

中新集团（601512）深度研究报告

土地出让转型园区运营，红利属性再提升

- ❖ **苏州工业园区开发主体，园区开发运营业务占营收约80%**。1994年公司由中国和新加坡政府共同设立，建设运营时间早，形成“以园区开发运营为主体、绿色公用与产业投资为两翼”的格局，2023年上半年前两者分别占营收78%、18%，产业投资收益体现为公允价值变动净收益。园区开发与运营已从苏州拓展至南通、嘉善等多地，拓展项目共9个，主要以土地一级开发为主，并且公司不断拓展区中国业务以获取稳定租金收入。
- ❖ **预计公司2022年末可出让商住用地合计约1000公顷，可支撑未来10年土地出让，其中协议分成土储价值约336亿元，成本加成模式园区履约成本约230亿元**。1) 招商引资能力为产业园核心竞争力，保障园区土地出让及区中国物业出租。苏州工业园区目前已成为苏州最核心地区之一，2023年H1土地出让楼面价及溢价率均排行各区第一。2) 截至2022年末，我们预计公司各园区可出让商住用地合计约1000公顷，其中协议分成土储价值约336亿元，成本加成模式园区履约成本约230亿元，若公司每年出让100公顷商住用地，预计可支撑未来10年土地出让。3) 2022年苏州斜塘及嘉善项目开始贡献收入，苏通、宿迁等成熟项目基本稳定出让，土地出让稳定收入有保障。
- ❖ **公司提速外拓区中国出租业务，预计年保底收入约4.7亿元，2022-2027年租金有望实现9%增长**。1) 公司强大招商引资能力带来优质大客户，租期长且租金水平高，包括三星、麦格纳国际、德尔福派克等。2) 公司区中国物业具有区位优势，我们测算2023年上半年已投运物业78%位于苏州工业园区，约181万平，其中工业厂房占61%，出租率保持95%，租金稳定性有保障，预计苏州工业园区物业稳定租金约4.7亿元。3) 2019年公司开始外拓区中国物业，外拓已投运50万平，目前仍有120万平待投运，2018-2023年三季度末投资性房地产增长110%以上。据我们测算，若120万平工业载体5年内实现投运，2022-2027年租金有望实现9%增长。
- ❖ **“两翼”绿色公用和产业投资依托于“主体”业务，预计绿色公用2023-2025年有望实现15%以上年增长**。1) 绿色公用业务具有特许经营权，伴随产业园的拓展不断进入当地园区，2020年大量项目投运，此外公司计划2025年持有分布式光伏电站2GW，完全投运后预计带来每年12.5亿稳定现金流，预计2023-2025年绿色公用营收可保持15%以上的年增长。2) 作为优质园区开发主体，公司在产业投资具有获取优质资源的先发优势，更深入了解被投资公司风险和价值，且园区聚焦新材料、半导体、医药等行业，投资收益具有保障。2021年开始，投资收益进入兑现期，2021、2022以及2023年前三季度公允价值变动净收益分别为2.2、1.32、2.53亿元，未来随着大规模已投项目达成业绩或上市，我们预计公司公允价值变动收益或将继续提升。
- ❖ **投资建议：公司作为中新合资的苏州工业园区开发主体，招商引资能力强，产业园区位好，且绿色公用业务具有特许经营权，保障公司各业务收入稳定**。选择产业园区位较好、自持物业比例较高、业绩展望较稳定的园区开发公司为可比公司。我们预计中新集团2023-2025年EPS分别为1.31、1.53、1.85元，参考行业可比公司估值以及考虑到土地出让具有一定不确定性，给予公司2024年8倍PE，对应2024年目标价12.26元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：行业继续大幅下行；不同园区招商引资竞争加剧；产业投资风险**

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	4,742	5,100	6,001	7,176
同比增速(%)	21.1%	7.6%	17.7%	19.6%
归母净利润(百万)	1,608	1,963	2,297	2,766
同比增速(%)	5.6%	22.1%	17.0%	20.4%
每股盈利(元)	1.07	1.31	1.53	1.85
市盈率(倍)	7.3	6.0	5.1	4.2
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年1月12日收盘价

推荐（首次）

目标价：12.26元

当前价：7.80元

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

公司基本数据

总股本(万股)	149,889.00
已上市流通股(万股)	149,889.00
总市值(亿元)	116.91
流通市值(亿元)	116.91
资产负债率(%)	44.96
每股净资产(元)	9.26
12个月内最高/最低价	10.53/7.59

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

公司招商引资能力强，加大土地出让向园区运营业务转型力度，红利资产属性再提升。1) 招商引资能力是公司核心竞争力，也是各业务获取稳定收入的保障。公司通过为各园区招商引资，实现产业和人口的兑现，最终去化园区商住用地。苏州工业园区是公司参与运营的最佳案例之一，自开始达到出让条件以来，每年均能实现收入，拓展园区成熟后整体出让情况也较为稳定。2) 自2019年公司剥离房地产开发业务上市以来，公司不断加大区中园出租业务投资，并提档其至主体业务地位，由土地开发为主向园区运营转型。截至2023年上半年，我们测算已投运物业78%位于苏州工业园区，约181万平，招商引资能力和园区区位优势保障下，预计苏州工业园区目前贡献年租金约4.7亿元。公司未来仍有各地120万平区中园物业待投运，预计租金随着物业投运将稳定增长。3) 除加大区中园运营业务建设力度外，公司还不断加码绿色公用业务投资，稳定现金流属性愈加凸显。公司外拓产业园达9个，在当地园区引入绿色公用业务，开发主体地位保障公司绿色公用业务营收稳定增长，2022年已达7.6亿元。公司计划2025年自持2GW分布式光伏电站，目前持续推进中，在工业园区绿色低碳发展要求下以及公司持有众多优质厂房资源，保障其光伏发电消纳。

投资逻辑

公司是苏州工业园区开发主体，形成“以园区开发运营为主体、绿色公用与产业投资为两翼”的格局，2023年上半年前两者分别占营收78%、18%，产业投资收益体现为公允价值变动净收益。1) 园区开发与运营已从苏州拓展至南通、嘉善等多地，23年H1营收占比为78%，主要以土地一级开发为主。2019年起公司不断拓展区中园业务获取稳定租金收入，强大招商引资能力为租金收入增长提供有力保障。2) 绿色公用业务相对稳定，公司计划2025年自持2GW分布式光伏电站，预计2023-2025年有望实现15%以上年增长。3) 公司产业投资专注于园区优质公司，主要为新材料、半导体以及医药等新兴热门行业，投资收益有保障，2021年开始产业投资收益进入兑现期，2023年Q1-3公允价值变动净收益已达2.53亿元，未来随着大规模已投项目达成业绩或上市，我们预计公司公允价值变动收益或将继续提升。

关键假设、估值与盈利预测

公司作为中新合资苏州工业园区开发主体，招商引资能力强，产业园区位好，且绿色公用业务具有特许经营权，共同保障公司各业务收入稳定。选择产业园区位较好、自持物业比例较高、业绩展望较稳定的园区开发公司作为可比公司。我们预计中新集团2023-2025年EPS分别为1.31、1.53、1.85元，行业可比公司平均PE为8.6x，同时考虑到当前市场下土地出让情况具有一定不确定性，给予公司2024年8倍PE，对应2024年目标价12.26元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 园区开发龙头企业，主要业务为园区开发运营、绿色公用及产业投资	6
二、 招商引资能力保障一级土地出让，预计协议分成土储货值约 336 亿元	8
（一） 招商引资能力为产业园核心竞争力，保障土地一级出让和区中园出租收入	
（二） 预计公司可出让商住用地合计约 1000 公顷，可支撑未来 10 年土地出让..	10
（三） 主要项目均进入出让阶段，土地出让稳定收入有保障	13
三、 积极拓展区中园出租，预计年保底收入约 4.7 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 9%	16
四、 “主体”与“两翼”互哺，绿色公用与产业投资快速增长	19
（一） 绿色公用享特许经营权收入稳定，预计 2023-2025 年营收可实现 15% 以上年	
增长	19
（二） 产业投资与招商引资互相助力，2023 年 H1 公允价值变动净收益为 2.53 亿	
元	21
五、 估值与投资建议	24
（一） 盈利预测	24
（二） 估值与投资建议	25
六、 风险提示	26

图表目录

图表 1	中新集团实控人为苏州工业园区管委会	6
图表 2	截至 2023 年公司在苏州外拓展 7 个土地开发项目	7
图表 3	2023 年 H1 园区开发运营占营收 78%	7
图表 4	2018-2022 年苏州工业园生产总值 CAGR 达 8%	8
图表 5	2022 年苏州工业园实际利用外资 19.8 亿美元	8
图表 6	2022 年园区人均可支配收入为 88807 元，排名全市第一	8
图表 7	公司为苏州工业园区引入多个生物医药、高端制造项目	9
图表 8	园区户籍人口和累计就业人口持续增长	10
图表 9	2023H1 园区土地出让平均楼面价全市第一	10
图表 10	2023H1 园区土地溢价率全市第一，为 9%	10
图表 11	2020 年末公司可出让土地为 1286 公顷	11
图表 12	2020 年苏滁高新区商住用地面积占 60%	12
图表 13	2023 年 H1 嘉善现代产业园占履约成本 52%	12
图表 14	公司土地一级开发业务分为协议分成和成本加成模式	12
图表 15	2022 年滁州市 GDP 排全省第三	13
图表 16	滁州承揽南京先进制造业	13
图表 17	苏滁现代产业园可出让土地后每年均能实现收入	13
图表 18	嘉善紧邻上海、苏州、杭州	14
图表 19	嘉善 GDP 过去五年年均增长超 10%	14
图表 20	2016-2021 年苏滁现代产业园培育成熟后，其占土地出让收入超 20%	14
图表 21	斜塘项目预计收入 40 亿元，兑现度高	15
图表 22	斜塘项目实际土地出让进度快于预期	15
图表 23	2019 年公司自持物业包括工业厂房、长租公寓、办公楼等	16
图表 24	2019 年自持面积 57% 为工业厂房	17
图表 25	2020 年公司租金收入上升至 4.3 亿元	17
图表 26	定建厂房租金为 34 元/月/平，与商业租金为同一水平	17
图表 27	2018-2023Q3 投资性房地产增长 110%	18
图表 28	绿色公用业务包含传统公用事业、环境综合服务及新能源服务	19
图表 29	2022 绿色公用收入增长至 7.6 亿元	20
图表 30	绿色公用毛利率中枢约 25%	20
图表 31	中新绿发总资产增长领先于绿色公用营收增长	20
图表 32	预计公司自持 2GW 分布式光伏电站每年可带来约 12.5 亿现金流	21
图表 33	19-22 年其他非流动金融资产 CAGR 为 133%	22

