

中新集团（601512）

园区开发龙头地位稳固，新能源及投资业务高速发展

买入（首次）

2023年06月27日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,742	5,556	6,434	7,353
同比	21%	17%	16%	14%
归属母公司净利润（百万元）	1,608	1,796	2,009	2,229
同比	6%	12%	12%	11%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.07	1.20	1.34	1.49
P/E（现价&最新股本摊薄）	8.42	7.54	6.74	6.07

关键词：#行业整合

投资要点

- **中新合资的园区开发企业龙头**：中新集团是一家中新合资成立的园区开发公司。2021年公司优化“一体两翼”的发展格局，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两翼支撑板块的新发展格局。公司最终控制方为苏州工业园区管理委员会及苏州市人民政府，持股比例为46.8%。公司高管团队由中方和新方组成，团队架构完备经验丰富。
- **借鉴新加坡开发经验，深耕苏州工业园区**：公司异地复制新加坡裕廊工业园区的发展经验，深耕苏州工业园区。园区已累计吸引各类外资项目5000多个，实际利用外资323亿美元，累计引进92家世界500强企业项目156个。2022年苏州工业园区地区生产总值3515.6亿元，规模以上工业总产值达6850.2亿元。投资总额达92.4亿美元，进出口总额为1077.9亿美元。在产城融合园区开发领域，截至2020年末，公司待出让商住用地1285.7公顷，粗略估计待出让商住土储可保证近十年一级土地开发。2022年，土地一级开发存货为109.9亿元，后续业绩增长可期。区中园板块开发运营面积约280万平方米，其中约160万平方米已建成投运，均布局在长三角区域，区位优势明显。公司苏州工业园区内工业载体的出租率约为95%，各类载体综合出租率超90%。区中园业务租金收入每年超过4亿元，毛利率始终保持在40%以上。
- **两翼齐飞，板块联动赋能园区开发运营主业**：产业投资：在基金投资方面，截至2022年末，公司累计认缴投资了38支基金，合计认缴金额35亿元，累计拉动各园区总投资近470亿元。在科创直投方面，公司累计投资科技类项目25个，累计投资金额4.4亿元，拉动总投资45亿元。绿色公用：2022年公司设立中新绿能运营光伏分布式能源站，目前累计装机容量超过100兆瓦，未来三年努力向2GW目标迈进。
- **营收增长稳定，财务结构健康**：公司2022全年实现营收47.4亿元，归母净利润16.1亿元。其中园区开发业务实现营收38.7亿元，绿色公用业务7.6亿元。2022年公司实现毛利率57.6%，净利率46.0%。公司净负债率逐步提升至24.9%，现金短债比下滑至1.86，财务结构健康。
- **盈利预测与投资评级**：公司作为中新合资的园区开发运营企业，园区开发业务处于业内领先地位。我们预计2023/2024/2025年营收为55.6/64.3/73.5亿元；归母净利润为18.0/20.1/22.3亿元；对应的EPS分别为1.20/1.34/1.49元/股。根据可比公司估值，我们给予其2023年10.3倍PE估值，对应目标价为12.4元/股。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**：苏州及周边地区经济发展停滞风险；土地市场下行风险；宏观经济环境及政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.14
一年最低/最高价	7.71/10.78
市净率(倍)	1.00
流通 A 股市值(百万元)	13,699.85
总市值(百万元)	13,699.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.17
资产负债率(%，LF)	43.54
总股本(百万股)	1,498.89
流通 A 股(百万股)	1,498.89

相关研究

内容目录

1. 公司概况：中新合资的园区开发企业龙头	5
1.1. 中新联姻，聚焦园区开发运营	5
1.2. 笃行致远，公司股权架构稳定	7
2. 园区开发业务行稳致远，产城融合园与区中园齐头并进	8
2.1. 借鉴新加坡开发经验，深耕苏州工业园区	8
2.2. 土储丰厚，产城融合园业务厚积薄发	13
2.3. 外拓积极，区中园业务维持高利润率水平	17
3. 两翼齐飞，板块联动赋能园区开发运营主业	18
3.1. 产业投资：聚焦区域主导产业，开展多层次投资布局	18
3.2. 绿色公用：响应双碳政策，重点发展分布式光伏	20
4. 营收增长稳定，财务结构健康	26
4.1. 业绩稳健增长，经营持续优化	26
4.2. 负债水平优秀，财务结构健康	28
5. 盈利预测投资建议	29
5.1. 盈利预测与估值	29
5.2. 投资建议	30
6. 风险提示	30

图表目录

图 1:	中新集团经过转型升级, 不断落实“走出去”战略	6
图 2:	近五年公司各业务营收详情 (百万元)	6
图 3:	截止至 2023 年 5 月 30 日中新集团股权结构	7
图 4:	苏州工业园区优良地理位置	9
图 5:	中新苏州工业园区联合协调理事会	10
图 6:	苏州工业园区得天独厚的政策优势	10
图 7:	苏州工业园区“2+3+1”特色产业体系	11
图 8:	苏州工业园区地区生产总值详情 (亿元)	12
图 9:	苏州工业园区规模以上工业总产值 (亿元)	12
图 10:	苏州工业园区投资详情 (亿美元)	13
图 11:	苏州工业园区进出口详情 (亿美元)	13
图 12:	土地一级开发模式分为收益分成模式和成本加成模式	14
图 13:	截至 2020 年末公司待出让商住用地项目分布 (公顷)	16
图 14:	公司近五年存货及增速 (亿元)	17
图 15:	2022 年土地一级开发存货 (亿元)	17
图 16:	2019 年区中园各业态物业出租面积及租金收入	17
图 17:	2019 年公司区中园物业各业态出租面积占比	17
图 18:	近几年区中园物业租金收入	18
图 19:	2021-2022 年公司基金及科创直投详情 (亿元)	19
图 20:	截至 2022H1 基金返投项目的投资领域分布	19
图 21:	中新公用股权结构	20
图 22:	中新公用发展里程碑	21
图 23:	光源科技业务范围	23
图 24:	公司营收及增速详情 (亿元)	26
图 25:	公司归母净利润及增速详情 (亿元)	26
图 26:	公司园区开发与运营营收及增速 (亿元)	27
图 27:	公司绿色公用营收及增速 (亿元)	27
图 28:	公司园区开发与运营及绿色公用业务毛利率情况	27
图 29:	公司毛利率及净利率情况	28
图 30:	公司销管费用率及三费费用率情况	28
图 31:	公司资产负债率情况	28
图 32:	公司净负债率及现金短债比	28
表 1:	公司高管团队情况概览	7
表 2:	2021 年国家级经济技术开发区综合发展水平考核评价结果	12
表 3:	中新集团目前 8 个主要产城融合园详情	13
表 4:	主要项目土地一级开发模式	15
表 5:	2022 年公司土地一级开发项目存货情况	16
表 6:	2022 年及 2023H1 认缴基金情况	19
表 7:	光伏行业政策梳理	21
表 8:	分布式光伏典型项目	22

表 9: 集中供冷典型项目	23
表 10: 新能源板块典型项目	24
表 11: 危废处理典型项目	25
表 12: 城市公用事业典型项目	25
表 13: 中新集团营业收入及毛利率预测	29
表 14: 可比公司估值	30

1. 公司概况：中新合资的园区开发企业龙头

1.1. 中新联姻，聚焦园区开发运营

中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（以下简称“中新集团”或公司）是一家中新合资成立的园区开发公司，由中国、新加坡两国政府于1994年8月合作设立。作为园区开发主体和中新合作载体，公司为苏州工业园区开发建设做出了重大贡献，园区在商务部国家级经济技术开发区综合发展水平考核中实现六连冠，形成了独特的中新合作品牌优势。

深耕园区开发二十余年，致力成为行业领军企业。公司以“筑中国梦想、建新型园区”为己任，不断借鉴创新、复制推广中新合作成功经验，确立了“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’”的布局战略，2021年，公司被评为中指院产业新城综合实力运营商第一名。

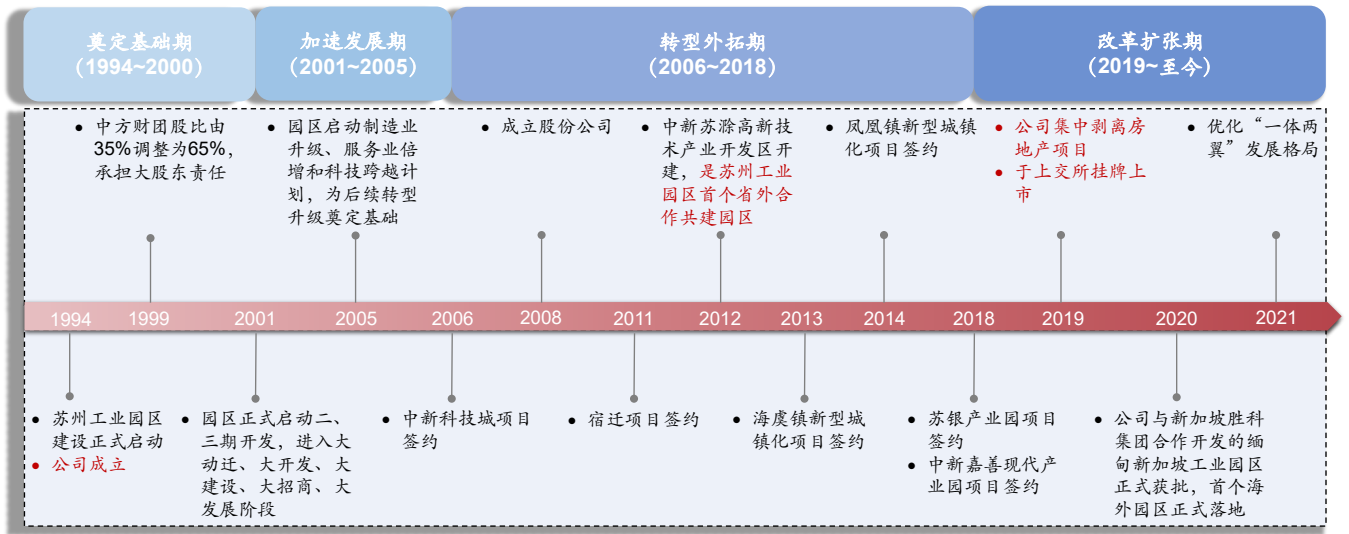
1) 奠定基础期（1994~2000）：公司初创，完成首期建设。在邓小平视察南方和新加坡内阁资政李光耀访华的背景下，1994年中新合作共同开发苏州工业园区，并以新加坡裕廊工业园区为蓝本，对新加坡“敲门招商”模式的引入复制，1994年9月14日苏州工业园区首批14家外商投资项目签约，投资总额8.7亿美元，至1994年底26家公司签订协议，投资约11亿美元。入驻园区的企业包括韩国三星、美国BD、新加坡康福、日本百佳等。

