

增持 首次

苏州高新(600736)
2012年3月28日

“旅游+商业+住宅”模式顺利推进

2012年3月27日收盘价：5.07元
6个月目标价：5.60元

 房地产行业分析师：涂力磊
 SAC 执业证书编号：S0850510120001
 tll5535@htsec.com
 021-23219747

 房地产行业分析师：谢盐
 SAC 执业证书编号：S0850511010019
 xiexy@htsec.com
 021-23219436

事件：

公司公布 2011 年年报。本期公司实现营业收入 29.72 亿元，同比下降 38.94%，归属于上市公司股东的净利润 2.58 亿元，同比下降 17.55%；实现每股收益 0.244 元。公司 2011 年利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.40 元（含税）。

投资建议：

公司主要在苏州高新区从事房地产开发业务，同时涉足基数设施和旅游业。近年来公司开始参与股权和产业投资。公司以“整合优势资源，积极走出去，做优秀的综合城市运营商”为发展战略，继续推动“旅游+商业+住宅”组合扩张的发展模式。2011 年，公司不仅实现对苏州乐园“五大世界”的拓展，而且徐州彭城项目取得较好开局，并开启了低成本异地获取土地的新模式。此外，公司产业基金所投资的金埔园林、苏州银行等企业未来存在上市预期，未来有望实现资产增值。我们预计公司 2012、2013 年 EPS 分别是 0.28 和 0.36 元，对应 RNAV 是 6.48 元。截至 3 月 27 日，公司收盘于 5.07 元，对应 2012、2013 年 PE 分别为 18.02 倍和 14.05 倍。考虑到“新三板”市场的临近，以及参股公司的上市预期，我们给予园区类上市公司 2012 年 20 倍 PE，对应 5.60 元目标价，首次给予公司“增持”评级。

主要分析：

1. 结算资源偏少使得公司结算收入下滑 38%，公司项目毛利率有所上升：受本期结算资源偏少的不利影响，2011 年公司实现营业收入 29.72 亿元，同比下降 38.94%。同时，通过产业链延伸和提高管理质量，本期公司结算项目的毛利率继续有所上升，全年公司实现净利润 2.58 亿元，同比下降 17.55%。

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

(%)	2010	2011	Ppt	海通分析
毛利率	28.35	38.04	9.70	本期公司通过产业链延伸和提高管理质量使得项目毛利率有所上升
净利率	7.31	11.00	3.69	
资产负债率	74.69	75.67	0.98	融资紧缩和调控政策下，本期公司销售不畅致使负债水平有所上升
有息负债率	66.72	70.62	3.89	
三项费用占收入比	7.27	14.82	7.55	本期合并报表范围扩大和融资紧缩政策使得公司费用水平上升
ROE	11.31	8.66	-2.65	受房地产调控影响，本期公司结算资源减少，致使净利润下滑
(百万元)	2010	2011	YOY%	海通分析
总资产	13888.62	15579.79	12.18	本期公司规模保持增长
净资产	3515.38	3790.18	7.82	
货币现金	1588.39	726.08	-54.29	因资金较多投入房地产项目开发而减少；本期销售 18.8 亿元同比下滑 38%，而同期项目结算使得预收款下降
预收账款	1106.40	787.63	-28.81	
一年内到期的非流动负债	1,302.80	706.42	-45.78	债务到期偿还
经营活动现金流净额	-1167.10	-1464.28	25.46	本期公司销售 18.8 亿元，同比下滑 38%