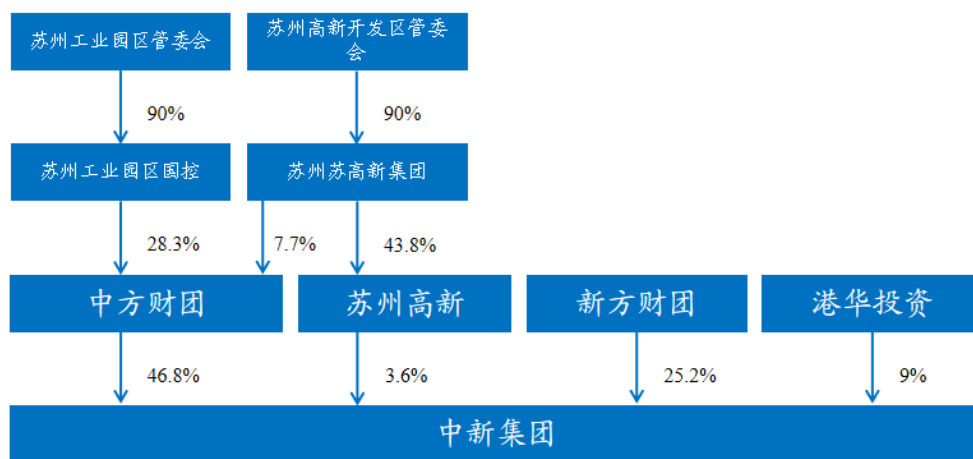
图表 34	2023 年 H1 产业投资认缴金额近 40 亿元	22
图表 35	2023 年 H1 基金投资累计促进 50 个项目落户	22
图表 36	2023 年 H1 基金累计拉动投资 570 亿	22
图表 37	2021 年开始产生公允价值收益，2023 年 Q1-3 实现 2.53 亿元	23
图表 38	公司盈利预测	24
图表 39	可比公司估值	25

一、园区开发龙头企业，主要业务为园区开发运营、绿色公用及产业投资

公司为苏州工业园区开发主体，由中国和新加坡政府共同设立，形成“以园区开发运营为主体、绿色公用与产业投资为两翼”的格局，2023 年上半年前两者分别占营收 78%、18%，产业投资收益体现为公允价值变动净收益。园区开发与运营已从苏州拓展至南通、嘉善等多地，拓展项目共 7 个，主要以土地一级开发为主，此外公司不断拓展区中园业务获取稳定租金收入。

作为苏州工业园区的开发主体和中新合作载体，公司由中国、新加坡两国政府于 1994 年合作设立。1) 1994 年 8 月公司由中国、新加坡两国政府于苏州合作设立，中方出资 35%、新方出资 65%，以新加坡裕廊工业园区为蓝本，引入其“敲门招商”和“规划先行”模式，聚焦苏州工业园区的开发运营，负责苏州工业园区首期 8 平方公里的土地开发、招商、土地出让，以及二、三区的土地开发和招商等；2) 1999 年公司股比调整，中新双方股权占比调整为 65%与 35%，由中方承担大股东责任。截至 2023 年三季度末，中方财团持股 46.8%，其实控人为苏州工业园区管委会，新方财团持股 25.2%；3) 目前公司负责苏州工业园区中新科技城项目和斜塘项目，包括土地开发、招商、土地出让等，项目规划面积共计 5.5 平方公里，累计可出让商住用地 41 公顷，业务与苏州工业园开发深度绑定，并在园区开发运营基础上形成产业投资和绿色公用两大业务。4) 公司已具备项目拓展、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。

图表 1 中新集团实控人为苏州工业园区管委会



资料来源：Wind，华创证券

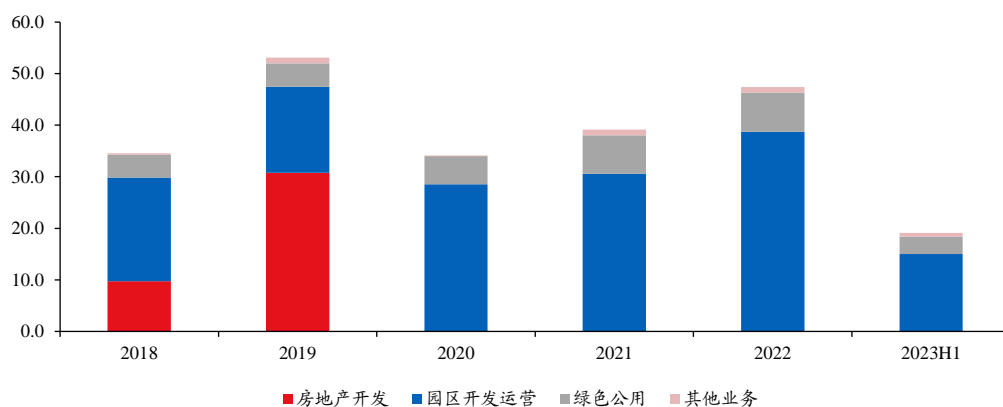
公司在南通、滁州、嘉善等地分别拓展 7 个土地一级开发、1 个轻资产运营、1 个轻重资产结合项目。苏州工业园取得成功后，公司将开发和运营经验延展至其他地区，2009 年首次拓展，签约苏通科技产业园（2020 年增加开发运营面积，调整为苏锡通科技产业园）。截至 2022 年底，累计签约土地开发模式产业园项目 6 个，分别位于南通、宿迁、滁州、常熟、张家港、嘉善，我们预计累计可出让商住用地约 1000 公顷。2018 年公司以轻资产模式签约银川苏银产业园，2022 年以轻重资产结合模式签约常熟中新昆承湖园区。

图表 2 截至 2023 年公司在苏州外拓展 7 个土地开发项目

主要业务模式	园区名称	城市	签约时间	预计/实际竣工时间	规划面积 (平方公里)
土地一级开发	中新苏通科技产业园	南通	2009/04	2028/12	98.5
土地一级开发	苏州宿迁工业园	宿迁	2011/01	2016/5	1.82
土地一级开发	中新苏滁高新技术产业开发区	滁州	2012/04	2035/12	35
土地一级开发	中新海虞花园城	常熟	2013/09	2024/12	1.66
土地一级开发	张家港市乐余镇项目	张家港	2013/10	-	-
土地一级开发	中新鸢山桃花源项目	张家港	2014/01	2024/12	1.58
土地一级开发	中新嘉善现代产业园	嘉善	2018/12	2030/12	16.5
轻资产服务	苏银产业园	银川	2018/11	-	53
轻重资产结合	中新昆承湖园区	常熟	2022/09	-	46

资料来源：公司公告，华创证券

公司聚焦产业园主业，2019 年剥离房地产开发业务上市，形成以园区开发运营为主体，产业投资和绿色公用为两翼的格局，主体业务占营收约 80%。1) 公司剥离房地产开发业务后于 2019 年 12 月成功上市，形成以园区开发运营（土地一级开发等）为主体板块，以载体配套（区中园出租）和绿色公用为两翼的格局；2) 2021 年公司优化业务结构，将区中园出租纳入主体业务，即主体业务主要为土地一级开发和区中园出租，两翼调整为产业投资和绿色公用。3) 公司主体业务园区开发运营稳步增长，2018-2022 年 CAGR 为 18%，上市以来，营收占比提升至 80% 左右，2023 年 H1 园区开发运营业务营收为 14.98 亿元，占总营收 78%；绿色公用业务同样保持稳定增长，2018-2022 年营收 CAGR 为 14%，2023 年 H1 实现 3.38 亿元营收，占总营收 18%。

图表 3 2023 年 H1 园区开发运营占营收 78%


资料来源：Wind，华创证券

二、招商引资能力保障一级土地出让，预计协议分成土储货值约 336 亿元

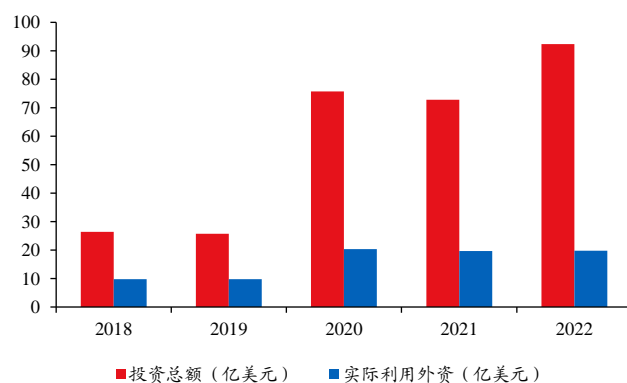
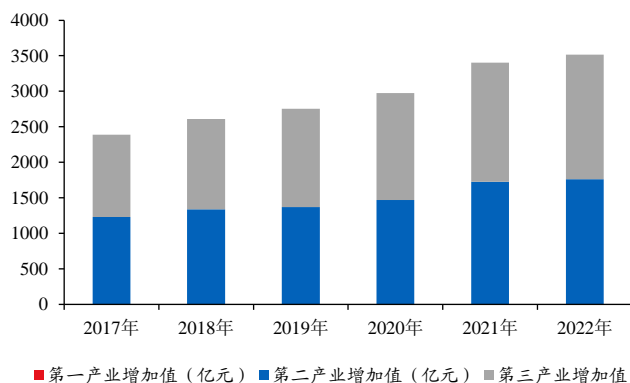
招商引资能力为产业园核心竞争力，保障园区的土地出让以及区中园物业出租。苏州工业园区连续多年引进优质高新产业，综合实力领先苏州各区及全国产业园，体现公司强大招商引资能力。截至 2022 年末，我们预计公司各园区可出让商住用地合计约 1000 公顷，其中协议分成土储货值约 336 亿元，若公司每年出让 100 公顷商住用地，可支撑未来 10 年土地出让。2022 年斜塘及嘉善项目开始贡献收入，苏通、宿迁等成熟项目基本稳定出让，土地出让收入有保障。

