83 元）、董事长及高管增持价格（增持均价 7.759 元/股）、RNAV 价值（公司房地产业务重估净资产价值为 8.86 元/股）和可比公司估值，公司目前处于价值洼地。

公司管理层求变创新意识提高，目前正积极实施产业战略转型，市场低估了公司转型的决心和执行力。公司将搭乘高新区新一轮产业规划的便车，立足于“高新技术产业培育与投资运营商”的战略定位，明确了公司的产业转型方向和未来发展思路，即依托房地产业务，以非银行金融与产业投资为抓手和纽带，将创新地产、节能环保和战略新兴产业作为未来发展的主业，构成“3+1”协同发展战略。

公司具有较强的融资优势与资源优势，在当下金融去杠杆的环境下，低成本的融资优势将助力公司逆势发展，持续实行产业+地产的战略稳步扩张规模。

### 股价表现的催化剂

高新产业收入增速超预期，收并购优质项目。

环保或先进制造行业发展受到政策鼓励、出现政策利好。

房地产销售环境改善，“产业+地产”拿地提速。

### 核心假设风险

房产税推进与方案超预期，对房价与销售产生负面影响。

公司高新产业多元化未达到预期的规模优势，进展低于预期。

## 目录

---

<b>1. 战略转型升级高新产投，五大业务板块布局成型</b> .....	<b>6</b>
1.1 依托苏高新集团，借助园区资源多元发展.....	6
1.2 公司经营业绩稳步提升，房地产业务为主要收入来源.....	6
<b>2. 地产为根基，投资为纽带，多向驱动战略转型</b> .....	<b>9</b>
2.1 立足房地产业务，大力发展产业地产.....	9
2.2 打造品牌乐园，实现“地产+旅游”协同效应.....	10
2.3 整合资源，构建全产业链环保集团.....	12
2.4 并购东菱振动，进军先进制造业.....	14
2.5 “非银金融+产业投资”为抓手，助力产业转型.....	15
<b>3. 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
3.1 多次股份增持与回购.....	17
3.2 房地产业务 RNAV 估值为 8.86 元/股.....	18
3.3 相较可比公司，估值处于低位.....	19

## 图表目录

图 1: 商品房销售占 74%，动迁房开发收入占 9%，房地产业务占据八成江山.....	7
图 2: 公司业务主要集中于苏州、徐州、扬州，从营收看，苏州地区业务占比达 81% .....	7
图 3: 2017 年营收 62.42 亿，同比增长 11.80%，归母净利润 6.06 亿，同比增长 97.41% .....	7
图 4: 2017 年 ROE 升至 8.19%，同比增长 2.4 个百分点，主要受益于收储的收益以及住宅 销售毛利率的增长.....	7
图 5: 杠杆下降，净负债率下降 82 个百分点 .....	8
图 6: 净负债率的下降，主要受有息负债减少以及净资产增加影响 .....	8
图 7: 三费下降 4.65%，其中销售费用增长 18.17%，管理费用增长 42.51%，财务费用降低 18.25% .....	8
图 8: 融资成本增加 0.3 个百分点，融资规模减少 21.76% .....	8
图 9: 公司旅游服务业的营业收入下降 6.87%，单价变化不大，主要是由于入园人数的减少 导致.....	12
图 10: 毛利率逐年下降，同整个行业的趋势一致，并非公司个别因素导致 .....	12
图 11: 污水处理营收同比增长 26.79%，增速增加 19 个百分点 .....	14
图 12: 毛利率与污水处理行业整体趋势相一致，2017 年稍有回暖 .....	14
图 13: 东菱振动 2017 年实现营收 3.2 亿，同比增长 21.67%，低于苏试试验 24.53%的增速 .....	15
图 14: 毛利率走势一致，产品竞争力相当 .....	15
表 1: 公司股东为苏州高新区管委会，背靠苏州国资委.....	6
表 2: 受益于房地产市场调控放松，公司 2016、17 年销售金额突破 60 亿元 .....	9
表 3: 公司近四年拿地情况.....	9
表 4: 旅游业主要分布在苏州、徐州，主要以苏州乐园和徐州乐园为主 .....	11
表 5: 节能环保产业是公司五大业务板块之一，其中高新污水占主导，占主营的 3.28% .....	13
表 6: 设立苏高新投资管理公司，整合投融资资源.....	16
表 7: 2016 年来实施的股份增持.....	17
表 8: 2018 年 3 月公司计划股份回购 4223.86 万股，占公司总股本 3.54% .....	17

表 9: 公司房地产业务的 RNAV 估值为 8.86 元/股 .....	18
表 10: 公司目前房地产项目的 RNAV 为 31.82 亿元 .....	18
表 11: 可比房地产公司 2018 年平均 PE 为 11.91 倍 .....	19

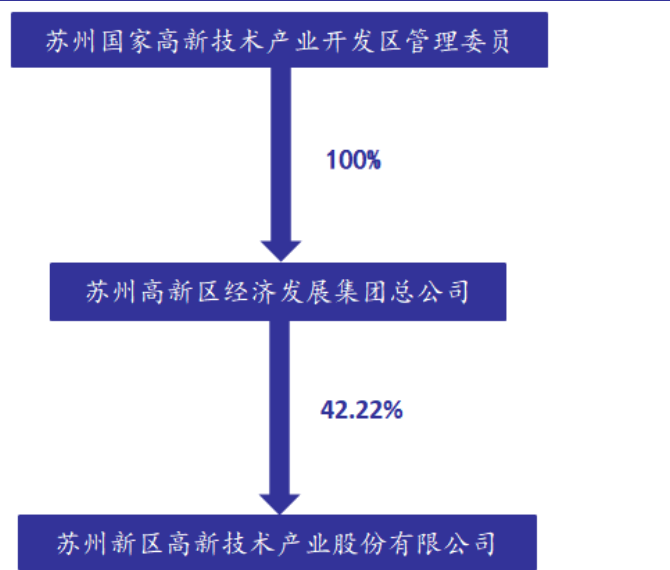
## 1. 战略转型升级高新产投，五大业务板块布局成型

苏州高新是苏州高新区首家挂牌上市的公司，主要以产业多元发展为目标，目前有五大业务板块，包含产业地产、环保、先进制造、旅游及非银金融与产业投资。其中，房地产是公司的主营业务，近年来，公司以产城融合为主要发展方向，致力于将传统地产向“产业+地产”转型。“高”与“新”是公司转型升级的目标，公司于 2017 年购入东菱振动，完善了先进制造业板块的布局，令公司的整体产业链更为齐全，进而推动营收提升。