资料来源：2010-2011 年公司年报、海通证券研究所

对公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	2010	2011	YOY%	海通分析
一、营业总收入	4844.66	2971.75	-38.66	受房地产调控影响，本期结算资源减少，致使当期营收下滑
二、营业总成本	4406.65	2546.30	-42.22	
营业成本	3471.41	1841.23	-46.96	同步结转成本，由于结算项目毛利率上升而使得结转成本下降更多
营业税金及附加	541.76	247.53	-54.31	上述项目结转相应土地增值税计提减少
销售费用	144.45	160.28	10.96	
管理费用	124.82	163.03	30.61	本期合并报表范围扩大和新增项目等因素使管理费用上升
财务费用	82.88	116.96	41.12	融资紧缩政策使得公司财务成本被动上升
资产减值损失	41.33	17.27	-58.23	
投资净收益	21.00	15.71	-25.20	
三、营业利润	459.00	441.16	-3.89	受调控影响，本期结算资源减少，但结算项目毛利率有所上升所致
加：营业外收入	9.99	9.28	-7.08	
减：营业外支出	1.83	2.17	18.68	
四、利润总额	467.16	448.27	-4.04	同上
减：所得税	113.06	121.50	7.47	
五、净利润	354.11	326.77	-7.72	同上
减：少数股东损益	41.09	68.67	67.15	本期合并报表范围扩大致使少数股东损益比重增加
归属母公司净利润	313.02	258.09	-17.55	同上
六、每股收益				同上
稀释每股收益(元)	0.36	0.24	-31.29	

资料来源：2010-2011 年公司年报、海通证券研究所

2. 公司项目储备日趋合理，以旅游地产创新形式降低土地储备成本：为应对房地产调控，公司强化了普通与中高端互补，开发与持有并举，区内与区外同步的策略。截止 2011 年底，公司储备项目 280 万平；其中，普通住宅 211 万平，出售型商业 22 万平，持有型商业 27 万平；其中苏州高新区内 137 万平方米，区外 143 万平。其次，公司一方面谨慎拿地，一方面通过签订徐州旅游项目（徐州彭城欢乐世界）谋求低成本获得土地储备。上半年，公司获取徐州项目一期两地块，占地 72.8 万平，其中主题公园 45.1 万方，住宅、商业规划可建面积分别为 25 万平。下半年，公司在苏州高新区内新增一块商业用地，可建面积 4.41 万平。

表 3 2011 年公司新增土地储备情况

地区	项目名称	取得时间	公司权益 (%)	总占地面积 (万平)			除主题公园外的建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)	土地成本 (万元)
				主题公园	居住	商业			
徐州铜山区	2011-28 号宗地	2011.4.26	100	27.84	3.87	3.40	10.14	10.14	27416
徐州铜山区	2011-9 号宗地	2011.5.4	100	17.37	3.24	17.16	23.53	23.53	31317
苏州高新区	2011-B-81 号宗地	2011.12.9	100		2.37		4.41	4.41	25904
	合计				75.17		38.08	38.08	84637

资料来源：公司竞得土地使用权公告、海通证券研究所

3. 公司在苏州乐园和徐州欢乐世界上都有较大进展，“旅游+商业+住宅”模式日益清晰：近年来，公司不断强化旅游资源整合和产业链延伸，先后完成了水上世界项目改造，上海文广集团所持苏州乐园股权的收购，五大世界（欢乐世界、水上世界、儿童世界、湿地世界、温泉世界）的延伸以及输出旅游品牌以打造徐州彭城欢乐世界项目等，从而形成“旅游+商业+地产”的异地扩张模式。报告期内，公司拟以不高于评估值 3213.07 万元上浮 10% 为上限，对集团公司持有的水上世界股权进行收购。这将有损于公司进一步整合旅游资源，统一苏州乐园的旅游品牌，便于管理与延伸旅游产业链。而温泉世界的开业和运营，将是实现五大世界整体联动的具体举措，这将有损于苏州乐园组合发力，形成集旅游、度假、

休闲于一体的综合体，从而给客户更好的服务体验。报告期内，公司旗下的苏州乐园全年累计接待游客 218 万人次，游乐项目总收入 2.36 亿元，同比增长 29.08%。

