

中新集团（601512.SH）/ 房地产

证券研究报告/公司深度报告

2022年09月12日

评级：买入（首次）

市场价格：8.85

分析师：陈立

执业证书编号：S0740520080008

Email: chenli@r.qlzq.com.cn

联系人：贾惠琳

Email: jiahl@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,414	3,917	4,677	5,523	6,435
增长率 yoy%	-36%	15%	19%	18%	17%
归母净利润（百万元）	1,307	1,522	1,769	2,059	2,392
增长率 yoy%	21%	16%	16%	16%	16%
每股收益（元）	0.87	1.02	1.18	1.37	1.60
P/E	10.1	8.7	7.2	6.2	5.3
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

备注：采用9月9日收盘价

报告摘要

■ 公司介绍：立足苏州的园区开发运营领军企业

中新苏州工业园区开发集团成立于1994年，是国内首个上市的国家级经开区开发运营主体。2021年，公司形成以园区开发运营为主体板块，以产业投资和绿色公用为支撑板块的新“一体两翼”协同发展格局。

■ 园区开发运营业务：优化存量，拓展增量

公司园区开发运营业务主要分为产城融合园区及区中国两大部分。产城融合园区业务的营收主要来自一级土地出让，截至2020年底，可出让商住用地1286公顷，储备丰富。以苏州工业园为标杆，公司在国内又开拓了7个产城融合园区，均稳定运营，能为收入的持续增长提供保障。

区中国业务的主要收入为租金收入，提升营收需扩大规模并提高现有项目出租率。拓展方面，截至2022年上半年底，公司区中国业务拓展面积超1800亩，在建、拟建面积约135万m²。存量优化方面，苏州工业园区内工业载体综合出租率超95%，2021年投入运营的中新智慧园和新苏通智能制造产业园出租率也大幅提升。

■ 两翼业务：与园区协同发展，未来空间广阔

产业投资方面，借注册制东风，投招联动发展。公司产业投资具有基金投资和科创直投两种方式。截至2022年上半年底，公司累计认缴外部基金34支，认缴金额约30亿；所投资基金累计返投公司各园区金额约82亿，拉动项目总投资约314亿。直投累计投资项目19个，累计认缴金额约3.4亿，拉动总投资约35亿。

绿色公用业务方面，为响应国家“3060”双碳目标，公司形成了公用事业、环境综合服务、新型能源服务三大业务类型。新型能源服务是公司加速发力的方向，截至2021年底，公司累计投资运营36个分布式光伏项目，2022年上半年又新成立中新绿色发展（苏州）有限公司和中新旭德新能源有限公司，有望成为未来新的业务增长极。

■ 财务分析：盈利能力较强，财务结构健康

2021年公司实现营业收入39.2亿元，同比增长14.7%；实现归母净利润15.2亿元，同比增长16.4%，2017-2021年年均复合增速16.6%。公司盈利能力较强，2022年上半年公司毛利率和归母净利润率分别为59.9%和34.8%，维持在较高水平。此外，公司财务安全，截至2021年底资产负债率为44.42%、剔除预后资产负债率41.43%、现金短债比为2.02。

■ 盈利预测：我们预计，2022年至2024年，公司实现营业收入46.8亿、55.2亿、64.4亿，同比增长19%、18%及17%，实现归属母公司净利润17.7亿、20.6亿及23.9亿，同比增长16%、16%及16%；摊薄后每股收益1.18、1.37及1.60。

可比公司对应2022年平均PE为9.1倍，公司当前股价对应2022年业绩PE为7.2倍，估值具有一定优势，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示：政策风险、流动性风险、宏观经济下行及疫情反复风险、投资管理风险、引用数据滞后或不及时。

基本状况

总股本(百万股)	1,498.89
流通股(百万股)	797.41
市价(元)	8.85
市值(百万元)	13,265
流通市值(百万元)	7,057

股价与行业-市场走势对比



相关报告

内容目录

一、公司介绍：立足苏州的园区开发运营领军企业	- 4 -
二、园区开发运营业务：优化存量，拓展增量	- 6 -
2.1 园区重要性提升，Reits 提供推出渠道	- 6 -
2.2 一级土地储备丰富，园区高质量发展	- 8 -
2.3 区中园规模扩大，存量出租率逆势提升	- 9 -
三、两翼业务：与园区协同发展，未来空间广阔	- 11 -
3.1 产业投资：借注册制东风，投招联动发展	- 11 -
3.2 绿色公用：响应双碳政策，发力新型能源	- 13 -
四、财务分析：盈利能力较强，财务结构健康	- 16 -
五、盈利预测	- 18 -
六、风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1：公司发展历史	- 4 -
图表 2：公司主营业务发展格局	- 4 -
图表 3：公司园区开发运营业务模式	- 5 -
图表 4：公司国内重点区域产业布局	- 5 -
图表 5：公司与实控人产权及控制权关系	- 6 -
图表 6：国家级经开区 2016-2021 生产总值及同比增速（万亿，%）	- 7 -
图表 7：国家级经开区 2016-2021 生产总值在 GDP 中占比（%）	- 7 -
图表 8：近年来 REITs 发展的相关支持政策	- 7 -
图表 9：截至 2020 年底公司可出让用地面积（公顷）	- 8 -
图表 10：苏州工业园排名	- 9 -
图表 11：截至 2022 年上半年公司主要的产城融合园区项目引进情况	- 9 -
图表 12：截至 2021 年底公司主要的区中园项目	- 10 -
图表 13：苏州工业园区	- 11 -
图表 14：中新苏通智能制造产业园效果图	- 11 -
图表 15：近年来股权投资业务发展的相关支持政策	- 11 -
图表 16：2017-2022H1 我国股权投资市场新募金额及同比增速（万亿，%）	- 12 -
图表 17：2017-2022H1 我国股权投资市场投资金额及同比增速（万亿，%）	- 12 -
图表 18：公司 2021 年及 2022H1 累计对外投资情况（个，支，亿元）	- 13 -
图表 19：基金返投项目的投资领域分布（%）	- 13 -
图表 20：全球新增光伏装机预测（GW）	- 13 -

图表 21: 我国光伏新增装机情况 (GW, %)	- 13 -
图表 22: 近两年出台的能源政策	- 14 -
图表 23: 公司绿色公用业务分类	- 14 -
图表 24: 蓝天热电厂	- 15 -
图表 25: 阳澄湖自来水厂	- 15 -
图表 26: 苏州工业园区基础设施循环经济产业链	- 15 -
图表 27: 月亮湾供冷中心	- 16 -
图表 28: 分布式光伏屋顶电站 (康美包工厂)	- 16 -
图表 29: 公司营收、归母净利润及同比增速 (亿, %)	- 16 -
图表 30: 公司各业务占比: %	- 16 -
图表 31: 公司毛利率及归母净利润率: %	- 17 -
图表 32: 公司资产负债率 (%)	- 17 -
图表 33: 公司现金短债比	- 17 -
图表 34: 公司盈利预测: 亿元, %	- 18 -
图表 35: 可比公司估值	- 19 -
图表 36: 公司盈利预测表	- 21 -