### 1.1 依托苏高新集团，借助园区资源多元发展

苏州高新区经济发展集团总公司(以下简称“苏高新集团”)为苏州高新第一大股东，持有上市公司合计 42.22% 股份。苏高新集团是苏州高新区管委会的国有独资企业，苏高新集团最早始于高新区，并且参与高新区全区的开发与建设，包含工业区的开发以及城市更新的建设，累积开发超过一千万平方米的面积，集团拥有一只专业化以及经验成熟的城建团队。多年来苏州高新借力母公司的资源优势，以苏州高新区为核心有序开展房地产等多项业务，并与园区相关企业合作，有力支撑了多元产业的布局与未来发展。

表 1：公司股东为苏州高新区管委会，背靠苏州国资委



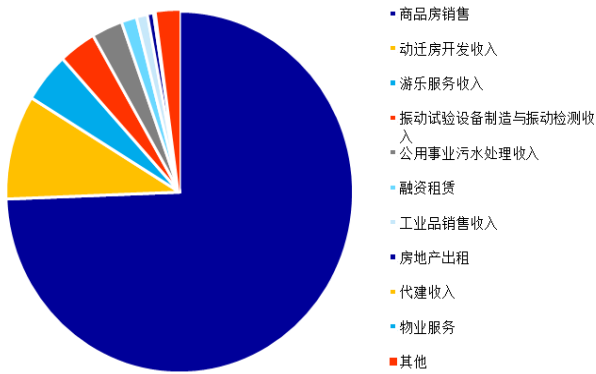
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.2 公司经营业绩稳步提升，房地产业务为主要收入来源

公司产业布局明晰，业务分布集中。公司目前有房地产、旅游、环保、先进制造、非银行金融与产业投资五大业务板块，其中房地产业务是公司的第一支柱业务，包括商品房销售和动迁房开发，占据公司总营业收入的 80% 以上，其次是游乐服务、先进制造、污水处理和融资租赁四大板块，分别占据公司 4.48%、3.47%、2.88% 和 1.43% 的份额。公司业务主要集中于苏州、扬州、徐州等地，从营收来看，其中苏州地区的业务占比达 81%，扬州和徐州分别占 8% 和 11%。

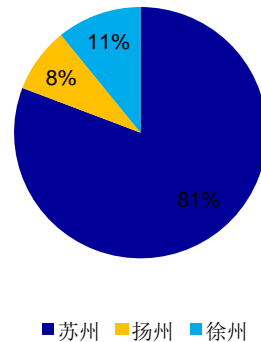
公司目前正积极实施产业战略转型，搭乘高新区新一轮产业规划的便车，立足于“高新技术产业培育与投资运营商”的战略定位，明确了公司的产业转型方向和未来发展思路，即依托房地产业务，以非银行金融与产业投资为抓手和纽带，将创新地产、节能环保和战略新兴产业作为未来发展的主业，构成“3+1”协同发展战略。

图 1: 商品房销售占 74%，动迁房开发收入占 9%，房地产业务占据八成江山



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 公司业务主要集中于苏州、徐州、扬州, 从营收看, 苏州地区业务占比达 81%

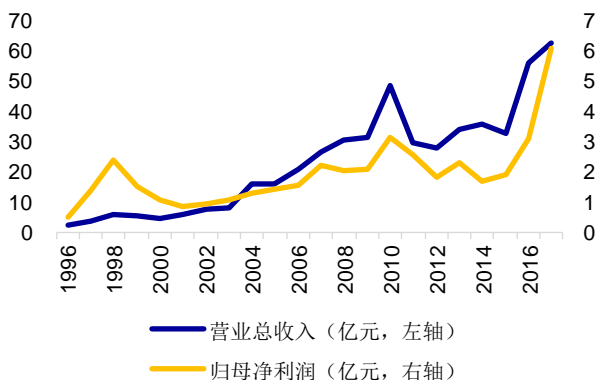


资料来源: Wind, 申万宏源研究

公司 2017 年经营业绩继续稳步提升，实现营业收入 62.42 亿元，归母净利润 6.06 亿元，分别同比增长 11.80% 和 97.41%。

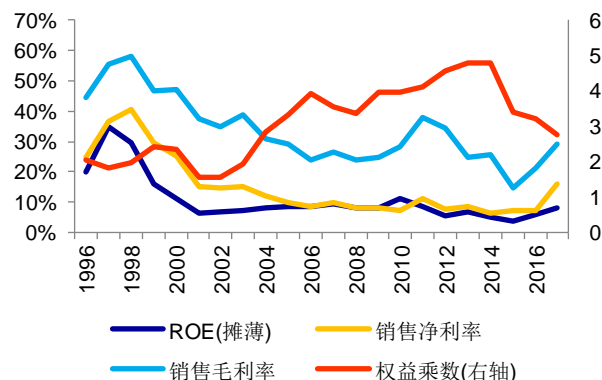
2017 年公司 ROE 升至 8.19%，前值 5.77%，同比提高 2.4 个百分点，主要是受益于住宅销售毛利率增长以及收储所带来的收益。公司 2017 年销售毛利率 29.96%，同比增长 12 个百分点，收储收益 5.25 亿，同比增长 186.81%。公司资产周转率持续保持在较低水平，2017 年为 0.27%，较 2016 年无变化。销售净利率为 15.77%，同比增长 8.5 个百分点，权益乘数降至 2.78。

图 3: 2017 年营收 62.42 亿，同比增长 11.80%，归母净利润 6.06 亿，同比增长 97.41%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2017 年 ROE 升至 8.19%，同比增长 2.4 个百分点，主要受益于收储的收益以及住宅销售毛利率的增长

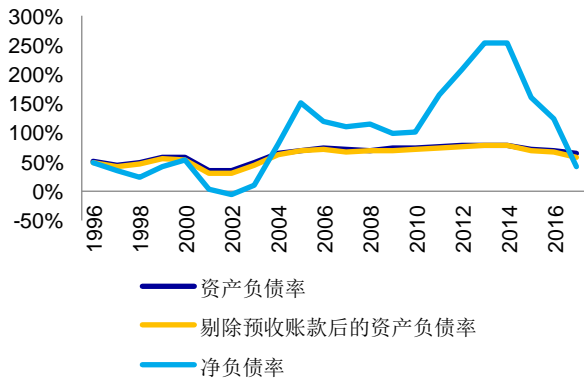


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2017 年杠杆水平有所下降，尤其净负债率下降明显，资产负债率 64.05%，同比降低 5 个百分点，剔除预收款的杠杆为 47.36%，同比下降 11 个百分点，净负债率为 41.99%，

