

南京市属国资产业园区平台，创投业务渐入佳境



核心观点

- **市属国资产业园区公司，业绩高增长，分红率高，地产+创投双轮驱动模式已形成。**公司是南京国旗下产业园区平台，业务主要布局在南京经济技术开发区，自上市以来，公司业绩维持高增长，过去4年公司平均分红率为26.3%。目前公司地产+创投的双轮驱动模式已形成，未来伴随国资改革的进一步推进，发展有望进一步加速。
- **公司将全面受益于南京尤其是仙林地区城市发展。**我们认为，伴随自身发展和各种政策红利，南京城市能级将进一步提升，2016年以来整个南京的房地产市场也呈现欣欣向荣的局面：1-7月商品房销售面积累计同比上涨84.0%，房价累计涨幅达到23.4%。仙林科技城作为南京栖霞区的核心区域，具有大量的大学、科技资源，房地产市场发展潜力巨大。公司房地产土地储备121.6万方，主要位于仙林地区，将受益于区域发展。
- **公司投资能力强，创投业务进入收获期。**公司创投业务屡创佳绩，投资了包括南京银行、广州农商行等一批优质企业，目前创投业务已进入收获期，每年的分红收益超过2亿元，成为公司的持续性收入。公司投资的金埔园林、优科生物等公司目前正在上市进程中，将为公司带来持续的投资收益。公司投资团队强，机制灵活，目前已经与中钰资本合作大健康基金，投资大健康领域。与前基石创业投资合伙人，前达晨创业投资副总监合资设立高科新浚，将主要在泛娱乐、教育等领域开展投资。

财务预测与投资建议

- **首次给予买入评级，目标价26.35元。**我们预测公司2016-2018年EPS分别为1.55、2.13、2.52元。运用可比公司法，同为产业园区的公司如华夏幸福、苏州高新等以及同布局在仙林的栖霞建设2016年PE为20X，由于公司2016年地产比例提升，给予公司15%的折价，对应2016年17X的PE，对应目标价26.35元，首次给予买入评级。

风险提示

- 公司房地产业务拓展不达预期。
- 创投业务发展不达预期。

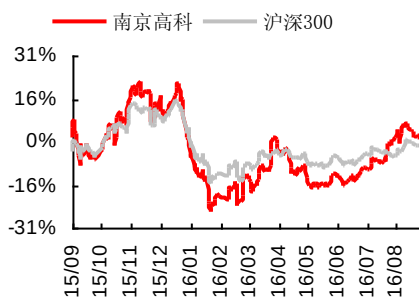
公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,242	3,838	6,055	7,455	9,484
同比增长	-7.4%	18.4%	57.8%	23.1%	27.2%
营业利润（百万元）	773	1,071	1,845	2,501	2,923
同比增长	40.3%	38.6%	72.2%	35.5%	16.9%
归属母公司净利润（百万元）	610	848	1,199	1,643	1,949
同比增长	41.7%	39.1%	41.3%	37.0%	18.6%
每股收益（元）	0.79	1.10	1.55	2.13	2.52
毛利率	32.4%	29.1%	48.8%	49.0%	42.3%
净利率	18.8%	22.1%	19.8%	22.0%	20.5%
净资产收益率	9.2%	9.8%	12.7%	15.5%	16.3%
市盈率（倍）	21.7	15.6	11.0	8.0	6.8
市净率（倍）	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2016年09月02日）	17.04元
目标价格	26.35元
52周最高价/最低价	20.68/12.72元
总股本/流通A股（万股）	77,247/77,247
A股市值（百万元）	13,163
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2016年09月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	0.2	1.9	14.4	0.2
相对表现（%）	0.0	-2.0	9.7	1.7
沪深300（%）	0.2	3.9	4.6	-1.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

联系人 朱英
021-63325888*3931
zhuying@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1.市属国资产业园区公司，双轮驱动业务模式已成.....	5
1.1 公司是依托于南京经济技术开发区的产业园区公司，地产+创投双轮驱动业务模式已成.....	5
1.2 公司业绩高增长，分红率高.....	7
1.3 南京国资改革稳步推进，公司有望受益.....	9
2.公司将全面受益于南京尤其是仙林地区城市发展.....	10
2.1 南京城市地位进一步提升.....	10
2.2 南京仙林地区潜力巨大.....	13
2.3 公司将受益于南京及仙林地区房地产市场发展.....	14
3. 公司投资能力强，创投业务进入收获期.....	16
3.1 历史业绩优异，投资企业的分红已成经常性收入.....	16
3.2 投资团队强，机制灵活，创投业务发展可持续.....	17
4.盈利预测与投资建议.....	18
4.1 盈利预测, 2016-2018 年 EPS 为 1.55、2.13、2.52 元.....	18
4.2 投资建议，首次评级给予买入，目标价 26.35 元.....	19
风险提示.....	20
附录.....	20

图表目录

图 1：南京高科的股权结构，南京市国资委是公司实际控制人.....	5
图 2：公司主要的地产及市政业务依托于南京经济开发区和仙林科技城.....	5
图 3：公司房地产、市政、医药、股权投资四大板块业务.....	6
图 4：公司 2015 年营业收入分布.....	6
图 5：公司 2015 年净利润分布，创投业务贡献了绝大部分的利润.....	6
图 6：2015 年公司实现营业收入 38.8 亿元.....	7
图 7：公司归母净利润持续增长，2015 年为 8.5 亿元.....	7
图 8：部分产业园区公司过去 3 年（2012-2015 年）净利润复合增速比较.....	7
图 9：部分产业园区公司过去 4 年（2012-2015 年）平均分红率比较.....	8
图 10：部分产业园区公司股息率比较.....	8
图 11：南京市国资改革路线图.....	9
图 12：南京市 2011-2015 年 GDP 及增速.....	11
图 13：部分核心二线城市经济增速比较.....	11
图 14：南京市常住人口.....	11
图 15：南京的城市辐射影响不只包括江苏，还覆盖安徽部分区域.....	11
图 16：南京对于长三角城市群中皖赣板块发展有重要意义.....	13
图 17：南京是长江经济带中重要城市.....	13
图 18：南京市地铁二号线.....	14
图 19：南京市地铁四号线.....	14
图 21：南京市房价自年初以来上涨迅速.....	14
图 22：公司商品房销售均价上涨迅速（单位：亿元，元/平米）.....	15
图 23：公司每年投资收益丰厚，占营业利润比重较高.....	16
图 24：公司投资分红收益稳定，增长平稳.....	16
图 25：公司于秦扬文、于上亭等合资成立高科新浚平台.....	17
表 1：南京市《深化国有资产管理改革实施方案》主要内容.....	9
表 2：南京市属国企涉及的上市公司.....	10
表 3：南京市教育资源丰富.....	12
表 4：公司主要的商品房项目尚有较大储备（单位：万平方米）.....	15
表 5：公司持有的上市公司股权（可供出售金融资产）.....	16
表 6：高科新浚管理团队核心成员股权投资经验丰富.....	17
表 7：收入分类预测表.....	18