一、公司介绍：立足苏州的园区开发运营领军企业

中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（下称“中新集团”）成立于1994年，2019年12月于上交所上市，是国内首个上市的国家级经开区开发运营主体。作为中国、新加坡两国政府间合作项目载体和苏州工业园区的开发主体，中新集团立足苏州，深耕长三角，是践行长三角一体化国家战略，输出苏州工业园区开发管理经验的核心载体。

图表 1：公司发展历史

年度	事件
1994	中国和新加坡两国政府签署关于合作开发建设苏州工业园区的协议，成为公司组建的基础；同年成立合资公司“中新苏州工业园区开发有限公司”
2008	中新苏州工业园区开发股份有限公司正式成立，迈出了上市进程中的关键一步
2009	树立“立足苏州、深耕长三角、关注全国潜力城市、适度探索一带一路”的发展战略，开始迈进将“园区经验”复制到全国多地的步伐
2016	中新集团首发申请通过中国证监会主板发行审核委员会的审核
2019	中新集团正式在上交所挂牌上市，成为国内首个上市的国家级经开区开发运营主体
2020	蝉联“2020 火花 S-Park 中国产业地产 30 强榜单”桂冠
2021	启用苏州工业园区新加坡国际商务合作中心，累计签约项目近 20 个；蝉联 2022 中国产业新城运营商综合实力 TOP10 第一名；中新集团董事长赵志松获评行业上市企业“十大金牌 CEO”

来源：公司官网、中泰证券研究所

业务布局方面，公司优化了原有发展格局，形成以园区开发运营（产城融合园区和区中园）为主体板块，以产业投资和绿色公用为支撑板块的新“一体两翼”协同发展格局，通过板块联动、资源集聚，实现高水平产城融合。2021-2022 年，公司蝉联中国产业新城运营商综合实力第一名。

图表 2：公司主营业务发展格局



来源：公司年报、中泰证券研究所

在近三十年对园区开发建设的不断探索中，公司充分利用中新两国的合作优势，借鉴新加坡园区的开发经验，学习新加坡先进的规划和招商理念。在产城融合园区运营领域，公司同时拥有项目拓展、规划建设、招商亲商、运营服务、软件转移、产业投资的园区开发运营全产业链优势，能够提供全产业链菜单式服务。

图表 3: 公司园区开发运营业务模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

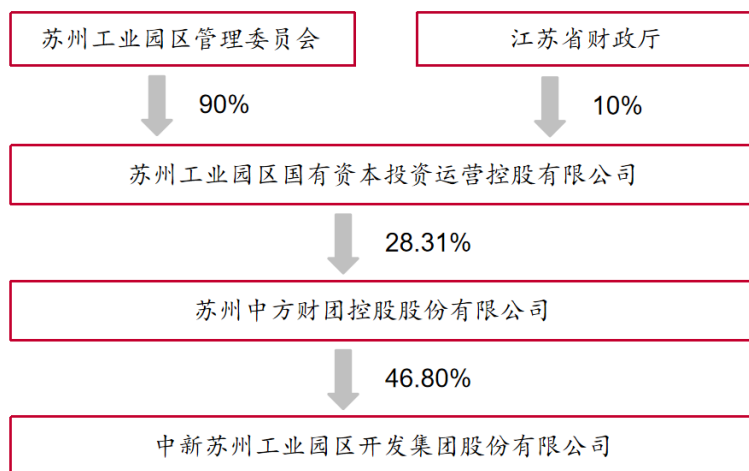
空间布局方面，中新集团秉承异地复制的拓展理念，以“立足苏州、深耕长三角、关注全国重点城市、适度探索一带一路”的发展战略为引领，不断复刻并创新苏州工业园区的成功经验，在省内加速外拓的同时，陆续在安徽、浙江、宁夏，以及东南亚国家缅甸等地实施园区开发运营项目。

图表 4: 公司国内重点区域产业布局



来源：公司官网、中泰证券研究所

截至 2021 年底，苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司通过苏州中方财团控股股份有限公司间接持有公司 46.80% 的股权，是公司的实际控制人。

图表 5: 公司与实控人产权及控制权关系


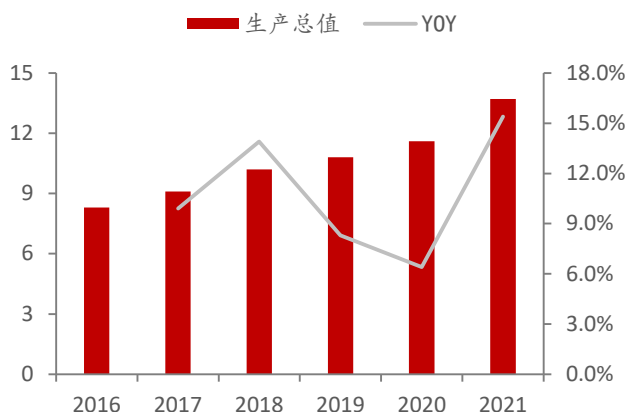
来源：公司年报、wind、中泰证券研究所

公司核心管理团队经验丰富且背景多元，管理层由中新两国多名企业管理和经济领域专家构成。董事长兼总裁赵志松拥有深厚的园区开发及商业地产开发运营背景，经验丰富，是公司发展的“掌舵者”。副总裁纪华胜和洪健德为新加坡国籍，有新方政府和企业管理层任职经历，有利于深化中新合作。副总裁尹健和田雪鸽拥有丰富的招商引资经历，副总裁詹宇拥有丰富的规划建设经验，成熟的管理层队伍是公司长期持续高质量发展的保障。

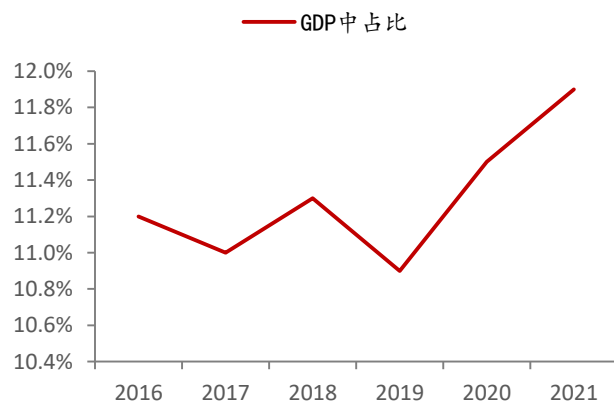
二、园区开发运营业务：优化存量，拓展增量

2.1 园区重要性提升，Reits 提供推出渠道

“十四五”以来，我国经济发展进入新常态，经济增长速度从高速转向中高速，叠加中美贸易摩擦及疫情影响的背景下，各级经开区和高新区成为支撑经济发展的重要力量。以国家级经济技术开发区为例，据商务部统计，截至 2021 年，我国国家级经开区数量达到 230 家，较 2020 年增加 13 家。2021 年，国家级经济技术开发区合计实现地区生产总值 13.7 万亿、财政收入 2.5 万亿、税收收入 2.2 万亿、进出口总额 8.7 万亿，分别同比增长 15.4%、12.1%、14.3%及 21.9%，在全国同期数据中占比分别为 11.9%、12.5%、12.9%和 22.3%。随着各级园区生产总值在全国 GDP 中占比增长至 2021 年的 11.9%，其对我国经济整体发展的重要性持续提升，各级园区已成为支撑经济发展的重要阵地。