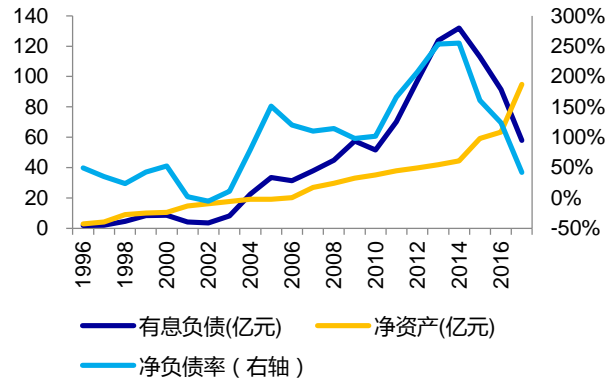
同比下降 82 个百分点。净负债率的大幅下降，主要受有息负债降低以及合并报表范围增加致使净资产增加的影响，其中有息负债下降 36.64%，净资产增加 49.51%。

图 5: 杠杆下降, 净负债率下降 82 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 净负债率的下降, 主要受有息负债减少以及净资产增加影响

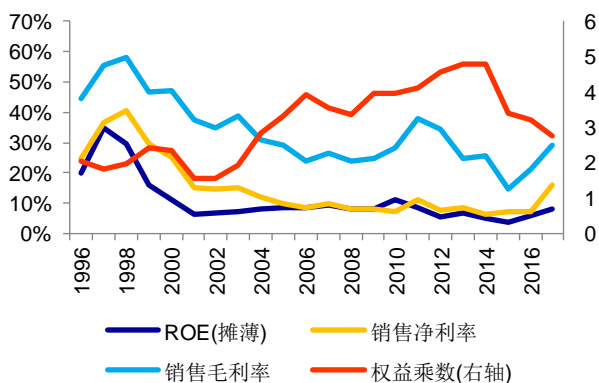


资料来源: Wind, 申万宏源研究

三费方面, 受益于财务费用支出的减少, 2017 年公司的整体期间费用率降低 4.65 个百分点。随着合并报表范围增加以及商品房销售同比增加, 公司 2017 年的销售费用和管理费用分别同比增长 18.17%、42.51%, 但受益于销售良好现金回款充足, 公司缩减融资规模, 财务费用同比下降 18.25%。

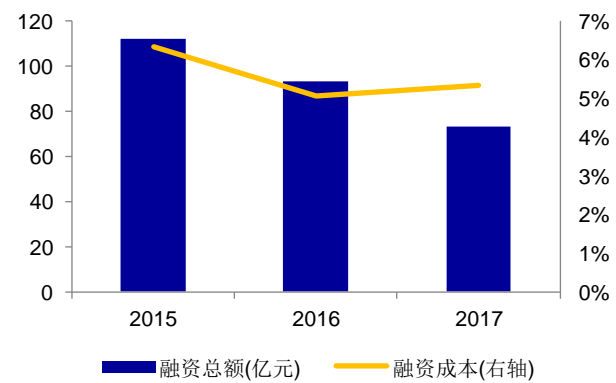
公司 2017 年的期末融资总额为 73.28 亿, 同比减少 21.76%, 受房地产市场整体融资成本增加的影响, 整体平均融资成本为 5.33%, 同比增加 0.3 个点。其中包括 14 亿 6 年期中期票据, 加权融资成本在 5.05% 左右, 14 亿 5 年期中期票据, 加权融资成本为 6.05%, 主体评级维持在 AA+。

图 7: 三费下降 4.65%, 其中销售费用增长 18.17%, 管理费用增长 42.51%, 财务费用降低 18.25%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 8: 融资成本增加 0.3 个百分点, 融资规模减少 21.76%



资料来源: Wind, 申万宏源研究



## 2. 地产为根基，投资为纽带，多向驱动战略转型

### 2.1 立足房地产业务，大力发展产业地产

房地产业务是目前公司主要的经营业务，2017年营业收入46.44亿元，占据公司70%以上的营收。2017年销售金额达到65.18亿，同比减少3.78%，销售面积49.96万平方米，同比减少6.35%，销售均价为13,046元，同比增加2.75%。2017年新开工面积约31.37万平方米，同比增加27.38%，竣工面积约为84.90万平方米，同比增加59.02%。2017年结算金额46.84亿，结算面积35.11万平方米，同比减少22.9%。

我们预估在2018年与2019年的结算金额会比2017年会继续有稳定的增速，未来在房地产板块，会继续为公司带来可观的营收。

表 2：受益于房地产市场调控放松，公司 2016、17 年销售金额突破 60 亿元

	2013	2014	2015	2016	2017
销售面积 (万平方米)	34.68	23.74	29.43	53.32	49.96
销售金额 (亿元)	27.87	25.41	26.91	67.74	65.18
销售单价 (元/平方米)	8036.33	10703.45	9143.73	12697.28	13046.44
结算面积 (万平方米)	40.13	29.51	30.23	45.54	35.11
新增土地储备 (万平方米)	20.4		23.41	45.23	26.57
新增土储/销售面积	0.59		0.8	0.85	0.53
开工面积 (万平方米)			25.60	50.95	31.37
竣工面积 (万平方米)			78.32	53.59	84.90

资料来源：公司公告，申万宏源研究

苏州高新为苏州高新区管委会旗下企业，具有一定的政府资源优势，公司主要集中在苏州地区获取项目。近年来公司逐渐扩大城市布局范围，转向长三角城市圈内的三线城市布局，其中以扬州及徐州为主。

表 3：公司近四年拿地情况

年份	地块名称	所在省份	所在城市	土地类型	建筑面积(万平方米)
2018	030090090014000 (第1号宗地)	安徽省	滁州市	居住 (商业≤2%)	16.72
	030090090015000 (第2号宗地)	安徽省	滁州市	居住 (商业≤2%)	12.60
	苏地 2017-WG-85 号宗地	江苏省	苏州市	城镇住宅用地	18.38
2017	苏地 2017-WG-43 号宗地	江苏省	苏州市高新区浒关开发区	城镇住宅用地	4.68
	苏地 2017-WG-19 号宗地	江苏省	苏州市高新区浒关开发区	文体娱乐用地	21.89
2016	CF201612 号	安徽省	合肥市	商业、居住	41.05
	2016-WG-68 号宗地	江苏省	苏州市高新区	住宿餐饮 (旅馆)	4.22
2015	苏地 2015-WG-48 号宗地	江苏省	苏州市高新区	商业、居住	23.41

资料来源：公司公告，申万宏源研究

从传统的地产转为产城融合再加上公司原有的品牌效应，能够提高小区附加价值，带动利润。有鉴于苏州高新的房地产业务近年来逐渐表现稳定，这几年在市场拿地的难度逐步提高，公司力求升级转型，将从传统的地产业转向“产业+地产”或“产业新城建设发展”，