2) 加速发展期（2001~2005）：二次开发，蓄力转型升级。2001年苏州市委、市政府召开苏州工业园区加快开发建设动员大会，二、三期的开发正式启动，园区进入了大动迁、大开发、大建设、大招商、大发展阶段，园区产业体系逐步形成，2005年苏州工业园区相继启动制造业升级、服务业倍增和科技跨越计划，为后续转型升级奠定基础。

3) 转型外拓期（2006~2018）：转型深化，布局向外拓展。2010年在转型升级“三大计划”的基础上，先后提出生态优化、金鸡湖双百人才、金融翻番、纳米产业双倍增、文化繁荣、幸福社区等“九大行动计划”，形成转型升级的完整体系。期间公司立足苏州，落实“走出去”战略，将园区经验输出到宁夏银川、江苏宿迁、江苏南通、浙江嘉善和安徽滁州等地。

4) 改革扩张期（2019~至今）：成功上市，优化一体两翼。公司2014年开始谋求上市，2019年上市成功，并全面退出商住房地产销售业务。2021年公司优化“一体两翼”的发展格局，将原两翼板块之一的区中园业务纳入主体板块范畴，将产业投资从园区开发运营的一个业务节点，提档升级为两翼支撑板块的重要一翼，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两翼支撑板块的新发展格局。

图1：中新集团经过转型升级，不断落实“走出去”战略



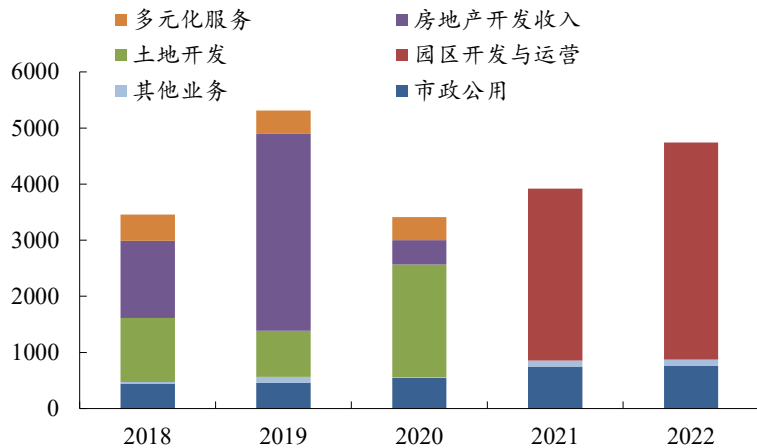
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

发展战略变化：2021 年公司优化“一体两翼”的发展格局，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两翼支撑板块的新发展格局。

(1) 园区开发运营业务主要包括土地一级开发、工程代理、物业管理、招商代理和软件转移，即涵盖格局重塑前的土地一级开发、多元化业务、区中园业务，公司在退出商住房地产销售业务后在房地产开发与经营方面的业务有长租公寓、工业厂房及科研载体的开发与运营。

(2) 绿色公用业务是指公用事业（包括水务、燃气、热电、环境技术和能源服务等）及其输配管网等公用事业基础设施的投资、建设、运营和管理。

图2：近五年公司业务营收详情（百万元）

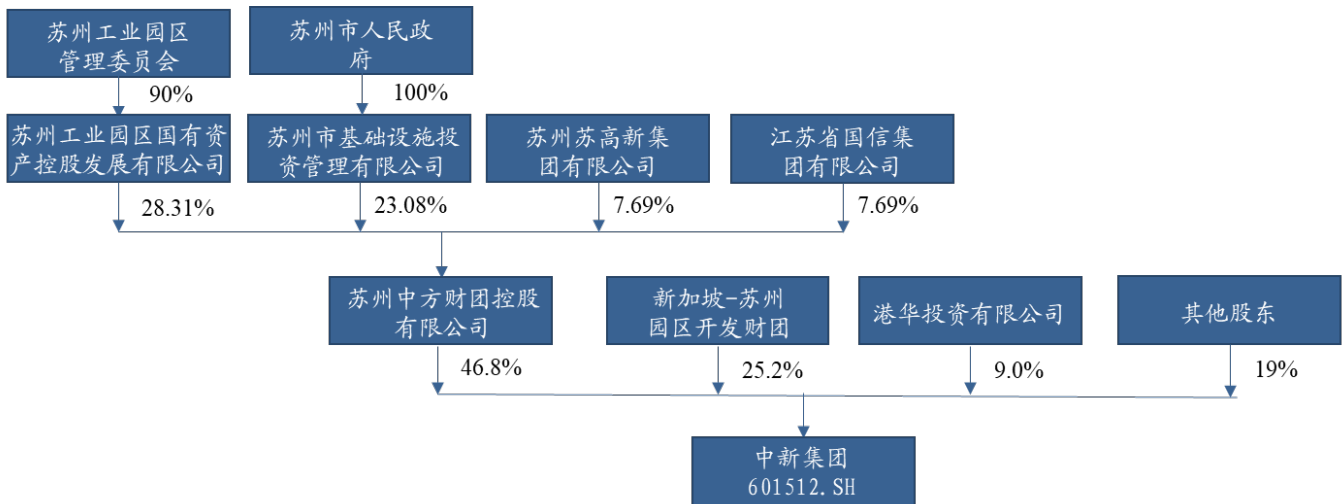


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 笃行致远，公司股权架构稳定

公司控股股东为于中国成立的苏州中方财团控股股份有限公司（“中方财团”），最终控制方为苏州工业园区管理委员会及苏州市人民政府。公司共有 3 名主要股东，分别为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，分别持股 46.8%、25.2%、9%，其他股东共计持有 19% 的股份。

图3：截止至 2023 年 5 月 30 日中新集团股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层架构完备，拥有丰富经验。公司高管团队由中方和新方组成，现任董事长赵志松先生从事园区开发运营工作逾 20 年，拥有深厚的园区开发运营背景，曾任苏州圆融发展集团有限公司董事长、总裁，苏州工业园区地产经营管理公司董事长、总裁；董事尹健从事苏州工业园区招商工作逾 10 年，拥有丰富的招商和管理经验；周衡翔拥有 20 多年能源领域行业经验。团队成员各司其职，具备丰富的行业认知及园区开发、园区招商、金融及经营方面的专业经验，保障公司不断开拓创新，行稳致远。

表1：公司高管团队情况概览

姓名	职务	主要经历
赵志松	董事长、 总裁	男，中国国籍。曾任苏州圆融发展集团有限公司董事长、总裁，苏州工业园区地产经营管理公司董事长、总裁。担任过苏州市第 14、15 届人大代表，2008 年荣获苏州市“五一”劳动奖章。
陈文凯	副董事长	男，新加坡国籍。2006 年，任新加坡卫生部的总法律顾问官以及卫生部控股有限公司的企业秘书。2010 年加入凯德置地，从 2011 年起担任雅诗阁有限公司(新加坡和马来西亚) 区域总经理。2015 年 5 月至 2020 年 8 月，任新加坡土地管理局局长，2020 年 9 月至今，任裕廊集团(JTC Corporation)总裁。
陈志商	董事	男，马来西亚国籍。2008 年加入雅诗阁中国（凯德集团旗下旅宿业务），历任雅诗阁业务发展和资产管理副总裁、华北和中西区大区总经理以及大中国区区域总经理。2016 年 12 月起担任雅诗阁中国董事总经理，负责雅诗阁在中国的投资、业务发展与运营管理。2021 年 9 月至今担任凯德地产（中国）首席执行官，全面负责凯德地产在中国横跨不同资产类别的业务。

尹健	董事、 副总裁	女，中国国籍。2002年4月至2014年8月，历任苏州工业园区招商局招商一处副处长、招商一处处长、欧美一处处长、副局长。
周衡翔	董事	男，中国国籍。2002年11月至2019年1月，历任港华投资有限公司下属项目公司总经理、高级副总裁（华东区域）兼苏州港华总经理、高级副总裁兼苏浙区域总经理。2019年1月，任港华集团高级副总裁（战略发展）兼苏浙区域总经理。2021年10月，任港华集团执行副总裁兼集团战略发展部负责人、苏浙及上海区域总经理。2022年6月，任香港中华煤气内地公用业务副营运总裁兼任华东区域总经理。
陆海粟	董事、董 事会秘书	男，中国国籍。2015年1月至2018年11月，任公司证券部总经理。2018年11月至2022年1月，任公司控股子公司中新智地副总裁。2022年1月至今，任公司证券部总经理，纪检办公室主任。2022年7月至2023年4月，任公司职工代表监事。
詹宇	副总裁	男，中国国籍。1996年11月至2001年4月任职于中新苏州工业园区开发有限公司。2001年4月至2013年12月，历任中新苏州工业园置地有限公司工程材料部副经理、副总裁兼工程材料部经理、常务副总裁。2014年1月至2016年4月，任公司总裁助理。
洪健德	副总裁	男，新加坡国籍。主要工作经历：历任新加坡 HRC 私人有限公司驻上海和广州餐厅财务总监、新加坡 HRC 私人有限公司总部区域财务经理、HPL-HINES 开发有限公司上海房产项目首席财政官。2008年2月至今在公司任总会计师。
田雪鸽	副总裁	女，中国国籍。2001年1月至2013年7月，历任公司招商部高级执行员、副处长、处长、副总经理、南通分公司总经理、招商部总经理。2013年7月至2020年5月，任公司总裁助理兼招商部总经理。2016年6月至2020年5月任公司职工代表监事。
马晓冬	副总裁、 财务总监	女，中国国籍。历任苏州工业园区地产经营管理公司财务部总经理兼投资部总经理、中新智地财务总监。2017年9月至2022年6月，任中新智地总裁。2020年6月至今，任中新智地董事长。
米龙峰	副总裁	男，中国国籍。2009年8月至2018年11月，历任公司招商部高级执行员，资深执行员，副处长，处长，副总经理。2018年11月至2022年6月，历任公司产业发展部副总经理，总经理，企业发展部总经理，产城发展部总经理。
肖建忠	副总裁	男，中国国籍。2013年10月至2018年4月，任公司控股子公司中新乐余(张家港)新城镇开发有限公司总经理。2013年10月至2022年6月，任公司控股子公司中新海虞(常熟)新城镇开发有限公司总经理。2022年7月至今，任公司控股子公司中新苏州工业园区市政公用发展集团有限公司总裁。

