

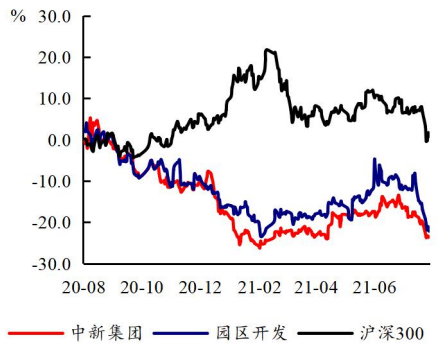
中新合璧，打造“一体两翼”园区综合运营商 ——中新集团（601512.SH）首次覆盖报告

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 金文曦
资格证书 S1710521010004
电子邮箱 jinwx@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1498.89
流通A股/B股(百万股)	1498.89/0.00
资产负债率(%)	41.17
每股净资产(元)	7.81
市净率(倍)	1.16
净资产收益率(加权)	5.77
12个月内最高/最低价	12.74/8.93

相关研究

核心观点

一体两翼，打造内地园区运营龙头。公司提出以园区开发运营为主体板块，以产业载体配套和绿色公用为两翼支撑板块的“一体两翼”协同发展格局。公司以产为核，深耕园区开发运营，形成园区开发运营、产业载体配套、绿色公用以及多元化服务四大业务板块。2020年，公司实现营收34.1亿，同比下滑35.71%，四大业务板块分别占比59%、13%、16%、12%，归母净利润13.07亿，同比增长20.67%。

产城融合，深耕长三角。公司立足苏州，深耕长三角。园区开发运营作为业务前端，收益丰厚，公司不断扩大自身优势，积极外拓，通过品牌赋能，积极融入国家战略，拓展新型城镇化、一带一路项目。产业载体配套方面，逐步剥离房产销售，大力发展商业物业及长租公寓等租赁业务。绿色公用为公司优质且稳定的利润来源，未来将通过品牌赋能进一步扩展。多元化服务将随园区的发展而获得更加广阔的成长空间。

中新合璧，政策红利叠加管理优势形成护城河。公司依托中新国家级合作背景，拥有得天独厚的政策优势。自主创新示范区及自贸区的设立，促使园区飞速发展，成为国际高水平产业园区，形成一定的品牌效应。同时，叠加新方优秀的城市管理能力，借鉴整体规划、综合开发，规划先行、产城融合等理念，提高园区运营效率，形成公司的护城河。

苏州工业园作为标杆性项目树立品牌，轻资产运作实现品牌输出。公司依托苏州工业园，打造“2+3+1”特色产业体系，形成多种产业协同发展的多层次产业格局，推动未来园区运营更具规模效益和跃迁升级的动能。苏银产业园作为首个轻资产输出项目，公司负责苏银产业园的规划提升、招商引资、软件转移和城市运营等轻资产服务，并向苏银产业园管委会收取服务对价。

投资建议

公司立足苏州工业园区，在园区开发、招商管理、产业导入拥有丰富的管理经验，园区开发运营作为公司的核心收入来源，目前已经实现轻资产品牌输出，我们预测公司2021/2022/2023年EPS分别为1.05/1.21/1.37元/股，对应PE为9/8/7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

政策调控超预期风险；经济下行风险

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3414.11	4006.16	4589.55	5137.46
增长率(%)	-35.71	17.34	14.56	11.94
归母净利润	1307.47	1566.70	1807.06	2060.12
增长率(%)	20.67	19.83	15.34	14.00
EPS(元/股)	0.87	1.05	1.21	1.37
市盈率(P/E)	11.40	8.66	7.51	6.58
市净率(P/B)	1.35	1.02	0.86	0.73

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价为2021年7月28日收盘价

正文目录

1. 国家级合作下的园区企业龙头.....	4
1.1. 产城融合建平台，“一体两翼”共发展.....	4
1.2. 中新合璧，打造内地园区龙头.....	5
1.3. 扎根园区开发运营，净利润持续增长.....	5
2. 产城融合，深耕园区开发运营.....	7
2.1. 园区开发运营：前端收益丰厚，开发溢价体现核心.....	7
2.1.1. 立足苏州，深耕长三角.....	7
2.1.2. 招商运营经验成熟，园区经济效益持续提升.....	9
2.2. 产业载体配套：剥离房产销售，转向持有运营.....	11
2.3. 绿色公用：产业链完整，盈利稳定可持续.....	13
2.3.1. 产业链完整，多举措布局新能源领域.....	13
2.3.2. 特许经营资质，行业壁垒深厚.....	14
2.3.3. 拓展服务边界，推广循环经济产业园模式.....	15
2.4. 多元化服务：协同园区发展，成长空间广阔.....	15
3. 优势：政策红利叠加管理优势高筑护城河.....	16
3.1. 政策优势：国家级合作，政策优势得天独厚.....	16
3.2. 管理优势：中新合作，科学管理.....	17
3.3. 苏州工业园：以产为核，转型步步深化.....	19
3.3.1. 顺势而为，从发展到转型升级.....	19
3.3.2. 科技创新促进高附加值产业吸附.....	20
3.4. 苏银产业园：轻资产运营管理输出.....	21
盈利预测与估值.....	22
关键假设.....	22
估值讨论.....	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	4
图表 2. 中新集团股权结构.....	5
图表 3. 2016-2020 年公司营收变动.....	6
图表 4. 净利润持续稳步增长.....	6
图表 5. 公司主营业务收入结构.....	6
图表 6. 2016-2020 年公司各项业务营收.....	6
图表 7. 毛利率、净利率同步提升.....	7
图表 8. 园区开发运营业务毛利率高于其他业务.....	7
图表 9. 三项费用率较低.....	7
图表 10. 公司主要拓展项目分布.....	8
图表 11. 公司主要项目（截至 2020 年 12 月底）.....	9
图表 12. 公司主要项目及可出让土地情况（截至 2020 年 12 月底）.....	9
图表 13. 成本加成模式与协议分成模式对比.....	10
图表 14. 园区开发运营收入及同比.....	11
图表 15. 园区开发运营毛利率.....	11
图表 16. 产业载体配套主要项目.....	12
图表 17. 2016-2020 年公司产业载体配套业务收入.....	13
图表 18. 2016-2020 年公司产业载体配套业务毛利率.....	13

图表 19. 绿色公用业务概览.....	13
图表 20. 公司绿色公用配套服务项目（截至 2019 年 6 月）.....	14
图表 21. 公司绿色公用业务收入及毛利率.....	15
图表 22. 多元化服务收入及毛利率.....	16
图表 23. 苏州工业园区的政策优势.....	16
图表 24. 苏州工业园区鸟瞰图.....	17
图表 25. “九通一平”标准.....	18
图表 26. 苏州工业园区总体规划.....	18
图表 27. 苏州工业园区四大功能板块规划.....	18
图表 28. 苏州工业园区部分入驻企业.....	19
图表 29. 苏州工业园区“2+3+1”特色产业体系.....	20
图表 30. 苏州工业园区科技创新成果.....	20
图表 31. 苏州工业园区产值及同比.....	21
图表 32. 苏州工业园区进出口额及同比.....	21
图表 33. 苏银产业园基本情况.....	21
图表 34. 公司主营业务收入拆分.....	23
图表 35. 可比公司估值.....	24

1. 国家级合作下的园区企业龙头

1.1. 产城融合建平台，“一体两翼”共发展

中新苏州工业园区开发集团股份有限公司是由中新合资共建的大型园区开发企业。公司成立于1994年8月，由中国、新加坡两国政府合作设立，作为园区开发主体和中新合作载体，是苏州工业园区开发建设的重要贡献者。中新集团以“筑中国梦想、建新型园区”为己任，确立了以园区开发运营为主体板块、以产业载体配套和绿色公用为两翼支撑板块的“一体两翼”发展格局，通过板块联动、资源集聚，实现高水平产城融合，助力国家科技创新和产业升级。截至2020年12月，公司总资产超过250亿元，未来，中新集团将不断聚集园区开发运营的核心资源要素，强化高水平产城融合的战略平台建设，致力成为中国园区开发运营领军企业。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司围绕园区开发运营，开展园区开发运营、产业载体配套、绿色公用、多元化服务四大主营业务。园区开发运营主业的主要模式为政府协议委托开发方式，具体有BT模式、协议分成模式和PPP模式，即公司作为园区开发运营主体，为各合作区项目完成整体规划设计、基础设施建设、综合开发投入、软件转移、招商亲商等工作，在合作项目内商业、住宅、工业用地出让后取得相应对价收入。