（一）招商引资能力为产业园核心竞争力，保障土地一级出让和区中园出租收入

苏州工业园区以高新产业为战略方向，经济发展、居民收入等综合实力领先各区。苏州工业园区 1994 年批准建设，是中国和新加坡两国政府间的首个合作项目，以信息技术、高端制造装备、生物医药、纳米技术应用为战略方向。已蝉联国家级经开区综合考评七连冠（2016-2022 年），园区依托产业实现经济快速增长，2018-2022 年地区生产总值 CAGR 达 8%；并且在进出口和利用外资方面具有显著优势，2022 年进出口总额为 1078 亿元，排名国家级经开区第一，实际利用外资 19.8 亿美元，排名国家级经开区第四；2022 年人均可支配收入 88807 元，排名全市第一。

图表 4 2018-2022 年苏州工业园生产总值 CAGR 达 8%

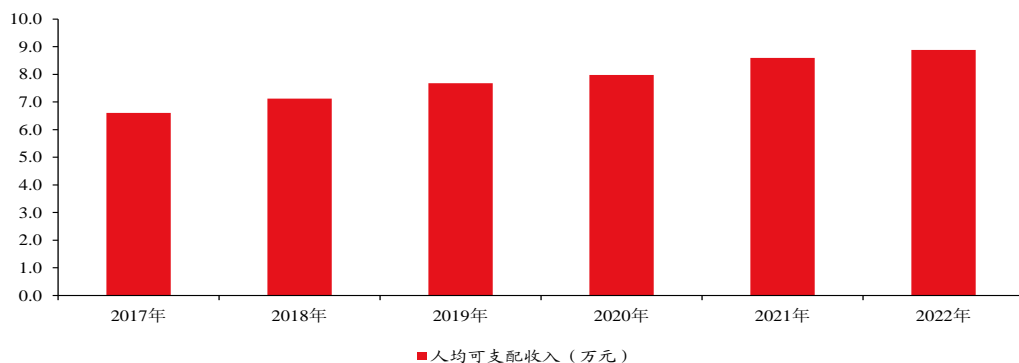
图表 5 2022 年苏州工业园实际利用外资 19.8 亿美元



资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

图表 6 2022 年园区人均可支配收入为 88807 元，排名全市第一



资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

公司为苏州工业园开发主体，具有强大的招商引资能力，成绩优异。1）公司依托中新合作平台，打造了强大的招商网络，组建专业的招商引资团队，2021年已有80多名国际化招商人才，具备成熟的招商引资能力。2）公司秉持招商亲商策略，招商引资成绩优异，引入公司质量极佳。2021年引进韩国浦项新能源汽车驱动马达以及光学巨头德国蔡司研发生产基地；2022年引进内外资项目超100个，其中科技项目达68个，成功引进嘉盛先创、生命盾医疗等半导体、医药等项目，以及新加坡CDL区域总部等服务业项目。3）公司在招商引资方面具有“亲商”、“国际化”的凸出优势，并不断优化招商方式，通过上线云平台、实施产业合伙人制度、产业投资带动招商等方式加强核心竞争力。

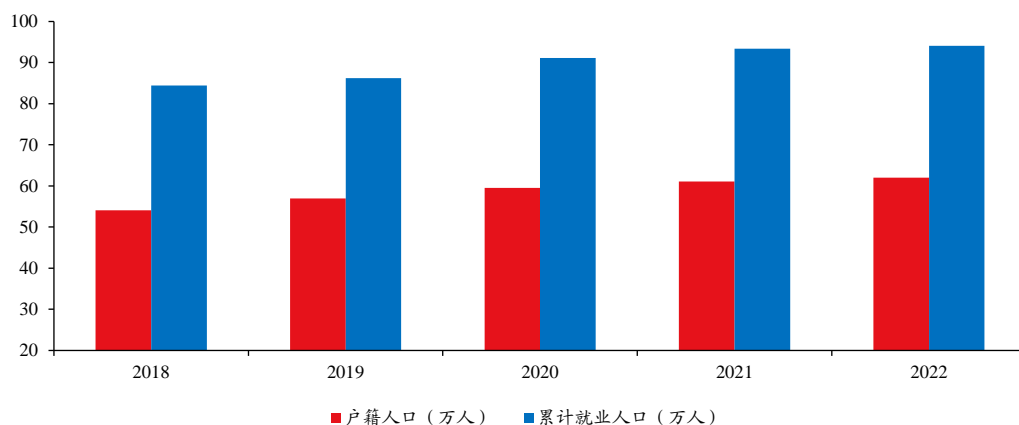
图表 7 公司为苏州工业园区引入多个生物医药、高端制造项目

	2019	2020	2021	2022
引进医药、半导体、信息技术等项目	康日百奥生物科技、吉斯凯医药、斯派曼等	丹纳赫诊断平台、赛沛诊断、星济生物、以心医疗		嘉盛先创、先跃智能、生命盾医疗、锐欣半导体、科锐特基因等
引进服务业项目			通标技术服务等	新加坡CDL区域总部、安波福企业管理等
引进研发生产基地			韩国浦项新能源汽车驱动马达、德国蔡司研发生产基地	开工建设：住友电木新工厂、蔡司集团； 扩建封顶：华星光电高端显示模组三期等
增资项目	康美包、爱知高斯、青山紧固件、高德电子等	东曜药业和碧迪医疗	太极半导体、昆岭薄膜、明度智云、福康智能等	东曜药业、博格华纳和康日百奥等
认定总部及功能性机构	维苏威全球研发中心及系统设计中心、德尔福科技研发中心、五矿证券苏州分公司等		欧瑞康科技、罗尔斯罗伊斯动力系统	

资料来源：公司公告，华创证券

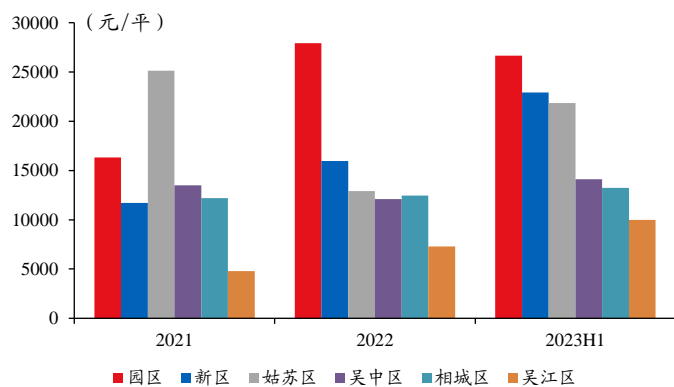
苏州工业园区具有产业和人口优势，土地一级出让有保障。苏州工业园区依托高新产业发展，聚集大量人口，户籍人口和累计就业人口持续增长，2022年分别为62万人、94万人，并拥有齐全的配套设施，为苏州市上位板块，保障土地一级出让。苏州工业园区土地出让溢价率和楼面价一直保持各区领先地位，2023年H1住宅及商住用地出让溢价率达9%，平均楼面价为26658元/平，均为全市第一。

图表 8 园区户籍人口和累计就业人口持续增长



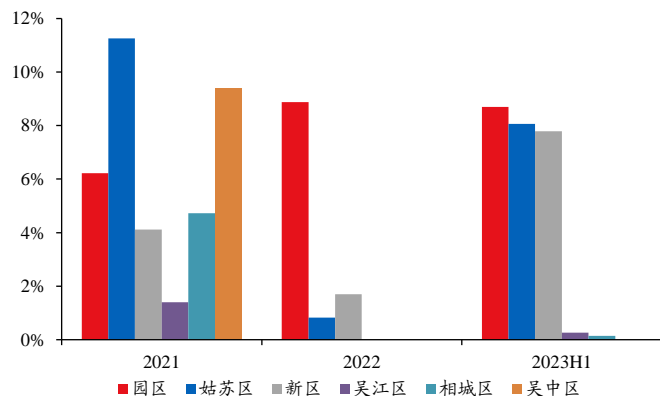
资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

图表 9 2023H1 园区土地出让平均楼面价全市第一



资料来源：克而瑞，华创证券

图表 10 2023H1 园区土地溢价率全市第一，为 9%



资料来源：克而瑞，华创证券

（二）预计公司可出让商住用地合计约 1000 公顷，可支撑未来 10 年土地出让

公司发挥园区开发营运优势，在除苏州外多地成功拓展 7 个土地一级开发项目。1) 2011 年起公司拓展 7 个土地一级开发项目，均位于产业聚集的长三角区域，其土地出让保障程度高。公司围绕“长江经济带”和“长三角一体化”战略，布局了中新苏锡通、中新苏滁、中新嘉善产城融合园区；围绕“新型城镇化”战略，实施了海虞、乐余、凤凰、宿迁项目。2) 公司招商引资实力强，截至 2022 年，分别为苏锡通科技园、苏滁高新区、嘉善现代产业园累计引入 240、290、40 个国内外工业项目，其中高新技术企业分别为 64、78、14 家，总投资额超 1020、850、269 亿元，包括希派电子、联钢精密、普立马特、先进半导体、四方光电等产业链龙头企业。