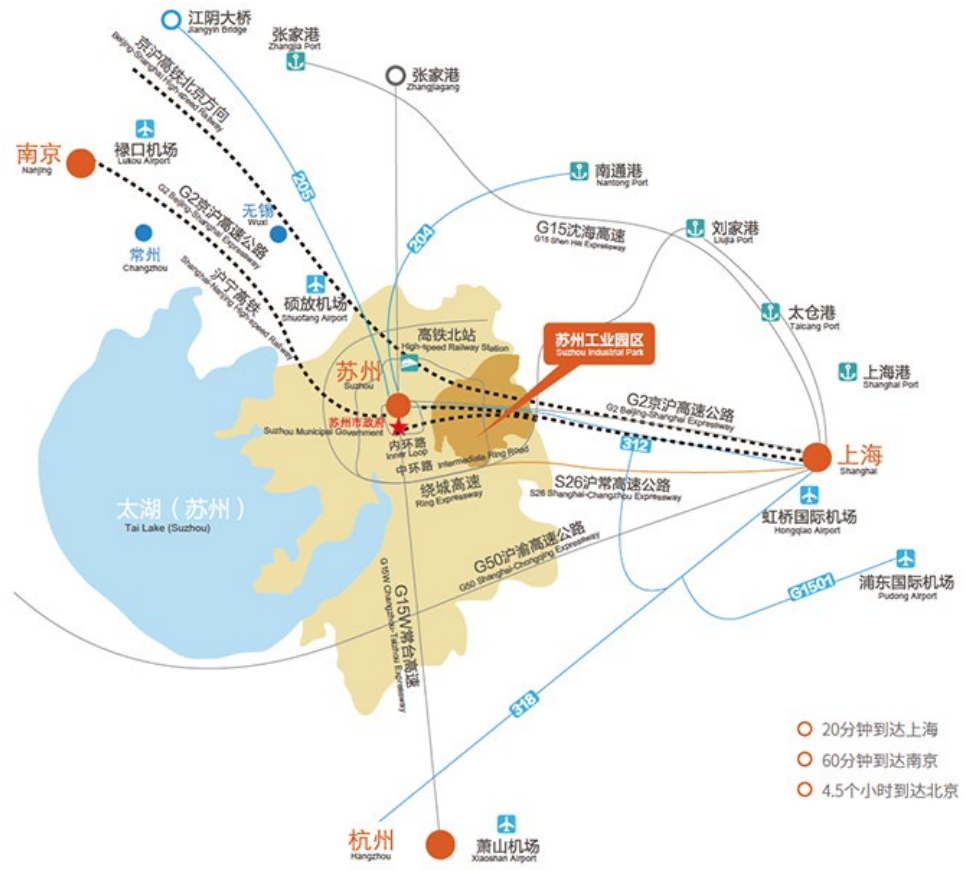
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 园区开发业务行稳致远，产城融合园与区中园齐头并进

2.1. 借鉴新加坡开发经验，深耕苏州工业园区

异地复制，卓有成效，充分借鉴新加坡园区开发经验。苏州工业园区隶属江苏省苏州市，位于苏州市城东，1994年2月经国务院批准设立，同年5月实施启动，行政区划面积278平方公里，（中新合作区80平方公里），是中国和新加坡两国政府间的重要合作项目，被誉为“中国改革开放的重要窗口”和“国际合作的成功范例”。园区异地复制新加坡裕廊工业园区的发展经验，实现方式方法本地化、成果制度化，充分借鉴新加坡城市规划“需求未到，基础设施先行”的先进经验，按照“先规划后建设，先地下后地上”的开发建设原则，对区域城市进行整体规划设计，具备较强的规划执行力，拥有独特的规划设计优势。

图4：苏州工业园区优良地理位置



数据来源：苏州工业园区管委会官网，东吴证券研究所

政企分离，提升运营效率。为了推进苏州工业园区发展，中新双方设立四个层面领导和工作机构，分别为中新两国政府联合协调理事会、中新双边工作委员会、联络机构及由中方财团和新方财团共同出资成立的中新集团。借鉴裕廊工业园区完善的政企分离体制及自主管理的模式，苏州工业园区建立政企分开、行政管理和开发主体分离的“精简、统一、高效”的管委会，负责全区行政管理职能，体现了“小政府、大企业”的原则，充分发挥管委会行政职能和开发公司雄厚的资源实力及先进技术管理经验。

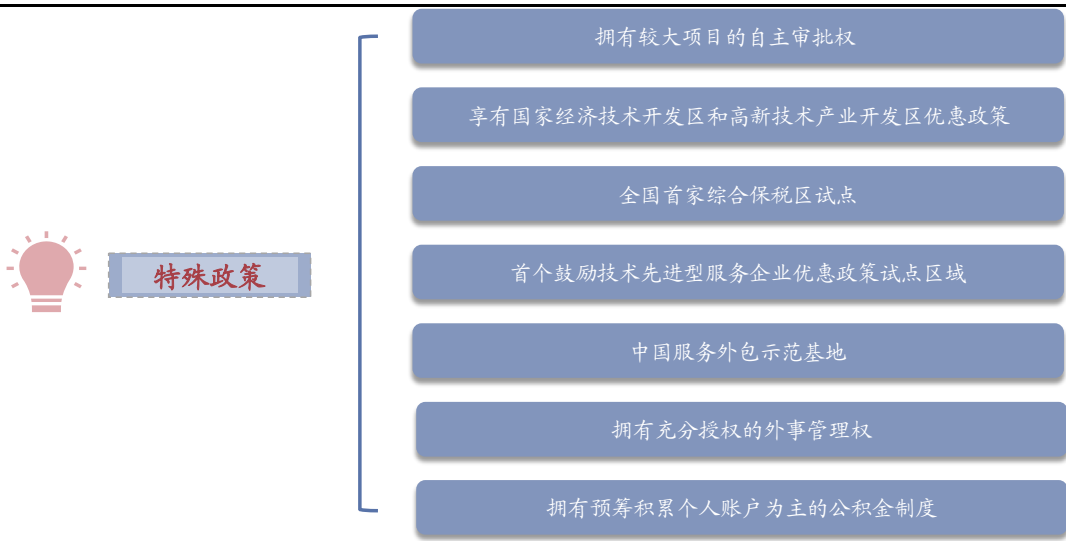
图5：中新苏州工业园区联合协调理事会



数据来源：苏州工业园区管委会官网，东吴证券研究所

工业园区作为中新合资的产物，具有得天独厚的政策优势。苏州工业园区是中国和新加坡两国在国家层面上合作的结晶，从一开始就享有“不特有特，比特更特”的政策优势，国务院在项目审批、财政税收、金融债券、公积金制度、外事管理、海关监管、保税物流、高新区政策共享及合作区域扩大等方面授予园区诸多特殊政策，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，为园区和公司的加快发展创造了良好的条件。

图6：苏州工业园区得天独厚的政策优势



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

瞄准科技前沿，形成“2+3+1”特色产业体系。2大千亿级支柱产业：新一代信息技术、高端装备制造；3大特色新兴产业：生物医药、纳米技术应用、人工智能；1现代服务业。其中新一代信息技术、高端装备制造、生物医药、纳米技术应用构成四大千亿级特色产业集群。

把握“放管服”机遇，扩大“亲商服务”优势，经过28年的发展，苏州工业园区已累计吸引各类外资项目5000多个，实际利用外资323亿美元，累计引进92家世界500强企业项目156个。在招商亲商上，园区借鉴新加坡招商经验，践行亲商服务理念，创新招商方式方法，深入挖掘招商渠道资源，不断提高招商总量；强化产业招商、科技招商和商业招商，助力区域科技创新、人口集聚和城市发展；优化营商环境，积极促进新项目落地和存量项目增资扩产，维护招商亲商口碑。

图7：苏州工业园区“2+3+1”特色产业体系



数据来源：苏州工业园区管委会官网，东吴证券研究所

苏州工业园区发展水平稳居全国龙头。根据商务部于2023年1月13日公布的2021年国家级经济技术开发区综合发展水平考核评价结果，苏州工业园区综合排名位于第一，实际利用外资及进出口总额分别位于第四、第一。

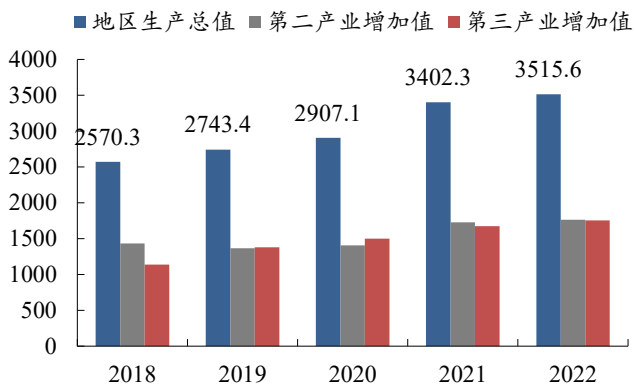
表2: 2021 年国家级经济技术开发区综合发展水平考核评价结果

综合排名 TOP10			实际使用外资 TOP10		进出口总额 TOP10	
排名	国家级经开区	省份	国家级经开区	省份	国家级经开区	省份
1	苏州工业园区	江苏	广州经济技术开发区	广东	苏州工业园区	江苏
2	广州经济技术开发区	广东	广州南沙经济技术开发区	广东	昆山经济技术开发区	江苏
3	天津经济技术开发区	天津	天津经济技术开发区	天津	松江经济技术开发区	上海
4	北京经济技术开发区	北京	苏州工业园区	江苏	天津经济技术开发区	天津
5	昆山经济技术开发区	江苏	上海金桥经济技术开发区	上海	广州经济技术开发区	广东
6	合肥经济技术开发区	安徽	杭州经济技术开发区	浙江	青岛经济技术开发区	山东
7	青岛经济技术开发区	山东	萧山经济技术开发区	浙江	广州南沙经济技术开发区	广东
8	江宁经济技术开发区	江苏	大连经济技术开发区	辽宁	苏州浒墅关经济技术开发区	江苏
9	杭州经济技术开发区	浙江	青岛经济技术开发区	山东	宁波经济技术开发区	浙江
10	烟台经济技术开发区	山东	合肥经济技术开发区	安徽	烟台经济技术开发区	山东