产业载体配套以“区中园”业务为主，致力于其业务全过程开发运营和管理。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；同时，充分发挥开发主体优势，做好产业投资、配套服务、城市运营管理，充分分享园区持续发展成果。

绿色公用从事公用事业、环境保护和能源基础设施的投资、建设、运营和管理，主要采用BOO、BOT等模式，企业自主投资，政府授予企业特许

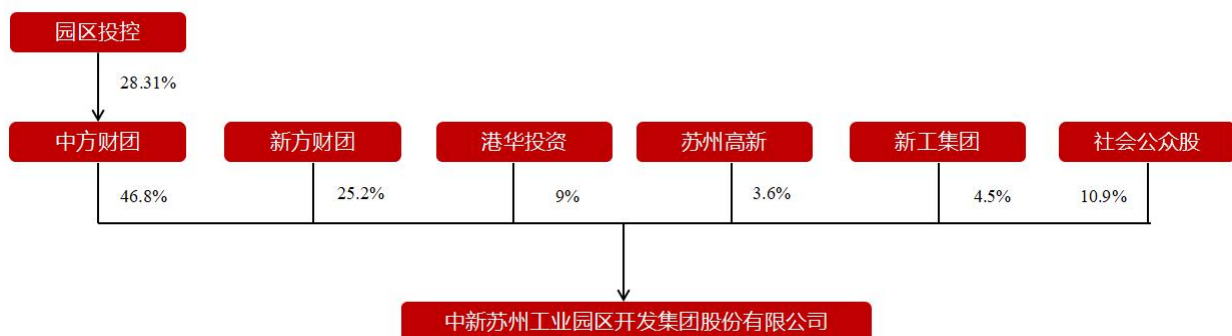
经营权或许可资质。公司热电联供、市政污水处理、污泥处置等业务在特许区域范围提供服务，由政府审核和公布产品或服务的指导价格；工业废水处理 and 危险废弃物处置业务由公司和工业客户签订处理服务协议，收费价格随行就市。

多元化服务主要包括招商代理、工程代理、软件转移、教育服务、物业管理等服务，主要指公司为合作区域提供招商、工程代理和软件转移服务，为苏州新加坡外籍人员子女学校提供教育培训服务以及为园区内产业载体配套提供物业管理服务。

1.2. 中新合璧，打造内地园区龙头

中新合资，国有控股。上市后，公司的总股本增加至 14.99 亿股，苏州中方财团控股股份有限公司、新加坡-苏州园区开发财团、港华投资有限公司、苏州新区高新技术产业股份有限公司、新工集团私人有限公司，持股比例分别为 46.8%、25.2%、9%、3.6%和 4.5%。公司实际控制人为苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司（园区投控）。园区投控持有中方财团 28.31%的股权，中方财团在公司上市前持有公司 52.00%的股份，公司发行上市后中方财团持有的公司股份比例摊薄为 46.8%。

图表 2. 中新集团股权结构



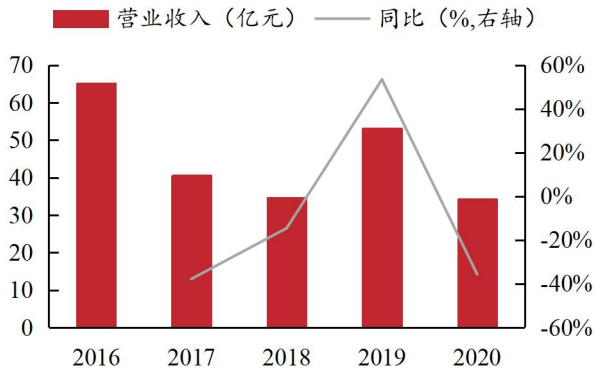
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 扎根园区开发运营，净利润持续增长

营收存在一定波动，净利润持续稳步增长。公司始终坚持“以产为核”，紧随国家战略发展方向、明确园区产业定位，聚焦于园区开发运营，集园区开发运营、产业载体配套、绿色公用、多元化服务于一体，致力于打造高水平产城融合战略平台，成为中国园区开发运营领先企业。2020 年，公司实现营收 34.1 亿元，同比下滑 35.71%，主要在于剥离房地产销售业务，收入结构发生变化；实现归母净利润 13.07 亿元，同比增长 20.67%。总体来看，2016-2020 年公司归母净利润持续稳步增长，在 2020 年营收下滑的情况下仍保持较高的增速，公司盈利能力进一步提升。

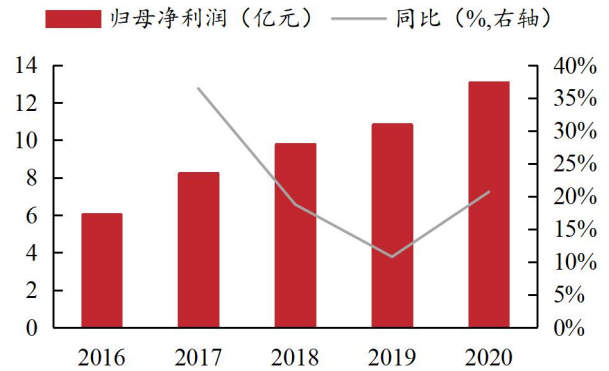
剥离房产销售，专注园区开发运营。公司2019年集中剥离房地产销售业务，专注于园区开发运营。2020年，园区开发运营、产业载体配套、绿色公用、多元化服务分别实现营收20.1亿元、4.3亿元、5.5亿元、4.1亿元，占比分别为59%、13%、16%、12%。2020年，公司园区开发运营业务提升显著，主要在于2020年公司园区开发运营业务出让的项目主要为中新科技城、苏宿园区及中新苏滁纯住宅地块，这些项目布局早，培育时间较长，公共配套日趋成熟，土地出让单价较高，营收增加明显。

图表 3. 2016-2020 年公司营收变动



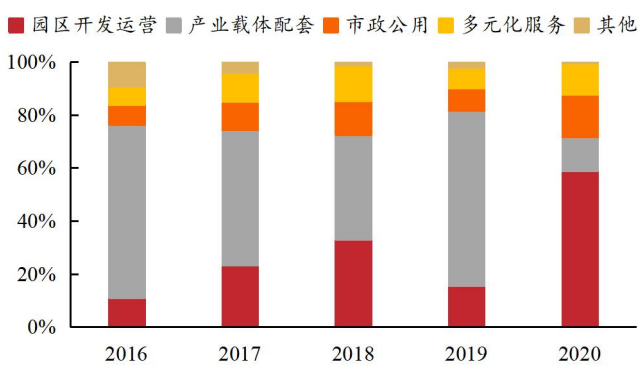
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 4. 净利润持续稳步增长



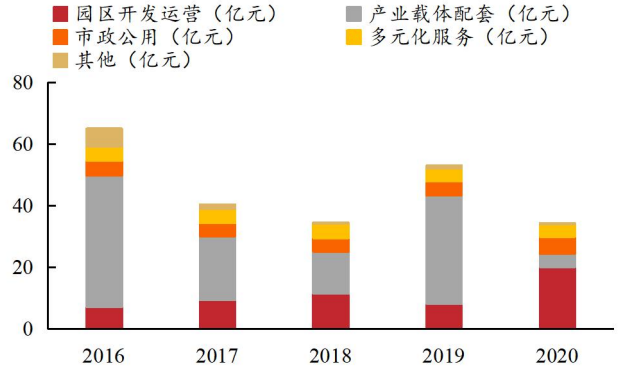
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 5. 公司主营业务收入结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 2016-2020 年公司各项业务营收

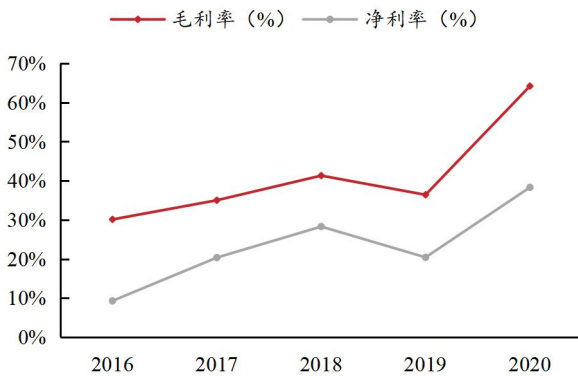


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

综合毛利率及净利率显著提升，园区开发运营业务毛利率超过 80%。2016-2020 年公司毛利率整体提升，从 30.1% 提升至 64.19%，公司净利率从 9.27% 提升至 38.3%，提升显著。