图表 6: 国家级经开区 2016-2021 生产总值及同比增速 (万亿, %)


来源: 商务部、中泰证券研究所

图表 7: 国家级经开区 2016-2021 生产总值在 GDP 中占比 (%)


来源: 商务部、中泰证券研究所

同时, 各级园区是产业升级和科技创新的主要载体。据商务部数据, 截至 2020 年末, 全国国家级经开区拥有高新技术企业 4.1 万家, 拥有国家级孵化器和众创空间 560 家, 拥有省级及以上研发机构 8600 家, 每万人口发明专利拥有量为 108 件, 较 2019 年末均有明显上升。在目前双循环及供给侧结构性改革持续深化的背景下, 2022 年及未来相当长的时间, 各级园区将作为产业发展的主要载体, 引领科技创新和产业升级。

公募 REITs 为产业园区退出提供了渠道。2021 年上市的两批公募 REITs 共 11 个项目, 其中 4 支是产业园区公募 REITs 产品, 分别为招商蛇口产业园、张江光大园、苏州工业园及中关村产业园。2022 年 5 月, 国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》, 再次强调了 REITs 健康发展对盘活存量资产的重要性, 有利于产业园区打通“投融资管退”全周期环节, 形成完整闭环。

图表 8: 近年来 REITs 发展的相关支持政策

时间	文件	颁布机构	主要内容
2020 年 4 月	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》(证监发〔2020〕40 号)	国家发改委、中国证监会	明确要求在基础设施领域推进不动产投资信托基金试点工作, 也代表着境内基础设施公募 REITs 试点正式起步
2020 年 8 月	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586 号)	国家发改委、中国证监会	专门就做好试点项目的申报工作作出具体安排, 明确了试点项目的地区和行业范围、试点项目的基本条件、试点项目申报程序, 以及项目合规性审查要点, 并对项目申报材料提出了明确要求
2020 年 8 月	《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》	中国证监会	坚持“稳中求进”总基调, 推动基础设施 REITs 平稳落地, 并及时总结试点经验, 不断完善监管制度
2021 年 1 月	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目库的通知》(发改办投资〔2021〕35 号)	国家发改委	明确了项目库中意向项目、储备项目、存续项目的入库条件, 提出了对 REITs 项目的扶持政策, 强调了落实 REITs 项目库有关规则的相关规定
2021 年 6 月	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》(发改投资〔2021〕958 号)	国家发改委、中国证监会	就试点区域、基础资产范围、募集资金用途要求等进一步提出指导意见, 市场有望迎来更多的公募 REITs 产品

2021年12月	《关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》(发改办投资〔2021〕1048号)	国家发改委、中国证监会	提高参与试点项目的积极性,加强政策的宣传解读,做到项目“愿入尽入、应入尽入”,明确专人对接储备醒目,切实加快项目进度,鼓励先进典型,形成示范引领
2022年1月	《关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》	财政部、国家税务总局	明确了基础设施REITs设立前、中期环节的相关税收政策
2022年5月	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	国务院	国务院就进一步盘活存量资产、扩大有效投资提出24条意见

来源: 政府官网、中泰证券研究所整理

2.2 一级土地储备丰富, 园区高质量发展

2021年,公司优化了“一体两翼”的发展格局,将原两翼板块之一的区中国业务纳入主体板块范畴,使新发展格局下的主体板块升级为由产城融合园区和区中国组成的园区开发运营业务。

基于多年深耕积累的丰富经验,公司在产城融合园区领域形成了显著的行业领先优势,能够提供全产业链菜单式服务,业务领域涵盖项目拓展、规划建设、招商亲商、运营服务、软件转移、产业投资等方面。

目前,产城融合园区业务的营收主要来自一级土地出让,收入模式分为收益分成、成本加成和PPP三种模式。收益分成模式下,收入根据土地公开拍卖出售所得扣除相关税费后确定;成本加成模式中,公司收入由实际发生的成本加一定比例确定;PPP模式是政府和社会资本合作,公司中新嘉善现代产业园采取该模式。

截至2020年底,公司一级开发储备丰富,可出让商住用地1286公顷,能为园区开发运营业务收入的持续增长提供保障。此外,公司有可出让工业用地838公顷及公益性用地233公顷。

图表9: 截至2020年底公司可出让用地面积(公顷)

		商住用地	工业用地	公益性用地
苏州工业园区	中新科技城	9.57	-	-
	斜塘	41.92	-	-
中新苏通科技产业园		82.7	-	-
中新苏滁高新技术产业开发区		769.23	296.12	232.82
中新嘉善现代产业园		244.27	542.13	-
中新海虞花园城		70.14	-	-
中新鸞山桃花源		37.97	-	-
苏州宿迁工业园		29.9	-	-
合计		1285.7	838.25	232.82

来源: 公司2020年年报、中泰证券研究所

上半年苏州第二批集中供地中,公司苏州工业园区斜塘项目成功出让,该项目区位优势明显、配套完善且有强大产业支撑。项目出让面积为2.89万m²,成交楼面价27592元/m²;根据公司披露的土地出让收入及存货变动计算,地块出让毛利率约51%。

苏州工业园区是公司开发最早开发的园区,同时是全国开放程度最高、发展质效最好、创新活力最强、营商环境最优的区域之一。该园区1994

年经国务院批准设立，行政区划面积 278 平方公里，是中国和新加坡两国政府间的重要合作项目。2021 年，苏州工业园区实现地区生产总值 3330.26 亿元，同比增长 10%。在商务部公布的国家级经开区综合考评中，苏州工业园区连续六年位列第一。

图表 10: 苏州工业园排名

	2017	2018	2019	2020	2021
国家级经济技术开发区综合发展水平考核评价	1	1	1	1	1
国家高新区综合评价结果	5	6	5	4	4

来源：《产业能见度》、苏州工业园区发布公众号、中泰证券研究所

公司不断提升苏州工业园区服务能力，以促进园区高质量发展。一方面，公司不断深化中新合作，2021 年园区新加坡国际商务合作中心新增签约速通半导体等十余个项目，累计签约近二十个项目。另一方面，公司积极促进园区招商引资，推动高质量项目落地。2021 年全年，公司累计引进约 100 个项目；合计完成新增注册内外资超 100 亿元，其中产业类外资 2.2 亿美元。此外，公司完成 400 余次各类企业服务，推荐申报园区科技领军人才项目 24 个。2022 年上半年，公司为苏州工业园区引进内外资新项目近 40 个，新增注册内外资合计 80 亿元人民币。