数据来源: 中华人民共和国商务部, 东吴证券研究所

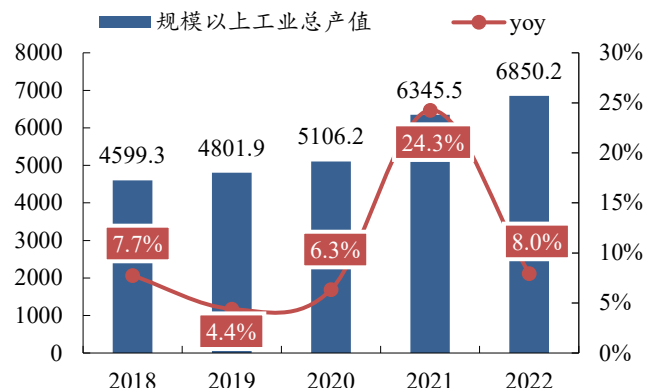
苏州工业园区地区生产总值、规模以上工业总产值保持稳定增长。2022 年苏州工业园区地区生产总值 3515.6 亿元, 同比增长 3.3%, 分业态看第二产业和第三产业分别为 1761.9 和 1753.2 亿元。2022 年苏州工业园区规模以上工业总产值达 6850.2 亿元, 同比增长 8.0%。

图8: 苏州工业园区地区生产总值详情 (亿元)



数据来源: 苏州工业园区管委会, 东吴证券研究所

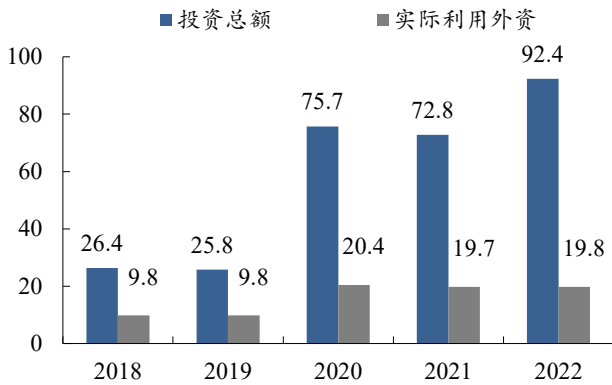
图9: 苏州工业园区规模以上工业总产值 (亿元)



数据来源: 苏州工业园区管委会, 东吴证券研究所

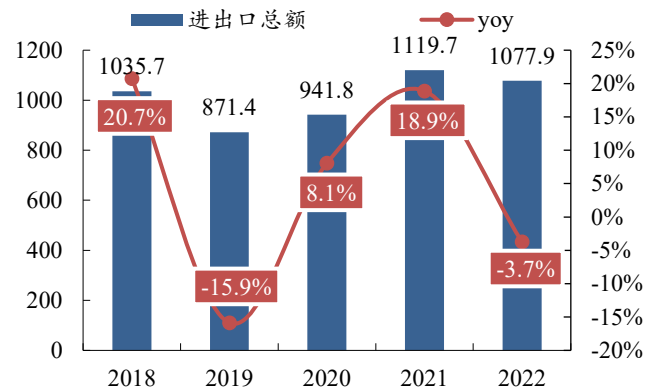
苏州工业园区投资及实际利用外资总额保持稳定, 进出口总额略减。2022 年苏州工业园区投资总额达 92.4 亿美元, 实际利用外资 19.8 亿美元。2022 年进出口总额为 1077.9 亿美元, 同比略减 3.7%。各经济指标总体呈现“稳中有进、稳中有新”发展态势, 苏州工业园区目前已成为全国开放程度最高、发展质效最好、创新活力最强、营商环境最优的区域之一。

图10: 苏州工业园区投资详情 (亿美元)



数据来源: 苏州工业园区管委会, 东吴证券研究所

图11: 苏州工业园区进出口详情 (亿美元)



数据来源: 苏州工业园区管委会, 东吴证券研究所

2.2. 土储丰厚, 产城融合园业务厚积薄发

在产城融合园区开发领域, 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。聚焦园区开发运营主业, 不断借鉴创新、复制推广中新合作的成功经验, 公司确立了“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’”的布局战略。围绕“长江经济带”和“长三角一体化”战略, 布局了中新苏通、中新苏滁、中新嘉善、中新昆承湖等产城融合园区。围绕“一带一路”倡议, 在国内布局了苏银产业园, 在东南亚布局了缅甸新加坡工业园区。围绕“新型城镇化”战略, 实施了中新海虞花园城、中新鹞山桃花源项目。围绕“江苏省南北共建园区”战略, 布局了苏州宿迁工业园。

表3: 中新集团目前 8 个主要产城融合园详情

产城融合园	规划面积 (平方公里)	园区特色	发展成果
中新昆承湖园区	46.4	打造数字科技和新能源两大产业板核, 现代服务业融合发展的苏州北部低碳城	--
苏锡通科技产业园	100	以高端装备制造为主的智能装备、以集成电路为主的电子信息两大主导产业, 以生物医药、医疗器械为主的生命健康新兴产业“两主一新”的产业格局	已累计引进工业项目 240 多个, 总投资超过 1020 亿元
中新苏滁高新技术产业开发区	36	围绕医疗健康、新能源新材料、高端装备制造、电子信息等主导产业	已累计引进工业项目 290 多个, 总投资超过 850 亿元
中新嘉善现代产业园	16.5	围绕智能传感产业链, 已集聚了四方光电、博升光电、广楚科技等一批产业链头部企业	已累计引进工业项目 40 多个, 总投资超过 269 亿元
苏银产业园	53	致力于发展成为以高新技术产业为主, 特色服务业协同的中国西部新经济产业城	已累计引进工业项目 70 多个, 总投资超过 460 亿元
中新海虞花园城项目	1.66	中新海虞花园城项目持续打造江南特色小城镇样本	引入农民股份, 设立发展基金, 共享开发红利, 反哺社会事业

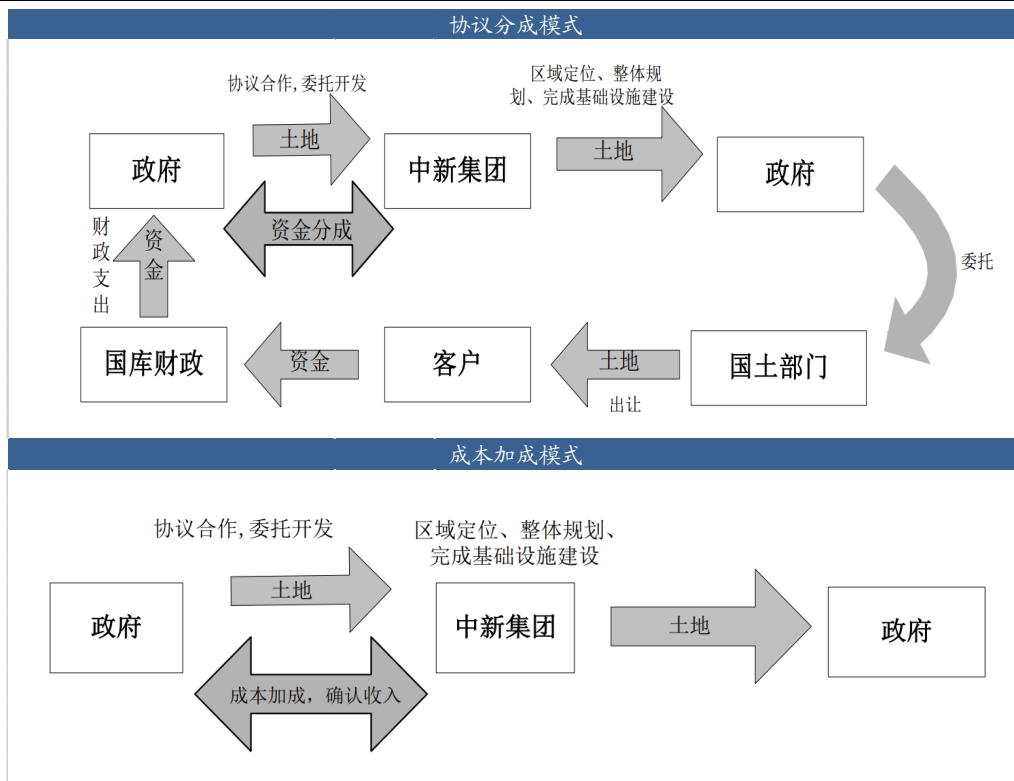
中新鸢山桃花源项目	1.58	项目紧扣“保护性开发、文化传承、乡村振兴”开发理念，规划先行，结合鸢山特有自然资源，打造“一核双环”的生态田园社区	凤凰镇荣获“江苏人居环境范例奖”
苏州宿迁工业园	1.82	现代新城示范区，聚焦先进制造业、服务业等	--

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

土地一级开发业务是公司园区开发运营业务的核心收入来源，具有品牌优势。土地一级开发是由政府委托企业对一定区域范围内的城市国有土地（毛地）或乡村集体土地（生地）进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设。

公司的土地一级开发分为收益分成模式和成本加成模式。公司受政府委托进行土地一级开发业务，在土地开发完成后由政府土地储备中心收储，并将通过公开拍卖的方式予以出售。在收益分成模式下，公司的开发收益将根据拍卖所得扣除相关税费后确定；成本加成模式下收益根据公司实际发生的成本加成一定比例确定。