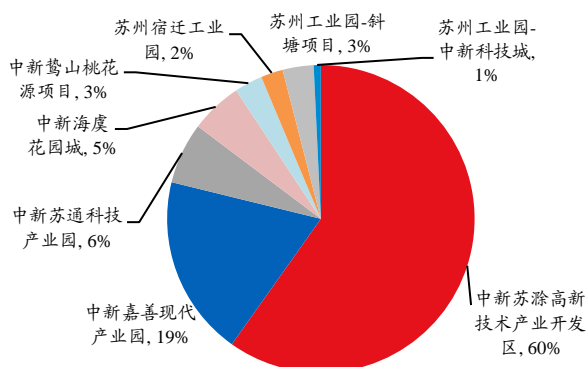
图表 11 2020 年末公司可出让土地为 1286 公顷

项目	签约时间	收益模式	可出让土地 (公顷)	战略方向	招商引资项目
苏州工业园-中新科技城	2006 年 4 月	协议分成	10	新一代信息技术、高端装备制造为主导，生物医药、纳米技术应用、人工智能	蔡司集团、嘉盛先创、先跃智能、生命盾医疗、锐欣半导体等
苏州工业园-斜塘街		协议分成	42		
苏锡通科技产业园 (原：中新苏通科技产业园)	2009 年 4 月	成本加成 38.5 平方公里； 协议分成 1.48 平方公里	83	高端装备制造、集成电路、生物医药、医疗器械“两主一新”产业定位（工业总产值同比增长位列全市第一）	希派电子、联钢精密、普立马特等,埃威阀门配件,日伸精密部件、萧氏地毯
苏州宿迁工业园	2011 年 1 月	协议分成	30	以电子信息、精密机械、新能源新材料等为主导的“1+1+1+N”特色产业体系	可成科技、长电科技、尼吉康电子、聚成金刚石(拥有国内最大金刚线生产基地)、苏州电瓷厂
中新苏滁高新技术产 业开发区	2012 年 4 月	协议分成	769	电子信息、先进装备制造、营养健康、新能源新材料四大主导产业	先进半导体、弗迪电池、鸿安机械、桐友显示,长久集团、胜华波汽配、南方黑芝麻、拉芳,铸铝头部企业派罗特克、环泰反光材料、启辰 ITO 靶材
中新海虞花园城	2013 年 9 月	协议分成	70	江南特色小城样本	-
张家港市乐余镇项目	2013 年 10 月	协议分成	出让完毕	-	-
中新鹫山桃花源项目	2014 年 1 月	协议分成	38	打造“一核双环”的生态田园社区	-
中新嘉善现代产业园	2018 年 12 月	PPP 模式	244	以智能传感为代表的电子信息产业、上游集成电路相关产业以及下游应用相关制造业	四方光电、博升光电、广楚科技等产业链头部企业，嘉广智能、镝擎传感等外资企业

资料来源：公司公告，各园区官网，华创证券

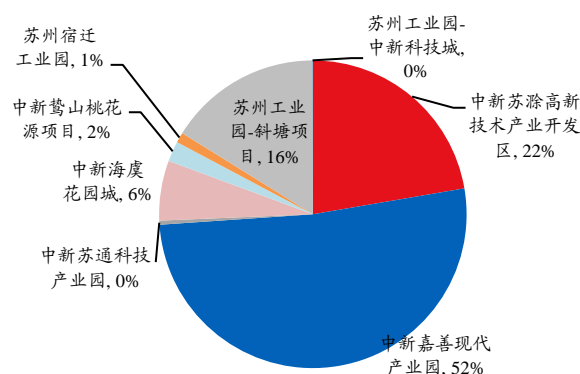
我们预计截至 2022 年末，公司可出让商住用地合计约 1000 公顷，预计可保障未来 10 年土地出让。1) 截至 2020 年末（2021 年及以后未披露该口径数据）公司可出让商住用地为 1286 公顷，其中 75% 为收入协议分成模式，实现收入以土地出让为前提，其中以苏滁高新区土地为主，占总面积 60%。其余分别为成本加成模式的苏锡通科技产业园，商住面积约 83 公顷，占总面积 6%，以及 PPP 模式（开发公司收入来源为政府性基金预算收入和合作区域内新产生税收收入，按成本加成方式获得收入）的中新嘉善现代产业园，商住面积约 244 公顷，占总面积 19%。2) 可出让土地为公司存货，主要体现为履约成本，其占存货比例高达 99.7%。其中嘉善现代产业园和苏滁高新区履约成本为 58、25 亿元，占比为 52%、22%。3) 截至 2022 年末，我们预计公司待出让商住用地合计约 1000 公顷，据测算公司协议分成的产业园土储货值约 336 亿元，若公司每年出让 100 公顷商住用地，仍可保障未来 10 年开发。

图表 12 2020 年苏滁高新区商住用地面积占 60%



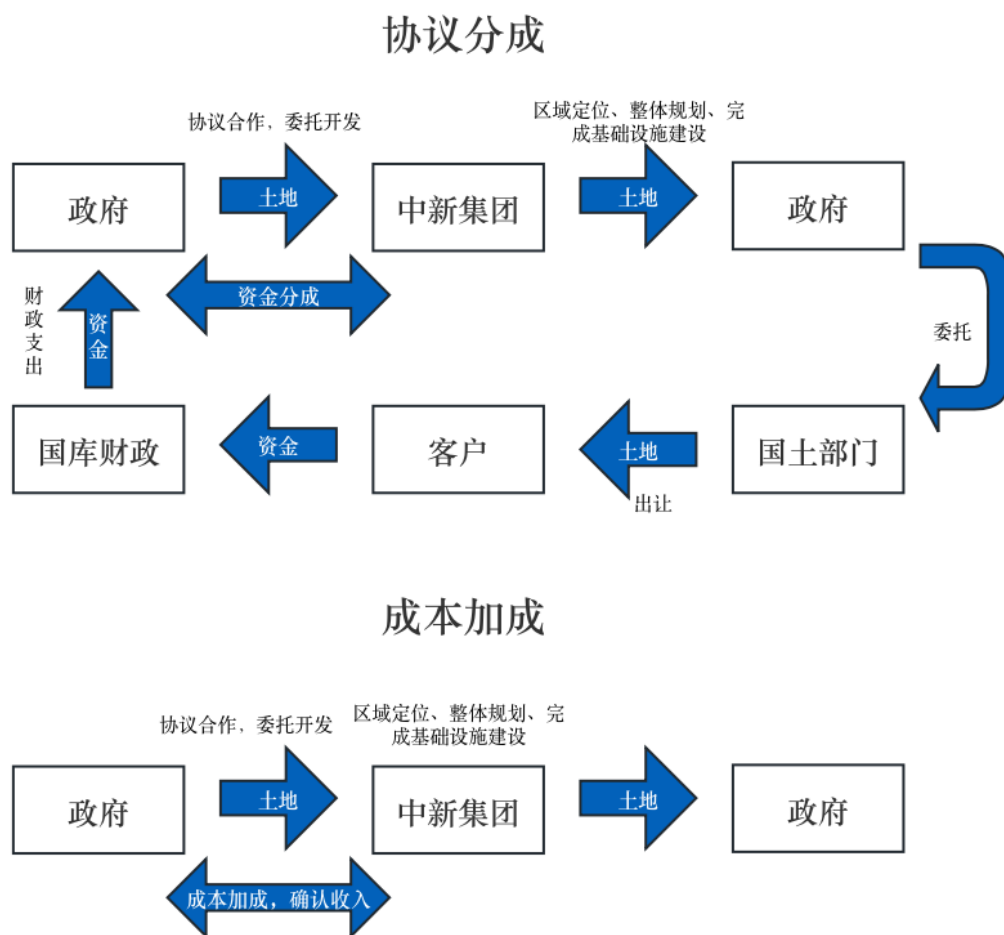
资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 2023 年 H1 嘉善现代产业园占履约成本 52%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 公司土地一级开发业务分为协议分成和成本加成模式

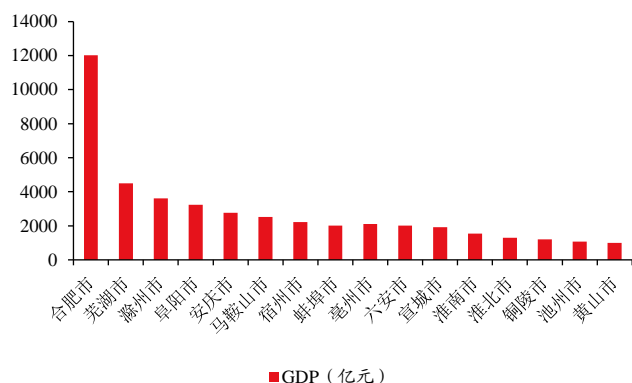


资料来源：招股说明书，华创证券

（三）主要项目均进入出让阶段，土地出让稳定收入有保障

滁州、嘉善分别积极承接南京、上海产业及科创资源溢出，经济持续增长，项目板块形成高新企业聚集，为当地上位板块，土地出让有保障。1) 滁州紧邻南京，区位优势明显，逐步发展为南京市规模最大的先进制造业承揽基地。滁州市 GDP 常年稳定保持全省前三。苏滁现代产业园 2012 年开始开发，布局早，培育时间较长，区域城市形象日趋完善，公共配套日趋成熟，实现每年基本稳定出让土地。2) 嘉善东邻上海，西依杭州，处于长三角经济圈的中心，为接轨上海第一站，承接上海企业和人才外溢。嘉善现代产业园重点发展电子信息和集成电路相关产业，与嘉善主导产业相契合，高新企业集聚，人口密集，配套设施完善，为城市板块上位区，有效需求能够支撑土地出让。

图表 15 2022 年滁州市 GDP 排全省第三



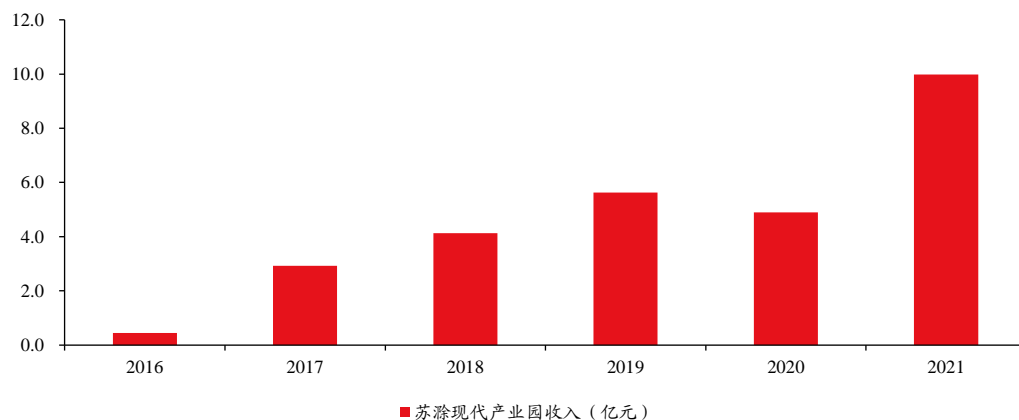
资料来源：安徽省统计年鉴，华创证券

图表 16 滁州承揽南京先进制造业



资料来源：公司官网，华创证券

图表 17 苏滁现代产业园可出让土地后每年均能实现收入



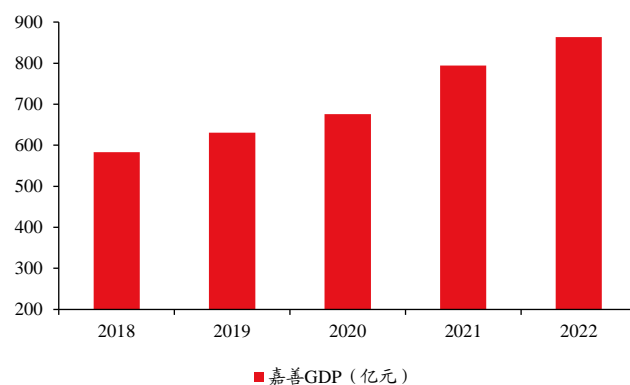
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 嘉善紧邻上海、苏州、杭州