以苏州工业园为标杆，公司复制其成功经验，持续深耕核心主业，在境内开拓了 7 个产城融合园区，开发面积 210.56 平方公里；在海外拓展了面积约 4.36 平方公里的缅甸工业园。2021 年，苏锡通科技产业园、中新苏滁高新区、中新嘉善现代产业园及苏银产业园 4 个园区合计引进产业类项目 128 个，协议总投资额超过 485 亿元。截至 2022 年上半年，上述 4 个园区累计引进产业项目 748 个，累计投资 2706 亿元，各园区的稳定运营使公司能够实现良好的效益。

图表 11: 截至 2022 年上半年公司主要的产城融合园区项目引进情况：平方公里

园区名称	城市	项目类型	规划总面积	累计引进产业类项目个数	协议投资总额 (亿元)	聚焦领域
苏锡通科技产业园	南通	长三角一体化	100	41	180	电子信息、智能装备制造、生命健康产业“两主一新”产业
中新苏滁高新技术产业开发区	滁州	长三角一体化	36	44	230	电子信息、先进装备制造、营养健康、新能源新材料
中新嘉善现代产业园	嘉善	长三角一体化	16.5	15	55	智能传感产业链
苏银产业园	银川	一带一路	53	28	20	装备制造、新材料、医疗健康
中新海虞花园城	常熟	新型城镇化	1.66	-	-	-
中新鸢山桃花源	张家港	新型城镇化	1.58	-	-	-
苏州宿迁工业园	宿迁	江苏南北共建	1.82	-	-	-
合计			210.56	128	485	

来源：公司 2022 年中报、中泰证券研究所

2.3 区中国规模扩大，存量出租率逆势提升

公司区中国业务为大小园区提供高品质工业类载体、特色产业园、物流园、蓝白领公寓等产品的开发建设、招商租赁、运营管理的全生命周期

服务。目前，中新智地是公司区中园业务的主要发展平台，致力于通过高水平的招商、高水平的运营，形成高水平的口碑，从而将中新智地打造为“全国一流的区中园开发运营商”。

公司强调以产为核，重点布局长三角，不断提高区中园项目数量。2021年，公司新拓展项目落地9个；2022年上半年，公司持续推进吴江苏州湾智能制造产业园、句容智能制造产业园等项目落地。截至2022年上半年底，公司区中园业务已覆盖镇江、常州、南通、嘉善、无锡、苏州等区域，拓展面积超1800亩，在建、拟建面积约135万m²。

图表 12：截至 2021 年底公司主要的区中园项目

园区	区中园
苏州工业园	标准厂房及定建厂房
中新嘉善现代产业园	中新智慧园
苏锡通科技产业园	中新智能制造产业园
以长三角区域的以沪杭宁合都市圈为核心的	中新智地（镇江）高端装备制造产业园
	中新智地（常州）智能制造产业园
	中新智地（嘉善）智能制造产业园
	南通波影医疗产业园
	中新智地（江阴）智能制造产业园
	中新智地（句容）智能制造产业园
	中新智地（吴江苏州湾）智能制造产业园
	南通海门工业绿岛表面处理产业园
安徽舒城（中新联科）项目	

来源：公司 2021 年年报、中泰证券研究所

区中园业务的主要收入来源于租金收入，因此公司在积极拓展新项目的同时，也不加强对现有项目的管理和运营水平，通过招商亲商、产业投资及配套服务，获取稳定租金和增值收益。

存量项目方面，截至2022年上半年，公司运营的工业载体近140万m²。其中，苏州工业园区内的工业载体约110万m²，园区内工业载体综合出租率超95%，入驻企业362家。此外，2021年投入运营的中新智慧园总建面约8.3万m²、中新苏通智能制造产业园可出租面积约11.2万m²。2022年上半年疫情反复背景下，公司通过强化线上线下多渠道招商，两个园区出租率均较2021年底实现了大幅提升。

图表 13: 苏州工业园区


来源：苏州工业园区管理委员会官网、中泰证券研究所

图表 14: 中新苏通智能制造产业园效果图


来源：友升产业地产网、中泰证券研究所

三、两翼业务：与园区协同发展，未来空间广阔

3.1 产业投资：借注册制东风，投招联动发展

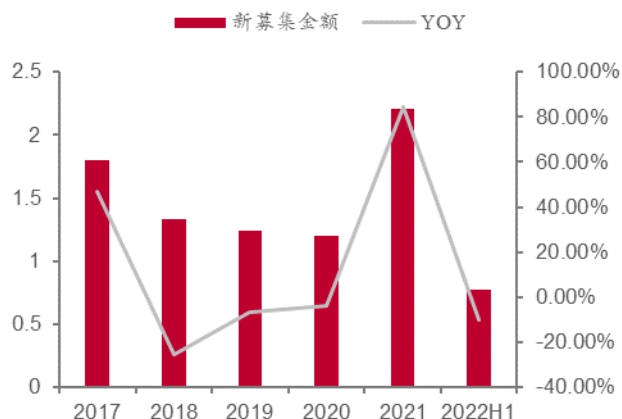
2021 年，我国国民经济持续稳定恢复，战略性新兴产业产值比重稳步提升，股权投资市场表现活跃。2022 年上半年，受疫情反复等因素影响，整体投资观望情绪较强，互联网、食品及饮料等领域投资受挫，但汽车、新能源等板块投资热度逆势增长。

图表 15: 近年来股权投资业务发展的相关支持政策

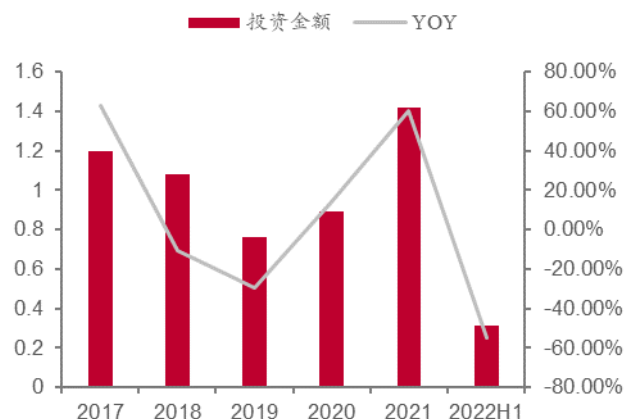
时间	文件	颁布机构	主要内容
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	强调强化国家战略科技力量
2022年1月	《关于深入推进引领性国家创新型城市建设的若干政策意见》	南京市委	强化企业创新主体地位，聚力关键核心技术攻坚，广聚各类创新创业人才，汇聚国内国际创新资源
2022年3月	《政府工作报告》	国务院	深入实施创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基
2022年5月	《关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	国务院	强调深化资本市场改革，更好发挥资本市场功能