图 12：土地一级开发模式分为收益分成模式和成本加成模式



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

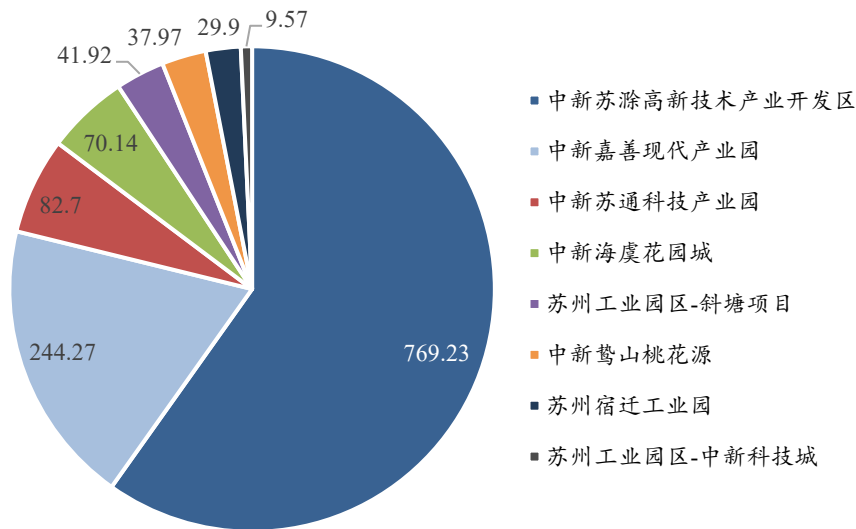
表4: 主要项目土地一级开发模式

时间	项目	收益模式	收入	成本
	苏州工业园区首期 8平方公里		22.8 亿元	18.7 亿元
	苏州工业园区二、 三区前期开发		将累计投入成本 12 亿元视为其他长期资产处理, 并按期收回本金; 同时根据补充协议中与政府明确的普遍的市场利率(即 5 年期贷款利率)为所占回购资金的资金占用费率, 确认为利息收入, 每年按协议约定应向政府收取的款项在扣除本金偿还数和利息收入后, 尚余均作回购溢价收入确认为营业外收入	12 亿元
2006	中新科技城	协议分成	商业、住宅用地土地出让所得价款的 78%	商业、住宅用地出让款 22%及相关税费共 6.5 亿元
		成本加成	对基础设施项目委托代建收益; 全部商业、居住用地土地出让总价的 5%作为软件输出收入	
2009	苏通科技产业园	协议分成	从土地出让收入扣除约定的软件输出收入金额及双方的直接成本后, 按 74.2%的比例分配剩余部分拍卖所得收入 未来预计总收入为 91.03 亿元	基础设施建设费用、市政基础设施开发费用共计 77.3 亿元
2008	宿迁市 182 公顷土地一级开发项目	协议分成	经营性用地出让收入一定比例分成, 未来预计总收入为 17.2 亿元	土地征用、征收和企事业单位动迁、农(居)民动迁、安置费用, 未来预计总成本为 10.02 亿元
2011	滁州市土地一级开发项目	协议分成	全部可出让商住用地出让收入一定比例分成, 商住用地协议出让分成比例为 65.36%, 未来预计总收入为 128 亿元	工业及研发用地以外区域的基础设施建设费用, 未来预计总成本为 107 亿元
2013	常熟市海虞镇土地一级开发项目	协议分成	经营性用地出让收入一定比例分成, 未来预计总收入为 22.2 亿元	企事业单位、农(居)民拆迁和补偿费用; 基础设施建设费用, 未来预计总成本为 15.2 亿元
2013	张家港市余乐镇土地一级开发项目	成本加成及溢价分成	以成本加成的方式获得保底收入, 并对商住用地土地出让收入进行溢价分成, 未来预计总收入为 0.58 亿元	基础设施建设费用, 未来预计总成本为 0.44 亿元
2014	张家港市凤凰镇土地一级开发项目	协议分成	可出让用地的土地出让金扣除相关费用, 未来预计总收入为 4.9 亿元	基础设施建设费用, 未来预计总成本为 3.6 亿元
2017	中新嘉善现代产业园	成本加成	政府性基金预算收入和合作区域内新产生税收收入	土地整理投资服务、规划设计咨询服务、基础设施建设服务、产业发展服务等成本

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

丰厚商住土储实力保证中长期一级土地开发收入。根据公司最新披露的土储数据, 截至 2020 年末(2021 年及以后公司未披露该数据), 公司待出让商住用地 1285.7 公顷, 工业用地 838.3 公顷, 公益用地 232.8 公顷, 其中苏滁高新区待出让商住用地 769.2 公顷, 占总面积 59.8%, 嘉善现代产业园待出让商住用地 244.3 公顷, 占总面积 19.0%。而截至 2019 年 6 月末, 土地一级开发项目签约总可出让土地(商住性质)总面积为 1724.5 公顷, 累计已出让面积为 357.6 公顷, 未来签约可出让土地面积为 1366.9 公顷, 由此可见 2019H1 至 2020 末一年半内出让商住用地面积净减少额为 81.2 公顷, 粗略估计待出让商住土储可保证近十年一级土地开发。

图13: 截至 2020 年末公司待出让商住用地项目分布 (公顷)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

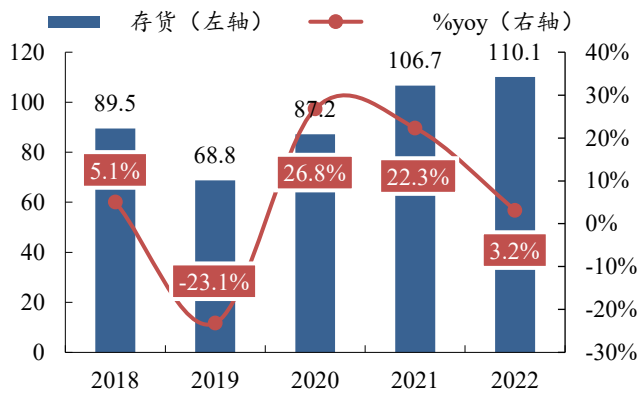
根据招股说明书,公司在正常经营过程中销售的或为销售而正在开发的商品房和土地为存货。2019 年公司去化房地产业务后,所获资金投入土地一级开发业务,存货迅速增长至 2022 年 110.1 亿元。根据 2022 年年报,土地一级开发存货为 109.9 亿元,占总存货 99.8%,其中中新嘉善项目以 55.24 亿元占比土地一级开发存货 50.3%,后续业绩增长可期。

表5: 2022 年公司土地一级开发项目存货情况

项目名称	实际开工时间	预计/实际竣工交付时间	预计/实际总投资额 (亿元)	2022 年期末存货 (亿元)
苏滁产业园基础设施	2012.09	2035.12	79.36	23.24
苏通科技产业园基础设施	2020.01	2028.12	4.11	0.48
海虞新城镇项目基础设施	2014.01	2025.12	16.00	6.93
凤凰镇新型城镇化项目	2016.02	2024.03	4.89	2.40
斜塘一级土地开发	2015.01	2024.12	27.99	20.31
中新嘉善现代产业园	2019.04	2033.12	162.68	55.24
中新科技城基础设施	2006.02	2014.12	6.14	0.06
苏宿园区基础设施	2011.01	2016.05	7.32	1.21
总计				109.86

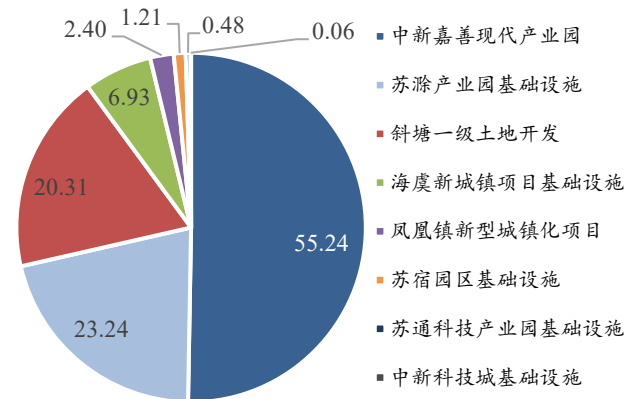
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 公司近五年存货及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2022年土地一级开发存货 (亿元)



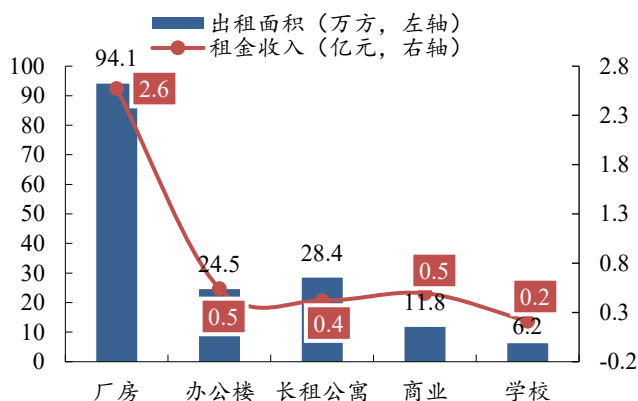
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 外拓积极, 区中国业务维持高利润率水平

2021年公司优化一体两翼格局, 将区中国业务纳入主体板块范畴。公司旗下中新智地全面退出房地产业务三年来, 围绕上海都市圈和沪宁产业创新带, 分别在苏州、吴江等地落地高标准工业载体项目, 在南通海门等地布局工业绿岛表面处理产业园等特色产业园区项目, 建筑面积约150万平方米, 转型发展初见成效。以上区中国板块开发运营面积约280万平方米, 其中约160万平方米已建成投运, 均布局在长三角区域, 区位优势明显。

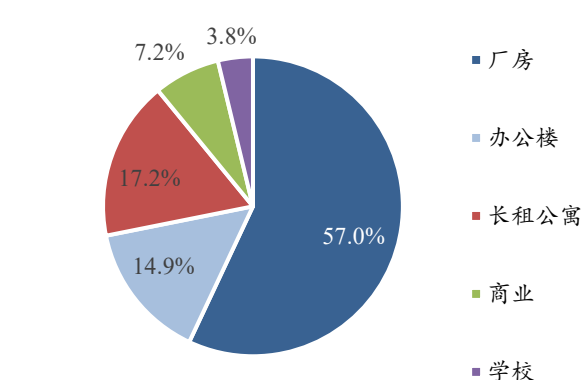
公司区中国物业储备类型丰厚。根据2019年年报披露的具体项目, 其中厂房占比近57.0%, 长租公寓占比17.2%, 办公楼占比14.9%, 以及少部分商业及学校业态。

图16: 2019年区中国各业态物业出租面积及租金收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2019年公司区中国物业各业态出租面积占比



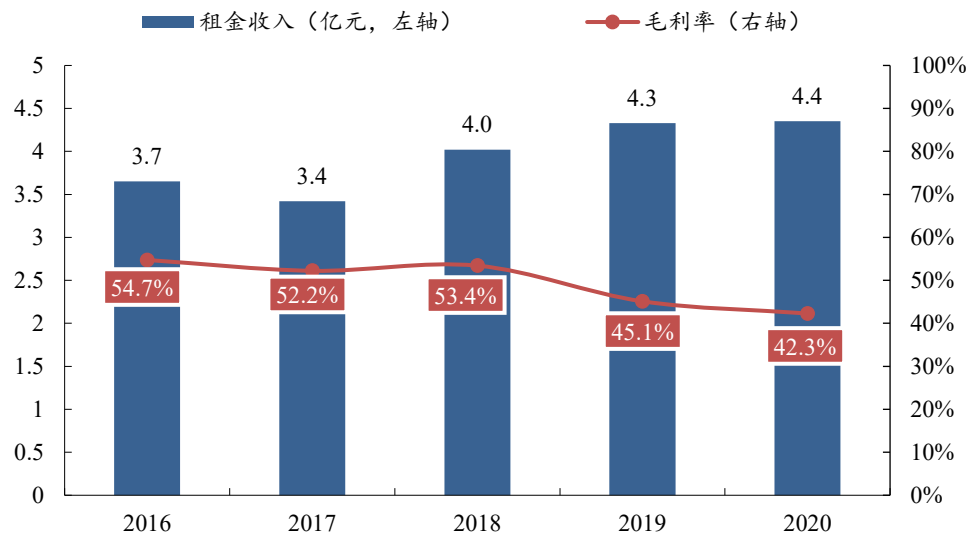
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