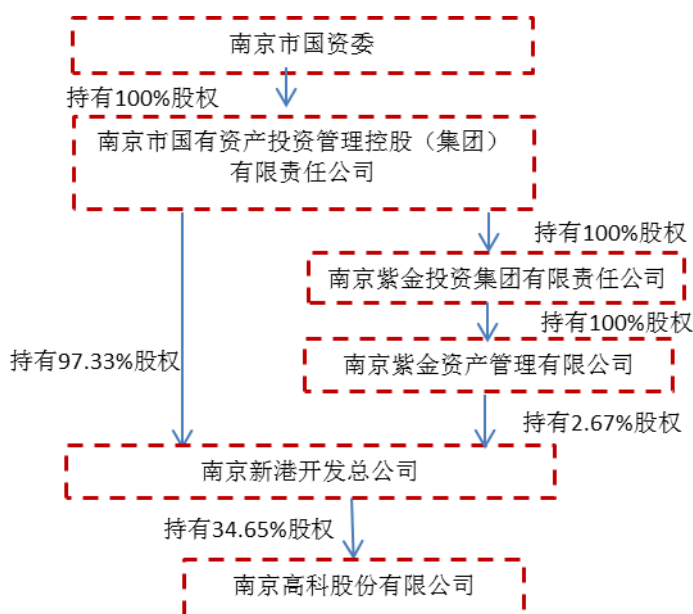
表 8：股权投资收益预测（单位：亿元）	19
表 9：可比公司	19
表 10：RNAV 估值，公司每股净资产为 19.17 元	20
表 11：公司商品房项目预计增厚 RNAV24.2 亿元	20
表 12：公司房地产出租业务预计增厚 RNAV8.6 亿元	20

1. 市属国资产业园区公司，双轮驱动业务模式已成

1.1 公司是依托于南京经济技术开发区的产业园区公司，地产+创投双轮驱动业务模式已成

公司是依托于南京经开区的产业园区公司，实际控制人为南京市国资委。公司成立于 1992 年 8 月，最初名称为南京新港经济技术开发区股份有限总公司，主要根据开发区的发展规划，从事开发区内土地开发和基础设施建设等业务。公司于 1997 年上市，2013 年更名为南京高科股份有限公司，目前从事房地产开发、市政、医药、股权投资等业务，公司第一大股东为南京国资委下全资子公司南京新港开发总公司，南京市国资委是公司的实际控制人。

图 1：南京高科的股权结构，南京市国资委是公司实际控制人



数据来源：公司公告，东方证券研究所

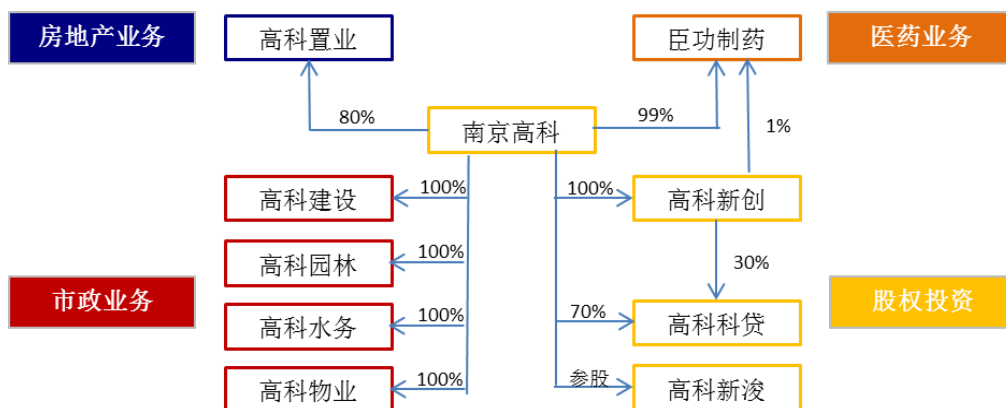
南京经济技术开发区区位优势，公司依托开发区发展。南京经济技术开发区前身是南京新港工业区，成立于 1992 年，是国家级经济技术开发区。开发区位于南京主城区东侧，北依长江，紧邻新生圩港和龙潭港，南京长江二桥穿区而过。南京经济技术开发区成立以来已累计引进企业 3500 家，总投资 2080 亿元，已形成光电显示、高端装备、生物医药、现代服务业四大主导产业。公司承担了园区和仙林新城的开发建设和公共服务提供，同时依托园区优势，公司参与投资了部分园区内优秀企业。

图 2：公司主要的地产及市政业务依托于南京经济开发区和仙林科技城



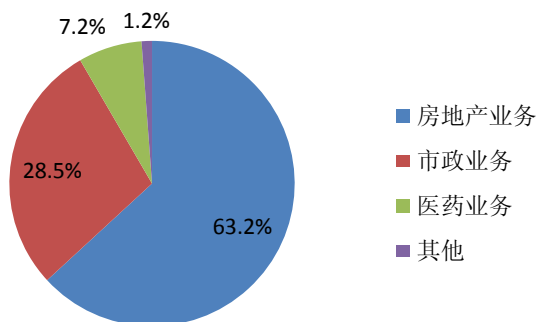
数据来源：公司网站，百度地图，东方证券研究所

公司业务多元化，地产+创投双轮驱动业务模式已成。公司已形成房地产、市政、医药、股权投资四大业务板块。公司目前有 8 家控股子公司，其中高科置业、高科建设、高科水务、高科物业主要经营房地产开发和市政业务，臣功制药主要经营医药业务，高科新创、高科科贷以及母公司南京高科都是股权投资业务的平台。另外公司 2015 年参与新设了高科新浚平台用于投资。2015 年公司房地产业务、市政业务、医药业务实现营业收入分别为 24.5 亿元、11.1 亿元及 2.8 亿元，占公司总收入比重分别为 63.2%、28.5%、7.2%。2015 年公司净利润构成中，创投业务占比 62.4%，房地产业务占比 13.5%，地产+创投贡献了公司绝大部分的业绩，地产+创投双轮驱动业务模式已成。

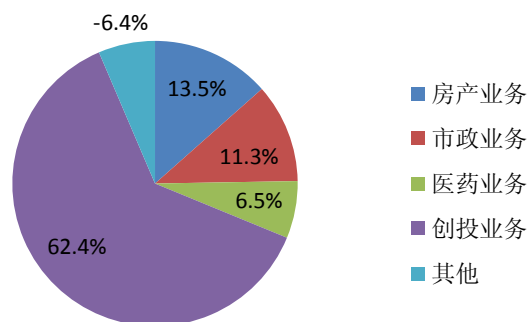
图 3：公司房地产、市政、医药、股权投资四大板块业务


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司 2015 年营业收入分布
图 5：公司 2015 年净利润分布，创投业务贡献了绝大部分的利润