表 4 2011 年公司下属苏州乐园项目拓展情况

公告时间	主要进展
2011.7.27	公司之控股子公司—苏州乐园拟参与“水上世界”市场竞拍。2010 年底，“水上世界”注册资本 3000 万元，总资产 6039.66 万元，净资产 1039.66 万元，2010 年净利润 592.95 万元。“水上世界”资产主要为 8 项游乐设施以及全资控股的苏州乐园旅行社和 80% 控股的苏迪旅游用品公司。公司授权以不高于评估值 3213.07 万元上浮 10% 为上限实施收购。
2011.10.24	审议通过《关于下属子公司苏州乐园发展有限公司成立全资子公司的议案》。苏州乐园在原有欢乐世界、水上世界的基础上，向“儿童世界”、“湿地世界”、“温泉世界”延伸。继去年儿童世界、湿地世界开业，今年“四季悦”树山温泉世界 9 月 23 日正式营业。苏州乐园成立全资子公司—苏州乐园树山温泉世界有限公司，注册资本 200 万元，专门负责其经营管理。
2011.10.24	公司下属孙公司—温泉公司拟与新灏公司签订“四季悦”树山温泉世界（以下简称“温泉世界”）基础设施和土建的租赁合同，内容包括约 8000 平方米蛋型玻璃光棚的温泉建筑以及外围环境、供电、供热、供水、排水、配套附房、配套设备等设施。温泉世界位于苏州高新区通安镇树山生态村，占地 15000 平方米。该租约为 16 年，自 2011 年 9 月 23 日起租。

资料来源：2011.7.27 - 2011.10.24 公司董事会和股东大会决议公告、海通证券研究所

报告期内，公司旗下的徐州彭城欢乐世界项目进展也较为顺利。公司先后成立了苏州高新（徐州）投资发展有限公司等子公司，以负责该项目的前期工作。上半年，公司还就此获得了徐州项目一期两地块，占地 72.8 万平。根据公司年报披露，目前公司的徐州项目规划方案已通过专家论证，先期建设的水上世界和儿童世界已经开工，预计 2012 年内正式对外营业。住宅项目于 2012 年上半年开工，力争年内实现预售。公司正着力通过区域外品牌输出以实现旅游业的做强做大。

表 5 2011 年公司下属徐州彭城欢乐世界项目进展情况

公告时间	主要进展
2010.12.20	公司控股股东—苏高新集团与徐州市政府在徐州市举行了徐州彭城欢乐世界（暂名）项目合作签约仪式
2011.1.21	公司审议通过了《关于同意成立全资子公司“苏州高新（徐州）投资发展有限公司（暂名）”》的预案。该公司注册资本 15 亿元，负责徐州彭城欢乐世界项目的前期工作，该项目将是一个旅游、商业、地产的综合性项目。
2011.3.16	公司审议通过了《关于授权苏州高新（徐州）投资发展有限公司投资设立控股子公司的议案》；即成立“苏州高新（徐州）商旅发展有限公司”，负责徐州彭城欢乐世界项目，注册资本 8 亿元，苏州高新（徐州）投资发展有限公司占 90% 的股权。
2011.3.24	公司审议通过了《关于授权苏州高新（徐州）投资发展有限公司投资设立全资子公司的议案》。即成立苏州高新（徐州）置地有限公司，负责徐州彭城欢乐世界项目配套住宅项目的开发建设，注册资本 6 亿元。
2011.4.26	公开挂牌竞价获得编号为 2011-28 号宗地土地使用权，该地块位于徐州铜山区三环南路西南侧地块、玉带河两侧，用地总面积 351016 平方米，其中主题公园 278358.3 平方米，居住 38655 平方米、商业 34002.7 平方米，居住、商业容积率分别为 1.35—1.7、1—1.05，地块成交总价 27416 万元。该地块为徐州彭城欢乐世界项目部分地块。
2011.5.4	公开挂牌竞价获得编号为 2011-9 号宗地土地使用权，该地块位于徐州市三环南路西南侧地块、玉带河两侧，用地总面积 376765.5 平方米，其中主题公园 172748 平方米，居住 32429.7 平方米、商业 171587.8 平方米，居住、商业容积率分别为 1.35—1.7、1—1.05，地块成交总价 31317 万元。该地块为徐州彭城欢乐世界项目部分地块。
2011.6.22	公司审议通过了《关于授权苏州高新（徐州）投资发展有限公司投资设立全资子公司的议案》。即拟在徐州铜山县设立全资子公司—“苏州高新（徐州）置业有限公司”，参与徐州彭城欢乐世界项目配套住宅项目的开发建设，注册资本 8000 万元。