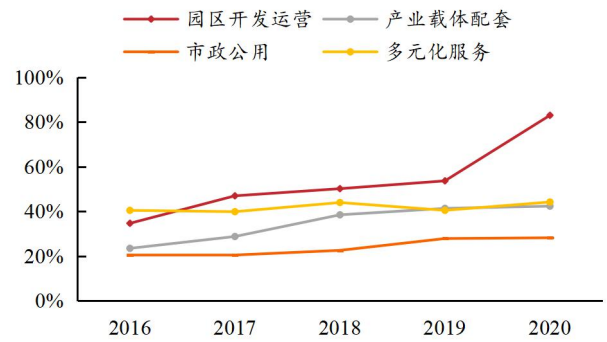
分业务来看，园区开发运营毛利率较高且稳步提升，2020 年，园区开发运营业务毛利率达到 82.92%；多元服务和产业载体配套毛利率接近，均在 40% 左右；受政府对公用事业定价指导的影响，公司绿色公用业务毛利率较低，不到 30%，随着公司市场化经营管理经验的提升，市政公用业务毛利率整体提升，2020 年达到 28.13%。

图表 7. 毛利率、净利率同步提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

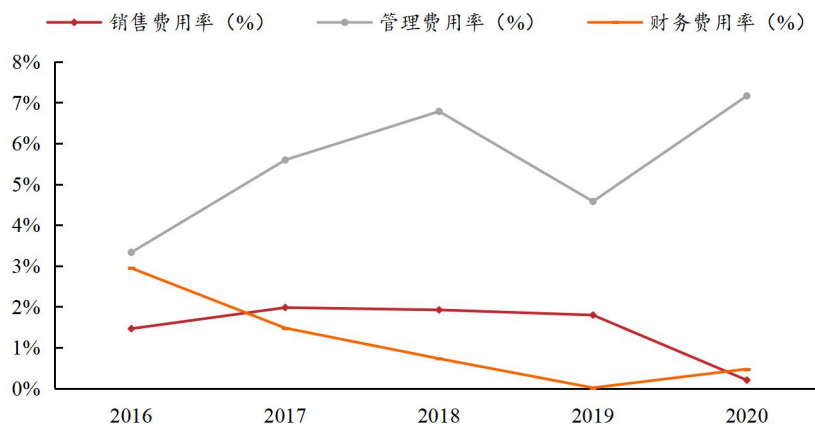
图表 8. 园区开发运营业务毛利率高于其他业务



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

房地产业务剥离大幅降低销售费用率。2016-2020 年公司三项费用率整体稳定。2020 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.2%、7.16%、0.47%。其中，2020 年销售费用率明显下降，主要在于公司剥离房产销售业务，减少房地产销售相关支出，财务费用上升明显则是由于新收入准则下预收账款计提的融资费用增加所致。

图表 9. 三项费用率较低



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 产城融合，深耕园区开发运营

2.1. 园区开发运营：前端收益丰厚，开发溢价体现核心

2.1.1. 立足苏州，深耕长三角

扩大优势，积极布局。公司自设立以来，深耕园区开发运营，先后完成了苏州工业园区首期 8 平方公里的土地成片开发，并参与园区二、三区的部分基础设施开发。2006 年 4 月 6 日，公司与园区管委会签订《中新科

技城項目合作開發協議》，對中新科技城項目進行合作開發。在成功運營開發蘇州工業園的基礎上，公司秉持“立足蘇州、深耕長三角、關注全國重點城市、適度探索一帶一路”的業務布局，主動融入國家戰略。圍繞“長江經濟帶”和“長三角一體化”戰略，布局了中新蘇通、中新蘇滁、中新嘉善等產城融合園區；圍繞“一帶一路”倡議，拓展了銀川項目；圍繞“新型城鎮化”戰略，實施了海虞、鳳凰、宿遷等項目。2019年，中新蘇滁高新技術產業開發區、中新嘉善現代產業園被列入《長三角區域一體化發展規劃綱要》，正式進入國家發展戰略。

圖表 10. 公司主要拓展項目分布



資料來源：公司官網，東亞前海證券研究所

積極融入國家戰略，通過品牌賦能輸出。截至2020年12月，公司主要項目包括蘇州園區內2個項目中新科技城和斜塘項目，3個長三角項目南通蘇通科技產業園、蘇滁高新技術產業開發區和嘉善現代產業園，1個“一帶一路”項目即蘇銀產業園，2個新型城鎮化項目常熟海虞花園城和張家港鸞山桃花源，1個江蘇省南北共建項目蘇州宿遷工業園。

图表 11. 公司主要项目（截至 2020 年 12 月底）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

可出让面积充足，中长期业绩有保障。截至 2020 年 12 月底，公司未来可出让面积充足，其中商住用地为 1285.7 公顷，工业用地为 838.25 公顷，公益用地 232.82 公顷，主要可出让土地来自苏滁高新技术产业开发区和嘉善现代产业园两个项目，分别占可出让土地总面积的 55%，33%。公司拥有苏州工业园区开发运营的成功经验，园区开发运营能力越来越成熟，以及苏滁、嘉善两个项目可观的储备土地，为公司未来业务的可持续发展保驾护航。

图表 12. 公司主要项目及可出让土地情况（截至 2020 年 12 月底）

项目	规划面积（公顷）	未来可出让土地性质	未来可出让面积（公顷）
中新科技城	399.01	商住	9.57
斜塘项目	152.55	商住	41.92
中新苏通科技产业园	4998	商住	82.7
苏滁高新技术产业开发区	3600	工业	296.12
		公益	232.82
		商住	769.23
嘉善现代产业园	1650	工业	542.13
		商住	244.27
中新海虞花园城	166	商住	70.14
中新骊山桃花源	158	商住	37.97
苏州宿迁工业园	182	商住	29.9
苏银产业园（轻资产输出）	5300（合作区域）		

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

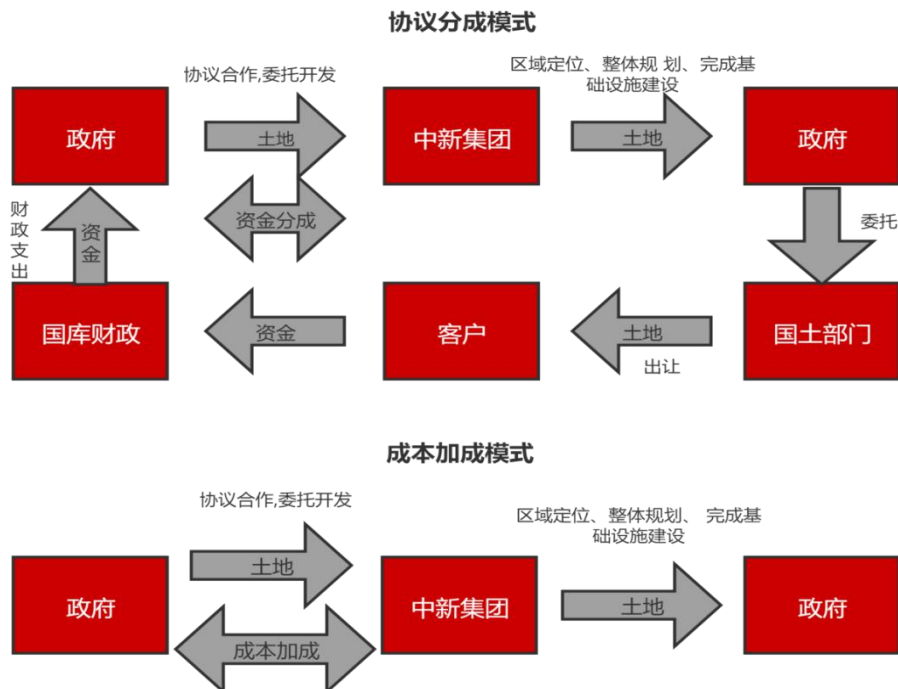
2.1.2. 招商运营经验成熟，园区经济效益持续提升

公司自成立以来，长期深耕产业园区运营，通过专业开发、相关产业

尤其是戰略性新興產業導入，促進園區周邊人口流入及相關產業的發展，提振地方經濟。園區產業導入、相關配套成熟之後，有效提升單位地價，形成了良性循環。以蘇州產業園運營為例，招商方面，公司引進丹納赫診斷平台、賽沛診斷等一批優質外資項目，促進東曜藥業和碧迪醫療等外資產業化項目增資擴產；產業投資方面，配合園區引入 8 英寸 MEMS 線及創新藥本地產業化等重要戰略，參與蘇州漢天下、派格醫藥的股權融資。