积极项目外拓。2021年南通经开区、南通海门和江阴临港3个新项目摘牌拿地，句容经开区项目签署投资协议。2022年公司新增落地了吴江苏州湾智能制造产业园、中新智地（句容）智能制造产业园、滁州天长工业绿岛表面处理产业园等项目，新增建筑面积近60万平方米。其中吴江苏州湾项目为公司在苏州工业园区以外，苏州大市范围内首个区中园项目。公司区中园布局基本实现了沪宁产业创新带重点城市的全覆盖，表面处理产业园项目也分别围绕上海、南京、合肥三大都市完成了布局。

公司苏州工业园区内工业载体的出租率约为95%，各类载体综合出租率超90%。入驻企业中包括世界500强企业23家、领军人才企业44家，7家企业入围苏州市“独角兽”培育名单。中新嘉善现代产业园的中新智慧园一期和苏锡通园区的中新智能制造产业园一期投入运营后已吸引未来工场、赛普生物等项目入驻，为“专精特新”优质项目提供载体平台，1年多来出租率已达70%左右，租金水平均处于当地第一梯队。

租金收入稳定，维持40%以上较高毛利水平。区中园业务租金收入每年超过4亿元，2019-2020年受疫情影响减免租金，毛利率有所下滑，但仍维持在40%以上。

图18：近几年区中园物业租金收入



数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

3. 两翼齐飞，板块联动赋能园区开发运营主业

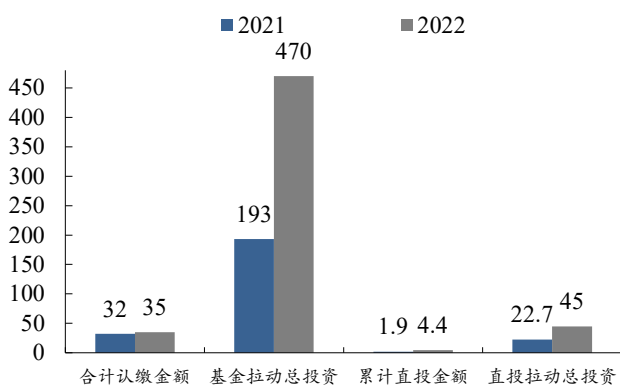
3.1. 产业投资：聚焦区域主导产业，开展多层次投资布局

在基金投资方面，截至2022年末，公司累计认缴投资了38支基金，合计认缴金额35亿元；所投基金促成近40个招商项目落户苏州工业园区及各产城融合园区，**累计拉动各园区总投资近470亿元**。参投基金投资领域重点聚焦生物医药、半导体、高端制造、新材料、信息技术等，投资阶段以初创期、早中期为主，兼顾成长期、成熟期。截至2022

年末，基金所投项目中国家级“专精特新”项目超 120 个，上市、已报会和拟报会项目增至 70 个，基金整体估值稳步增长。

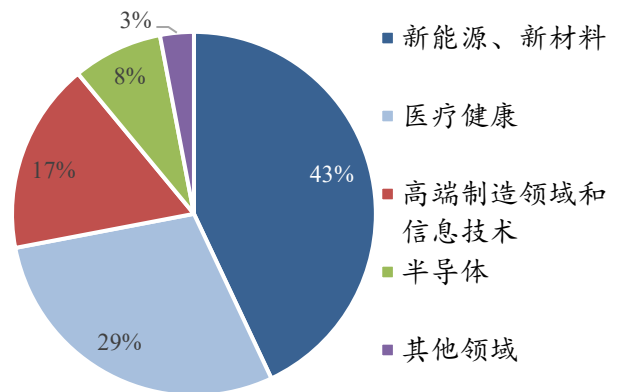
在科创直投方面，2022 年，公司通过中新园创一期和中新园展一期新增投资“专精特新小巨人”及其他各类重大科技类项目共计 12 个，包括铠欣、中瑞宏芯等半导体项目和恩医科技、士泽生物、赛普生物等医疗健康项目。截至 2022 年末，公司累计投资科技类项目 25 个，累计投资金额 4.4 亿元，**拉动总投资约 45 亿元**，进一步助推园区优质企业跨越式发展。

图19: 2021-2022 年公司基金及科创直投详情 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 截至 2022H1 基金返投项目的投资领域分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2022 年公司新增认缴投资了由中芯聚源、正轩投资、恒信华业、元生创投等在信息技术、新能源、智能制造、生物医药等领域较知名的基金团队发起设立的基金共 7 支。所投资基金全年拉动各项目在苏州工业园区及各产城融合园区总投资近 260 亿元。

表6: 2022 年及 2023H1 认缴基金情况

公告日期	标的基金名称	投资领域	投资金额
2022 年认缴基金情况			
2022/3/3	中科洁净能源和低碳发展科技投资合伙企业 (有限合伙)	多能融合 (新能源、氢能、储能、光伏)、碳源利用 (碳中和、碳捕捉、低碳清洁加工)、绿色材料 (新材料、绿色合成) 等行业	不超过 1 亿
2022/3/30	苏州华业致远三号股权投资合伙企业 (有限合伙)	新一代信息技术、新能源、新材料等	不超过 1.1 亿
2022/3/30	深圳市正轩前瞻睿远创业投资合伙企业 (有限合伙)	先进制造、基础及工业软件、半导体、合成生物学等	不超过 1 亿
2022/4/19	苏州工业园区元生天使二期创业投资合伙企业 (有限合伙)	主要投资于新药创制、医疗器械、体外诊断和医疗服务四大医疗细分领域	不超过 8000 万
2022/11/1	苏州耀途股权投资合伙企业 (有限合伙)	物联网与大数据应用 (包括底层传感器、芯片、物联网平台、AI 技术, 尤其是 AI 和大数据在金融科技、智能驾驶和机器人等领域) 等行业	不超过 8000 万

2022/11/1	苏州聚源振芯股权投资合伙企业(有限合伙)	以集成电路全产业链为投资重点, 关注半导体芯片设计、材料、设备与封装测试等细分应用领域	不超过1亿
2022/12/22	北京达晨财智中小企业发展基金合伙企业(有限合伙)	重点投资行业为智能科技、医疗健康等领域的早期和成长期项目	不超过1.1亿
2023H1 认缴基金情况			
2023/1/18	苏州工业园区新建元四期股权投资合伙企业(有限合伙)	医疗健康领域(包括但不限于生物医药企业、药物研发/生产企业、诊断技术/医疗器械企业、医疗服务企业、其他与医疗健康领域相关企业等)	不超过1.5亿
2023/2/15	铜陵丰睿年晟创业投资合伙企业(有限合伙)	电子信息、新能源新材料及智能装备等高端制造领域	不超过8000万
2023/5/17	苏州杏泽兴涌新兴医疗产业投资基金管理合伙企业(有限合伙)	创新生物医药, 生物治疗和生物工程产品, 包括但不限于大分子生物药、小分子靶向药物、细胞治疗、基因治疗等; 创新医疗器械, 包括但不限于创新类耗材和器械; 以及研发合同外包(CRO)、循环肿瘤检测等产业链相关领域	不超过1亿

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

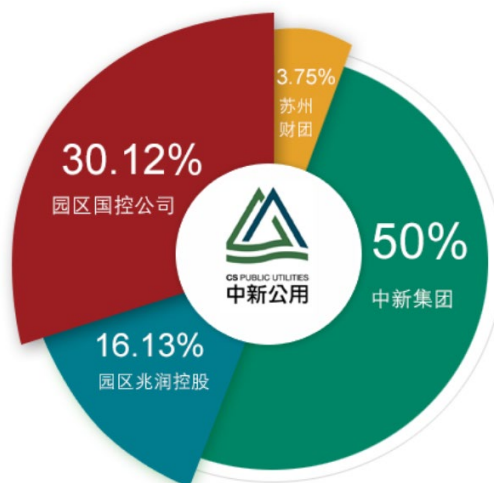
2022年6月, 公司创新创业公司债券申请获证监会审批通过, 注册额度20亿元。募集资金主要用于产业投资板块。2022年7月, 首期10亿元债券成功发行, 票面利率2.96%, 认购倍率4.29倍。

3.2. 绿色公用: 响应双碳政策, 重点发展分布式光伏

中新公用是中新集团旗下开展绿色公用业务的控股子公司。中新苏州工业园区市政公用发展集团有限公司(简称中新公用)成立于1994年, 是中新集团控股子公司。中新公用业务涵盖新能源(分布式光伏、储能等)、新环保(表面处理产业园、工业废水处理等)和城市公用事业(水务、燃气、热电等)。

中新公用立足园区绿色发展方向, 以新能源、新环保为发展赛道, 聚焦低碳、无废、智慧等绿色发展业务, 不断提升顶层规划设计能力、协同平台整合能力和核心项目建设能力, 赋能集团园区开发运营主业, 致力于成为国内一流的园区绿色发展服务商。

图21: 中新公用股权结构



数据来源: 中新公用官网, 东吴证券研究所

图22: 中新公用发展里程碑



数据来源: 中新公用官网, 东吴证券研究所

3.2.1. 新能源: 分布式光伏、集中供冷、光源科技、售电

分布式光伏: 光伏为公司绿色公用重点发展领域, 近年来利好政策频出。从2021年5月起, 国家层面对于光伏行业的利好政策频出, 当月国家能源局指出落实2030年非化石能源占一次能源消费比重达到25%左右、风电太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦的目标; 2022年2月光伏时隔五年再次被写入中央一号文件: 巩固光伏扶贫工程成效, 在有条件的脱贫地区发展光伏产业。

表7: 光伏行业政策梳理

时间	发布部门	政策	内容详情
2021/5/11	国家能源局	《国家能源局关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	“落实碳达峰、碳中和目标, 以及2030年非化石能源占一次能源消费比重达到25%左右、风电太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上等任务。2021年, 全国风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到11%左右, 后续逐年提高, 确保2025年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到20%左右。”
2022/2/22	中共中央	《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	“巩固光伏扶贫工程成效, 在有条件的脱贫地区发展光伏产业。扎实开展重点领域农村基础设施建设。推进农村光伏、生物质能等清洁能源建设。”
2022/3/11	住房和城乡建设部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	“到2025年, 完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上; 全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦以上; 城镇建筑可再生能源替代率达到8%, 建筑能耗中电力消费比例超过55%。”
2022/6/1	国家发改委、国家能源局、财政部等九部	《“十四五”可再生能源发展规划》	可再生能源总量目标: 2025年, 可再生能源消费总量达到10亿吨标准煤左右。“十四五”期间, 可再生能源在一次能源消费增量中占比超过50%。