来源：政府官网、中泰证券研究所

具体来看，2021 年我国股权投资市场新募集金额为 2.21 万亿，同比增长 84.5%；投资金额为 1.4 万亿元，同比增长 60.4%。2022 年上半年，我国股权投资基金新募集金额 0.77 万亿，同比下滑 10.3%；投资金额为 0.31 万亿，同比下滑 54.9%。

图表 16: 2017-2022H1 我国股权投资市场新募集金额及同比增速 (万亿, %)


来源: 清科研究中心、中泰证券研究所

图表 17: 2017-2022H1 我国股权投资市场投资金额及同比增速 (万亿, %)


来源: 清科研究中心、中泰证券研究所

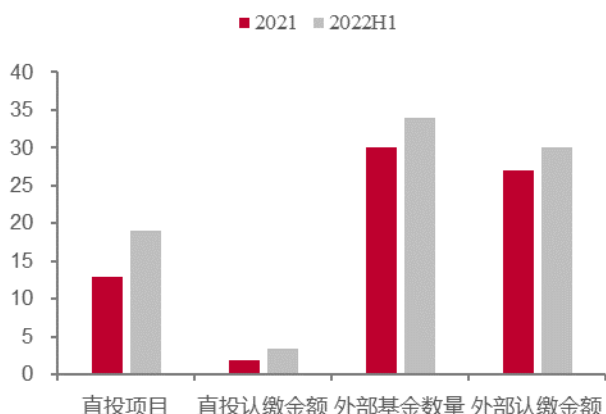
借助科创板和创业板全面推行注册制的春风, 公司抓住自身优势, 以投带招、以招促投、投招联动, 股权投资业务快速发展。一方面, 注册制有利于优质项目的合理定价和退出, 使公司能够形成募投管退的完整闭环。另一方面, 公司作为园区开发主体, 对产业有较强的理解力, 并具有获取优质资源的先发优势, 能够精准筛选具有投资价值的项目; 同时, 公司运营的产城融合园区及区中园可以对项目深度赋能, 促进被投资项目进一步发展。

公司产业投资具有基金投资和科创直投两种方式, 被投资项目主要集中在早期、成长期阶段, 且聚焦于新兴产业领域, 投资风险相对较低。

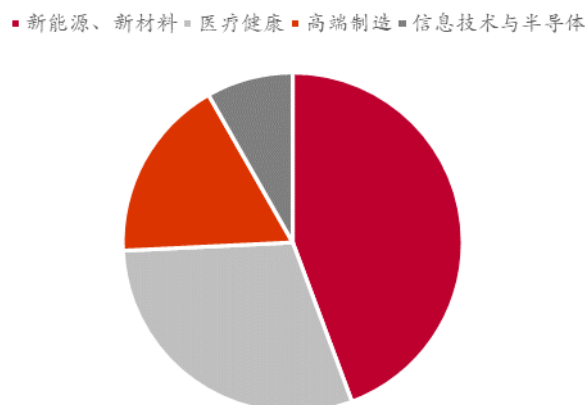
基金投资方面, 2021 年, 公司全年新增认缴外部产业基金 16 支, 认缴总金额超 15 亿; 2022 年上半年, 公司新认缴外部市场化产业基金近 4 亿; 外部基金返投苏州工业园区及各产城融合园区项目约 56 亿, 拉动项目总投资近 190 亿。

科创直投方面, 2021 年, 公司发起设立的中新园创一期基金、中新园展一期基金正式投入运行, 直投各类科技项目 11 个, 认缴投资金额近 1.3 亿; 2022 年上半年两个基金直投 6 个项目, 拉动项目总投资约 9 亿。

截至 2022 年上半年底, 公司累计认缴外部基金 34 支, 认缴金额约 30 亿, 拉动基金落地规模超 500 亿; 所投资基金累计返投公司各园区项目近 80 个, 返投金额约 82 亿, 拉动项目总投资约 314 亿。直投累计投资项目 19 个, 累计认缴金额约 3.4 亿, 拉动总投资约 35 亿。

图表 18: 公司 2021 年及 2022H1 累计对外投资情况 (个, 支, 亿元)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

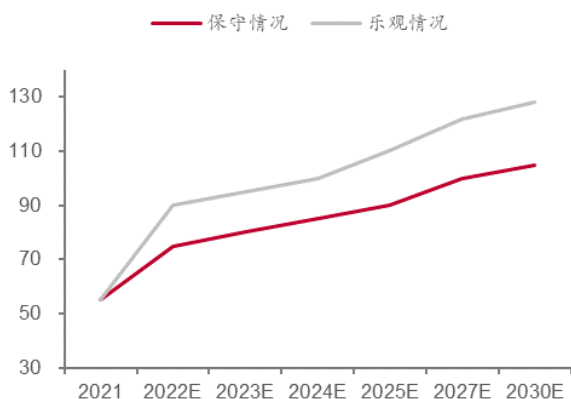
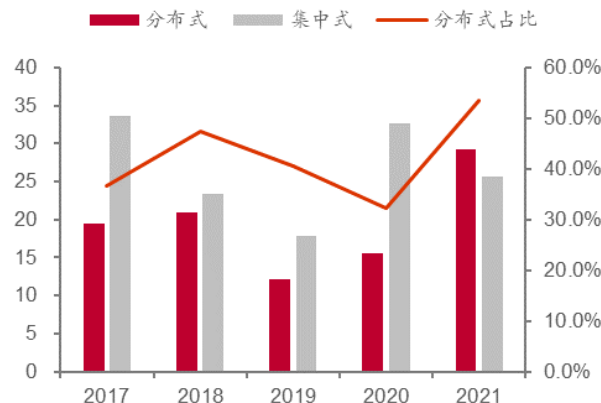
图表 19: 截至 2022H1 基金返投项目的投资领域分布(%)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

目前, 公司认缴的外部基金所投项目中, 上市/拟上市项目已超 50 个, 能够在未来为公司创造良好的财务回报。此外, 2022 年上半年, 公司创新创业公司 20 亿额度债券获批, 且于 7 月 12 日成功发行首批 10 亿元债券。债券利率仅 2.96%, 处于行业低位, 债券募集资金将主要用于产业投资, 有利于进一步夯实公司投资收益基础。

3.2 绿色公用: 响应双碳政策, 发力新型能源

在全球双碳能源转型趋势下, 碳中和已成为全球共识。我国于 2020 年就提出了 2030 年实现碳达峰、2060 年实现碳中和的目标; 2022 年 3 月 22 日, 国家发展改革委、国家能源局发布的《“十四五”现代能源体系规划》进一步明确了能源低碳转型目标, 即到 2025 年, 非化石能源消费比重提高到 20% 左右, 非化石能源发电量比重达到 39% 左右。光伏发电兼具经济效益与清洁属性, 碳中和政策目标下, 2021 年全国光伏新增装机规模约 55GW; 其中, 分布式光伏新增 29GW, 约占 55%, 历史上首次超过集中式电站。根据 CPIA 预测, 未来, 光伏新增装机空间广阔。