藉由产城融合的概念，将公司的地产业提升到更高的层次。利用公司自身的政府资源，使公司可以运用既有的优势去做更好的资源整合。

公司产业地产业务主要以特色小镇、旅游地产及住宅开发为主，苏州为主要发展区域，其次，公司在扬州、徐州、合肥、滁州也有着适度的开发。另外，土地成本上涨以及销售均价受到政策影响，公司在房地产上面的利润上涨有限，因此，转型产业地产有助于公司降低拿地成本，拓宽收入来源。

在 2017 年，苏州高新区发布“两聚一高”的新方向，高新区已经发展到了一个天花板，为了使其地区有更好的发展，区域政府把焦点放在“两高两新”，目标是为了集中高端要素和发展高端产业，带动产业提升，并大力推广信息技术、新能源、医疗器械这三大产业。

公司力求转型，顺应地区政府的目标，环绕着“高”与“新”的思路发展，苏州高新与苏州高新区管委会、万科共同投资位于苏州高新区的生命健康小镇。健康小镇总占地面积约 3.96 平方公里，总建筑面积约 100 万平方米，总投资约 120 亿元，主要包括基因检测定制产业园、产业园服务配套设施、基因检测研究院、基因检测研究生院、细胞中心等，已经与西交大仿生工程与生物力学项目、普瑞基准多组学精准癌症检测中心等具有行业影响力产业项目形成合作。

2018 年 7 月 16 日，苏州市人大常委会主任陈振一行调研苏州生命健康小镇产业园。苏州市副市长、高新区党工委书记徐美健，市人大常委会秘书长顾杰，区领导袁永生、华建男、薛伟良及区人大、区发改、苏州高新相关负责人陪同调研并出席座谈会。该项目在此次调研中获得了陈主任的肯定，并提出要以生命健康为主题，加快项目建设；并表示将大力支持苏州生命健康小镇的发展，实现生命健康小镇生产、生活、生态融合发展。

生命健康小镇将继续成为公司未来主要扶持的项目。2018 年公司将继续深度地发展产业地产，透过更好的创新方式，将传统产业转型升级为产业地产，带给地产更多的附加价值，进而实现更多营收的增长。另外，公司也会加大小镇内商品房的销售力度，减少库存，使资金回流。

## 2.2 打造品牌乐园，实现“地产+旅游”协同效应

近年来，随着旅游业的经营模式趋于多元化，地产、煤炭等传统行业巨头纷纷投资建设文化旅游城、主题公园、酒店、旅游度假区等项目，BAT 等互联网企业也纷纷以多种方式介入在线旅游、旅行社领域，加快布局旅游业。

公司的旅游服务业主要布局于苏州、徐州两地，包括苏州乐园、徐州乐园，从营收来看，旅游业占公司主营业务的 5.0%，是公司目前的第二大业务板块。为配合区域规划调整，盘活存量资产，原苏州乐园用地于 2014 年起逐步实施收储，2017 年内完成收储 226.49 亩，2018 年一季度收储 130.61 亩，二季度征收 79.9 亩，截至目前，原苏州乐园欢乐世界土地已全部完成收储或征收。

苏州乐园包括森林水世界、四季悦温泉世界以及在建的森林世界，着眼打造四季经营的森林小镇项目，形成春季“森林蘑菇街”、夏季“森林水世界”、秋季“森林嘉年华”、冬季“森林冰雪村”四个子项目，使“所见即森林”。

徐州乐园由“加勒比水世界、糖果世界以及在建的欢乐世界”3个主题乐园和1个度假酒店及相关附属商业街区构成。乐园毗邻徐州市云龙湖风景区，计划总投资60亿元，总体规划面积近2000亩，其中主题公园规划面积约810亩，着力打造成集旅游、住宿、餐饮、商业于一体的大型综合社区，先后被评为“国家级4A景区”、“中国品牌水上乐园”、“江苏省科普教育基地”等，是淮海经济区最受欢迎的一站式旅游度假胜地。

新苏州乐园森林世界已开工建设，规划面积39.80万平方米，将依托大阳山国家森林公园，突出“森林度假”主题概念；徐州乐园欢乐世界也已开工建设，规划面积34万平方米，建筑面积3.5万平方米。两大乐园建成运营后，将进一步提升公司旅游地产项目的品牌影响力。

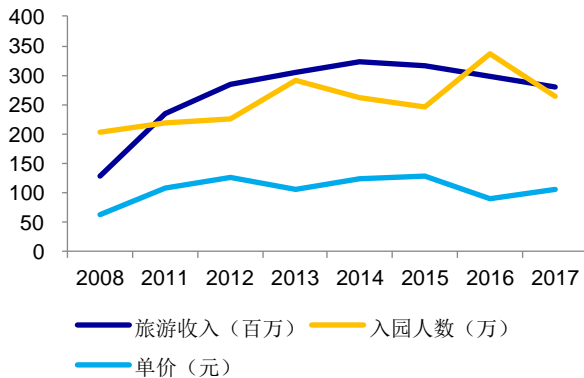
表 4：旅游业主要分布在苏州、徐州，主要以苏州乐园和徐州乐园为主

乐园名称	简介	规划面积(万平方米)	营业收入(万)	人次(万)	票价(元)	
苏州乐园	苏州乐园森林水世界	位于大阳山国家森林公园，全国首创并且唯一的森林主题水上乐园，园内“所见即森林”	10	6137(净利润2000)	36.8	188
	苏州乐园森林世界(在建)		39.8			
徐州乐园	徐州乐园加勒比水世界	国内一流的综合水上乐园，连续两年获得了中国游乐行业摩天奖“最受欢迎水上乐园奖”	4.21	4000(净利润1500)	200	标准140，儿童68，学生80，家庭套票618
	徐州乐园糖果世界	是集教育、安全、欢乐、亲子于一体，并专注2-12岁儿童游玩的大型室内亲子主题乐园，拥有国内顶级儿童乐园设施，连续两年获得了中国游乐行业摩天奖“最受欢迎室内儿童乐园奖”，并被江苏省命名为“省级科普教育基地”	1.9			成人40，儿童130，家庭套票210，家庭套票(暑期优惠)158
	徐州乐园欢乐世界(在建)		34			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