公司受政府委託進行園區開發運營業務，在園區開發完成後由政府土地儲備中心收儲，並將通過公開拍賣的方式予以出售。園區開發取得收入的方式主要可以分為成本加成模式和協議分成模式。在成本加成模式下，公司取得收入根據公司實際發生的成本按一定的比例加成確定，由於成本相對固定，公司在該種模式下取得的收入有限。在協議分成模式下，公司與政府簽訂協議，按照拍賣所得扣除相關稅費後確定協議約定的分成收入。該種模式下，由於土地溢價的程度不同，公司取得收入相對不固定，且具有較大的成長性，利潤空間相對於成本加成模式更大。公司園區開發運營業務主要以協議分成模式為主，截至 2020 年 12 月，公司協議分成模式下可出讓面積佔總可出讓面積 60% 左右，成本加成模式下可出讓面積佔總可出讓面積四成。

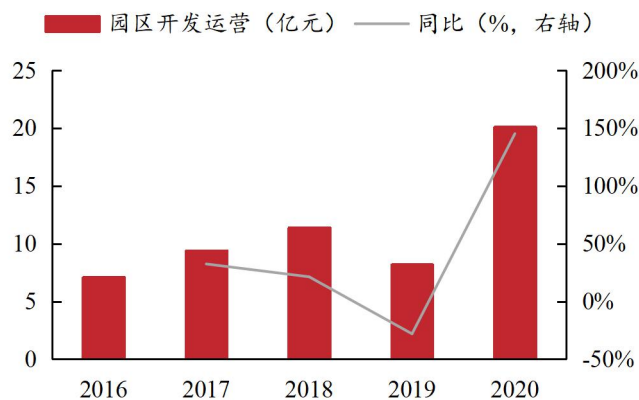
圖表 13. 成本加成模式與協議分成模式對比



資料來源：公司公告，東亞前海證券研究所

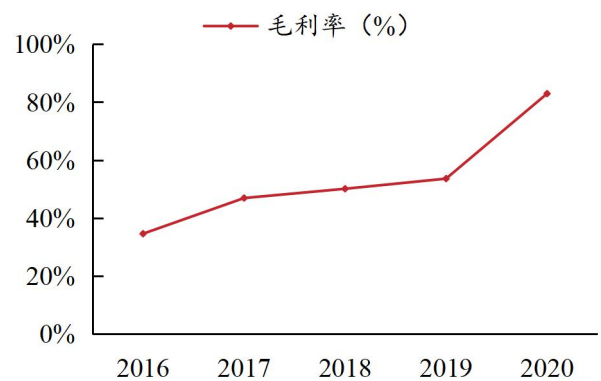
园区开发运营收入大幅增长，毛利率稳步提升。2020年公司园区开发运营业务实现营收20.1亿元，同比增长145.1%，2016-2020年公司园区开发运营业务毛利率稳步提升，从2016年的34.60%提升至2020年的82.92%。2020年园区开发运营毛利率达到82.92%，较2019年同期提升29.32pct，主要在于公司出让项目主要为中新科技城、苏宿园区及中新苏滁纯住宅地块，这些项目由于布局早，培育时间长，区域城市形象日趋完善，公共配套日趋成熟，土地出让单价较高，为公司创造较高的营收。随着公司开发运营能力不断成熟，未来主要出让主力苏滁和嘉善项目通过品牌赋能将提升土地出让单价，进一步增加公司营业收入。

图表 14. 园区开发运营收入及同比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 15. 园区开发运营毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 产业载体配套：剥离房产销售，转向持有运营

产业载体服务方面，集团在园区内产业载体租赁面积约160万平方米，共吸引入驻企业近500家，其中世界五百强企业25家，领军人才企业28家。新冠肺炎疫情发生后，全集团减免租金收入共达4917万元，助力企业渡过难关。

从经营模式来看，公司拥有工业厂房、长租公寓等产品。工业厂房业务系公司开发、建设直接用于工业生产或为工业生产配套的各种房屋，包括车间及配电房等工业附属设施用房（不含住宅或类住宅性质的房屋及员工宿舍）。公司早期制定了《定制厂房操作管理办法》等经营管理制度，拥有独特的运营模式，通过内部的高度协调与合作，快速完成整个业务链的多项工作。运营方面，公司充分发挥招商代理业务优势，将物业出租给大品牌、大客户。为了最大限度的发挥产业集聚效应，公司在业务上形成“招商引资—大客户落地—产业集聚—租赁需求上升—市场吸引力提高—人流集聚—房地产需求上升”的良性循环，在此模式下，公司努力提升后

续服务与管理水平，并通过综合开发模式，推动园区持续繁荣。

对于定制厂房项目的开发运营，公司鼓励客户对定制厂房进行回购，因此，在设计、建造厂房时，既要充分考虑客户的定制要求，又必须要考虑厂房的通用性，以保证客户退租后，不经过重大改造厂房就应具备租赁给其它客户的条件。公司拥有城镇或新型开发区的集聚能力，围绕“园区开发运营”，形成了完整的全产业链经营，提升区域开发价值。

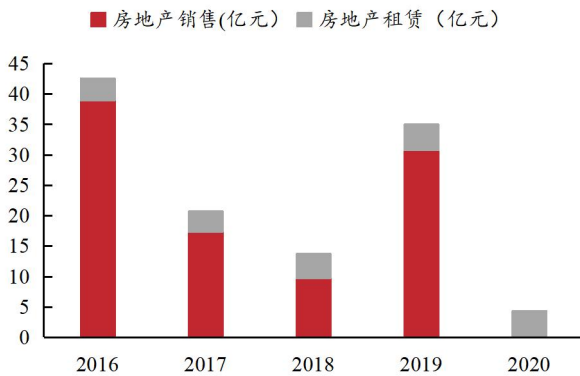
图表 16. 产业载体配套主要项目

工业厂房		商业租赁		长租公寓
				
主要项目： 苏春工业坊 苏虹工业坊 中新现代工业坊 中新新兴工业坊 中新综保工业坊 中新科技工业坊 中新钟园工业坊 定建厂房		主要项目： 星湖天地 展业大厦 中新新态大厦 中新科技大厦 中新汇金大厦 中新大厦		主要项目： 青年公社（自营） 汀兰家园（自营） 菁英公寓（代建）

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

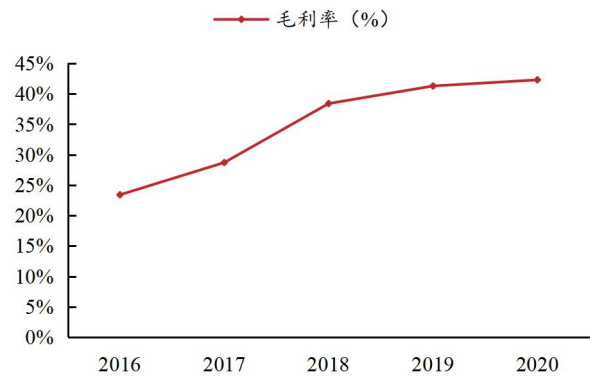
全面剥离房产销售业务，房产租赁收入稳步提升。公司 2019 年全面剥离房地产销售相关业务，未来将发展长租公寓业务。2016-2020 年公司该板块收入分别为 42.6、20.7、13.7、35.1、4.35 亿元，其中 2020 年收入全部为房产租赁取得的收入。2016-2020 年，公司房产租赁业务收入分别为 3.65 亿元、3.42 亿元、4.02 亿元、4.24 亿元、4.35 亿元，收入稳步提升，随着公司开发运营能力的提升，叠加国家政策支持，未来公司房产租赁业务收入有望进一步提升。从毛利率来看，公司 2016-2020 年毛利率稳步上升，5 年间从 23.4% 增长到 42.29%。

图表 17. 2016-2020 年公司产业载体配套业务收入



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 18. 2016-2020 年公司产业载体配套业务毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.3. 绿色公用：产业链完整，盈利稳定可持续

2.3.1. 产业链完整，多举措布局新能源领域

作为“一体两翼”中的一翼，公司通过控股、参股形成了完整的全产业链公共事业产业配套服务。目前，绿色公用业务分为两个部分，第一部分为公用事业运营、投资，业务主体为中新公用、中法环境、中新环技、中新曜昂、东吴热电，业务涵盖供水、污水处理、污泥处理、环境修复、燃气、供热发电及生态环保技术的收集、处理、再利用、运营、投资等领域；另一部分为新型能源服务的投资、运营，业务主体为中新能源、中新春兴、中新华智、中新协鑫，业务涵盖集中供冷供热、分布式光伏、光源科技、污水源利用和售电服务等领域。