资料来源：2010.12.20 - 2011.6.22 公司董事会和股东大会决议公告、海通证券研究所

4. 参股金埔园林正启动上市计划，成立产业基金布局“新三板”：公司股权投资主要涉及基础设施业、金融业及房地产关联业（通过投资公司主业有关联的企业，实现产业协同效应），报告期内公司实现投资收益 1571 万元。2011 年 4 月，公司出资 1800 万元参股南京金埔园林，占其 7.5% 股份；2012 年 3 月，金埔园林引入战略投资者，二次增资后公司占其 6.25% 股份，金埔园林于 2011 年 8 月完成股改并启动上市。公司参股的东吴证券于 2011 年 12 月上市，公司以 3 元/股成本持有 500 万股，已获取一定的资本溢价。根据公司年报披露，公司参股的中新开发、江苏银行的上市进程亦在推进中。

表 6 2011 年公司下属股权投资和产业基金拓展情况

公告时间	主要进展
2011.3.16	公司拟参加南京金埔园林建设发展有限公司增资扩股，南京金埔园林经营范围为园林建筑、绿化、雕塑、园林环境艺术、设计、施工、服务及室内装饰服务。本次增资扩股，金埔园林注册资本增加到 3,333.33 万元，公司作为新入股股东本次出资 1,800 万元，持有其增资扩股后总股本 7.5% 的股权，6 月底前金埔园林股改后，公司将持有其 450 万股，占其 7.5% 股权。
2011.8.16	公司与创投集团等拟共同发起设立苏州新兴产业创业投资基金（简称“产业基金”），同时共同发起成立苏州高新创业投资管理有限公司（简称“管理公司”）。产业基金规模为 3.8 亿元人民币，其中：国家、江苏省、苏州市级政府引导基金各 5000 万元；公司出资 1 亿元；创投集团出资 1,620 万元；新设立基金管理公司出资 380 万元；其余 1.1 亿元向社会资本募集。基金管理公司注册资本 500 万元，公司出资 200 万元，持有基金管理公司 40% 的股份。本次设立的基金存续期 9 年，其中投资期五年、培育期两年、回收期两年。重点关注具有自主创新技术、高速增长的中小科技型企业。预计 2011 年底开始运作。
2012.3.22	现产业基金以及基金管理公司已完成设立大会以及工商登记，发起设立的基金正式名称为“苏州融联创业投资企业（有限合伙）”，基金管理公司正式名称为“苏州高新创业投资集团融联管理有限公司”。

资料来源：2011.8.16 - 2012.3.22 公司董事会和股东大会决议公告、海通证券研究所

在“新三板”扩容前夜，公司借助集团公司旗下的创投集团的资源和人才优势，发起设立了融联创业投资企业，将于 2012 年 3 月底前正式运作。同时，公司出资 200 万元作为苏州高新创业投资集团融联管理有限公司 40% 的股东，共同参与基金的管理。我们认为，公司介入创业投资不仅可以借力区域资源（高新区内集聚研发及服务机构 300 家，科技项目超过 1000 个）对接新三板，而且可以减弱房地产单一行业的风险。

5. 2012 年公司计划新开工面积 93 万平，完善苏州乐园周边设施：2012 年，公司计划各类房地产项目施工面积 270 万平，其中商品房 206 万平，经营性物业 21 万平，代建项目 43 万平。全年计划新开工面积 93 万平，主要为商品房 83 万平。2012 年，公司将在欢乐世界、温泉世界附近利用原有房产设施改造和新增房产，投资建设宜必思（浒关店、乐园店）两个经济型酒店，并于 2012 年内实现对外营业，同时加快推进苏迪宾馆的建设步伐，以形成新的收入增长点。

6. 投资建议：受益“新三板”扩容，参股公司有上市预期，给予“增持”评级。公司主要在苏州高新区从事房地产开发业务，同时涉足基数设施和旅游业。近年来公司开始参与股权和产业投资。公司以“整合优势资源，积极走出去，做优秀的综合城市运营商”为发展战略，继续推动“旅游+商业+住宅”组合扩张的发展模式。2011 年，公司不仅实现对苏州乐园“五大世界”的拓展，而且徐州彭城项目取得较好开局，并开启了低成本异地获取土地的新模式。此外，公司产业基金所投资的金埔园林、苏州银行等企业未来存在上市预期，未来有望实现资产增值。我们预计公司 2012、2013 年 EPS 分别是 0.28 和 0.36 元，对应 RNAV 是 6.48 元。截至 3 月 27 日，公司收盘于 5.07 元，对应 2012、2013 年 PE 分别为 18.02 倍和 14.05 倍。考虑到“新三板”市场的临近，以及参股公司的上市预期，我们给予园区类上市公司 2012 年 20 倍 PE，对应 5.60 元目标价，首次给予公司“增持”评级。

7. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

表7 重点地产上市公司年报汇总 (截至3月27日)

公司名称	总市值	2011年 实际开工	2011年 实际竣工	2012年 开工计划	2012年 竣工计划	2011年 销售额	2012年 计划销 售额	2011年 新增项 目建面	2011年 底累计 项目建 面	利润分配预案
	亿元	万平	万平	万平	万平	亿元	亿元	万平	万平	
华发股份	74.11					51.31		230.25	800	每10股送1元
华夏幸福	152.7	229.6	57.6						414.03	每10股送3股, 转2股, 派发现金2元
亿城股份	46.60	60	22			19.3				每10股送1元
宁波富达	110		16.06	43						每10股送0.6元
万通地产	48.43									不分配
万科A	918.1	1448	659	1328	890	1215.4		485	3547	每10股送1.3元
陆家嘴	244					26.43	>40	3.28	241.82	每10股送1.5元
ST 兰光	94.06	31.85	59.46	84.98	63.91			95.53		不分配
冠城大通	64.06				25.29					每10股送5股, 转1股, 派发现金1.3元
信达地产	66.15	74.23	64.28			28.75		56.84	340.55	每10股送0.6元
华侨城A	412.24								867	每10股送3股, 派0.6元
荣盛发展	174.07	319.01	169.75	345	317	115.2	150	178.19	1769.77	每10股送1.3元
招商地产	343.46	292	85	290	240	200	210	231	1000	每10股送2元
首开股份	167.00	246	98	210	118	114		395		每10股送1.5元
浦东金桥	67.00					12.42	约10			每10股送0.8元
世茂股份	131	180.2	59	127	70	50.7	70	139		不分配
中国国贸	105									每10股送1.3元
鲁商置业	54					62.81			130	不分配
苏州高新	53.63	86.10		93.00		18.80		38.08	280.00	每10股送0.4元

资料来源: 上市公司2011年年报公告、海通证券研究所

损益表(单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业总收入	3,057	3,117	4,845	2,972	3,705	4,494
增长率 (%)	16.10	1.98	55.41	-38.66	24.67	21.31
营业成本	2330.77	2348.58	3471.41	1841.23	2380.62	2793.01
营业成本/销售收入 (%)	76.25	75.34	71.65	61.96	64.25	62.14
毛利	5,388	5,466	8,316	4,813	6,086	7,287
毛利率 (%)	176.2	175.3	171.7	162.0	164.3	162.1
营业税金及附加	-197	-202	-542	-248	-370	-400
营业税金及附加/销售收入	6.5	6.5	11.2	8.3	10.0	8.9
营业费用	-79	-146	-144	-160	-200	-242
营业费用/销售收入 (%)	2.6	4.7	3.0	5.4	5.4	5.4
管理费用	-104	-103	-125	-163	-203	-247
管理费用/销售收入 (%)	3.4	3.3	2.6	5.5	5.5	5.5
息税前利润 (EBIT)	5,008	5,014	7,505	4,242	5,312	6,398
EBIT/销售收入 (%)	163.8	160.9	154.9	142.7	143.4	142.4
财务费用	-54	-18	-83	-117	-132	-191
财务费用/销售收入 (%)	1.8	0.6	1.7	3.9	3.5	4.3
资产减值损失	-1	1	-41	-17	0	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	55	0
投资收益	36	22	21	16	15	16
投资收益/税前利润 (%)	0.7	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
营业利润	4,989	5,019	7,402	4,124	5,250	6,213
营业利润率 (%)	163.2	161.0	152.8	138.8	141.7	138.2
营业外收支	4	8	8	7	0	0
税前利润	4,992	5,027	7,410	4,131	5,250	6,213
利润率 (%)	163	161	153	139	142	138
所得税	-85	-81	-113	-121	-132	-170
所得税率 (%)	2	2	2	3	3	3
净利润	4,908	4,946	7,297	4,009	5,118	6,043
少数股东损益	41	39	41	69	59	75
归属于母公司的净利润	4,867	4,907	7,256	3,941	5,059	5,968
净利率 (%)	159	157	150	133	137	133