资料来源：嘉善现代产业园官网，华创证券

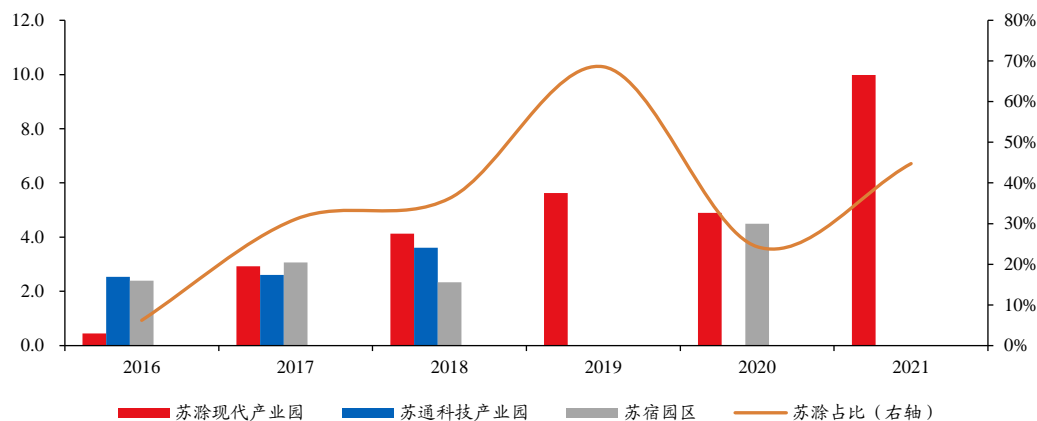
图表 19 嘉善 GDP 过去五年年均增长超 10%



资料来源：嘉善县人民政府，华创证券

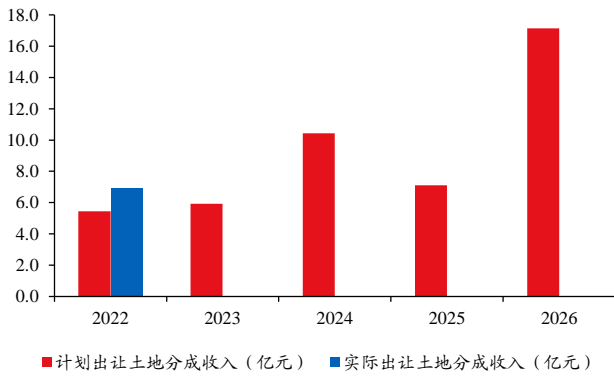
2022 年开始斜塘和嘉善带来业绩新增量，预计后续 4 年斜塘项目每年贡献收入 6-17 亿元。1) 协议分成模式中，苏滁现代园项目布局早，公共配套日趋成熟，2016 年开始释放业绩，至 2021 年其占土地一级开发收入几乎维持在 30% 以上。2) 中新科技城、宿迁工业园商住土地出让基本接近尾声，海虞花园城以及鸢山桃花源体量较小，但 2020 年前以上项目年均土地一级开发收入占比合计超 50%。3) 斜塘项目 2022 年开始挂牌，虽然规模较小，仅 42 公顷，但地处苏州核心地块工业园区，货值高。2022 年出让的 89.88 亩住宅地块均价高达 3312 万元/亩，实现收入约 6.9 亿元；2023 年上半年出让 43.31 亩宅地，单价仍高达 3757 万元/亩，37.57 亩商业地块，单价 208 万元/亩，公司出让土地合计收入 8.6 亿元。4) 公司持有土储面积最多的中新嘉善现代产业园，也于 2022 年首次贡献收入，预计约 13 亿元，占 2022 年土地一级开发收入的 43%。5) 虽然苏滁项目占比下滑，但斜塘和嘉善项目提供业绩增量。按照公司预计，斜塘将于 2022-2026 年完成出让，目前进度略快于预期。未来斜塘高价值强保障地块逐步出让仍将稳定保证土地一级开发收入。6) 叠加成本加成模式苏锡通科技产业园及 PPP 模式的嘉善现代产业园稳定获取收益，土地一级开发收入有保障。

图表 20 2016-2021 年苏滁现代产业园培育成熟后，其占土地出让收入超 20%



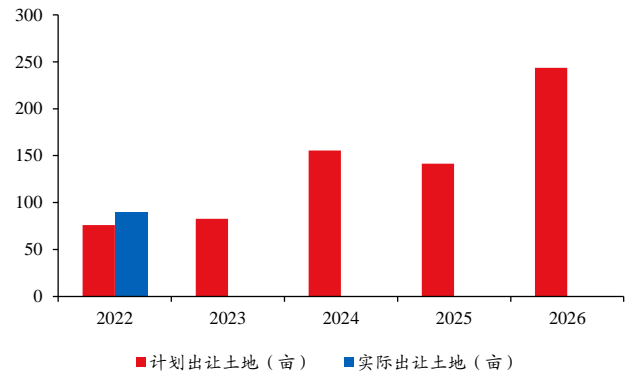
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 斜塘项目预计收入 40 亿元，兑现度高



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 斜塘项目实际土地出让进度快于预期

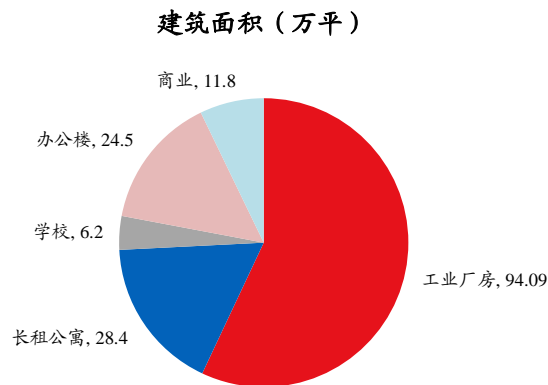


资料来源：公司公告，华创证券

三、积极拓展区中园出租，预计年保底收入约 4.7 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 9%

公司外拓并提档区中园业务，获取长期稳定的租金收入。1) 区中园开发运营专注工业类载体、特色产业园区和蓝白领长租公寓，负责全过程开发运营和管理，并通过招商亲商、产业投资及配套服务，获取稳定租金和增值收益。2) 2019 年公司剥离房地产销售业务，自持剩余苏州工业园区资产，合计 165 万平，均用于出租，包括工业厂房、长租公寓、办公楼、商场以及学校，同年公司开始不断外拓其他城市园区物业。3) 2021 年公司将区中园业务纳入主体板块园区开发运营中，从“一体两翼”的一翼提升至一体之中，战略重要性提升。

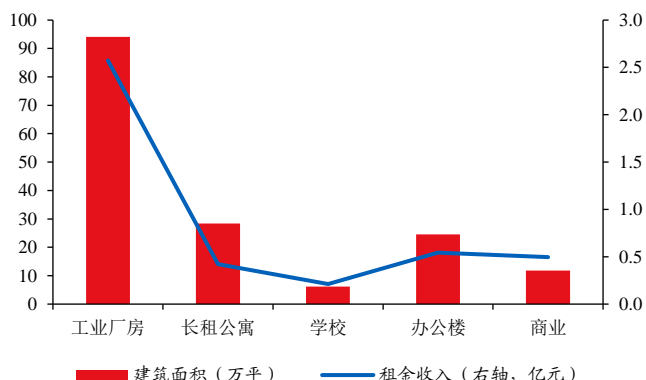
图表 23 2019 公司自持物业包括工业厂房、长租公寓、办公楼等



资料来源：公司公告，华创证券

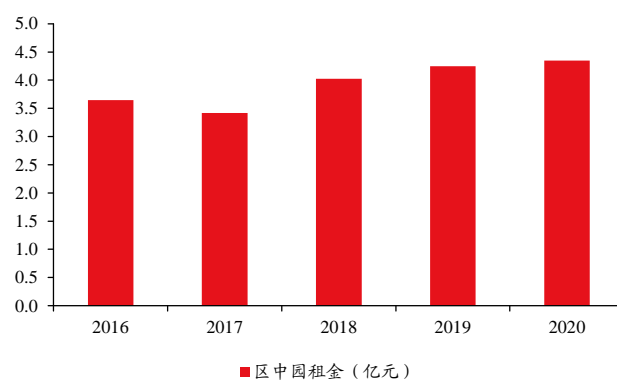
公司自持 181 万平苏州工业园区优质物业，预计年稳定贡献约 4.7 亿元租金。1) 截至 2023 年上半年，公司自持苏州工业园区物业合计 181 万方，持有面积居公司各园区首位，具有区位优势。2) 自持物业以工业厂房为主，高达 110 万平，占自持苏州工业园区物业 61%。2019 年定建厂房租金为 34 元/月/平，单价高，与商业租金同一水平，标准厂房为 20 元/月/平，处于中等水平。工业厂房出租率高，2022-2023 年上半年均为 95%，客户主要为抗风险能力强的大客户，包括三星、麦格纳国际、德尔福派克等，其租期 10 年以上，租金稳定性有保障。3) 2016 年-2020 年苏州工业园物业出租稳定后租金上升至 4.3 亿元，其中 94 万平工业厂房创造了 60% 的租金收入，2022 年厂房面积增加至 110 万平，仍为租金贡献主力，预计苏州工业园区年租金约 4.7 亿元。