图表 20: 全球新增光伏装机预测 (GW)

图表 21: 我国光伏新增装机情况 (GW, %)


来源：CPIA、中泰证券研究所

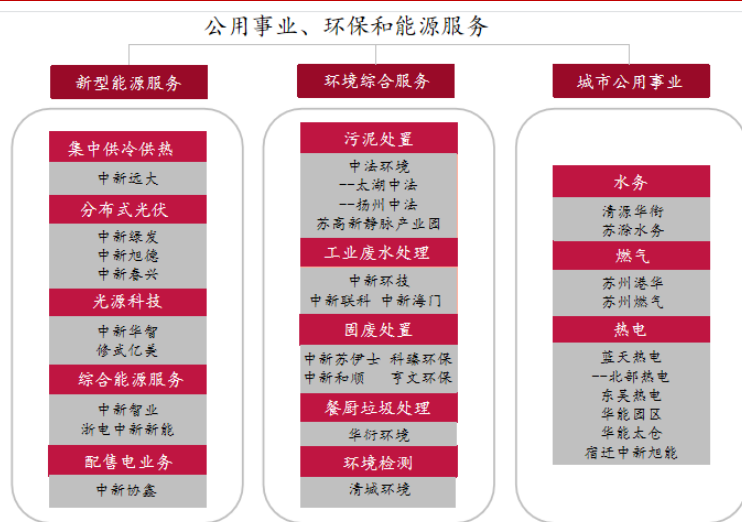
来源：阳光工匠光伏网，中泰证券研究所

图表 22：近两年出台的能源政策

时间	政策	主要内容
2021年10月26日	《2030年前碳达峰行动方案》	到2025年，非化石能源消费比重达到20%左右，单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%。到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上，顺利实现2030年前碳达峰目标
2022年1月29日	《“十四五”现代能源体系规划》	“十四五”时期，单位GDP二氧化碳排放五年累计下降18%。到2025年，非化石能源消费比重提高到20%左右，非化石能源发电量比重达到39%左右，电气化水平持续提升，电能占终端用能比重达到30%左右。2035年，能源高质量发展取得决定性进展，基本建成现代能源体系。非化石能源消费比重在2030年达到25%的基础上进一步大幅提高
2022年3月17日	《2022年能源工作指导意见》	稳步推进结构转型。煤炭消费比重稳步下降，非化石能源占能源消费总量比重提高到17.3%左右，新增电能替代电量1800亿千瓦时左右，风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到12.2%左右
2022年5月30日	《关于促进新时代新能源高质量发展实施方案》	创新新能源开发利用模式，加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统，深化新能源领域“放管服”改革，支持引导新能源产业健康有序发展，保障新能源发展合理空间需求，完善支持新能源发展的财政金融政策
2022年6月13日	《减污降碳协同增效实施方案》	到2025年减污降碳协同推进的工作格局基本形成，到2030年减污降碳协同能力显著提升等工作目标
2022年6月15日	《碳管理体系要求》(T/CCAA 39-2022)	以生命周期碳管理为理念，采用风险和机遇思维，遵循“策划-实施-检查-改进”(PDCA)持续改进的管理原则，为各类组织开展碳管理活动、提升碳管理绩效提出了规范性要求

来源：政府官网、中国认证认可协会、中泰证券研究所整理

为响应国家“3060”双碳目标，公司践行绿色低碳发展理念，以“产业发达、配套完善、绿色低碳、开放创新”为指导方针，形成了公用事业、环境综合服务、新型能源服务三大业务类型。中新公用为公司负责绿色公用业务的主要平台。

图表 23：公司绿色公用业务分类


来源：公司官网、中泰证券研究所

公司传统公用事业主要提供水务、燃气和热电等公用事业服务。公司拥有日供水量为45万吨和20万吨的两座自来水厂、日处理污水能力为20

万吨和 15 万吨的两座污水处理厂、以及合计发电能力 770MW、供热能力 800 吨/时的热电联产基础设施。

图表 24: 蓝天热电厂



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 25: 阳澄湖自来水厂



来源：公司官网、中泰证券研究所

环境综合服务业务提供污泥处置、工业废水处理、危废处置、餐厨垃圾处理、环境检测和修复等环境服务领域投资、建设和运营等系统性服务。根据 2021 年年报，公司苏州工业园区绿色公用循环经济产业链不断优化，污泥总处置能力将提升至 1300 吨/日；固废综合处置项目产能基本实现 3 万吨/年；小微危废收集平台收集量扩容到 5000 吨/年；餐厨及厨余垃圾处置能力达 600 吨/日。此外，公司加速发展以表面处理产业园为核心的新环保业务。2022 年上半年，安徽天长表面处理园项目签署框架协议，且中新公用与中新智地共同开发启东表面处理产业园项目，未来增长空间广阔。

图表 26: 苏州工业园区基础设施循环经济产业链



来源：公司官网、中泰证券研究所

新型能源服务包含集中供冷、分布式光伏、光源改造、水源热泵、增量配网、配售电、储能等业务。公司加速发力新型能源服务，重点布局分布式光伏、储能、清洁能源等新能源领域。截至 2021 年底，公司累计

投资运营 36 个分布式光伏项目，覆盖江苏、浙江、安徽、陕西、福建等地区。

2022 年上半年，中新公用与中新智地共同投资设立中新绿色发展(苏州)有限公司，负责开发、投资、建设、收购、运营和管理分布式光伏发电等能源项目，致力于成为行业领先的分布式光伏投资商和运营商。此外，中新公用与固德威及旭杰科技共同出资设立了中新旭德新能源有限公司，三方可以通过优势互补，打造一家开发能力强、技术先进、成本节约、机制灵活的民营控股、国有参股的新能源投资建设公司。

图表 27: 月亮湾供冷中心



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 28: 分布式光伏屋顶电站(康美包工厂)



来源：公司官网、中泰证券研究所

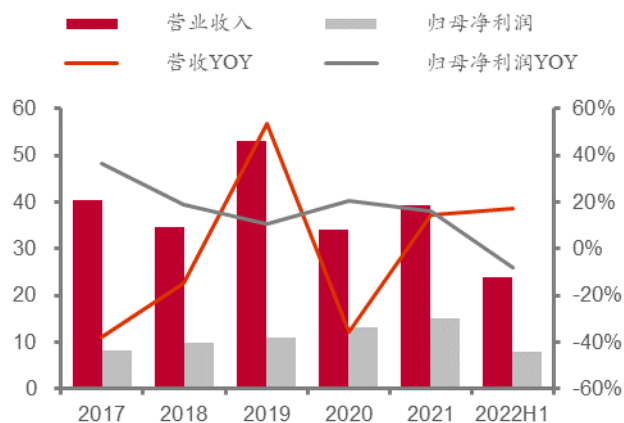
四、财务分析：盈利能力较强，财务结构健康

2021 年公司实现营业收入 39.2 亿元，同比增长 14.7%；实现归母净利润 15.2 亿元，同比增长 16.4%，2017-2021 年年均复合增速 16.6%。2022 年上半年公司实现营业收入 24.2 亿元，同比增长 17.4%；实现归母净利润 8.4 亿元，同比下降 8.2%，主要受毛利率下降及少数股东损益占比提高影响。