门

可再生能源发电目标：2025年，可再生能源年发电量达到3.3万亿千瓦时左右。“十四五”期间，可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比超过50%，**风电和太阳能发电量实现翻倍**。

可再生能源电力消纳目标：2025年，全国可再生能源电力总量消纳责任权重达到33%左右，可再生能源电力非水电消纳责任权重达到18%左右。

2022/6/24	财政部	《财政部关于下达2022年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》	“本次下达总计新能源补贴资金27.5亿元。其中，风电14.7亿元、 光伏12.5亿元 、生物质2890万元。2022年补贴资金共下达两批，本次共下达补贴资金27.5亿元，之前已下达39.6亿元，累计下达67.2亿元。”
2022/8/24	工业和信息化部办公厅、市场监管总局办公厅、国家能源局综合司	《关于促进光伏产业链供应链协同发展的通知》	“各地工业和信息化、市场监管、能源主管部门要围绕碳达峰碳中和战略目标，科学规划和管理本地区光伏产业发展，积极稳妥有序推进全国光伏市场建设。 在光伏发电项目开发建设过程中，不得囤积倒卖电站开发等资源、强制要求配套产业投资、采购本地产品。 ”
2022/10/28	国家发展改革委办公厅、国家能源局综合司	《关于促进光伏产业链健康发展有关事项》	多措并举保障多晶硅合理产量，创造条件支持多晶硅先进产能按期达产，鼓励多晶硅企业合理控制产品价格水平，充分保障多晶硅生产企业电力需求， 鼓励光伏产业制造环节加大绿电消纳 ，完善产业链综合支持措施，加强行业监管，合理引导行业预期。

数据来源：国家能源局，发改委，财政部，住建部，东吴证券研究所

2022年公司设立中新绿能，从事投资建设、运营屋顶光伏分布式能源站。2022年公司还与固德威(688390.SH)、旭杰建筑(836149.BJ)合资成立了中新旭德，协助中新绿能尽快抢占市场。此外，公司还积极推进和协鑫集团、新加坡益阁新能源等公司的战略合作，以期联合拓展分布式光伏项目。目前已累计建成投运分布式光伏电站超过40个，累计装机容量超过100兆瓦，未来三年努力向2GW目标迈进。

表8：分布式光伏典型项目

现场实景	项目名称	项目情况
	威马汽车8MW分布式光伏发电项目	项目位于浙江省温州市，在威马汽车厂区内，总装机规模8MW。项目年发电量约800万千瓦时，可实现二氧化碳减排约8000吨/年。
	华星光电10.86MW分布式光伏发电项目	项目位于苏州工业园区TCL旗下华星光电厂区内，总装机规模为13.36MW，是目前苏州工业园区装机规模最大的单体分布式光伏发电项目。项目年发电量约1384万千瓦时，可实现二氧化碳减排1.38万吨/年。
	张化机6MW分布式光伏发电项目	项目位于江苏省张家港市，在上海电气旗下张化机(苏州)重装有限公司厂区内，总装机规模6MW。项目年发电量约570万千瓦时，可实现二氧化碳减排5683吨/年。



盐城东台科森 8MW 分布式光伏发电项目

项目位于江苏省盐城市，在台湾科森科技厂区内，总装机容量约 8MW。项目年发电量约 790 万度，实现二氧化碳减排 7800 吨/年。

数据来源：中新公用官网，东吴证券研究所

集中供冷：公司将“区域热、电、冷三联供”能源供应模式引入苏州工业园区，实现能源的梯级利用。公司以苏州工业园区月亮湾商务区为起点实现集中供冷（供热），替代传统的孤立式电空调，**每年可实现集中供冷 240 万美国冷吨，实现减排二氧化碳 8000 吨/年**，相当于种植 36 万棵树。

表9：集中供冷典型项目

现场实景	项目名称	项目情况
	苏州工业园区月亮湾集中供冷（供热）项目	苏州工业园区月亮湾供冷中心位于独墅湖科教创新区月亮湾商务区，项目总投资 1.75 亿元，设计装机容量 3 万美国冷吨/时，位列全国第一，这也是江苏省首例大型非电空调、区域集中供冷项目。该项目通过热电联产供应蒸汽方式实现集中供热，并以蒸汽为能源通过溴化锂制冷技术提供集中供冷服务，在实现热电冷三联供的同时，使一次能源得到梯级利用。

数据来源：中新公用官网，东吴证券研究所

光源科技：公司以合同能源管理的模式，为市政路灯、商业载体、工业厂房等进行光源改造，**可使光源能耗平均降低 70%左右，照度提高 30%-3 倍以上**，最大程度节约能耗，并实现光源的智慧化管理。

图23：光源科技业务范围






数据来源：中新公用官网，东吴证券研究所

售电: 售电业务在苏州工业园区排名第一, 代理用户超过 100 家, 涵盖电子、食品、医药等多个行业; **拥有三星、惠氏、艾默生、辉瑞制药、大金空调、飞利浦等众多知名企业用户交易电量占园区总成交量 40% 以上。**

3.2.2. 新环保: 表面处理产业园、工业废水处理

表面处理产业园: 公司从事表面处理产业园投资、建设和运营, 服务长三角等区域。公司专注工业废水技术研发、设计、建设和运营, 拥有高效生化、零排放处理、重金属回收等方面核心技术, 为产业园区提供废水处理综合解决方案, 并致力于资源回收利用, 变废为宝, 打造绿色循环经济。**工业废水处理:** 工业废水处理成为水污染防治行动的核心内容。公司以国际级的先进技术和运营能力, 为苏州工业园区等地处理高浓度工业废水, 服务华星光电等行业知名客户。

表10: 新能源板块典型项目

现场实景	项目名称	项目情况
表面处理产业园典型项目		
	海门“工业绿岛”循环经济产业园	海门“工业绿岛”循环经济产业园项目位于南通海门区海门港新区, 土地面积 286 亩, 规划建筑面积约 30 万平方米。由中新南通海门循环经济产业发展有限公司投资建设, 总投资 20 亿元。
	安徽舒城表面处理产业园项目	中新联科环境科技(安徽)有限公司实施的舒城表面处理产业园项目位于安徽省舒城县杭埠开发区, 占地 173 亩, 采用电镀集控区业务集中生产发展、污染集中控管的方式。目前, 产业园批复电镀产线 57 条, 已建成 31 条。项目设计污水处理能力 6000 吨/日, 包括镀金、银、铜、铬、镍、锌和阳极氧化、电泳、蚀刻等众多表面处理工艺。
工业废水处理典型项目		
	苏州工业园区工业废水综合处理项目	苏州工业园区工业废水综合处理项目设计处理规模 9.6 万吨/日, 其中一期工程设计处置能力 2.4 万吨/日、设计中水生产规模 1.2 万吨/日; 项目主要采用化学沉淀法+生物处理+膜工艺, 处理后出水达到地表水环境质量 IV 类标准, 回用于项目周边企业, 实现区域中水回用。

数据来源: 中新公用官网, 东吴证券研究所

危废处理: 公司致力于危险废弃物处置, 为企业提供安全、迅速的环保服务解决方案, 提升区域环境安全水平。目前, 中新公用在苏州工业园区危废焚烧处置能力 3 万吨/年, 液废处置能力超过 10 万吨/年。苏州相城、山东滨州等地危废处置项目均在建设过程中, 项目建成后, 中新公用危废总体处置能力将达到 22.32 万吨。

表11: 危废处理典型项目


现场实景	项目名称	项目情况
	中新和顺废液处置及小微收集项目	中新和顺专业从事高浓度工业废水处理及资源化利用，可处理类别 10 类大项，65 类小项，核准处置能力 10 万吨，是江苏省废液处置能力最高的单位，并具有危废运输资质。公司运营江苏省首家小微企业危废收集平台，现有收集能力 3000 吨/年，为小微企业危废收集、包装、转运、贮存、处置提供一站式服务。
	苏州工业园区固废综合处置项目	苏州工业园区固废综合处置项目总投资 3.5 亿元，主要新建 1 套焚烧能力 3 万吨/年的回转窑处置系统及相关配套辅助工程和环保工程。项目由中新公用和法国苏伊士集团共同投资、建设和运营，旨在建设一座“国际一流、国内领先”的高标准、示范性和花园式的固废综合处置设施，项目已于 2019 年年底建成投运。
	山东滨州危废处置项目	山东科臻环保科技有限公司实施的山东省滨州市滨城区危险废物综合处置中心项目选址位于滨州工业园，项目占地 74.75 亩。根据环评批复，项目总处理能力 10.35 万吨/年，其中焚烧处置规模 6 万吨/年，物化处理规模 3 万吨/年，稳定固化处理规模 1.35 万吨/年，安全填埋规模 1.92 万吨/年，一期工程预计 2021 年建成投运。
	亨文环保铝废利用项目	苏州市亨文环保水业有限公司专业从事废水（中水）回用工程、环保设施和环保药剂生产和销售，采用新型节能环保生产工艺生产液态聚合氯化铝成品（PAC）。公司实施的含铝污泥处置项目设计酸性废水处置能力 1 万吨/年，含铝污泥回收处理后生产 PAC（聚合氯化铝），实现废物资源化利用。

数据来源：中新公用官网，东吴证券研究所

3.2.3. 城市公用事业

水务：为苏州工业园区、安徽滁州等地提供自来水供应、污水处理等水务服务，以“智慧水务”为代表的运营体系服务城市和公众。**燃气：**为超过 31 万户家庭和 3000 多家工商业用户供应清洁的天然气。年供气能力达 8 亿立方米。**热电：**每年为华东电网输送 40 亿度清洁电力。**污泥处置：**国际一流的技术和设备，日处理能力 1100 吨，每年减量化、无害化、资源化处置污泥 30 万吨。**餐厨及园林绿化垃圾处理：**采用高负荷厌氧消化工艺，对餐厨垃圾进行无害化、减量化资源化和密闭化处理，做到无异味达标排放。