图表 24 2019 年自持面积 57%为工业厂房



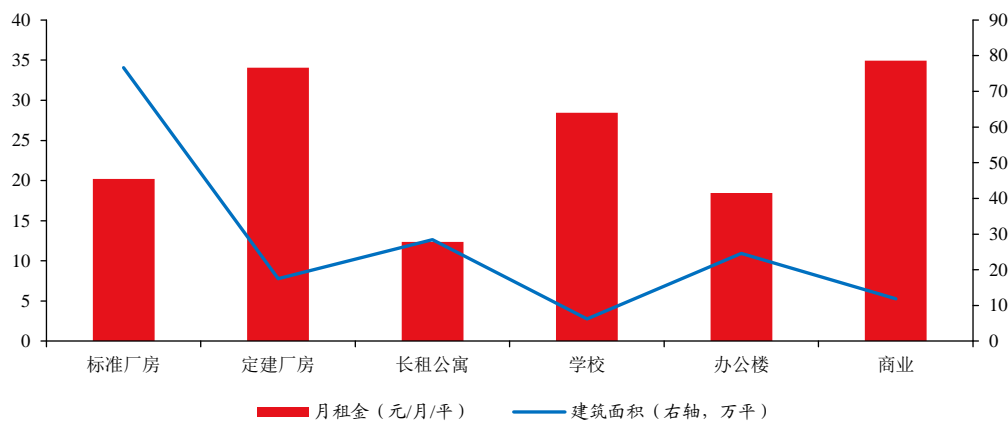
资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 2020 年公司租金收入上升至 4.3 亿元



资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 定建厂房租金为 34 元/月/平，与商业租金为同一水平

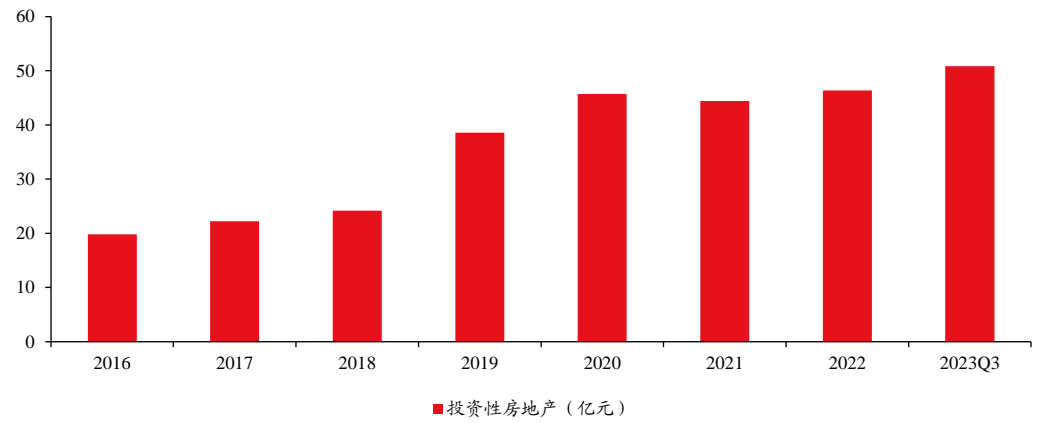


资料来源：公司公告，华创证券测算

公司 2019 年开始积极拓展区中国业务，预计 2022-2027 年区中国租金可实现 9% 的增长。

1) 控股子公司中新智地 2019 年由房地产销售业务向区中国业务转型，负责开拓公司自有产业园以外的区中国，如中新智地 2019 年签约嘉善姚庄项目（中新智地（嘉善）智能制造产业园）；区域公司负责拓展产业园内区中国，如中新嘉善在嘉善现代产业园内打造区中国——中新嘉善中新智慧园一期，目前租金水平为当地第一梯队。2) 截至 2021 年，公司落地 9 个拓展项目，新增工业载体面积 120 万平。2022 年继续落地吴江苏州湾、句容、滁州等项目，新增工业载体面积 60 万平；另外 2022 年 9 月签约中新昆承湖园区，计划自持 67 万平区中国。3) 截至 2023 年上半年，公司规划自持区中国物业面积约 418 万平，其中公司区中国（不含学校商业）工业载体落地面积为 280 万平，已建成投运 160 万平，还有 120 万平待陆续投运。公司不断加大区中国业务投入，投资性房地产已从 2018 年 24 亿元增加至 2023 年三季度末 51 亿元，增幅达 110%。据我们测算，若 120 万平工业载体 5 年内实现投运，预计 2022-2027 年租金可实现 9% 年均增长。

图表 27 2018-2023Q3 投资性房地产增长 110%



资料来源: Wind, 华创证券

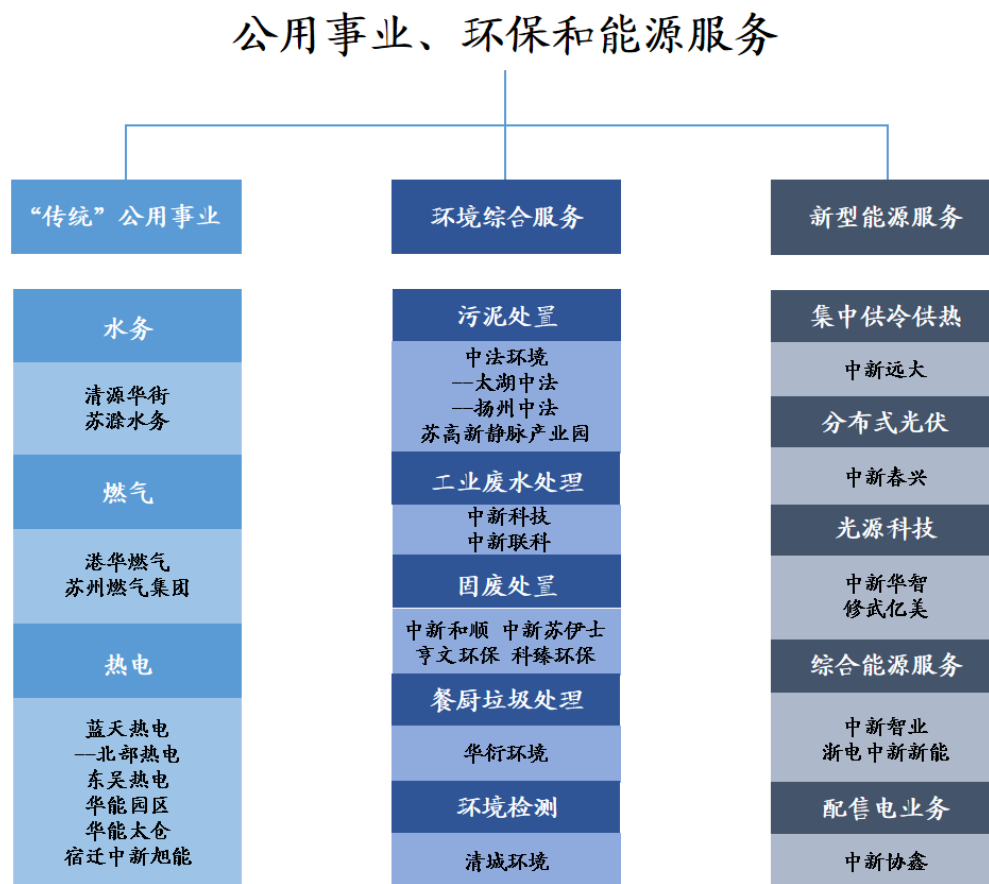
四、“主体”与“两翼”互哺，绿色公用与产业投资快速增长

“两翼”绿色公用、产业投资依托于“主体”园区开发运营业务。1) 绿色公用业务具有特许经营权，伴随产业园的拓展不断进入当地园区，随着 2020 年大量项目投运，预计 2023-2025 年绿色公用营收可保持 15% 以上的年增长。此外公司计划 2025 年持有分布式光伏电站 2GW，全部投入运营后预计带来每年 12.5 亿稳定现金流。2) 2021 年开始，公司产业投资收益进入兑现期，2021、2022 以及 2023 年前三季度公允价值变动净收益分别为 2.2、1.32、2.53 亿元，未来随着大规模已投项目达成业绩或上市，我们预计投资收益或将继续提升。

（一）绿色公用享特许经营权收入稳定，预计 2023-2025 年营收可实现 15% 以上年增长

公司绿色公用业务在苏州工业园区居主导地位，可分为传统公用事业、环境综合服务与新能源服务三大类。1) 公司绿色公用设施建设先进，为苏州工业园区直接提供服务，绿色公用业务由子公司中新绿地开展，在园区内具有主导地位。2) 绿色公用业务目前已形成三大类：a) 传统公用事业，包括自来水、燃气、燃电供应以及水务一体化等；b) 环境综合服务，为污泥、工业废水、固废及餐厨垃圾处理与环境检测；c) 新能源服务：包括集中供冷供热、分布式光伏、光源科技、综合能源服务、配售电业务。3) 目前公司已形成系统性的公用事业产业链，具备成熟的投资、建设及运营经验，能持续为城市和园区提供优质的公用产品及服务。

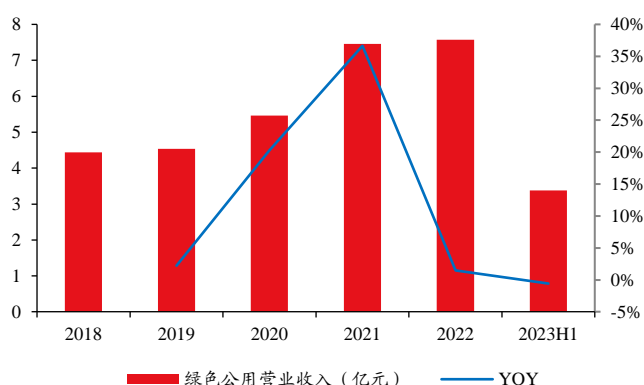
图表 28 绿色公用业务包含传统公用事业、环境综合服务及新能源服务



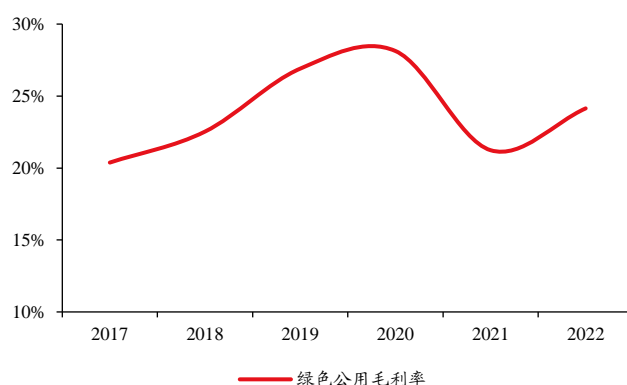
资料来源：公司官网，华创证券

绿色公用业务享特许经营权，从苏州工业园拓展至其他园区，预计 2023-2025 年营收可实现 15%以上年增长。1) 公司热电联供、市政污水处理、污泥处置等业务由政府授予企业特许经营权或许可资质，价格需由政府审议，存在一定毛利率波动风险，如 2021 年受原材料价格上涨，公司毛利率下滑；但工业废水、危险废弃物处置业务由公司和客户自行签订协议，价格随行就市。2) 2019 年开始公司逐步将绿色公用扩张至其他城市产业园，带来业绩的持续增长。如将污泥处理业务扩张至扬州；工业废水处理业务扩展至太仓、瑞安、舒城；危废处理业务扩展至苏州相城区、滨州、诸城等地。新签项目带来中新公用（2023 年 6 月已改名为中新绿发）总资产增长，对应到绿色公用业务营收增长存在一定时滞。随着大量绿色公用项目投运，预计 2023-2025 年绿色公用业务营收可实现 15%以上的年增长。