图表 19. 绿色公用业务概览

公用事业、环境综合服务和新型能源服务



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

新型能源服务业务方面，中新公用控股的中新能源，主要从事科教创

新区月亮湾商务区集中供冷供热服务，是国内最早的大型非电空调、区域集中供冷项目之一；此外，中新公用参股的分布式光伏、光源科技、污水源利用和售电服务项目，充分利用合作方的优势，进行相关项目的投资和运营服务，加快市场布局。

图表 20. 公司绿色公用配套服务项目（截至 2019 年 6 月）

项目类型	数量	处理能力
自来水厂	2	日供水能力 45 万吨和 20 万吨
污水处理厂	2	日处理量 20 万吨和 15 万吨
高浓度工业废水处理厂	1	日处理量 1.2 万吨
燃气厂	1	年管网输送能力 5 亿立方米
燃气热电厂	2	发电能力 360 兆瓦、最大供热能力 250 吨/时的蒸汽联合循环热电联产机组
燃煤热电厂	1	发电能力 50 兆瓦、供热能力 200 吨/时
污泥干化处置工厂	3	合计日处理湿污泥规模 900 吨
集中供热和供冷项目	1	绿化垃圾处理规模 100 吨/日，垃圾渗滤液处理规模 100 吨/日，装机容量 1 万美国冷吨、供热规模 60 吨/小时
污水泵站	44	市政供水管网 1070 公里，污水管网 791 公里，燃气管网 1803 公里，供热管网 94.20 公里
固废处理项目	-	30000 吨/年
分布式光伏项目	已投运 13 个，在建 4 个，已签约 12 个	-

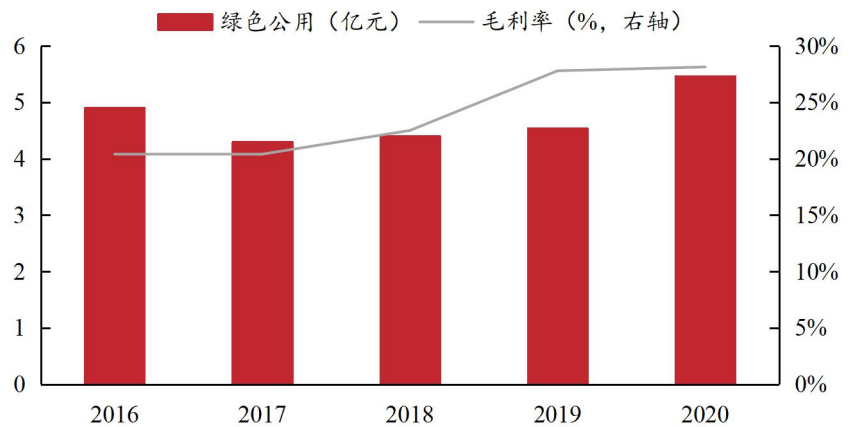
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.3.2. 特许经营资质，行业壁垒深厚

2020 年，公司绿色公用业务实现营收 5.5 亿元，同比增长 22%，由于从事绿色公用业务需要政府授予企业特许经营权或许可资质，公司较早进入该领域并不断提升自身的经营和管理能力，目前在该领域已经形成了一定的竞争优势和行业壁垒。2016-2020 年，公司绿色公用业务收入稳定在 5 亿元左右，随着公司前期公司绿色公用配套载体的完善及服务能力的提升，毛利率从 2016 年的 20.4% 提升至 2020 年的 28.1%。

绿色公用作为园区开发运营的配套服务之一，与园区开发运营业务可形成协同效应，随着公司园区开发运营业务的外拓，绿色公用服务可获得相应的外拓。未来，公司在碳中和目标下，积极探索布局新能源业务，将重点关注氢能及储能等行业的拓展机会。

图表 21. 公司绿色公用业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.3.3. 拓展服务边界，推广循环经济产业园模式

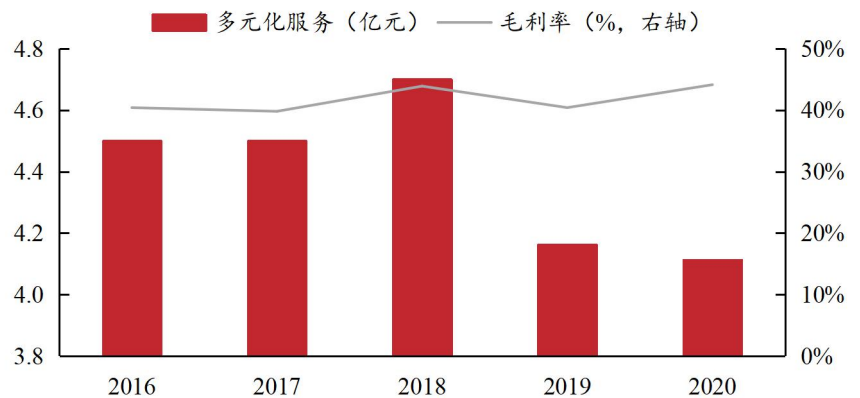
加强业务整合和管理创新，积极拓展业务边界。收购和顺环保以打造危废业务平台；电镀废水处理业务生产线拓展至太仓、瑞安；污泥处置业务扬州项目加快二期建设；山东科臻危废处置项目、滁州第四污水处理厂及分布式光伏发电开发建设有序推进中，目前各项业务开展良好。在碳中和目标下，公司积极探索布局新能源业务，将重点关注氢能及储能等行业的拓展机会。

2.4. 多元化服务：协同园区发展，成长空间广阔

多元化服务主要包括招商代理、工程代理、酒店管理、软件转移、教育服务、物业管理等服务，公司为合作区域提供招商、工程代理和软件转移服务，为苏州新加坡外籍人员子女学校提供教育培训服务和为园区内产业载体配套提供物业管理服务。

从收入来看，该板块收入近年来有所下降，毛利率稳定在 40% 左右。尽管公司多元化增值服务收入不及预期，但我们认为随着产业园的不断升级，上下游产业链合作、中小企业培训及园区中后台共享等服务都将丰富园区增值服务内容，为公司该块业务拓展提供广阔的发展空间。

图表 22. 多元化服务收入及毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3. 优势：政策红利叠加管理优势高筑护城河

苏州工业园区是中新集团的示范园区，其运营成功的核心要素及可复制性决定了集团未来的发展空间。公司园区开发的核心要素一方面是国家级合作背景下的制度红利以及长三角区域发展红利；另一方面，则是来自于具备裕廊产业园开发经验的新方所引入的先进管理理念：规划先行、综合开发提升园区整体生命力，政企分离架构保证运营兼具国企资源禀赋以及管理的灵活性，强大的招商能力迅速催熟产业板块。

3.1. 政策优势：国家级合作，政策优势得天独厚

公司拥有国家级合作背景，在园区开发方面具有极大的政策优势。公司从一开始就享有“不特有特，比特更特”的政策优势，例如拥有相当于省级外事管理权限；拥有全国唯一涵盖医疗、住房、养老和失业救济等各项社会保障的苏州工业园区公积金制度等。

图表 23. 苏州工业园区的政策优势

序号	内容
1	拥有较大项目的自主审批权
2	享有国家经济技术开发区和高新技术产业开发区优惠政策
3	全国首家综合保税区试点
4	首个鼓励技术先进型服务企业优惠政策试点区域
5	中国服务外包示范基地
6	拥有相当于省级的外事管理权
7	拥有各项社会保障的个人公积金制度

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

首批自主创新示范区，政策导向促进园区发展。2014年，国务院批复

同意苏州工业园区等8个高新技术产业开发区建设苏南国家自主创新示范区。2015年9月底，国务院批复同意苏州工业园区开展开放创新综合试验，要求探索建立开放型经济新体制，构建创新驱动发展新模式。

设立苏州自贸区，进一步拉动园区发展。2019年8月，国务院批准设立中国（江苏）自由贸易试验区，其中苏州片区（面积60.15平方公里）全部位于苏州工业园区，致力于在开发创新融合上取得新的突破，打造全方位开放、国际化创新、高端化产业、现代化治理四个高地。

图表 24. 苏州工业园区鸟瞰图



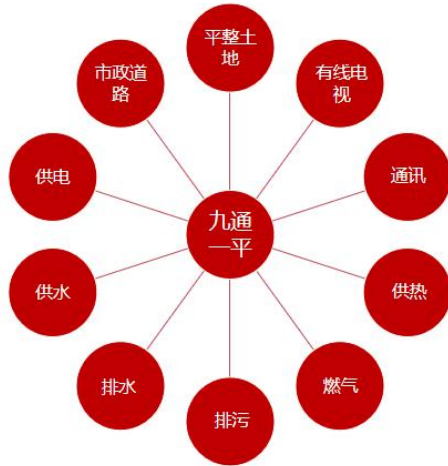
资料来源：苏州工业园区官网，东亚前海证券研究所

3.2. 管理优势：中新合作，科学管理

整体规划，综合开发。苏州工业园区充分借鉴新加坡城市规划的理念和经验，形成着眼于50年发展的整体概念规划，编制超过300项专业规划，目标是把苏州工业园区建设成为具有国际竞争力的高科技工业园区和现代化、园林化、国际化的新城。现已规划建设了中新生态科技城、信息产业园、国际科技园、生命科学园、国家级软件园、中小企业园等园中园项目。