现金流量表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
净利润	246	249	354	327	356	457
少数股东损益	0	0	0	0	59	75
非现金支出	66	62	111	151	55	74
非经营收益	9	-4	23	132	85	192
营运资金变动	-867	794	-1,655	-2,074	-2,457	-2,873
经营活动现金净流	-546	1,100	-1,167	-1,464	-1,902	-2,074
资本开支	174	210	155	545	54	0
投资	0	-44	23	-44	0	0
其他	27	10	22	14	70	16
投资活动现金净流	-147	-245	-110	-575	16	16
股权募资	40	56	30	20	0	0
债权募资	940	1,262	660	1,762	500	600
其他	-351	-508	-369	-574	-155	-209
筹资活动现金净流	630	810	321	1,208	345	391
现金净流量	-64	1,665	-956	-831	-1,541	-1,667

资料来源: 公司2008-2011年报、海通证券研究所

资产负债表(单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	1,104	2,522	1,588	726	989	1,247
应收款项	928	286	205	168	218	524
存货	5,994	8,095	9,427	10,514	14,165	17,891
其他流动资产	72	318	324	213	264	868
流动资产	8,264	11,221	11,545	11,621	15,636	20,530
流动资产/总资产 (%)	82.7	85.8	83.1	74.6	87.0	91.6
长期投资	769	728	841	1,846	841	841
固定资产	769	949	1,250	1,531	1,201	1,142
固定资产/总资产 (%)	7.7	7.3	9.0	9.8	6.7	5.1
无形资产	160	124	141	488	190	184
非流动资产	1,733	1,854	2,344	3,958	2,343	2,279
非流动资产/总资产 (%)	17.3	14.2	16.9	25.4	13.0	10.2
资产总计	9,997	13,075	13,889	15,580	17,138	20,370
短期借款	3,025	3,106	3,245	2,670	3,245	3,245
应付款项	2,367	4,012	4,583	3,164	6,967	9,236
其他流动负债	35	-83	235	102	85	-411
流动负债	5,438	7,052	8,080	6,026	10,297	12,071
长期贷款	1,465	1,665	931	3,360	1,431	2,031
其他长期负债	121	1,062	1,362	2,404	1,362	1,362
负债	7,024	9,778	10,373	11,790	13,090	15,464
普通股股东权益	2,542	2,672	2,863	3,087	3,337	3,720
少数股东权益	419	624	652	704	711	786
负债股东权益合计	9,985	13,075	13,889	15,580	17,138	19,970

比率分析

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.233	0.238	0.355	0.244	0.281	0.361
每股净资产	2.884	3.031	3.248	2.918	3.154	3.516
每股经营现金净流	-0.620	1.248	-1.324	-1.384	-1.853	-2.032
每股股利	0.000	0.000	0.212	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	5.5	9.1	10.9	8.4	8.9	10.3
总资产收益率	1.4	2.0	2.3	1.7	1.7	1.9
投入资本收益率	2.0	3.9	6.8	4.9	5.1	6.8
增长率 (%)						
营业总收入增长率	16.1	2.0	55.4	-38.7	24.7	21.3
EBIT增长率	3.8	-8.4	77.2	-0.5	-1.6	47.5
净利润增长率	-7.6	2.3	49.1	-17.5	15.3	28.2
总资产增长率	5.4	23.9	6.2	12.2	23.4	16.5
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	327.1	239.2	15.3	20.4	21.3	42.4
存货周转天数	521.2	909.6	921.1	1,976.5	2,171.3	2,337.5
应付账款周转天数	266.7	306.8	446.1	703.9	606.3	522.1
固定资产周转天数	98.8	72.3	66.2	138.6	98.7	77.1
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	143.3	119.8	101.7	166.1	115.5	111.4
EBIT利息保障倍数(倍)	146.7	19.9	6.8	4.8	4.2	4.2
资产负债率	69.9	74.5	74.7	75.7	76.4	77.4

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：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、苏州高新（600736）、张江高科（600895.SH）和南京高科（600064.SH）。

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；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	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。