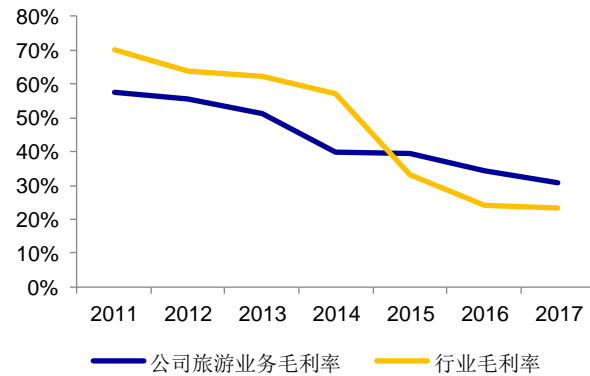
2017年全年接待游客263万人次，实现营收3.12亿元，同比下降6.87%，占总营收的5.0%，营业利润5.13亿元，净利润3.77亿元，毛利率30.84%，与整个旅游服务业的趋势一致。

图 9：公司旅游服务业的营业收入下降 6.87%，单价变化不大，主要是由于入园人数的减少导致



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：毛利率逐年下降，同整个行业的趋势一致，并非公司个别因素导致



资料来源：Wind，申万宏源研究

当前形势下，随着全面建成小康社会持续推进，旅游已经成为人民群众日常生活的重要组成部分，我国旅游业已经进入大众旅游时代，而旅游业的经营模式也趋于多元化。公司可以围绕旅游资源打造旅游地产项目，加强异地拓展，形成地产+旅游、地产+康养、地产+商业、地产+工业等“地产+”模式，从而实现传统地产开发向产业地产的彻底转型升级。

## 2.3 整合资源，构建全产业链环保集团

当前我国经济发展进入新常态，许多传统行业增长放缓，而节能环保产业的发展速度却不减反增。国家“绿色化发展”的顶层设计，正催生一个约 10 万亿的巨大节能环保市场。2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出，到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重由 2015 年的 8% 达到 15%，同时要形成新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱。节能环保行业作为“十三五”新兴战略规划的五大扶持行业之一，将继续迎来快速发展的“黄金五年”。

节能环保产业是公司重点培育的核心板块之一，其中污水处理一项业务就带来 1.8 亿元营收，占公司主营的 3.47%。公司目前有 9 家主要的节能环保公司，其中高新污水为最主要的子公司。

苏州高新污水处理有限公司主要从事生活、工业污水的集中处理和排水设施的养护疏浚，拥有 5 座污水厂、32 座泵站，覆盖高新区 258 平方公里，日处理能力 28 万吨，在安全运营的基础上，2017 年全年累计处理污水量 6809 万吨，同比增长 2.4%，实现营业收入 2.05 亿元，同比增长 32.51%，净利润 1329.77 万元，同比增长 895.74%。

高新污水正积极进行产业链延伸。该公司依托现有水务处理平台及静脉产业园，通过资源整合，设立了苏州城西排水检测有限公司、苏州新脉市政工程有限公司两家全资子公司，分别对排水检测、管网资产维护等业务进行市场化、专业化运作，推进水务相关产业的延伸。

此外，公司斥资 10 亿元注册成立全资子公司苏州高新环保产业发展有限公司，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。

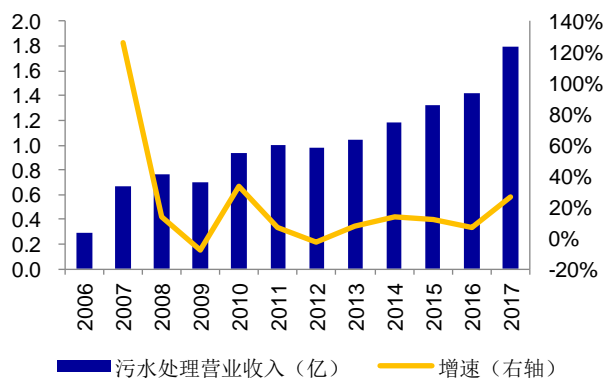
**表 5：节能环保产业是公司五大业务板块之一，其中高新污水占主导，占主营的 3.28%**

公司	主业	注册资金 (万)	持股 比例	营收 (百万 元)	资产 (百万 元)	备注
苏州高新污水处理有限公司	污水处理及相关设施开发建设	30000	75%	205.12	939.32	
苏州城西排水检测有限公司	排水水质检测、环境检测并提供相关领域内的技术服务	100	75%	2.11	1.49	高新污水全资控股
苏州新脉市政工程有限公司	承接市政工程的施工、维修、养护；污水管网、污水泵站等排水设施的运行管理；河道、泵闸等水利设施运行管理；承建河湖水系工程、生态建设工程；物业管理	500	75%	8.43	13.42	高新污水全资控股
苏州港阳新能源股份有限公司	新能源设备、电力设备的研发与设计；电厂设备系统集成及相关技术服务；热能工程、环保工程、脱硫脱硝技术及设备的技术咨询、技术研发、安装和运营管理服务	3000	44%			
苏州馨阳污泥处理有限公司	城市污泥处理处置及处置品销售，污泥处理处置工程领域内的技术服务、技术咨询、污泥处理处置工程设计、施工和安装及维护	900	29%			港阳新能源全资控股
苏州静脉产业园开发有限公司	静脉产业园统筹规划、建设管理、物业管理；废弃物信息收集、数据处理；环境工程项目策划、设计、管理；环保设备销售；新型能源技术开发利用；城市污泥处理及产品销售、技术服务、工程设计及施工	4000	60%	2.32	34.22	
苏州高新环保产业发展有限公司	环保产业的投资；环保新技术、新设备、新产品、新材料的开发及示范推广及综合利用；环保工程、市政工程及工业给排水工程项目投资、建设以及运营管理；水环境综合开发治理；环保、市政工程设计、咨询以及相关技术服务投资顾问	100000	100%			2018 年 1 月设立，整合公司环保业务
苏州钻石金属粉有限公司	制造、销售：铜金粉、合成金条、金属墨、印金油、金属粉；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)	4500	83%	0.48	59.23	
苏州高新北控中科成环保产业有限公司	环保工程、市政工程及工业给排水工程项目投资，建设以及运营管理；水环境综合开发治理；环卫及固体废物资源化利用、危险废弃物处置；环保、市政工程设计、咨询以及相关技术服务；销售本公司产品及其他环保相关产品。	10000	50%			公司与北控水务的合资平台