苏州工业园区坚持恪守“先规划后建设”的原则，并在基础设施上超前建设了高水准的“九通一平”基础设施，而这一标准也逐渐成为后来许多开发区建设的常用标准。在搭建了国内一流、甚至国际领先的软硬件平台后，苏州工业园区的招商更容易获得领先跨国企业的青睐。在招商和土地出让过程中，园区坚持执行规划设计，形成了产业集群、商业圈、居住区的合理布局，实现了工业、商业、环境、生活的和谐融合。

图表 25. “九通一平”标准



资料来源：苏州工业园区发布，东亚前海证券研究所

图表 26. 苏州工业园区总体规划



资料来源：苏州工业园区发布，东亚前海证券研究所

规划先行，产城融合。规划先行是公司开发的理念之一，坚持科学的整体规划设计及其实施过程中的严格执行，以规划引导建设、以设计指导开发，是公司区别于其他开发类公司的核心之一。公司摒弃单一发展工业的模式，着眼于“产城融合、以人为本”的定位，以金鸡湖为核心展开，环金鸡湖区域布局中央商务区，构成园区的城市级中心；围绕 80 平方公里“中新合作区”，布局商务、科教创新、旅游度假、高端制造与国际贸易四大功能板块，形成“产城融合、区域一体”的城市发展架构。

图表 27. 苏州工业园区四大功能板块规划

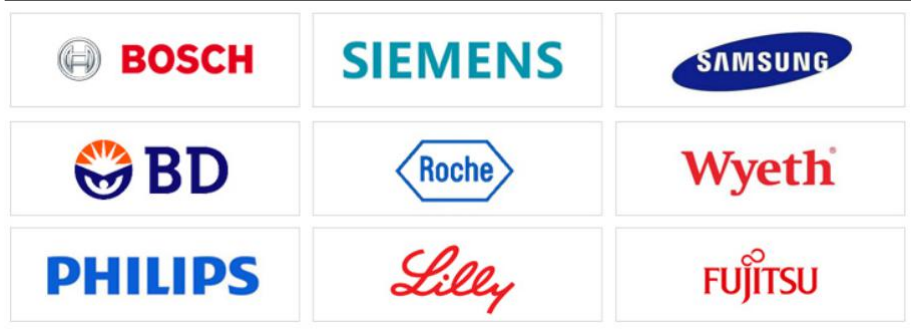


资料来源：苏州工业园区官网，东亚前海证券研究所

招商亲商，以优带投，招投联动。苏州工业园区管委会借鉴新加坡经

验和国际的先进管理理念，建立了一整套全新的、灵活的政府管理体制和运行机制，为苏州工业园区投资商创造了一个亲商、高效、透明的投资环境。公司始终突出招商工作的重要地位，发挥中新合作优势，通过公司拥有的全球各地广阔的招商资源，倡导“择商选资”理念，构建招商网络，创新招商方式，将新兴产业、服务外包产业和金融产业为重点的三产服务业作为招商重点，瞄准世界 500 强企业，统筹兼顾先进制造业与现代服务业发展。至 2020 年底，公司累计吸引外资项目 5000 多个，实际利用外资 323 亿美元，引入 92 家世界 500 强企业并投资 156 个项目，金融类机构 1014 家，引育上万家科技创新型企业。

图表 28. 苏州工业园区部分入驻企业



资料来源：苏州工业园区官网，东亚前海证券研究所

3.3. 苏州工业园：以产为核，转型步步深化

3.3.1. 顺势而为，从发展到转型升级

园区致力于打造“2+3+1”特色产业体系，以新一代信息技术、高端装备制造为两大主导产业，深入布局生物医药、纳米技术应用、人工智能三大新兴产业，加快布局现代服务业，形成以高新技术产业为主，多种产业协同发展的多层次产业格局。2020 年，苏州工业园区实现高新技术产业产值 3695.5 亿元、新兴产业产值 3242.2 亿元，分别占规模以上工业总产值的 72.4%和 63.5%。其中，生物医药、纳米技术应用、人工智能产业能级不断提升，分别实现产值 1022 亿元、1010 亿元、462 亿元，产值连续多年年均增长约 20%以上。

图表 29. 苏州工业园区“2+3+1”特色产业体系

“2+3+1” 特色产业体系 | “2+3+1” Industrial Layout

- 2** 两大主导产业 2 Pillar Industries
新一代信息技术、高端装备制造
- +**
- 3** 三大新兴产业 3 Emerging Industries
生物医药、纳米技术应用、人工智能
- +**
- 1** 现代服务业 Modern Service Industry



资料来源：苏州工业园区官网，东亚前海证券研究所

3.3.2. 科技创新促进高附加值产业吸附

苏州工业园区不断加大科技投入，以科技创新带动产业升级，促进高附加值产业吸附。园区先后被授予“国家纳米技术国际创新园”等称号，并且获得“国家级科技企业孵化器”、“国家纳米技术大学科技园”两个国家级科技载体资质认定。截至 2020 年底，园区累计有效期内国家高新技术企业超 1837 家，累计培育独角兽企业 86 家，科技创新型企业 8000 多家。累计评审苏州工业园区科技领军人才项目 1954 个，人才项目质量、规模快速提升，形成了“引进高层次人才、创办高科技企业、发展高新技术产业”的链式效应。

图表 30. 苏州工业园区科技创新成果

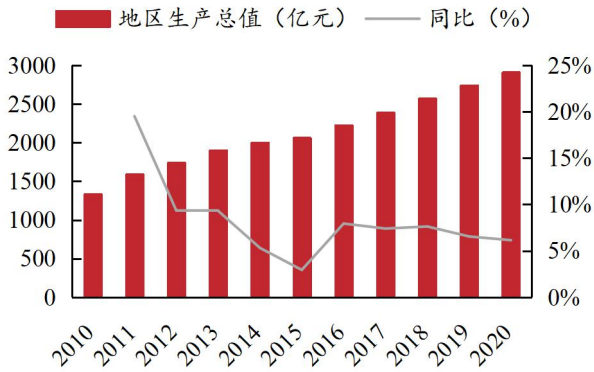
项目	数量
国家高新技术企业	1837 家
独角兽企业	86 家
苏州工业园区科技领军人才项目	1954 个
科技载体	超 800 万平方米
公共技术服务	近 40 个
“国家队”科研院所	15 家
万人有效发明专利拥有量	174.4 件
众创空间	107 家，国家级 23 家
创新创业项目	2926 个

资料来源：苏州工业园区官网，东亚前海证券研究所

强有力竞争优势提供园区运营规模扩张力。在商务部公布的国家级经开区综合考评中，苏州工业园区 2016-2020 年连续五年位列第一，在国家级高新区综合排名中位列第四，并跻身科技部建设世界一流高科技园区行列。2020 年，苏州工业园区共实现地区生产总值 2907.09 亿元，进出口总额 941.77 亿美元，社会消费品零售总额 934.81 亿元，城镇居民人均可支配收入超 7.7 万元。园区强大的竞争力在促进自身发展的同时为中新集团运营业

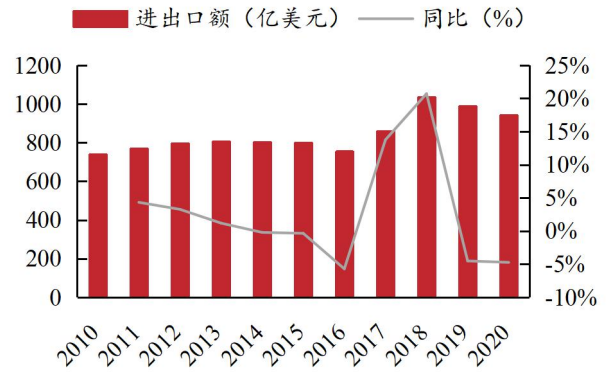
务的规模扩张提供动力。

图表 31. 苏州工业园区产值及同比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 32. 苏州工业园区进出口额及同比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.4. 苏银产业园：轻资产运营管理输出