数据来源：公司公告，东方证券研究所

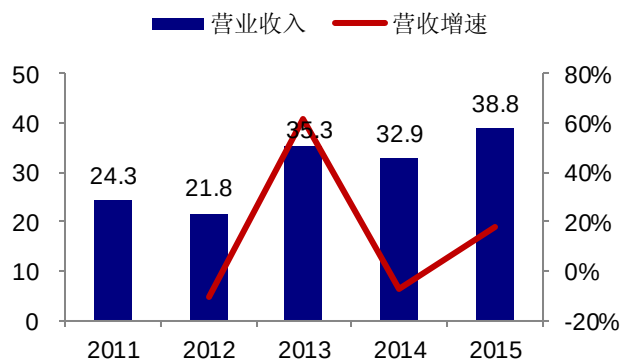


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 公司业绩高增长，分红率高

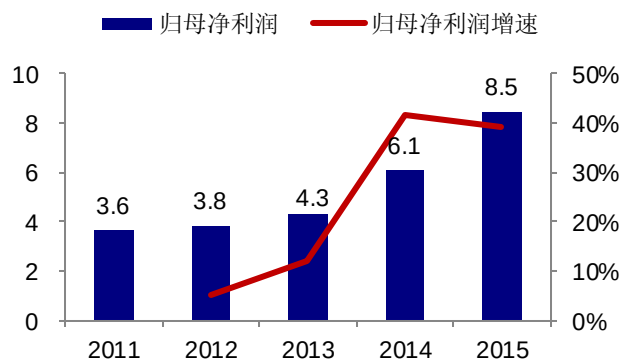
公司业绩呈现高增长。2015 年，公司实现营业收入 38.8 亿元，归母净利润 8.5 亿元，同比增速分别为 18.2% 和 39.1%。公司业绩表现强劲，2012 年以来归母净利润复合增速达到 30.3%。

图 6：2015 年公司实现营业收入 38.8 亿元



数据来源：公司公告，东方证券研究所

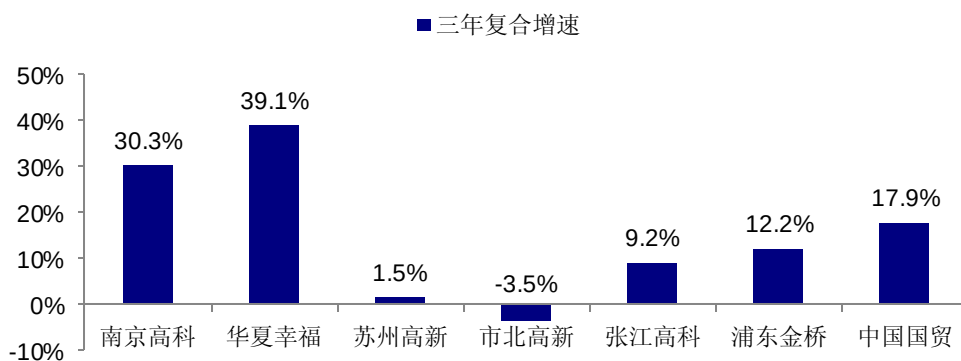
图 7：公司归母净利润持续增长，2015 年为 8.5 亿元



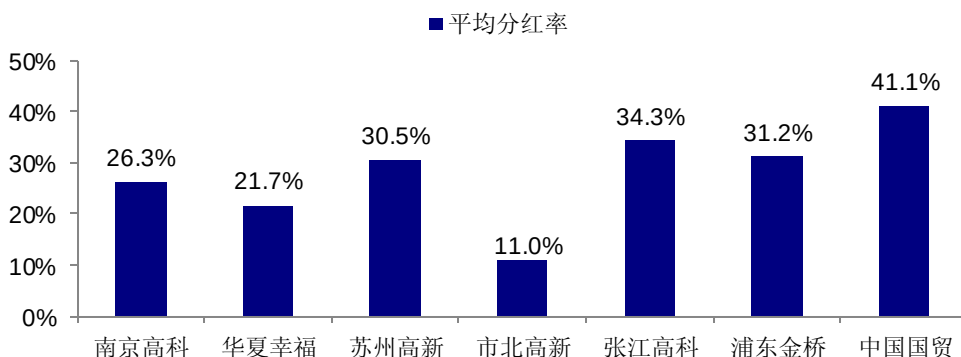
数据来源：公司公告，东方证券研究所

与其他产业园区公司相比，公司业绩增速快，股息率高。我们比较了 7 家公司（南京高科、华夏幸福、苏州高新、市北高新、张江高科、浦东金桥和中国国贸），公司在这 7 家公司中盈利能力优秀，2012 年以来公司归母净利润复合增速达到 30.3%，仅次于华夏幸福，远高于其他五家公司。公司 2012 年以来的平均分红率也达到了 26.3%。从股息率看，公司目前股息率较高，达到 1.97%，仅次于华夏幸福，远高于其他五家公司。公司资质在产业园区公司中比较优异。

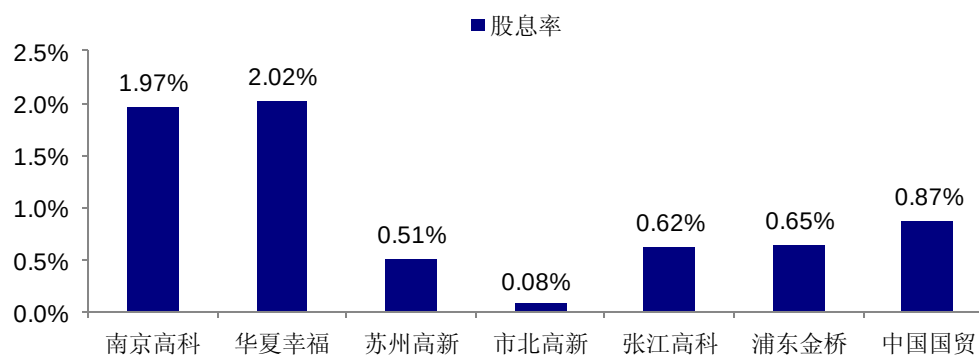
图 8：部分产业园区公司过去 3 年（2012—2015 年）净利润复合增速比较



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：部分产业园区公司过去 4 年（2012–2015 年）平均分红率比较


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：部分产业园区公司股息率比较


数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

1.3 南京国资改革稳步推进，公司有望受益

南京市国资改革稳步推进。江苏省的国企改革走在全国前列，2014 年出台了《关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》，就优化国有经济布局 and 结构，加快发展混合所有制经济，不断增强各类所有制经济活力提出了具体细则。之后南京市出台了《深化国有资产管理改革实施方案》（南京“二十一条”）提出了具体的目标和时间表，其中要求 2015 年市属国有企业经营性资产的资产证券化率达 50% 以上。南京市属的上市国企包括：南京港、南纺股份、南京公用、金陵药业、南京医药、南京化纤、南京银行、南京证券、南京高科等。其中南京公用是南京中北资产重组后的公司，南京证券积极谋求上市，于 2015 年 10 月在新三板挂牌。南京市国资改革正在稳步推进，公司有望从中受益。

图 11：南京市国资改革路线图



数据来源：江苏省政府网站、公司公告，东方证券研究所

表 1：南京市《深化国有资产管理改革实施方案》主要内容

目标	具体细则
强化国有资本功能定位，实施国有企业分类管理	市属集团对子企业按功能类、公共服务类和竞争类进行分类。功能类企业以完成战略任务或政府重大专项任务为主要目标，主要考核重点任务完成进度和资金平衡落实情况；公共服务类企业以保障城市正常运行和安全保供为主要目标，重点考核运营成本控制、管理绩效和服务质量； 竞争类企业经营机制与市场全面接轨，股权向社会资本全面开放，以资本价值最大化为主要目标，加强投资引导、股权退出等资本运作，实行经济增加值（EVA）考核。
加快国有企业市场化重组，发展混合所有制经济	1、加快市属国有企业混合所有制改造， 竞争类企业加快投资主体多元化，股权开放比例不低于 25%，原则上不新设竞争类国有全资企业。 已实现股权多元化的企业，可进一步降低国有股比例。重点完成 50 家左右市属国有企业混合所有制改造，探索推进市属集团股权多元化。推出一批基础设施建设和公共服务项目，外包一批经营性业务，实施所有权和经营权分离。 2、加速国有资本证券化，加强国有控股上市公司市值管理和资本运作，今明两年完成一批重点企业增资扩股，2015 年市属国有企业经营性资产的资本证券化率达 50% 以上。