资料来源：公司公告，申万宏源研究

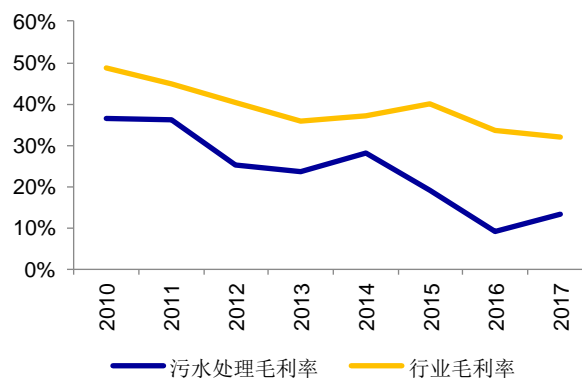
2017 年公司污水处理实现营收 1.8 亿，同比增长 26.79%，增速增加了 19 个百分点，污水处理毛利率 13.40%，同比增长 5 个百分点，而水处理行业毛利率下降了 2 个百分点，公司毛利率整体趋势与行业整体趋势相一致。

**图 11: 污水处理营收同比增长 26.79%，增速增加 19 个百分点**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 12: 毛利率与污水处理行业整体趋势相一致, 2017 年稍有回暖**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

随着城镇化水平的提高，城市污水排放量不断增加。国家发改委印发的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》明确提出十三五期间城镇污水处理及再生利用设施建设共投资约 5,644 亿元，污水处理行业具有着广阔的增长潜力。

面对越来越高的生态环境保护要求，城镇污水处理设施建设正由“规模增长”向“提质增效”转变，由“重水轻泥”向“泥水并重”转变，由“污水处理”向“再生利用”转变，未来综合性的环境保护服务将成为市场的主流。为应对行业的发展趋势，2018 年 1 月，公司设立苏州高新环保产业发展有限公司，依托污水处理业务积极拓展污泥、固废、危废处理等业务，整合资源，构建全产业链环保集团，提高环保业务的竞争力。

## 2.4 并购东菱振动，进军先进制造业

先进制造业是制造业的重要组成部分，更是一种新型的制造形态，它位于制造业价值链的最高端，集先进的制造模式、技术手段和管理方法于一身，是国家综合国力和核心竞争力的重要体现，也是我国未来国民经济发展的主导力量。

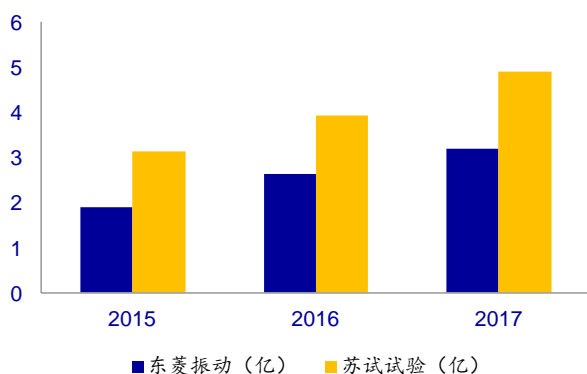
公司先进制造业目前主要涉及振动试验行业。2017 年，公司收购了苏州东菱振动试验仪器有限公司（以下简称“东菱振动”）73.53% 股权，正式进军先进制造业。东菱振动的主要业务范围在振动试验领域，主营振动试验设备制造与振动检测，2017 年实现营收 3.2 亿，同比增长 21.67%，占苏州高新总营收的 5.13%。

振动试验领域存在技术壁垒，行业集中度较高。东菱振动拥有授权专利 303 项，其中发明专利 70 项，构建了“江苏省力学环境试验工程技术研究中心学术委员会”、“江苏省博士后创新实践基地”、“江苏省企业研究生工作站”、“东菱院士顾问团”等科研阵地，

凭借世界首创的 35 吨和 50 吨超大推力电磁振动台，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研制建设试验相关配套工作。目前，国内市场上主要是东菱振动、苏试试验、航天希尔三驾马车齐驱。其中，航天希尔依托于航天科技集团，主要在航空航天领域具有优势，苏试试验则在振动设备上具有国内市场优势，而东菱振动则是具备出口优势。

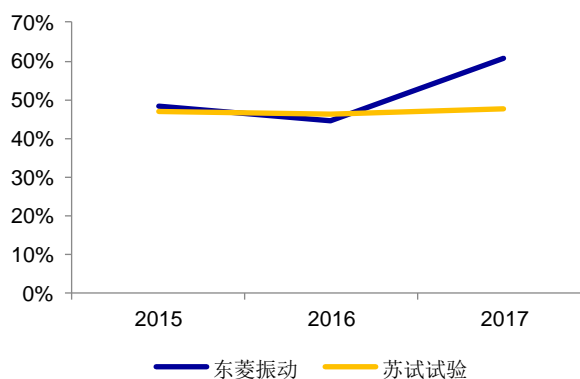
东菱振动试验服务区域集中在苏州，尚未在全国范围内铺开。2016 年，东菱振动和苏试试验在振动试验设备上实力相当，两者设备销售接近，产品竞争力对等，只是在试验服务上差距较大，苏试试验实现服务收入 1.58 亿，东菱振动只有 0.29 亿的服务收入。2017 年，东菱振动在设备制造与检测上实现收入 2.17 亿，而苏试试验在设备销售上收入 2.5 亿，在试验服务上收入 2.3 亿。其原因在于苏试试验开展了全国的试验网络布局，而东菱振动的试验服务目前只在苏州开展。继东菱振动被苏州高新收购后，背靠国企业的资源和渠道优势，拥有苏州高新的资金支持，加上自身的产品竞争力，扩大试验服务区域并非难事，未来发展空间广阔。

图 13: 东菱振动 2017 年实现营收 3.2 亿，同比增长 21.67%，低于苏试试验 24.53% 的增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 毛利率走势一致，产品竞争力相当



资料来源: Wind, 申万宏源研究

随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，“中国制造 2025”提升为国家战略，全社会研发投入增速加快，研发投入占国民生产总值比例提高，《“十三五”国家科技创新规划》提出了研究与试验发展经费投入强度从 2015 年的 2.1% 提高到 2020 年的 2.5% 的发展目标。电子电器、科研与检测、汽车及轨道交通、航空航天等下游行业研发投入是振动试验设备及服务需求增长的主要驱动力。未来，全社会研发投入的增长将有力的推动振动试验行业市场规模的增长。

## 2.5 “非银金融+产业投资”为抓手，助力产业转型

2017 年，公司紧随宏观经济的发展方向，积极履行国企改革的政策，依托高新区新一轮产业规划，积极推动自身产业转型升级。公司明确了“高新技术产业培育与投资运

营商”的战略定位，以房地产业务为根基，以非银金融与产业投资为纽带和抓手，积极发展旅游、环保和先进制造业。

公司的非银金融板块主要有四家公司，其中，福瑞融资租赁主要经营融资租赁业务，徐州投资主要聚焦产业项目投资，融联创投则是主要负责创业投资，而2017年9月设立的苏州高新投资管理有限公司，旨在打造公司战略转型升级的资本运作平台，优化对公司后续设立的多只产业基金的管理，为公司未来的转型打造纽带。