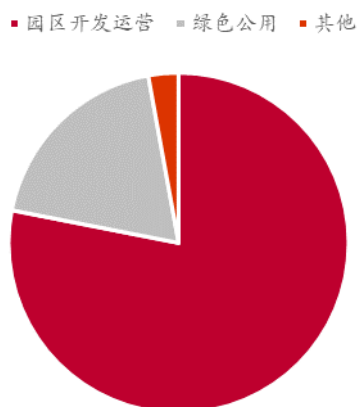
从营收结构来看，公司“一体两翼”发展格局形成后，2021 年园区开发运营和绿色建筑公用工程板块，分别占比 78.1%、19.1%。2021 年绿色建筑公用收入同比增长 36.6%，主要由于公司将中新和顺环保（江苏）有限公司纳入合并范围。

图表 29: 公司营收、归母净利润及同比增速(亿, %)

图表 30: 公司 2021 年各业务收入占比: %

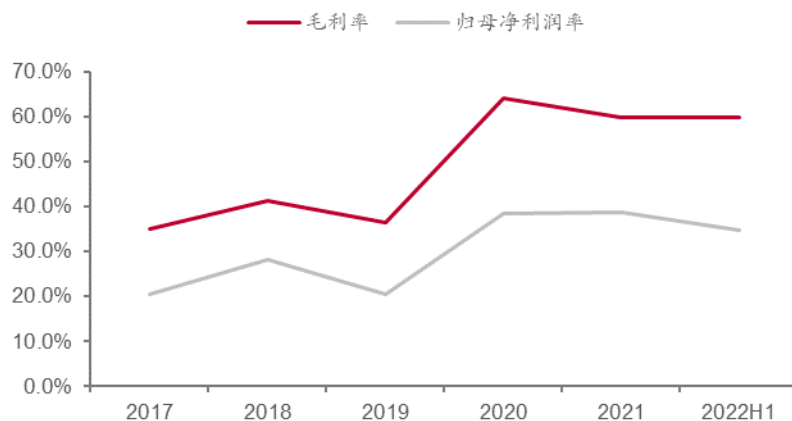


来源: Wind、中泰证券研究所



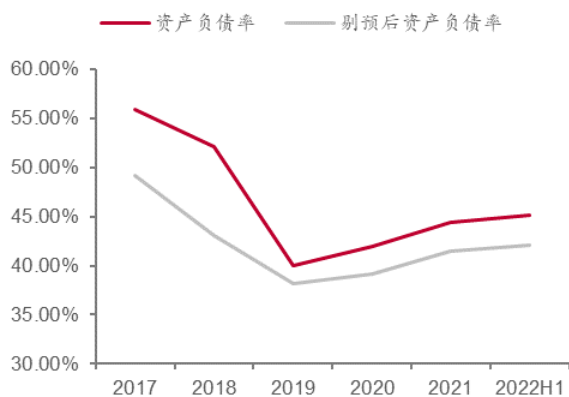
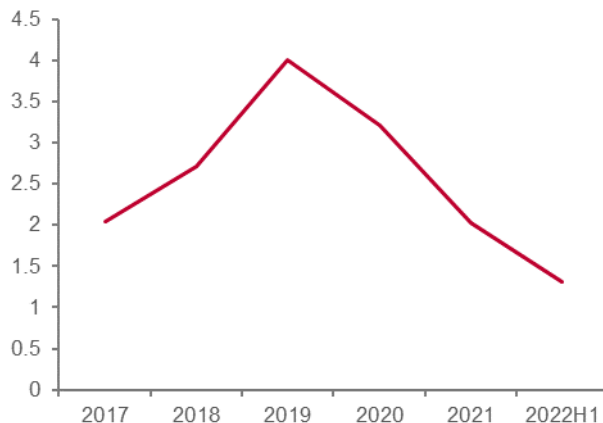
来源: Wind、中泰证券研究所

公司盈利能力较强，2022 年上半年公司毛利率和归母净利润率分别为 59.9% 和 34.8%，维持在较高水平。

图表 31: 公司毛利率及归母净利润率: %


来源: 公司年报、中泰证券研究所

公司财务结构健康，在手现金充足。截至 2021 年底资产负债率为 44.42%、剔除后资产负债率 41.43%、现金短债比 2.02。

图表 32: 公司资产负债率 (%)

图表 33: 公司现金短债比


来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：Wind、中泰证券研究所

五、盈利预测

核心假设：

- 1、假设公司各产城融合园区持续稳定运营。
 - 2、园区开发业务的主要收入来源是一级土地出让，公司主要布局长三角地区，抗风险能力强，假设 2022-2024 年公司运营项目中均能有土地顺利出让，为公司贡献营收。此外，公司区中国业务能顺利招商、运营管理水平不断提高，每年出租率维持稳定，能为公司持续贡献收入。在上述基础上，假设 2022-2024 年，公司园区开发业务收入增速分别为 15%、13%、11%。
 - 4、随着绿色公用业务持续发力，有望成为公司新的业务增长极。假设公司绿色公用业务 2022-2024 年的收入增速分别为 40%、37%、33%。
 - 5、毛利率方面，由于长三角地区受土地市场价格影响较小，假设园区开发运营业务毛利率相对稳定，2022-2024 年分别为 70%、70%、70%；绿色共用业务方面随着新能源及新环保业务规模不断扩大，假设 2022-2024 年毛利率分别为 23%、25%、27%；其他业务占比较小，假设毛利率稳定为 37%，基于上述假设 2022-2024 年毛利率分别为 59%、58%、57%。
 - 6、随着公司对外投资项目上市进程不断推进，假设 2022-2024 年投资收益+公允价值之和增长率分别为 18%、17%、17%。
 - 7、假设 2022-2024 年其他业务的增长率分别为 2%、2%、2%。
- 我们预计，2022 年至 2024 年，公司实现营业收入 46.8 亿、55.2 亿、64.4 亿，同比增长 19%、18%及 17%，实现归属母公司净利润 17.7 亿、20.6 亿及 23.9 亿，同比增长 16%、16%及 16%；摊薄后每股收益 1.18、1.37 及 1.60。