	3、加快推进国有资本退出传统工商业等领域工作，为社会资本让渡发展空间。
完善公司法人治理结构，加快建设职业经理人队伍	1、坚持政府公共管理职能和出资人职能分开；严格股权代表管理；严格任期契约管理。
	2、按照“两化”（专业化、年轻化）和“三公开”（条件、程序、结果公开）原则，打破企业层级界限，加大竞争性选聘力度，形成企业高管“能上能下”机制；按责任能力和履职绩效推进企业高管“能进能出”；强化国有企业高管价值创造激励，形成薪酬“能高能低”的激励约束机制。
加快管理创新和技术创新，增强国有企业持续经营能力	1、支持市属国有企业加大科技研发和创新转型投入安排；加快管理模式创新；加强政府性债务扎口管理，完善政府性债务管理制度。
	2、加快市属集团存量土地房产分类梳理和确权办证，支持公交场站和地下空间资源综合开发，探索国有划拨土地国家作价入股。

数据来源：南京市政府网站，东方证券研究所

表 2：南京市属国企涉及的上市公司

集团	涉及上市公司资产	上市公司总资产（亿元）
交通集团	南京港（002040.SZ）	11
商旅集团	南纺股份（600250.SH）	18
城建集团	南京公用（000421.SZ）	67
新工集团	金陵药业（000919.SZ）	39
	南京医药（600713.SH）	126
	南京化纤（600889.SH）	22
紫金集团	南京银行（601009.SH）	8,050
	南京证券（833868.OC）	429
新港总公司	南京高科（600064.SH）	226

数据来源：公司公告，东方证券研究所

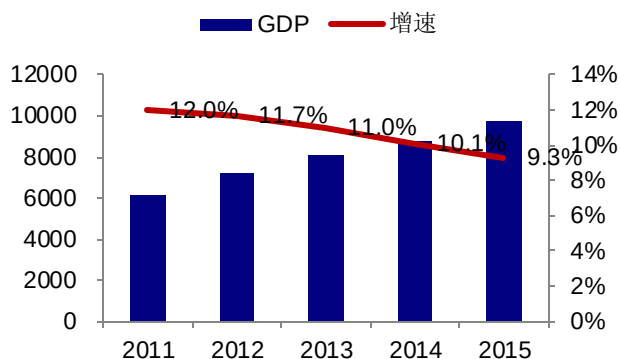
备注：总资产统计截至 2015 年 12 月 31 日

2. 公司将全面受益于南京尤其是仙林地区城市发展

2.1 南京城市地位进一步提升

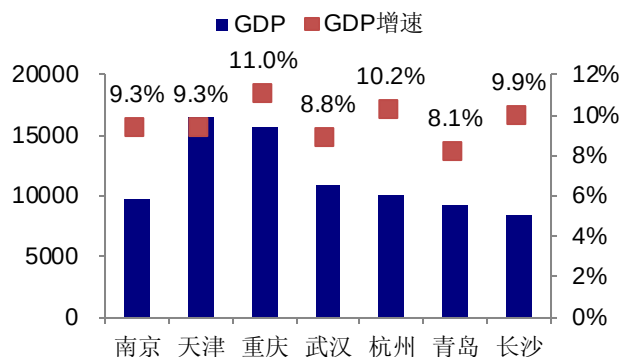
南京市经济实力雄厚，人口规模大。南京市是江苏省的省会城市，地处沿海经济开放带和长江经济带交汇处，是长三角城市群中核心城市之一。南京市经济实力雄厚，2011 年以来南京市经济增速一直高于全国。2015 年，南京市实现 GDP9721 亿元，在全国主要城市中排第 11 位。增速达到 9.3%，高于绝大部分城市。2015 年南京市常住人口达到 824 万人，其中户籍人口 653 万，人口流入较大。