2018年11月，中新集团与银川市、宏泰集团签订三方合作框架协议，共同组成开发主体建设苏银产业园，2019年3月，中新集团和银川滨河新区投资发展（集团）有限公司以及廊坊市宏泰产业市镇投资有限公司合作成立银川苏银产业园发展有限公司，中新集团参股40%。目前，苏银产业园合作区域约53平方公里，采取东西协作、政府支持、市场化运作的方式，充分发挥苏州、银川两地优势，引进先进的规划发展理念和国际接轨的管理体制机制，建设高科技、生态型、综合性的产业新城。旗下合资公司负责为苏银产业园提供规划提升、招商引资、软件转移和城市运营等轻资产服务，并向苏银产业园管委会收取服务对价。

图表 33. 苏银产业园基本情况

运营模式	内容
苏银产业园管委会为行政管理主体	成立苏银产业园管理委员会，为银川市人民政府的派出机构，负责园区行政管理工作。由苏州工业园区派驻干部挂职，充分借鉴苏州工业园区开发建设经验，强化产业协作、做实共建项目，以苏州“政府之手”补齐银川“市场之手”的短缺，助推产业转移和协作。
苏银发展公司为开发主体	由中新集团、宏泰集团和滨投集团合资组建的银川苏银产业园发展有限公司，作为苏银产业园的开发主体，负责借鉴园区运营经验，着力于园区规划提升、招商引资、市政管理等重要工作。
充分授权，独立运作	园区设“一级财政、一级金库”，实行独立的财政预决算体制，享有财政收入征管权限、预算外财政征收使用权限及独立的预算编制和国库管理权限。园区实行封闭式管理，银川市直部门以“授权委托”和“授章”两种方式，将与经济发展密切相关的职能授权苏银产业园对应内设机构，苏银产业园享有地市级经济管理权限和审批权。园区设立“一站式服务中心”，做到一站式审批，保证“园区事情园区办”，打造亲商服务型政府。

资料来源：宁夏回族自治区工业和信息化厅，东亚前海证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

基于上述对公司的综合分析，我们对公司的主要假设如下：

收入方面，园区开发运营业务作为公司的核心收入来源，随着公司在产业园开发领域的深耕细作，园区产业基础设施建设完备、产业导入及人口流入增多，带动园区单位租金的提升。目前，公司可出让土地面积充足，截至2020年底，公司未来可商住用地1285.7公顷，工业用地838.25公顷，公益用地232.82公顷。可出让土地面积较大的中新苏滁项目布局较早，培育时间长，公共配套日趋成熟，土地出让单价较高，因此我们认为2021年公司园区开发运营业务营业收入能够保持20%左右的增长速度。

产业载体配套业务中，公司自2019年逐步剥离房地产开发业务，2020年明确了以“区中园”开发运营为主，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，目前尚处于探索发展阶段，我们预计2021年产业载体配套服务业务能有8%左右的增长速度。

绿色公用业务方面，2020年，公司积极布局，收购和顺环保以打造危废业务平台，电镀废水处理业务生产线拓展至太仓、瑞安，随着后期污泥处置业务、危废处置、污水处理、光伏发电项目建设完善，将获得进一步发展机会，我们预计绿色工业板块在2021年能有20%左右的增速。

多元化服务主要包括招商代理、工程代理、软件转移、教育服务、物业管理等服务，受益于园区开发运营面积的提升，我们预计2021年将有5%左右的增长速度。

盈利能力方面，分项业务来看，园区开发运营业务经营管理经验成熟，预期后期该业务毛利率与2020年一致，保持在80%左右；产业载体配套板块，2020年剥离房地产开发业务，专注于“区中园”开发运营，运营环境稳定，参照2020年42%左右的毛利率；绿色公用板块，公司光伏、危废处置项目稳定建设之中，随着后期处置能力释放，毛利率从2020年的28%提升至30%左右。

综上，我们预计公司2021-2023年营业收入为40.06、45.89和51.37亿元，同比分别增长17.34%、14.56%、11.94%；归母净利润分别为15.71、18.07、20.60亿元，同比分别增长19.83%、15.34%、14%。

图表 34. 公司主营业务收入拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3414.11	4006.16	4589.55	5137.46
yoy	-35.71%	17.34%	14.56%	11.94%
成本 (百万元)	1222.5	1578.44	1811.56	2046.17
yoy	-63.18%	29.12%	14.77%	12.95%
毛利 (百万元)	2191.61	2427.72	2777.99	3091.29
yoy	10.09%	10.77%	14.43%	11.28%
毛利率(%)	64.19%	60.60%	60.53%	60.17%
园区开发运营				
营业收入 (百万元)	2010.76	2437.48	2873.45	3256.16
yoy	145.10%	21.22%	17.89%	13.32%
成本 (百万元)	343.38	565.83	674.39	804.52
yoy	-41.69%	64.78%	19.19%	19.30%
毛利 (百万元)	1,667.39	1871.65	2199.06	2451.64
yoy	620.25%	12.25%	17.49%	11.49%
毛利率(%)	82.92%	76.79%	76.53%	75.29%
绿色公用				
营业收入 (百万元)	546.21	652.58	752.32	861.72
yoy	20.33%	19.47%	15.28%	14.54%
成本 (百万元)	392.59	451.34	518.14	593.58
yoy	6.62%	14.96%	14.80%	14.56%
毛利 (百万元)	153.62	201.24	234.18	268.14
yoy	21.15%	31.00%	16.37%	14.50%
毛利率(%)	28.13%	30.84%	31.13%	31.12%
产业载体配套				
营业收入 (百万元)	434.77	471.67	507.83	542.48
yoy	-87.61%	8.49%	7.67%	6.82%
成本 (百万元)	250.90	287.56	329.38	328.34
yoy	-88.11%	14.61%	14.54%	-0.32%
毛利 (百万元)	183.87	184.11	178.45	214.14
yoy	-86.85%	0.13%	-3.07%	20.00%
毛利率(%)	42.29%	39.03%	35.14%	39.47%
多元化服务				
营业收入 (百万元)	411.25	432.18	443.61	462.18
yoy	-1.21%	5.09%	2.64%	4.19%
成本 (百万元)	229.74	268.36	283.12	312.81
yoy	-6.84%	16.81%	5.50%	10.49%
毛利 (百万元)	181.50	163.82	160.49	149.37

yoy	6.97%	-9.74%	-2.03%	-6.93%
毛利率(%)	44.13%	37.91%	36.18%	32.32%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

估值讨论

公司依托苏州工业园区，扎根园区开发运营，拥有丰富的园区开发和管理经验，2018年，首次实现了轻资产输出，规划管理。从可比公司估值来看，2021-2023年行业平均估值分别为12/11/10倍，由于公司目前处于轻资产初步拓展阶段，并依托苏州工业园区前期项目管理优势，后期发展动能有望进一步跃升。目前来看，我们预计2021-2023年归母净利润分别为15.67/18.07/20.60亿元，对应当前股价，2021/2022/2023年中新集团对应的估值分别为9/8/7倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 35. 可比公司估值

股票代码	证券简称	股价	EPS				PE			
		7月9日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600895.SH	张江高科	17.99	1.18	0.86	0.91	0.96	14.48	20.9	19.86	18.77
600663.SH	陆家嘴	13.98	0.99	1.12	1.28	1.74	10.76	12.46	10.93	8.02
600639.SH	浦东金桥	13.8	0.99	1.15	1.37	1.67	12.56	12.02	10.07	8.26
600658.SH	电子城	4.01	0.47	0.44	0.47	0.53	11.62	9.01	8.50	7.59
600064.SH	南京高科	9.03	1.63	1.69	1.77	2.09	6.30	5.35	5.10	4.32
行业平均							11.14	11.95	10.89	9.39

资料来源：Wind 一致预期，东亚前海证券研究所

风险提示

房地产政策调控超预期风险；宏观经济下行风险。

利潤表 (百萬元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
營業收入	3414	4006	4590	5137
%同比增速	-36%	17%	15%	12%
營業成本	1223	1578	1812	2046
毛利	2192	2428	2778	3091
%營業收入	64%	61%	61%	60%
税金及附加	50	57	65	73
%營業收入	1%	1%	1%	1%
銷售費用	7	40	56	41
%營業收入	0%	1%	1%	1%
管理費用	245	213	252	248
%營業收入	7%	5%	5%	5%
研發費用	6	4	6	6
%營業收入	0%	0%	0%	0%
財務費用	16	66	54	55
%營業收入	0%	2%	1%	1%
資產減值損失	-63	-40	-38	-41
信用減值損失	-33	-12	-11	-8
其他收益	70	85	93	119
投資收益	234	423	442	540
淨敞口套期收益	0	0	0	0
公允價值變動收益	4	-3	2	1
資產處置收益	-0	5	3	4
營業利潤	2080	2506	2836	3283
%營業收入	61%	63%	62%	64%
營業外收支	-2	8	-2	10
利潤總額	2078	2514	2834	3294
%營業收入	61%	63%	62%	64%
所得稅費用	459	490	570	662
淨利潤	1619	2024	2264	2631
%營業收入	47%	51%	49%	51%
歸屬於母公司的淨利潤	1307	1567	1807	2060
%同比增速	21%	20%	15%	14%
少數股東損益	311	457	457	571
EPS (元/股)	0.87	1.05	1.21	1.37