**投资业务分两条路并行发展。**一方面，公司通过融资租赁、担保等业务的开展，服务于公司产业及区内优质企业，另一方面参股热电、创投等与公司产生协同效应企业的股权，并通过与私募机构合作设立产业基金及直投等方式，投资旅游、环保、先进制造等行业公司股权，为公司资本运作储备项目资源。

福瑞融资租赁有限公司成立于2015年1月，由苏州高新、高新创投、福田金属箔粉工业株式会社、常青资本（香港）有限公司四家企业共同投资设立。该公司在服务公司及区内产业的定位下，通过平衡“规模、收益、风险”，提高风险管控能力，对文化旅游、节能环保、先进制造等多个领域进行拓展，并开展针对无形资产的业务创新及试点。公司2017年完成项目投放3亿元，取得外管局核定外债额度2.8亿美元，实现营收1亿元，其中融资租赁业务收入0.89亿元，占苏州高新总营收的1.6%，净利润3,484万元，同比增长1.57%。

公司作为主要发起人之一的融联基金规模达3.34亿元，截至2017年末，累计完成投资项目21个，投资金额2.802亿元，基金已进入投资回收期。

**表 6：设立苏高新投资管理公司，整合投融资资源**

公司	经营范围	注册资金 (万)	持股比例	营收 (万)	资产 (亿)
苏州高新福瑞融资租赁有限公司	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁资产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和非融资性担保	30000	55%	10027.83	11.09
苏州高新投资管理有限公司	投资顾问；股权投资；创业投资咨询；并购重组顾问；投资策划、上市策划及其他资本运作策划服务	5000	100%		
苏州融联创业投资企业（有限合伙）	创业投资；代理其他创业投资企业、机构或个人的创业投资业务；创业投资管理、咨询服务	33400	29.94%	0.47	2.92

资料来源：公司公告，申万宏源研究

非银金融与产业投资是公司转型的纽带和抓手，聚焦新产业、新技术、新业态、新模式，通过直投和以基金参股方式，获取高新产业资源，满足公司产业转型升级的需求，实现协同发展。



### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1 多次股份增持与回购

近几年来，苏州新区创新科技投资管理有限公司实施股份增持，增持价格区间在（8.29,8.80）元/股。2016 年开始，苏高新集团和苏州新区创新科技投资管理有限公司(以下简称"创新科技")一共持有公司 41.81%股本。2016 年底至 2017 年初，创新科技累计增持公司股份 0.4118%，两者合计持股比例达到 42.22%。2018 年 7 月 23 日，苏高新集团以大宗交易方式受让创新科技持有的 1.65%股份，创新科技不再持有公司股份，苏高新集团持有公司股份 42.22%。

表 7：2016 年来实施的股份增持

增持主体	增持方式	增持期间	增持数量(股)	占公司总股份的比例(%)
苏州新区创新科技投资管理有限公司	集中竞价	2016 年 12 月 26 日	1,877,800	0.1572
苏州新区创新科技投资管理有限公司	集中竞价	2016 年 12 月 28 日	130,000	0.0109
苏州新区创新科技投资管理有限公司	集中竞价	2017 年 1 月 6 日	400,000	0.0335
苏州新区创新科技投资管理有限公司	集中竞价	2017 年 1 月 10 日	2,040,000	0.1708
苏州新区创新科技投资管理有限公司	集中竞价	2017 年 1 月 11 日	470,000	0.0394
合计			4,917,800	0.4118

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2017 年 9 月，基于对公司未来发展的信心以及对公司价值的认同，公司董事长、全体高级管理人员及核心人员合计增持公司股份 1,098,100 股，占公司已发行总股份的 0.0919%，增持金额 851.99 万元，增持均价 7.759 元/股。

公司于 2018 年 3 月计划回购 4223.86 万股，占公司总股本的 3.54%。在 2018 年 5 月 31 日，公司首次回购 80 万股，占公司总股本的比例约为 0.06%，支付资金约为五百万。截至 2018 年 8 月 2 日，公司已累计回购股份数量约为 1561 万股，占公司总股本的比例约为 1.307%，累计支付金额约为 1 亿元。

表 8：2018 年 3 月公司计划股份回购 4223.86 万股，占公司总股本 3.54%

日期	累计回购数量(股)	累计总金额(元)	最高价(股/元)	最低价(股/元)
2018/8/3	15,610,000	99,985,588	6.83	5.91
2018/7/4	9,278,700	59,700,889.68	6.83	5.91
2018/6/4	4,315,100	27,883,300	6.6	6.23
2018/5/31	800,000	5,028,253.18	6.31	6.23

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司历史上共有十次解禁，第一次的解禁在 2006 年 3 月，此次解禁前，共有约 1.5 亿流通股，本次解禁约 0.5 亿股，解禁后的流通股约为 2 亿股。2009 年 3 月，是解禁最多股数的一次，此次共解禁约 3.3 亿股，占总股本的 37.73%，解禁后的约有 8.5 亿流通股。而最

近一次的解禁是在 2018 年 5 月，解禁约 0.55 亿股，解禁后流通股约为 12 亿，其后无解禁压力。

### 3.2 房地产业务 RNAV 估值为 8.86 元/股

我们使用了 RNAV 法对公司估值进行检验，公司房地产业务的 RNAV 估值为 8.86 元/股。其中，开发项目净现值为 31.8 亿，归属于母公司净资产为 74 亿，重估净资产为 106 亿，总股本为 11.9 亿股，WACC 为 4.1%。由于 RNAV 法只考虑公司目前拥有的房地产项目与土地储备，并没有将未来的拿地收益考虑进去，所以未来的收益存在不确定性与风险，因此我们只将 RNAV 估值作为保守测算，不作为最后的定价工具。

表 9：公司房地产业务的 RNAV 估值为 8.86 元/股

RNAV	
开发项目净现值（亿元）	31.8
归属于母公司净资产（亿元）	74
现金余额再投资部分现值（亿元）	0
重估净资产合计（亿元）	106
总股本（亿股）	11.9
每股净资产值（元/股）	8.86
2018/8/6	5.77
P/RNAV	65%
Wacc	4.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10：公司目前房地产项目的 RNAV 为 31.82 亿元