图 12：南京市 2011–2015 年 GDP 及增速



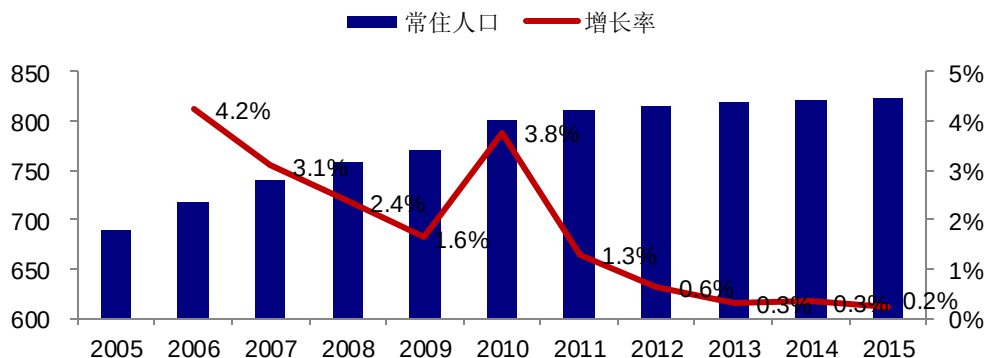
数据来源：南京市统计局，东方证券研究所

图 13：部分核心二线城市经济增速比较



数据来源：各城市统计局，东方证券研究所

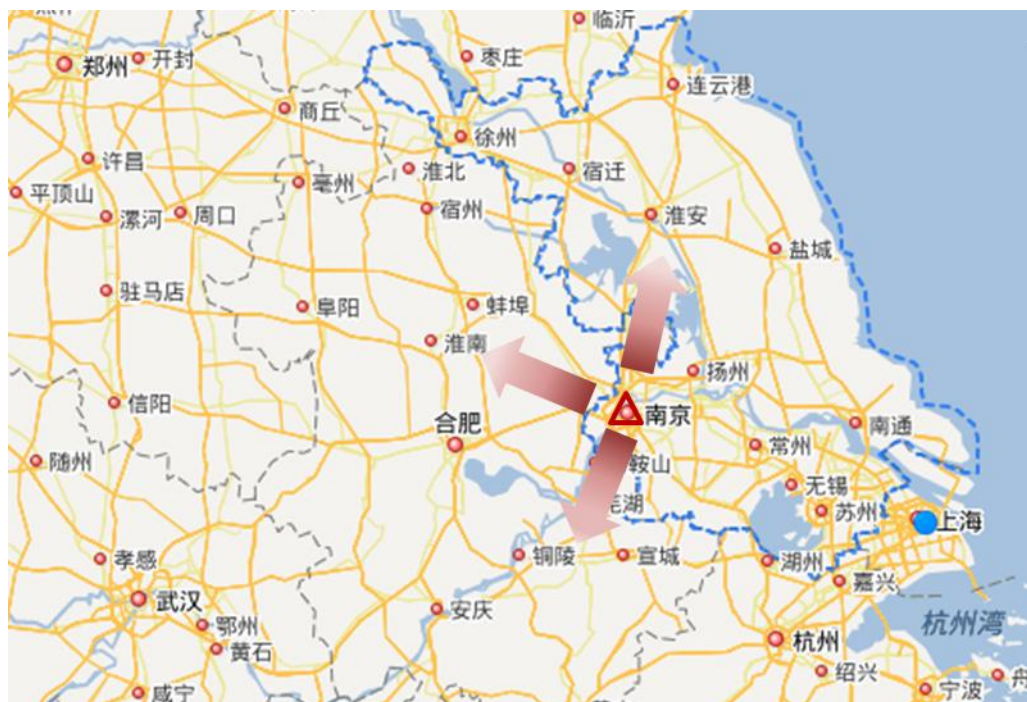
图 14：南京市常住人口



数据来源：南京市统计局，东方证券研究所

南京市区位优势，辐射江苏及安徽部分地区。南京市位于江苏省西南，邻近安徽。城市交通区位优势，长江穿市而过，空运、公路运输、铁路运输及货轮码头吞吐量都非常巨大。南京是六朝古都，历史上，南京历来是江苏、安徽区域的行政和文化中心。由于地理位置和历史的因素，南京不仅在江苏省内有经济文化的辐射影响力，对安徽，尤其是临近南京的马鞍山、芜湖等城市也具备较强的影响能力。

图 15：南京的城市辐射影响不只包括江苏，还覆盖安徽部分地区



数据来源：百度地图，东方证券研究所

南京市教育、医疗等配套资源丰富，发展潜力大。南京有 985 高校两所，211 高校 8 所，全国排名第五，仅次于北京、上海、西安和长沙，教育资源丰富。另外，截至 2016 年 2 月，南京市共有三甲医院 20 家，排在全国第九。教育、医疗等配套资源丰富为南京城市发展提供潜力。

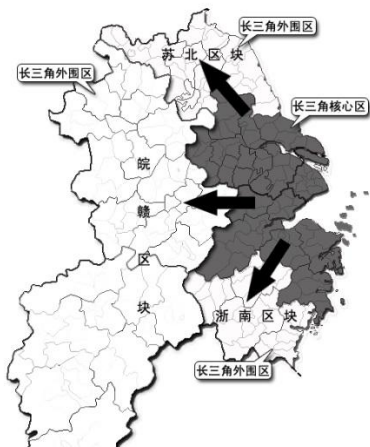
表 3：南京市教育资源丰富

	985 数量	211 数量	普通高校数量		985 数量	211 数量	普通高校数量
北京	9	25	56	沈阳	1	2	47
上海	3	10	68	长春	1	2	37
西安	3	8	63	大连	1	2	30
长沙	3	4	50	济南	1	1	42
南京	2	8	53	杭州	1	1	38
武汉	2	6	80	青岛	1	1	22
广州	2	4	NA	厦门	1	1	17
成都	2	4	53	郑州	0	1	56
哈尔滨	1	4	49	南昌	0	1	55
天津	1	3	55	昆明	0	1	43
合肥	1	3	50	福州	0	1	32
重庆	1	2	63				

数据来源：各城市统计公报，东方证券研究所

泛长三角都市圈与长江经济带建设有望进一步提升南京城市地位。南京市长三角都市圈核心城市之一，同时也是长江经济带上的二级中心城市之一。南京地理区位独特，对于泛长三角都市圈建设中带动安徽江西城市建设有着重要意义。长三角城市圈以及长江经济带的推动建设将进一步提升南京的城市地位。

图 16：南京对于长三角城市圈中皖赣板块发展有重要意义



数据来源：互联网，东方证券研究所

图 17：南京是长江经济带中重要城市



数据来源：互联网，东方证券研究所

2.2 南京仙林地区潜力巨大

仙林板块科教资源丰富。仙林位于南京市主城区东部，在紫金山东麓，是南京三个新城之一，以发展教育和高新技术产业为主。目前仙林地区有高校 12 所，其中 985 高校 1 所（南京大学），211 院校 2 所（南京大学、南京师范大学）。另有 6 所中小学，其中包含南京外国语学校仙林分校、金陵中学仙林分校等一批优质学校。仙林地区的教育资源在全市仅次于主城区。2012 年南京市出台了加快仙林大学城向仙林科学城转型提升的意见，提出了“一城三圈”的产业发展格局，“一城”即以仙林大学城为核心生活圈，“三圈”分别为：围绕创新在高校，打造以高校、科研院所、企业研发中心等为主体的科学创新圈；围绕创业在园区，打造以紫金（仙林、新港）科技创业特别社区和孵化器、创新平台、现代服务业集聚区为主体的创业孵化圈；围绕产业化在开发区，打造以液晶谷等为主体的产业发展圈。仙林板块发展潜力巨大。

随着地铁线路的建成通车，仙林板块交通进一步改善。目前南京已通车的地铁线路中 2 号线经过仙林板块。仙林的经天路是二号线的起始站，可通过二号线直达新街口。另外在建的地铁 4 号线也经过仙林板块，目前 4 号线已开始调试，预计在今年年底或明年年初运营，届时仙林板块将有双轨交通过，交通进一步改善。