基本指標

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.87	1.05	1.21	1.37
BVPS	7.37	8.85	10.49	12.36
PE	11.40	8.66	7.51	6.58
PEG	0.55	0.44	0.49	0.47
PB	1.35	1.02	0.86	0.73
EV/EBITDA	7.17	4.86	4.47	3.42
ROE	12%	12%	11%	11%
ROIC	7%	8%	7%	7%

資產負債表 (百萬元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
貨幣資金	3917	6938	7484	10053
交易性金融資產	36	35	39	40
應收賬款及應收票據	983	563	767	1019
存貨	8722	7237	10615	10686
預付賬款	18	13	16	22
其他流動資產	721	608	787	794
流動資產合計	14398	15394	19707	22612
可供出售金融資產				
持有至到期投資				
長期股權投資	2880	2855	3012	3166
投資性房地產	4570	4890	5297	5736
固定資產合計	1434	2132	2936	3774
無形資產	173	169	173	173
商譽	53	73	59	74
遞延所得稅資產	398	398	398	398
其他非流動資產	1840	2139	2176	2336
資產總計	25746	28049	33759	38269
短期借款	976	0	0	0
應付票據及應付賬款	1763	1793	2243	2463
預收賬款	84	286	256	313
應付職工薪酬	160	139	198	202
應交稅費	604	571	733	776
其他流動負債	3205	2616	3783	3768
流動負債合計	6793	5405	7213	7523
長期借款	3714	4738	5721	6554
應付債券	0	0	0	0
遞延所得稅負債	51	51	51	51
其他非流動負債	184	184	184	184
負債合計	10742	10378	13170	14312
歸屬於母公司的所有者權益	11052	13262	15723	18519
少數股東權益	3952	4409	4866	5437
股東權益	15003	17671	20589	23956
負債及股東權益	25746	28049	33759	38269

現金流量表 (百萬元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
經營活動現金流淨額	-842	3715	430	2648
投資	-596	-585	-813	-854
資本性支出	-811	-378	-267	-327
其他	167	420	443	540
投資活動現金流淨額	-1240	-544	-637	-641
債權融資	0	0	0	0
股權融資	237	0	0	0
銀行貸款增加(減少)	2936	47	983	833
籌資成本	-807	-197	-231	-271
其他	-2028	0	0	0
籌資活動現金流淨額	339	-150	753	562
現金淨流量	-1743	3021	546	2569

特別聲明

《證券期貨投資者適當性管理辦法》、《證券經營機構投資者適當性管理實施指引（試行）》已於2017年7月1日起正式實施。根據上述規定，東亞前海證券評定此研報的風險等級為R3（中風險），因此通過公共平台推送的研報其適用的投資者類別僅限定為專業投資者及風險承受能力為C3、C4、C5的普通投資者。若您並非專業投資者及風險承受能力為C3、C4、C5的普通投資者，請取消閱讀，請勿收藏、接收或使用本研報中的任何信息。

因此受限於訪問權限的設置，若給您造成不便，煩請見諒！感謝您給予的理解與配合。

分析師聲明

負責準備本報告以及撰寫本報告的所有研究分析師或工作人員在此保證，本報告中關於任何發行商或證券所發表的觀點均如實反映分析師的個人觀點。負責準備本報告的分析師獲取報酬的評判因素包括研究的質量和準確性、客戶的反饋、競爭性因素以及東亞前海證券股份有限公司的整體收益。所有研究分析師或工作人員保證他們報酬的任何一部分不曾與，不與，也將不會與本報告中具體的推薦意見或觀點有直接或間接的聯繫。

分析師介紹

金文曦，5年賣方行研經驗；曾聯合發布京東天灝線上消費月報和財新電商消費指數，組織“溯源尋根”房地產產業鏈系列專題等具有影響力的內容，多次被上證報、中國房地產金融、證券之星、每日經濟新聞等媒體採訪報道。

投資評級說明

東亞前海證券行業評級體系：推薦、中性、回避

推薦： 未來6—12個月，預計該行業指數表現強於同期市場基準指數。

中性： 未來6—12個月，預計該行業指數表現基本與同期市場基準指數持平。

回避： 未來6—12個月，預計該行業指數表現弱於同期市場基準指數。

市場基準指數為滬深300指數。

東亞前海證券公司評級體系：強烈推薦、推薦、中性、回避

強烈推薦： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數漲幅在20%以上。該評級由分析師給出。

推薦： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數漲幅介於5%—20%。該評級由分析師給出。

中性： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數變動幅度介於-5%—5%。該評級由分析師給出。

回避： 未來6—12個月，預計該公司股價相對同期市場基準指數跌幅在5%以上。該評級由分析師給出。

市場基準指數為滬深300指數。

分析、估值方法的局限性說明

本報告所包含的分析基於各種假設，不同假設可能導致分析結果出現重大不同。本報告採用的各種估值方法及模型均有其局限性，估值結果不保證所涉及證券能夠在該價格交易。

免責聲明

東亞前海證券有限責任公司經中國證券監督委員會批復，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告由東亞前海證券有限責任公司（以下簡稱東亞前海證券）向其機構或個人客戶（以下簡稱客戶）提供，無意針對或意圖違反任何地區、國家、城市或其它法律管轄區域內的法律法規。

東亞前海證券無需因接收人收到本報告而視其為客戶。本報告是發送給東亞前海證券客戶的，屬於機密材料，只有東亞前海證券客戶才能參考或使用，如接收人並非東亞前海證券客戶，請及時退回並刪除。

本報告所載的全部內容只供客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議，並非作為買賣、認購證券或其它金融工具的邀請或保證。東亞前海證券根據公開資料或信息客觀、公正地撰寫本報告，但不保證該公開資料或信息內容的準確性或完整性。客戶請勿將本報告視為投資決策的唯一依據而取代個人的獨立判斷。

東亞前海證券不需要採取任何行動以確保本報告涉及的內容適合於客戶。東亞前海證券建議客戶如有任何疑問應當諮詢證券投資顧問並獨自進行投資判斷。本報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何內容適合客戶，本報告不構成給予客戶個人諮詢建議。

本報告所載內容反映的是東亞前海證券在發表本報告當日的判斷，東亞前海證券可能發出其它與本報告所載內容不一致或有不同結論的報告，但東亞前海證券沒有義務和責任去及時更新本報告涉及的內容並通知客戶。東亞前海證券不對因客戶使用本報告而導致的損失負任何責任。

本報告可能附帶其它網站的地址或超級鏈接，對於可能涉及的東亞前海證券網站以外的地址或超級鏈接，東亞前海證券不对其內容負責。本報告提供這些地址或超級鏈接的目的純粹是為了客戶使用方便，鏈接網站的內容不構成本報告的任何部分，客戶需自行承擔瀏覽這些網站的費用或風險。

東亞前海證券在法律允許的情況下可參與、投資或持有本報告涉及的證券或進行證券交易，或向本報告涉及的公司提供或爭取提供包括投資銀行業務在內的服務或業務支持。東亞前海證券可能與本報告涉及的公司之間存在業務關係，並無需事先或在獲得業務關係後通知客戶。

除非另有說明，所有本報告的版權屬於東亞前海證券。未經東亞前海證券事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式更改、複製、傳播本報告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。所有在本報告中使用的商標、服務標識及標記，除非另有說明，均為東亞前海證券的商標、服務標識及標記。

東亞前海證券版權所有並保留一切權利。

機構銷售通訊錄

北京 銷售總監
固話：
郵箱：research_institute@easec.com.cn

联系我们

東亞前海證券有限責任公司 研究所

北京地區：北京市東城區朝陽門北大街8號富華大廈A座首層 郵編：100086
上海地區：上海市浦東新區世紀大道1788號陸家嘴金控廣場1號27樓 郵編：200120
廣深地區：深圳市福田區中心四路1號嘉里建設廣場第一座第23層 郵編：518046

公司網址：<http://www.easec.com.cn/>