项目	地区	物业类型	权益比例	可售面积 (万方)	2018 年售价（元）	毛利率	RNAV
天都花园	苏州	住宅	84.9%	19.0	27667	67.4%	11.24
名馨南苑	苏州	住宅	84.9%	12.4	23513	79.9%	6.25
名墅东苑	苏州	住宅	84.9%	11.0	18000	87.3%	3.68
天都大厦	苏州	商业	84.9%	11.4	18260	21.2%	3.52
万悦城五、六组团	徐州	住宅	100.0%	7.6	15537	46.5%	1.88
大成珺	苏州	住宅	84.9%	27.3	14000	45.1%	1.50
遇见山	苏州	住宅	45.0%	22.5	18674	34.9%	1.49
吴江天城三号地块（苏高新地产天城花园）	苏州	住宅	84.9%	29.9	12300	27.9%	1.38
未来城一期（D-1）项目	徐州	住宅	51.0%	9.9	10830	40.3%	0.71
荣华花苑（荣华世家）	苏州	住宅	51.0%	5.4	15164	51.5%	0.46
名泽园二期	扬州	住宅	84.9%	8.7	8900	77.7%	0.44
万悦城一二期（1-4 组团）	徐州	住宅	100.0%	19.8	12121	40.4%	0.32
龙池华府	苏州	住宅	80.1%	4.1	23000	100.0%	0.19
天之运三期	苏州	商业	84.9%	1.1	15500	8.6%	0.12
名泽园一期	扬州	住宅	84.9%	11.0	8900	77.7%	0.12

扬州名仕花园一期 (扬州 361 号地)	扬州	住宅	100.0%	5.1	17249	52.0%	0.03
苏里人家	苏州	住宅	80.1%	4.5	10800	100.0%	0.03
金都城	苏州	住宅、商业	80.1%	4.6	7000	100.0%	0.01
名墅花园	苏州	住宅	84.9%	9.4	15051	100.0%	0.01
扬州名仕花园二期 (扬州 361 号地)	扬州	住宅	100.0%	3.4	17249	26.7%	0.00
秀珺	苏州	住宅	80.1%	10.6	21000	100.0%	0.00
荣尚花园	苏州	住宅	51.0%	7.5	13989	100.0%	0.00
东湖林语	苏州	住宅	80.1%		25778	100.0%	0.00
马墩路商业街	苏州	商业			6700	100.0%	0.00
天之运二期	苏州	住宅	84.9%	14.5	16000	-0.4%	(0.42)
合肥中央公馆	合肥	住宅、商业	51.0%	41.8	14452	-31.4%	(1.14)
总计							31.82

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 相较可比公司，估值处于低位

我们以房地产细分行业产业园区公司——南京高科、外高桥、浦东金桥、华发股份与苏州高新对标。苏州高新目前 PE 与 PB 分别为 10.9 和 0.89，相较于可比公司 PE 与 PB 估值均处于低位。我们预估苏州高新在 2018-2020 年的 EPS 为 0.59/0.69/0.82 元/股，2018 年末净资产为 105.9 亿元。根据可比公司 2018 年剔除最大最小值 PE 为 11.91 倍，得到公司目标价为 7.03 元。

表 11：可比房地产公司 2018 年平均 PE 为 11.91 倍

公司	代码	最新价格	市净率		每股收益			市盈率			
		(元)	2017A	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
		2018/8/7	2017A	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
南京高科	600064.SH	7.42	1.35	1.22	0.8	0.89	1.04	6.08	9.28	8.34	7.13
外高桥	600648.SH	18.32	2.11	0.65	0.68	0.78	0.94	28.18	26.94	23.49	19.49
浦东金桥	600639.SH	12.08	1.55	0.66	0.83	0.97	1.09	18.30	14.55	12.45	11.08
华发股份	600325.SH	6.33	0.57	0.76	0.99	1.27	1.5	8.33	6.39	4.98	4.22
	最大值							28.18	26.94	23.49	19.49
	最小值							6.08	6.39	4.98	4.22
	平均数							15.22	14.29	12.32	10.48
	调整后平均							13.32	11.91	10.40	9.11

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 损益表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,583	6,242	7,323	8,999	10,785
营业总成本	5,404	5,456	6,114	7,285	8,822
营业税金及附加	265	260	305	375	449
销售费用	202	239	280	344	410
管理费用	169	241	283	351	410
财务费用	339	277	224	280	314
资产减值损失	34	12	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	167	-21	-21	-13	-18
营业利润	532	1,309	1,698	1,701	1,946
营业外收支	8	2	0	0	0
利润总额	540	1,311	1,698	1,701	1,946
所得税	137	327	421	429	491
净利润	403	985	1,276	1,272	1,455
少数股东损益	95	378	567	446	480
归属于母公司所有者的净利润	307	606	710	826	975

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 资产负债表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,262	18,515	19,709	21,344	24,685
现金及等价物	1,276	1,816	1,500	1,364	1,303
应收款项	3,944	5,286	5,844	6,905	7,700
存货净额	6,819	10,161	11,115	11,824	14,432
其他流动资产	1,223	1,250	1,250	1,250	1,250
长期投资	2,940	2,826	2,826	2,826	2,826
固定资产	2,069	2,377	2,816	3,074	3,328
无形资产及其他资产	2,178	2,660	2,572	2,474	2,365
资产总计	20,450	26,378	27,925	29,719	33,206
流动负债	9,575	12,748	11,834	11,727	13,444
短期借款	4,878	1,950	3,855	2,433	3,048
应付款项	2,408	7,038	5,023	5,936	7,239
其它流动负债	100	0	0	0	0
非流动负债	4,531	4,147	5,504	6,345	6,908
负债合计	14,107	16,894	17,338	18,072	20,353
股本	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194
资本公积	1,768	1,772	1,772	1,772	1,772
盈余公积	310	322	337	353	373
未分配利润	1,904	2,404	2,926	3,523	4,230
少数股东权益	1,018	2,079	2,646	3,092	3,572
股东权益	6,343	9,484	10,587	11,647	12,854
负债和股东权益合计	20,450	26,378	27,925	29,719	33,206

资料来源: Wind, 申万宏源研究

现金流量表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	403	985	1,276	1,272	1,455
加：折旧摊销减值	171	177	304	328	483
财务费用	395	336	224	280	314
非经营损失	-126	-74	21	13	18
营运资本变动	928	3,248	-3,527	-858	-2,099
其它	0	0	-804	402	-201
经营活动现金流	1,580	4,146	-2,506	1,438	-30
资本开支	-46	317	654	488	629
其它投资现金流	-910	546	-21	-13	-18
投资活动现金流	-927	139	-675	-501	-647
吸收投资	1,437	1,687	0	0	0
负债净变化	-2,676	-5,007	3,262	-580	1,177
支付股利、利息	646	615	397	493	562
其它融资现金流	-39	-1,274	0	0	0
融资活动现金流	-632	-3,777	2,865	-1,073	615
净现金流	22	509	-316	-136	-61

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。