图 18：南京市地铁二号线



数据来源：百度地图，东方证券研究所

图 19：南京市地铁四号线

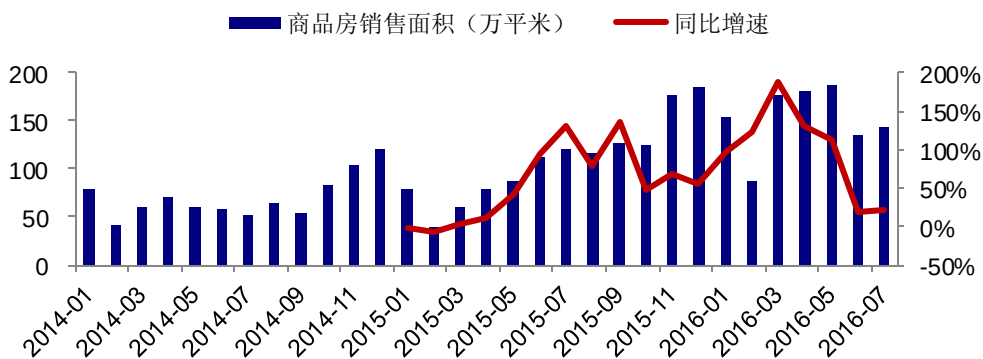


数据来源：互联网，东方证券研究所

2.3 公司将受益于南京及仙林地区房地产市场发展

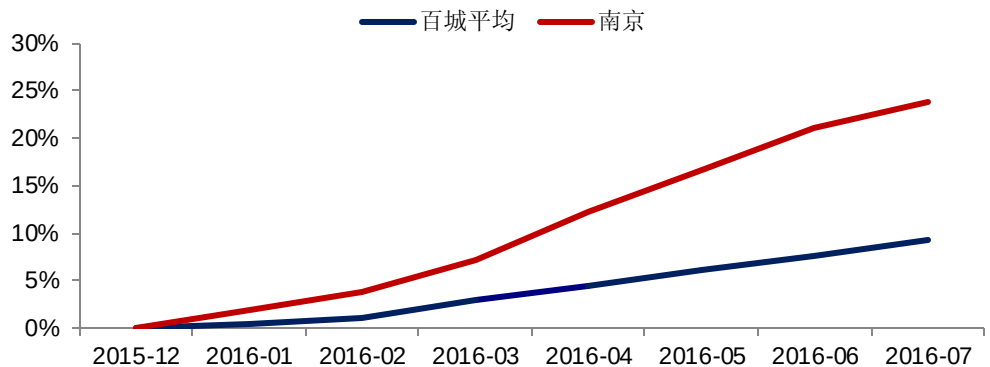
南京房地产市场上涨迅速，呈现量价齐升状态。南京市房地产市场呈现量价齐升状态，从 2015 年 6 月开始，南京市商品房销售面积增长迅速，单月的同比增速一度超过 100%，2016 年 1-7 月商品房销售面积达到 1063.4 万平米，比 2015 年同期增长了 84.0%。今年年初以来，南京市房价上涨迅速，根据百城价格指数，南京市房价年初以来累计涨幅达到 23.9%，而同期百城平均价格累计涨幅为 9.4%。

图 20：南京市从 2015 年 6 月开始商品房销售面积增长迅速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：南京市房价自年初以来上涨迅速



数据来源：中国指数研究院，东方证券研究所

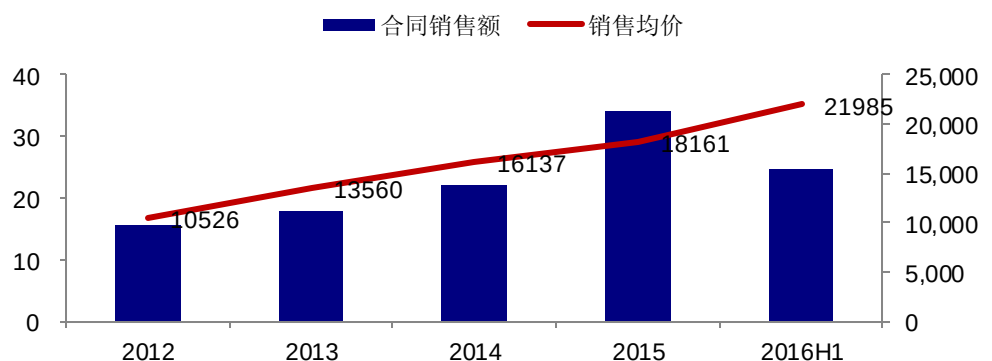
公司商品房项目集中在仙林地区，受益仙林房地产市场发展。公司目前主要的商品房项目有三个：高科荣域、高科荣境以及去年拿的 G51 地块。其中高科荣域只剩少量尾盘。这三个项目都集中在仙林板块，其中荣境和 G51 地块紧邻大学城和金陵中学仙林分校，在地铁经天路站旁。这三个项目总建筑面积达 121.6 万平米，截至 2016 年 6 月底累计结算面积为 47.1 万平米。收益仙林房地产市场发展，公司房地产项目价格上涨迅速，商品房销售均价从 2012 年的 10526 元/平米上升到 2016 年上半年的 21985 元/平米，涨幅达到 108.8%。

表 4：公司主要的商品房项目尚有较大储备（单位：万平米）

项目名称	物业类型	总建筑面积	累计销售面积	累计结算面积
高科荣域	商品房	30.33	21.57	21.37
高科荣境	商品房	85.77	40.80	25.76
G51 地块	商品房	5.50	0.00	0.00
合计		121.60	62.37	47.13

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：公司商品房销售均价上涨迅速（单位：亿元，元/平米）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 公司投资能力强，创投业务进入收获期

3.1 历史业绩优异，投资企业的分红已成经常性收入

公司过往投资业绩优异，投资企业的分红已成经常性收入。公司创投业务发展顺利，目前已形成南京高科、高科科创、高科科贷、高科新浚四个投资平台。目前公司股权投资合计账面价值接近百亿元，公司是南京银行的第三大股东，栖霞建设的第二大股东。公司过往投资业绩优异，每年股权投资业务为公司贡献大量利润。2015 年公司投资收益加公司价值损益达到 8.1 亿元，占当年营业利润的 75.6%。公司的投资业绩主要来源于三个方面：一是被投资公司的分红回报，目前这块一直在稳定增长，每年贡献 2 亿元以上的收益，已成为经常性收益；二是一些以权益法计入长期股权投资的公司利润增长；三是公司投资的上市公司股票买卖收益以及其他股权投资退出的收益。除了四家上市公司外，公司投资的一些其他公司也在积极准备上市，公司投资的赛特斯和南京证券已经挂牌新三板，金埔园林、优科生物正在进行上市进程，这些都将成为公司未来的股权投资收益提供一定保障。

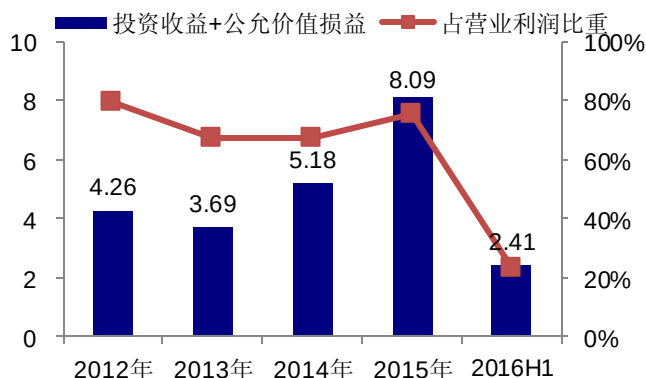
表 5：公司持有的上市公司股权（可供出售金融资产）

股票代码	公司	股权比例（%）	期末账面价值（亿元）
601009	南京银行	9.42	54
600030	中信证券	0.53	10
600533	栖霞建设	14.11	7
600549	厦门钨业	1.48	5
合计			76

数据来源：公司公告，东方证券研究所

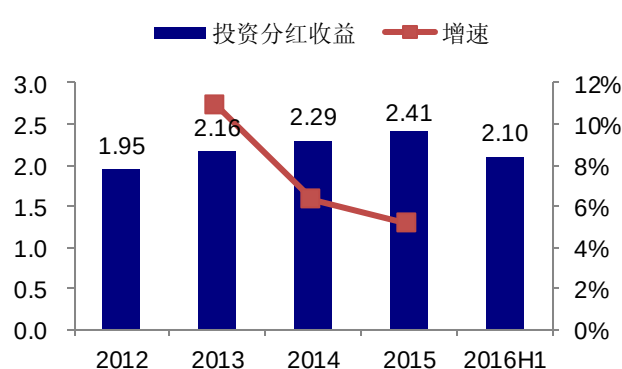
备注：期末账面价值截至 2016 年 6 月 30 日

图 23：公司每年投资收益丰厚，占营业利润比重较高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：公司投资分红收益稳定，增长平稳