图表 29 2022 绿色公用收入增长至 7.6 亿元



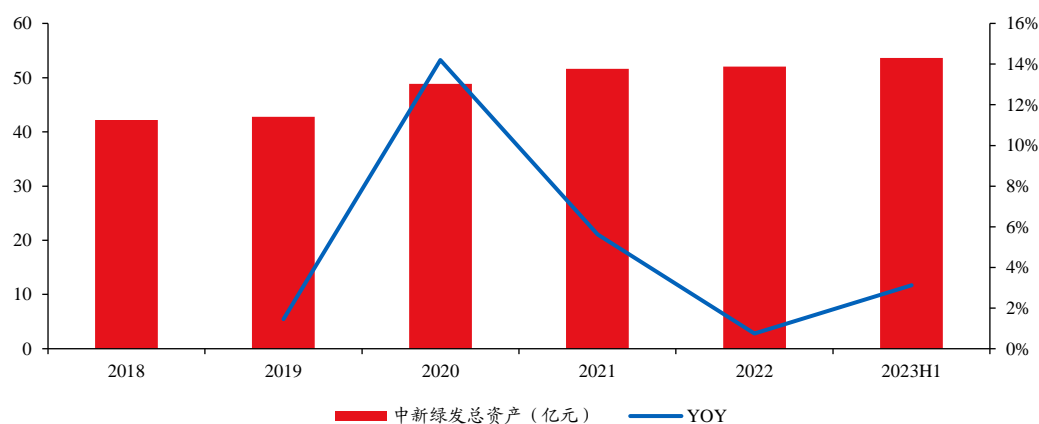
图表 30 绿色公用毛利率中枢约 25%



资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司公告，华创证券

图表 31 中新绿发总资产增长领先于绿色公用营收增长



资料来源：公司公告，华创证券

2025 年自持分布式光伏 2GW，远期来看每年可带来 12.5 亿元现金流。1) 公司 2022 年 3 月公告，以自有资金投资 12.5 亿元设子公司中新绿能，定位分布式光伏电站、储能、充电桩等项目的开发、投资、建设、收购及运营，计划未来三年自持达 2GW，空间巨大。公司在各产城融合园区的开发主体地位以及公司持有众多优质厂房的优势，保障公司光

光伏发电消纳。2) 2022 年底，公司并网投运分布式光伏电站 36 个，共计 104MW；截至 2023 年上半年中新绿能及中新春兴、中新旭德等参股公司累计完成并网 170MW，在建项目 65MW，储备项目 500MW。伴随 2023 年光伏组件价格的快速大幅下降，公司有望加快建设及收购进度。3) 据我们测算，若公司实现 2025 年自持 2GW 光伏电站，且未来全部投入运营，每年将实现 12.5 亿元收入。

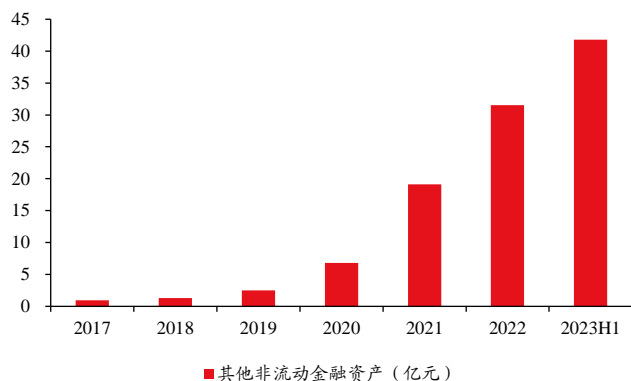
图表 32 预计公司自持 2GW 分布式光伏电站每年可带来约 12.5 亿现金流

2GW 分布式光伏电站收入测算	
江苏省分布式光伏年有效利用小时数	1100
光伏电站规模 (GW)	2
年发电量 (亿 kW·h)	22
就地消纳比例	85%
就地消纳电价 (元/kW·h)	0.6
就地消纳收入 (亿元)	11.2
并网比例	15%
并网电价 (元/kW·h)	0.391
并网收入 (亿元)	1.3
收入总计	12.5

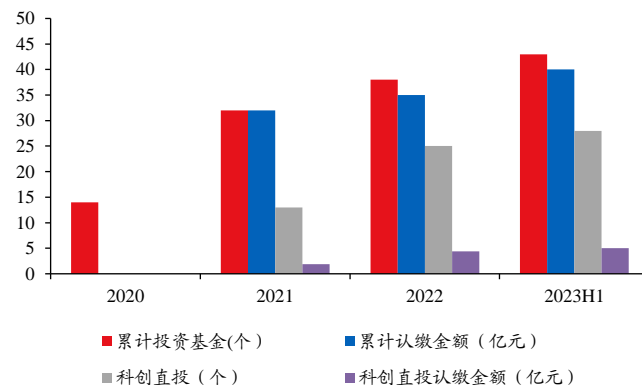
资料来源：公司公告，阳光工匠光伏网，国网江苏省电力有限公司，华创证券测算

（二）产业投资与招商引资互相助力，2023 年 H1 公允价值变动净收益为 2.53 亿元

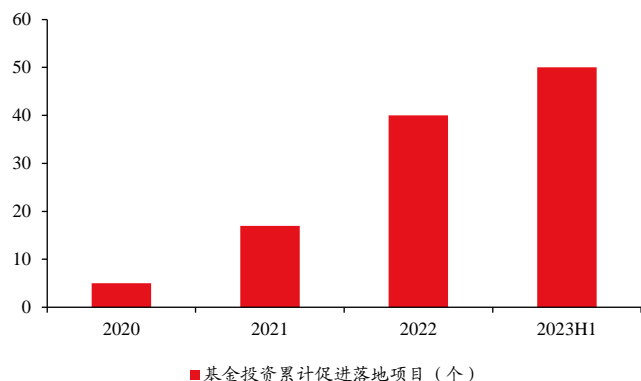
招商引资产业投资互相助力，产业投资规模快速增长。1) 2020 年公司正式形成了母基金、产业子基金及项目直投的多层次产业投资业务布局，投资信息技术、智能制造、半导体、生物医药等招商经验丰富的行业项目，产业投资规模迅速增长。其他非流动金融资产从 2019 年的 2.5 亿元迅速增长至 2022 年的 31.5 亿元，复合增速为 133%，2023 年上半年已达 41.8 亿元。2) 2023 年上半年公司所投基金拉动各产业园投资近 80 亿元，新增和追加直接投资慧疗生物、齐禾生科、懋略科技等医疗健康、新能源项目 5 个。截至 2023 年上半年公司累计认缴投资 43 支基金，认缴总金额近 40 亿元，并促成 50 个招商项目落户产业园，拉动投资近 570 亿元，实现“以投带招、以招促投”。3) 2022 年 7 月及 2023 年 6 月公司通过发债合计融资 20 亿元，主要用于产业投资，票面利率分别仅为 2.96%、2.9%，降低公司融资成本。截至 2023 年三季度，公司资产负债率仅为 44.96%，有较大加杠杆空间，继续通过低成本融资，可实现产业投资规模以及绿色公用业务快速扩张。

图表 33 19-22 年其他非流动金融资产 CAGR 为 133%


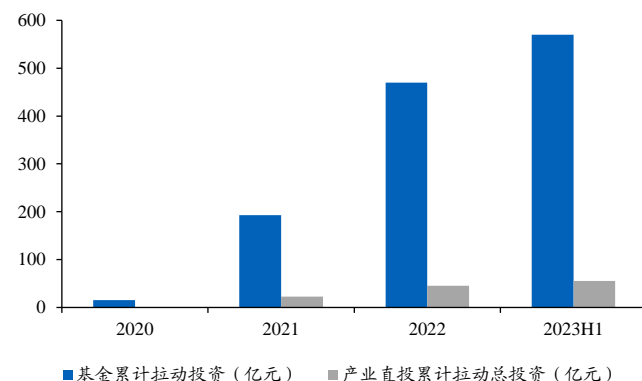
资料来源：公司公告，华创证券

图表 34 2023 年 H1 产业投资认缴金额近 40 亿元


资料来源：公司公告，华创证券

图表 35 2023 年 H1 基金投资累计促进 50 个项目落户


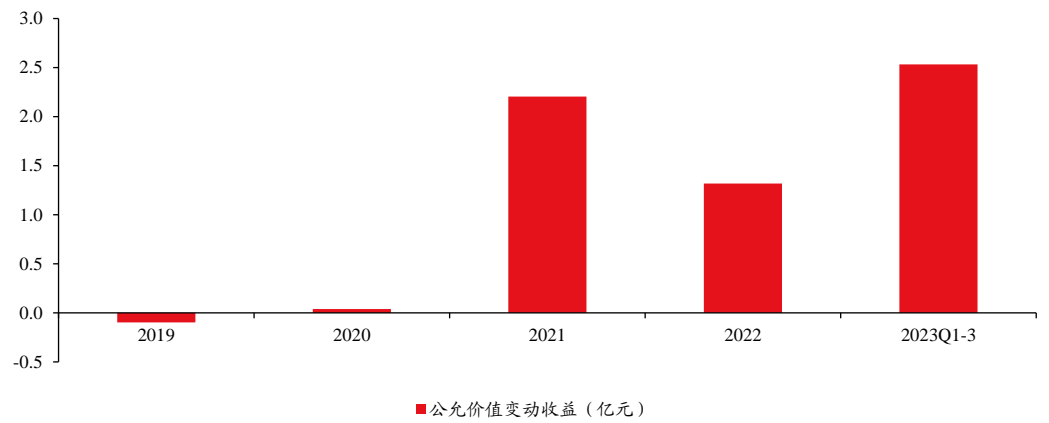
资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 2023 年 H1 基金累计拉动投资 570 亿