图表 34：公司盈利预测：亿元，%

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	34.14	39.17	46.77	55.23	64.35
YOY	-36%	15%	19%	18%	17%
园区开发运营	24.46	30.59	35.18	39.75	44.12
YOY	-	25%	15%	13%	11%
绿色公用	5.46	7.46	10.45	14.31	19.04
YOY	-	37%	40%	37%	33%
其他业务	4.22	1.12	1.15	1.17	1.19
YOY	-	-73%	2%	2%	2%
成本	12.23	15.72	19.31	23.39	27.88
YOY	-64%	29%	23%	21%	19%
毛利率	64%	60%	59%	58%	57%
园区开发运营	-	70%	70%	70%	70%
绿色公用	-	21%	23%	25%	27%
其他业务	-	37%	37%	37%	37%
投资收益+公允价值变动	2.38	5.51	6.50	7.64	8.93
YOY	-69%	132%	18%	17%	17%
归母净利润	13.07	15.22	17.69	20.59	23.92
YOY	21%	16%	16%	16%	16%
EPS	0.87	1.02	1.18	1.37	1.60

来源：Wind、中泰证券研究所

园区开发运营业务是公司最核心的业务，项目储备充足，能为公司未来业绩持续增长提供保障。基于园区业务丰富的经验，公司延伸出产业投资和绿色公用两翼板块；产业投资业务借注册制春风逐步进入收获期，绿色公用业务在双碳目标下发展空间广阔，有望成为公司新的增长极。可比公司对应 2022 年平均 PE 为 9.1 倍，公司当前股价对应 2022 年业绩 PE 为 7.2 倍，估值具有一定优势，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 35: 可比公司估值

公司名称	股价(元)	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
浦东金桥	11.70	1.45	1.76	2.12	2.53	8.83	6.65	5.52	4.62
陆家嘴	10.14	1.07	1.00	1.07	1.61	10.16	10.14	9.48	6.30
招商蛇口	14.93	1.31	1.41	1.55	1.72	10.19	10.59	9.63	8.68
平均值						10.18	9.13	8.21	6.53
中新集团	8.85	1.02	1.18	1.37	1.60	8.72	7.23	6.21	5.35

来源：Wind、中泰证券研究所（采用 9 月 9 日收盘价，除中新集团外均采用万得一致预期）

六、风险提示

- 政策风险：**近年国家在开发区的建设运营等业务范畴就产业政策、土地管理、信贷、财政税收等方面的宏观调控政策频出，并对开发区及相关行业出台调控政策，对公司业务经营的影响较大。
- 流动性风险：**随着股权投资业务规模扩大及园区开发运营业务持续增加，公司对资金的需求也日益增长，如受到经济政策、土地市场变化的不利影响，公司业务回款不及时，项目退出不达预期，拓展外部融资渠道受阻，可能对公司的资金周转产生压力。

- **宏观经济下行及疫情反复风险：**公司的园区开发运营、绿色公用、产业投资等业务与经济环境、资本市场、政府财力等因素密切相关，社会经济增长放缓可能带来一系列负面影响，从而影响公司的出租率水平。
- **投资管理风险：**公司对外投资结构尚存在一定的不均衡情况，个别行业投资占比偏高，受市场宏观环境变化、被投资企业经营决策、投资策略执行等诸多因素的影响，公司的对外投资业务可能面临投后管理风险、投资退出风险以及合规性风险。
- **引用数据滞后或不及时：**报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

图表 36: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,119	7,622	6,198	7,439	营业收入	3,917	4,677	5,523	6,435
应收票据	4	1	1	1	营业成本	1,572	1,931	2,339	2,788
应收账款	1,317	1,543	1,823	2,123	税金及附加	128	152	180	210
预付账款	11	10	12	14	销售费用	10	9	11	13
存货	10,669	10,273	15,002	17,210	管理费用	251	281	331	386
合同资产	265	327	387	450	研发费用	14	14	17	19
其他流动资产	637	773	911	1,050	财务费用	45	81	79	59
流动资产合计	15,756	20,222	23,947	27,838	信用减值损失	-25	-22	-27	-25
其他长期投资	5,077	4,289	4,434	4,389	资产减值损失	-26	-44	-52	-46
长期股权投资	2,990	2,882	2,917	2,930	公允价值变动收益	220	253	291	335
固定资产	1,518	1,540	1,616	1,733	投资收益	331	397	472	557
在建工程	954	1,054	1,054	954	其他收益	81	80	80	80
无形资产	196	255	340	379	营业利润	2,513	2,882	3,341	3,871
其他非流动资产	2,939	1,556	1,834	2,070	营业外收入	5	3	3	3
非流动资产合计	13,674	11,576	12,195	12,454	营业外支出	4	3	3	3
资产合计	29,430	31,798	36,142	40,292	利润总额	2,514	2,882	3,341	3,871
短期借款	1,329	400	300	500	所得税	518	575	698	793
应付票据	0	4	5	6	净利润	1,996	2,307	2,643	3,078
应付账款	1,922	2,361	2,859	3,408	少数股东损益	474	537	584	686
预收款项	81	98	116	135	归属母公司净利润	1,522	1,770	2,059	2,392
合同负债	1,423	1,730	2,043	2,381	NOPLAT	2,032	2,371	2,706	3,126
其他应付款	1,938	1,906	1,922	1,914	EPS (按最新股本摊薄)	1.02	1.18	1.37	1.60
一年内到期的非流动负债	211	250	250	250					
其他流动负债	888	916	972	1,045					
流动负债合计	7,793	7,666	8,467	9,638	主要财务比率				
长期借款	5,028	5,528	6,728	6,928	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	253	230	230	230	营业收入增长率	14.7%	19.4%	18.1%	16.5%
非流动负债合计	5,281	5,758	6,958	7,158	EBIT增长率	22.2%	15.8%	15.4%	14.9%
负债合计	13,073	13,424	15,425	16,796	归母公司净利润增长率	16.4%	16.3%	16.4%	16.2%
归属母公司所有者权益	12,172	13,652	15,411	17,503	获利能力				
少数股东权益	4,185	4,722	5,306	5,993	毛利率	59.9%	58.7%	57.6%	56.7%
所有者权益合计	16,357	18,374	20,717	23,496	净利率	51.0%	49.3%	47.9%	47.8%
负债和股东权益	29,430	31,798	36,142	40,292	ROE	16.7%	9.6%	9.9%	10.2%
					ROIC	20.0%	18.5%	18.0%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率	44.4%	42.2%	42.7%	41.7%
					债务权益比	41.7%	34.9%	36.2%	33.7%
					流动比率	2.0	2.6	2.8	2.9
					速动比率	0.7	1.3	1.1	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2
					应收账款周转天数	106	110	110	110
					应付账款周转天数	422	399	402	405
					存货周转天数	2,220	1,952	1,945	2,080
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.02	1.18	1.37	1.60
					每股经营现金流	0.25	2.37	-1.23	0.67
					每股净资产	8.12	9.11	10.28	11.68
					估值比率				
					P/E	9	7	6	5
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	24	21	18	16

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。