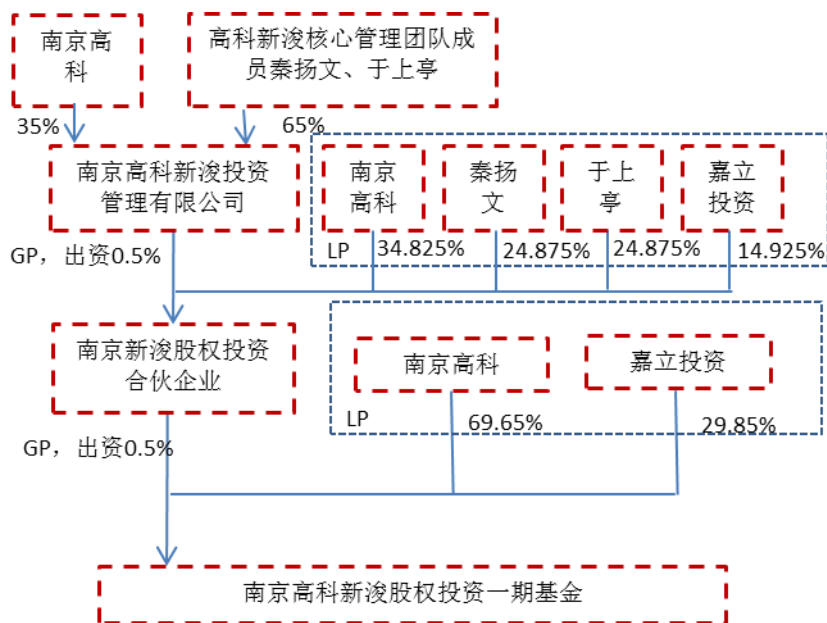
数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 投资团队强，机制灵活，创投业务发展可持续

公司依托地区优势，积极开展创投业务。南京经济开发区的四大主导产业分别为光电显示、高端装备、生物医药、现代服务业。公司依托南京经济开发区和仙林科技城，投资区域内的高科技企业。其中公司旗下的高科科贷平台主要经营高科技企业贷款和投资，投贷结合。

公司引进优秀投资团队，加强投资业务。除了公司自有的投资团队外，公司积极与其他优秀投资团队合作。2015 年高科新创投了中钰资本，并与中钰资本成立了大健康投资基金——“中钰高科健康产业并购投资基金（有限合伙）一期”该基金总规模 7 亿元，公司出资 5 亿元作为有限合伙人。中钰资本专注于中国医药医疗大健康领域的投资、并购等业务，在大健康投资领域经验丰富，目前管理和运营 20 多只大健康领域的股权基金。中钰资本先后投资了 60 余家医药医疗企业，其中 4 家企业已上市，19 家企业在会审核，所投企业净利润复合增速超过 30%。另外，公司于 2015 年参与设立了高科新浚投资平台，多层股权架构，机制灵活，合作的高科新浚核心团队成员秦扬文、于上亭经验丰富。

图 25：公司于秦扬文、于上亭等合资成立高科新浚平台



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 6：高科新浚管理团队核心成员股权投资经验丰富

管理团队核心成员	履历	过往投资案例
秦扬文	曾任深圳市基石创业投资管理有限公司管理合伙人。曾在郑州宇通集团担任高管，负责集团战略，投资及海外业务，主持创建宇通集团股权投资团队	曾主导投资了欧普照明、车王二手车、凤凰旅游、白求恩血液透析等十几个股权投资成功案例，其投资的众多项目已通过 IPO、并购等方式退出
于上亭	曾任深圳市达晨创业投资管理有限公司	曾主导投资了中原内配、远东传动、

	司投资副总监、河南公司总经理。曾在郑州宇通集团担任中高级管理人员，具有丰富的股权投资、产业投资与并购、战略管理、供应链管理经验的	宁波高发等十几个股权投资成功案例，其投资的众多项目已通过 IPO、并购等方式退出
--	--	--

数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测, 2016-2018 年 EPS 为 1.55、2.13、2.52 元

我们对公司 2016-2018 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司商品房销售业务实现收入分别为 40.9、52.1、69.2 亿元。
- 2) 公司市政业务实现收入分别为 16.0、18.4、21.2 亿元。
- 3) 公司股权投资收益中分红收益按每年 5.5% 增长。
- 4) 公司股权投资收益中处置股权收益 2016 年为上半年实现的价值（由于今年二级市场整体下跌，且公司投资的金埔园林、优科生物等公司虽在上市进程中，但预计 2017 年以后才能实现收益），2017 年开始每年为 2012-2015 年的均值。

表 7：收入分类预测表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
房地产开发销售					
销售收入（百万元）	1,756.7	2,451.7	4,088.0	5,211.4	6,923.4
增长率	-21.3%	39.6%	66.7%	27.5%	32.9%
毛利率	31.6%	26.9%	57.2%	56.7%	46.6%
市政业务					
销售收入（百万元）	1,202.6	1,104.7	1,601.9	1,842.2	2,118.5
增长率	18.5%	-8.1%	45.0%	15.0%	15.0%
毛利率	23.2%	23.1%	22.0%	22.0%	22.0%
药品销售					
销售收入（百万元）	281.4	280.2	364.3	400.7	440.8
增长率	10.7%	-0.4%	30.0%	10.0%	10.0%
毛利率	76.1%	71.7%	73.0%	73.0%	73.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	1.4	1.5	1.0	1.0	1.0
增长率	132.5%	3.3%	-32.1%	0.0%	0.0%
毛利率	61.2%	90.2%	85.6%	85.6%	85.6%
合计	3,242.1	3,838.1	6,055.2	7,455.3	9,483.7
增长率	-7.4%	18.4%	57.8%	23.1%	27.2%
综合毛利率	32.4%	29.1%	48.8%	49.0%	42.3%
增长率	-21.3%	39.6%	66.7%	27.5%	32.9%
毛利率	31.6%	26.9%	57.2%	56.7%	46.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 8：股权投资收益预测（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
投资分红收益	1.95	2.16	2.29	2.41	2.55	2.69	2.83
增速		10.84%	6.27%	5.15%	5.50%	5.50%	5.50%
权益法投资收益	0.41	0.57	0.42	0.58	0.68	0.81	0.95
增速		40.12%	-26.75%	39.67%	17.68%	17.68%	17.68%
处置股权收益	1.66	0.75	2.11	5.12	0.07	2.41	2.41
其他	(0.00)	(0.00)	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	4.01	3.99	4.61	8.57	3.53	6.13	6.42

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别 1.55,2.13,2.52 元。

4.2 投资建议，首次评级给予买入，目标价 26.35 元

PE 估值：运用可比公司法，同为产业园区的公司如华夏幸福、苏州高新等以及地产项目同布局在仙林的栖霞建设 2016 年 PE 为 20X,由于公司 2016 年开始业绩中地产比例有提升，给予公司 15% 的折价，对应 2016 年 17X 的 PE，对应目标价 26.35 元，首次给予买入评级。

表 9：可比公司

公司	代码	最新价格		每股收益（元）			市盈率			
		2016/9/2	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
华夏幸福	600340	26.42	1.62	2.23	2.90	3.66	16	12	9	7
苏州高新	600736	9.86	0.16	0.31	0.38	0.55	62	31	26	18
北京城建	600266	13.39	0.91	1.05	1.24	1.44	15	13	11	9
栖霞建设	600533	5.23	0.18	0.23	0.28	0.36	30	23	19	14
	最大值						62	31	26	18
	最小值						15	12	9	7
	平均数						31	20	15	11