资料来源：公司公告，华创证券

产业投资具有先发优势，2021 年开始投资进入兑现期，2023 年上半年公允价值变动净收益为 2.53 亿元。 1) 公司产业投资主要为“投早投小”，作为为园区开发主体，公司具有获取优质资源的先发优势，能更深入了解被投公司的价值，投资风险相对较低，且公司投资侧重于新能源、新材料、半导体、医药等国家战略性新兴产业，投资收益具有保障。2) 2021 年开始，产业投资收益进入兑现期，2021、2022 以及 2023 年前三季度公允价值变动净收益分别为 2.2、1.32、2.53 亿元，未来随着大规模已投项目达成业绩或上市，我们预计公司公允价值变动收益或将继续提升。

图表 37 2021 年开始产生公允价值收益，2023 年 Q1-3 实现 2.53 亿元



资料来源：公司公告，华创证券

五、估值与投资建议

（一）盈利预测

公司业务目前业务结构为一体两翼，“一体”是园区开发与运营，“两翼”分别是绿色公用与产业投资，其中产业投资收益体现为公允价值变动净收益。

园区开发与运营主要分为三大业务：一级土地出让、区中园物业出租、多元化服务（咨询招商等）。1) 斜塘项目位于苏州核心区域工业园区，土地稳定出让有保证，2022年-2023年上半年公司在苏州分别实现分成收入6.9亿元、8.6亿元，以及在公司强大招商引资实力赋能下，苏锡通、嘉善等产业园将持续业绩贡献。2) 公司区中园物业已投入运营231万平，仍有120万平待投运。据我们测算，若120万平工业载体5年内实现投运，2022-2027年有望实现9%租金增长。3) 多元化服务为产业园招商引资，收入较稳定。4) 整体来看，预计园区开发与运营业务2023-2025年营收为41、48、57亿元，增速分别为6%、17%、18%，毛利率分别为64%、65%、65%。

公司绿色公用业务具有特许经营权，业绩具有较强稳定性，且持续扩张至苏州工业园区外的公司其他城市园区。公司计划2025年自持分布式光伏2GW，截至2023年上半年已完成9%进度，随着光伏组价价格大幅下降，公司有望加快建设及收购进度。预计绿色公用业务2023-2025年营收分别为8.7、10.4、13.6亿元，增速分别为15%、20%、30%，毛利率分别为26%、28%、30%。

我们预计2023-2025年公司营业收入为51、60、72亿元，增速分别为8%、18%、20%，毛利率分别为56.9%、57.5%、57.8%

图表 38 公司盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收(亿元)	47	51	60	72
YOY	21%	8%	18%	20%
毛利率	52.8%	56.9%	57.5%	57.8%
园区开发运营营收(亿元)	38.7	41.0	48.2	56.7
yoy	27%	6%	17%	18%
毛利率(%)	64.7%	64.5%	64.9%	65.4%
营收比例(%)	82%	80%	80%	79%
绿色公用营收(亿元)	7.6	8.7	10.4	13.6
yoy	1%	15%	20%	30%
毛利率(%)	24.1%	26.1%	28.1%	30.1%
营收比例(%)	16%	17%	17%	19%
其他业务营收(亿元)	1.1	1.3	1.4	1.5
yoy	2%	10%	10%	10%
毛利率(%)	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
营收比例(%)	2%	2%	2%	2%

资料来源：Wind，华创证券测算

（二）估值与投资建议

考虑公司业务为园区开发与运营、绿色公用以及产业投资，产业园区位好且公司招商引资能力强，业务具有较强稳定性，选择产业园区位较好、自持物业比例较高、业绩展望较稳定的园区开发公司作为可比公司。我们预计中新集团 2023-2025 年 EPS 分别为 1.31、1.53、1.85 元，行业可比公司平均 PE 为 8.6 倍，同时考虑到当前市场下土地出让情况具有一定不确定性，给予公司 2024 年 8 倍 PE，对应 2024 年目标价 12.26 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 39 可比公司估值

公司名称	收盘价（元）	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
上海临港	9.9	0.4	0.6	0.7	0.8	24.8	16.4	14.0	12.3
南京高科	6.0	1.4	1.2	1.4	1.7	4.3	4.9	4.2	3.6
浦东金桥	10.0	1.4	1.6	1.3	1.7	7.1	6.3	7.4	5.8
行业平均						12.1	9.2	8.6	7.3
中新集团	7.8	1.1	1.3	1.5	1.8	7.3	6.0	5.1	4.2

资料来源：Wind，华创证券测算（注：股价为 2024 年 1 月 12 日收盘价）

六、风险提示

- 1、行业继续大幅下行，导致业务收益下降。**目前公司土地一级开发业务占比高，若地产行业回暖不及预期，开发区域内土地出让节奏可能放缓，开发投资成本上升可能导致项目盈利能力下降。
- 2、园区招商引资竞争加剧。**热门区域投资门槛不断提高，产业招商竞争激烈，可能导致空置率上升，租金水平提升缓慢，租赁项目盈利压力增大。
- 3、产业投资风险。**公司产业投资主要投资产业园内处于发展早期的项目，投资规模持续加大，而投资项目从初始投资到成熟盈利需要较长的培养期，在投资运营过程中，对外投资业务可能面临投资决策、投后管理、投资退出等风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,620	8,483	18,046	33,199
应收票据	8	4	6	8
应收账款	2,470	3,490	2,740	3,582
预付账款	17	18	24	25
存货	11,009	11,779	15,762	18,018
合同资产	211	285	419	427
其他流动资产	333	459	528	599
流动资产合计	17,668	24,518	37,526	55,857
其他长期投资	5,265	5,758	5,878	6,033
长期股权投资	3,233	3,332	3,332	3,332
固定资产	1,433	1,486	1,847	2,471
在建工程	977	967	981	995
无形资产	191	280	365	467
其他非流动资产	3,688	4,749	5,169	5,631
非流动资产合计	14,787	16,572	17,571	18,929
资产合计	32,455	41,090	55,096	74,786
短期借款	1,543	1,756	1,970	2,183
应付票据	20	6	8	12
应付账款	1,796	2,242	2,915	3,239
预收款项	87	94	111	132
合同负债	1,619	1,741	2,049	2,450
其他应付款	1,855	2,102	2,102	2,102
一年内到期的非流动负债	399	399	399	399
其他流动负债	727	698	816	979
流动负债合计	8,046	9,038	10,369	11,496
长期借款	5,075	9,971	20,612	36,707
应付债券	998	1,998	1,998	1,998
其他非流动负债	305	361	361	361
非流动负债合计	6,378	12,329	22,971	39,066
负债合计	14,424	21,368	33,340	50,561
归属母公司所有者权益	13,334	14,814	16,522	18,598
少数股东权益	4,697	4,908	5,234	5,626
所有者权益合计	18,031	19,722	21,756	24,224
负债和股东权益	32,455	41,090	55,096	74,786

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,164	921	116	629
现金收益	2,727	2,655	3,090	3,607
存货影响	-340	-770	-3,983	-2,256
经营性应收影响	-1,133	-1,017	743	-845
经营性应付影响	-182	686	692	350
其他影响	92	-634	-425	-227
投资活动现金流	-1,365	-1,709	-844	-1,243
资本支出	-308	-295	-638	-963
股权投资	-242	-99	0	0
其他长期资产变化	-814	-1,315	-206	-280
融资活动现金流	702	5,652	10,291	15,767
借款增加	1,447	6,109	10,855	16,308
股利及利息支付	-949	-1,147	-1,266	-1,369
股东融资	144	144	144	144
其他影响	61	546	558	683

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,742	5,100	6,001	7,176
营业成本	2,013	2,199	2,548	3,028
税金及附加	12	210	136	177
销售费用	12	23	17	21
管理费用	256	230	270	323
研发费用	13	14	16	20
财务费用	169	176	202	122
信用减值损失	5	7	7	7
资产减值损失	-30	0	0	0
公允价值变动收益	132	253	279	307
投资收益	388	255	255	255
其他收益	87	86	86	86
营业利润	2,848	2,861	3,449	4,151
营业外收入	7	112	32	39
营业外支出	3	2	4	3
利润总额	2,852	2,971	3,477	4,187
所得税	669	656	768	924
净利润	2,183	2,316	2,710	3,263
少数股东损益	575	353	413	497
归属母公司净利润	1,608	1,963	2,297	2,766
NOPLAT	2,313	2,453	2,867	3,358
EPS(摊薄) (元)	1.07	1.31	1.53	1.85

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	21.1%	7.6%	17.7%	19.6%
EBIT 增长率	18.1%	4.2%	16.9%	17.1%
归母净利润增长率	5.6%	22.1%	17.0%	20.4%
获利能力				
毛利率	57.6%	56.9%	57.5%	57.8%
净利率	46.0%	45.4%	45.2%	45.5%
ROE	12.1%	13.3%	13.9%	14.9%
ROIC	21.4%	14.9%	11.2%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	44.4%	52.0%	60.5%	67.6%
债务权益比	46.1%	73.4%	116.5%	171.9%
流动比率	2.2	2.7	3.6	4.9
速动比率	0.8	1.4	2.1	3.3
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	144	210	187	159
应付账款周转天数	332	331	364	366
存货周转天数	1,939	1,865	1,946	2,008
每股指标(元)				
每股收益	1.07	1.31	1.53	1.85
每股经营现金流	0.78	0.61	0.08	0.42
每股净资产	8.90	9.88	11.02	12.41
估值比率				
P/E	7	6	5	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	7	6	5

房地产组团队介绍

房地产组组长、首席研究员：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨航

上海财经大学学士，浙江大学硕士，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wange@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522