资料来源：Wind，东方证券研究所

RNAV 估值：我们对公司商品房业务进行重估，公司目前开发的及拟开发项目增厚 24.2 亿元，公司持有的投资性房地产预计增厚 8.6 亿元，医药及股权投资业务增厚 25.4 亿元，重估后公司每股净资产为 19.17 元。公司目前市值较 RNAV 折价 11%。

表 10：RNAV 估值，公司每股净资产为 19.17 元

RNAV	
开发项目增厚（亿元）	24.2
房产租赁增厚（亿元）	8.6
归属于母公司净资产（亿元）	90.0
医药股权投资（亿元）	25.4
重估净资产合计（亿元）	148.1
总股本（亿股）	7.72
合同销售额（亿元）	
每股净资产值(元/股)	19.17
2016/9/2	17.04
P/RNAV	89%
Wacc=9.53%	

数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

风险提示

- 1、公司房地产业务拓展不达预期。公司目前主营业务为房地产开发，房地产销售不达预期，以及土地储备补充不足将会直接影响业绩。
- 2、创投发展不达预期。目前创投业务是公司利润的主要来源之一，其中处置股权投资收益受市场影响波动会较大，具有不确定性，我们预测的处置股权投资收益带来的利润分别占 16-18 年净利润的 0.5%，11.0%，9.3%。

附录

表 11：公司商品房项目预计增厚 RNAV24.2 亿元

项目名称	城市	物业类型	持股比例	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	预计售价 (元/平米)	预计 RNAV 增 厚（亿元）
高科荣域	南京	商品房	80%	12.4	30.3	28000	2.0
高科荣境	南京	商品房	80%	34.6	85.8	28000	21.7
G51 地块	南京	商品房	80%	4.5	5.5	40000	0.6
合计				121.6	121.6		24.2

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 12：公司房地产出租业务预计增厚 RNAV8.6 亿元

序号	经营业态	可供出租面 积（万平米）	2016H1			预计租金涨 幅	账面价值 (亿元)	RNAV 增厚 (亿元)
			出租面积 (万平米)	租金收入(百 万元)	单位面积租金 (元/平米*年)			

1	工业类	11.6	11.6	24.8	426.4	6.0%	10.9	8.6
2	办公类	1.1	1.1	4.3	752.5	3.0%		
3	商业类	2.8	2.8	4.5	330.0	5.0%		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,017	1,241	1,211	1,491	1,897	营业收入	3,242	3,838	6,055	7,455	9,484
应收账款	340	360	567	699	889	营业成本	2,192	2,721	3,097	3,803	5,468
预付账款	197	726	606	746	948	营业税金及附加	189	268	865	1,072	1,174
存货	7,836	8,552	9,292	11,410	16,405	营业费用	166	154	201	214	170
其他	589	763	827	868	1,057	管理费用	161	192	248	257	134
流动资产合计	9,978	11,642	12,503	15,213	21,196	财务费用	309	195	174	202	228
长期股权投资	251	339	339	339	339	资产减值损失	14	90	(22)	19	28
固定资产	141	137	127	117	108	公允价值变动收益	36	(2)	0	0	0
在建工程	38	56	76	96	116	投资净收益	482	812	353	613	642
无形资产	15	13	12	11	10	其他	44	44	0	0	0
其他	9,944	10,461	9,863	9,863	9,862	营业利润	773	1,071	1,845	2,501	2,923
非流动资产合计	10,389	11,006	10,416	10,425	10,434	营业外收入	9	3	9	9	9
资产总计	20,367	22,648	22,920	25,639	31,630	营业外支出	6	2	2	2	2
短期借款	4,250	2,628	4,089	3,833	5,343	利润总额	776	1,072	1,852	2,508	2,930
应付账款	2,214	2,983	3,097	3,803	5,468	所得税	137	191	451	614	719
其他	3,317	5,415	4,618	5,353	6,451	净利润	639	881	1,400	1,893	2,212
流动负债合计	9,781	11,027	11,804	12,990	17,263	少数股东损益	29	33	202	251	263
长期借款	252	0	0	0	0	归属于母公司净利润	610	848	1,199	1,643	1,949
应付债券	0	509	509	509	509	每股收益 (元)	0.79	1.10	1.55	2.13	2.52
其他	1,630	1,637	2	2	2	主要财务比率					
非流动负债合计	1,882	2,146	511	511	511		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	11,663	13,173	12,315	13,501	17,774	成长能力					
少数股东权益	445	478	680	930	1,193	营业收入	-7.4%	18.4%	57.8%	23.1%	27.2%
股本	516	774	772	772	772	营业利润	40.3%	38.6%	72.2%	35.5%	16.9%
资本公积	460	430	432	432	432	归属于母公司净利润	41.7%	39.1%	41.3%	37.0%	18.6%
留存收益	2,400	2,939	3,866	5,149	6,605	获利能力					
其他	4,882	4,854	4,854	4,854	4,854	毛利率	32.4%	29.1%	48.8%	49.0%	42.3%
股东权益合计	8,705	9,475	10,604	12,138	13,857	净利率	18.8%	22.1%	19.8%	22.0%	20.5%
负债和股东权益	20,367	22,648	22,920	25,639	31,630	ROE	9.2%	9.8%	12.7%	15.5%	16.3%
现金流量表						ROIC	7.3%	8.0%	11.0%	12.9%	13.1%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	639	881	1,400	1,893	2,212	资产负债率	57.3%	58.2%	53.7%	52.7%	56.2%
折旧摊销	15	10	11	11	11	净负债率	41.4%	20.0%	31.9%	23.5%	28.5%
财务费用	309	195	174	202	228	流动比率	1.02	1.06	1.06	1.17	1.23
投资损失	(482)	(812)	(353)	(613)	(642)	速动比率	0.22	0.28	0.27	0.29	0.28
营运资金变动	1,001	1,478	(1,601)	(1,008)	(2,843)	营运能力					
其它	(214)	(34)	(1,029)	19	28	应收账款周转率	7.6	9.6	11.4	10.3	10.5
经营活动现金流	1,268	1,719	(1,398)	504	(1,006)	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
资本支出	(41)	(30)	(20)	(20)	(20)	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
长期投资	(3,836)	(400)	7	0	0	每股指标 (元)					
其他	4,245	741	396	613	642	每股收益	0.79	1.10	1.55	2.13	2.52
投资活动现金流	368	311	383	593	622	每股经营现金流	1.64	2.23	-1.81	0.65	-1.30
债权融资	(1,080)	138	(1)	0	0	每股净资产	10.70	11.65	12.86	14.52	16.40
股权融资	(2,071)	258	(30)	0	0	估值比率					
其他	1,481	(2,185)	1,016	(817)	789	市盈率	21.7	15.6	11.0	8.0	6.8
筹资活动现金流	(1,670)	(1,788)	985	(817)	789	市净率	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	4.8	4.1	2.6	1.9	1.7
现金净增加额	(34)	241	(30)	280	406	EV/EBIT	4.8	4.1	2.6	1.9	1.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