表12: 城市公用事业典型项目

现场实景	项目名称	项目情况
污泥处置典型项目		
	苏州工业园区污泥处置和资源化利用项目	苏州工业园区污泥处置和资源化利用项目是江苏省首个污泥干化处置项目，总投资 2.16 亿元，设计处理总规模 900 吨/日，已投产处置能力 500 吨/日，年处理约 18 万吨湿污泥。2011 年项目投产后，园区实现全区域污水管网 100%覆盖、污水 100%收集和处置、尾水 100%达标排放、污水处理过程中产生的污泥 100%收集并进行无害



扬州污泥处置和资源化利用项目



苏州相城污泥处置和资源化利用项目



苏州工业园区餐厨及园林绿化垃圾处置项目

化、减量化和资源化处理。截止目前，项目已累计处置湿污泥超 60 万吨，每年节约煤炭近 12,000 吨，减少 1,200 吨二氧化碳排放，是国内外公认的行业典范。扬州污泥处置和资源化利用项目总投资 2.5 亿元人民币，设计处理总规模为 500 吨/日，一期工程日处理能力 300 吨，已于 2016 年底投运。二期工程日处理能力 200 吨，已于 2020 年底开工，预计 2021 年底投运。未来 30 年，项目独家为扬州市 450 万居民及工业客户提供安全、节能和环保的污泥处置服务。

苏州相城污泥处置和资源化利用项目总投资 1 亿元人民币，设计处理总规模为 200 吨/日，一期工程日处理能力为 100 吨，已于 2017 年 12 月投产。未来 30 年，项目独家为相城区提供安全、节能和环保的污泥处置服务。

餐厨及园林绿化垃圾处理典型项目

苏州工业园区餐厨及园林绿化垃圾处置项目总投资 2.2 亿元，对园区范围内收集的餐厨垃圾及园林绿化垃圾进行处理，餐厨垃圾采用高负荷厌氧消化处理技术，处理规模为 300 吨/吨；园林绿化垃圾采用粉碎压制处理，处理规模为 100 吨/天；垃圾中转站压滤液采用厌氧处理技术，处理规模为 200 吨/天。

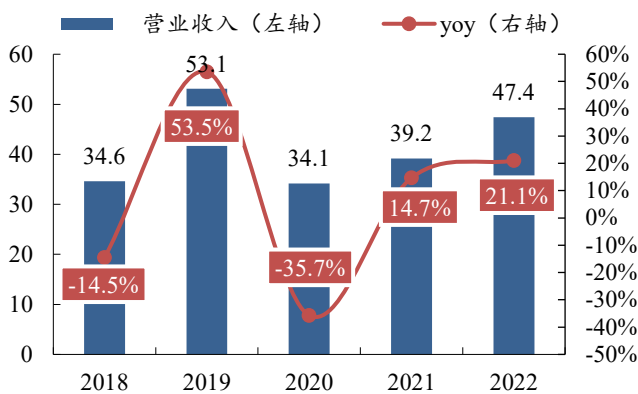
数据来源：中新公用官网，东吴证券研究所

4. 营收增长稳定，财务结构健康

4.1. 业绩稳健增长，经营持续优化

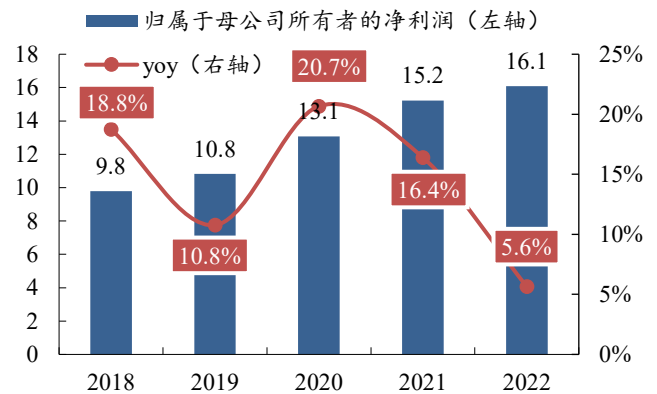
近年来公司营业收入平稳，归母净利润持续攀升。根据 2022 年年报，公司 2022 全年实现营收 47.4 亿元，同比增长 21.1%。在 2020 年由于剥离房产销售导致营业收入下降后，随后两年公司聚焦园区开发与运营业务，营收实现平稳增长。2022 年实现归母净利润 16.1 亿元，同比增长 5.6%，增速略有下滑。

图24：公司营收及增速详情（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

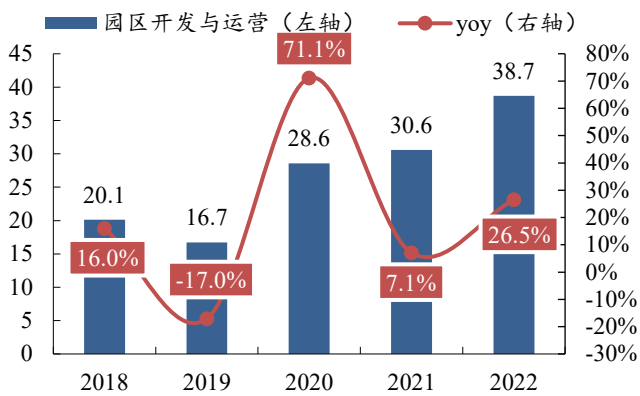
图25：公司归母净利润及增速详情（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

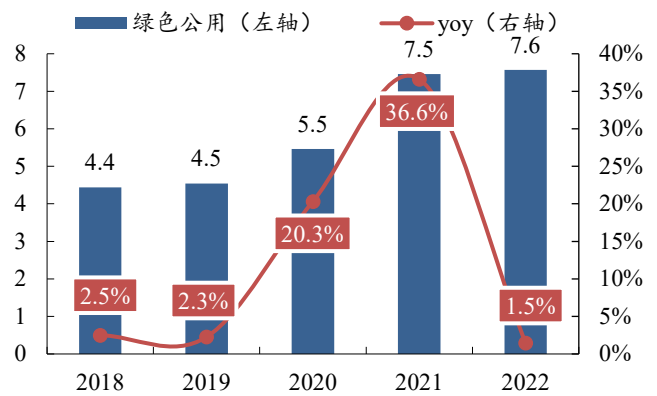
园区开发增长迅猛，绿色公用增速回落。2022 年公司园区开发与运营业务实现营收 38.7 亿元，同比增长 26.5%；毛利率小幅滑落至 64.7%。其中 2020 年营收及毛利率均出现较大增幅主要是因为本期出让的主要为中新科技城、苏宿园区及中新苏滁纯住宅地块，布局早、培育时间较长、区域城市形象日趋完善、公共配套日趋成熟、土地出让单价较高。2022 年公司绿色公用业务实现营收 7.6 亿元，同比增长 1.5%；毛利率小幅增长至 24.1%。其中 2021 年营收出现较大增长主要系 2021 年收购的和顺环保已并表至当年业绩。

图26：公司园区开发与运营营收及增速（亿元）



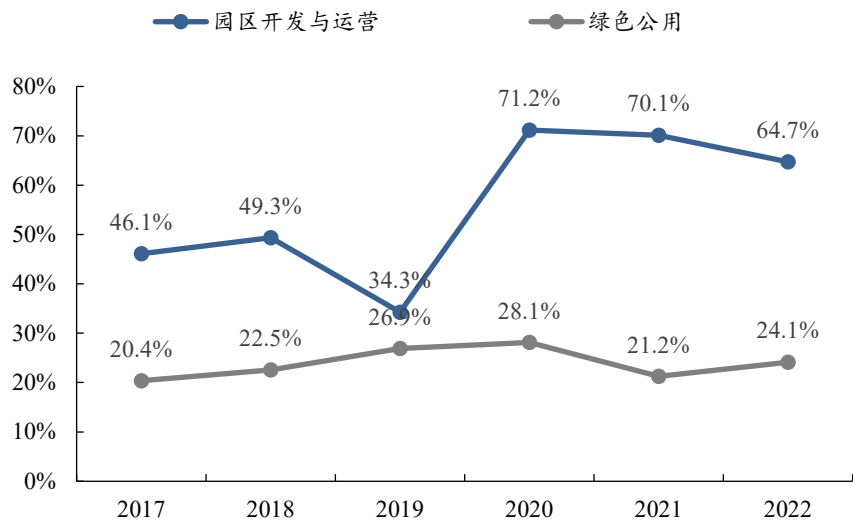
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：公司绿色公用营收及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：公司园区开发与运营及绿色公用业务毛利率情况



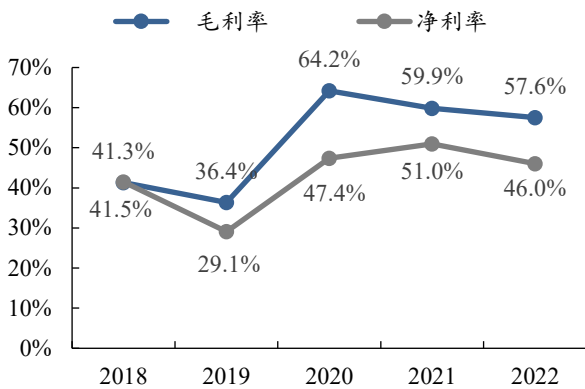
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来公司保持高收益率，毛利率、净利率均位于高位，2022 年实现毛利率 57.6%，同比略降 2.3pct，净利率 46.0%，同比略降 5pct。2018 年公司净利率高于毛利率主要是因为当年新增了一笔 1.9 亿元的营业外收入。其中主要部分为公司收到的滨江地产偿还

的长期应付款，超过初始确认金额部分确认营业外收入 1.6 亿元。

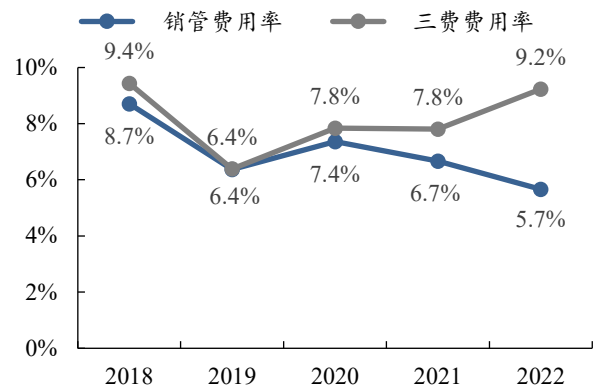
从成本端来看，三项费用率较低，2022 年实现销售费用率进一步降低至 5.7%，三费费用率微增至 9.2%。2019 年公司去化房地产业务后销售费用率大幅降低，2022 年公司
有息负债同比增加 14.7 亿元至 81.1 亿元导致财务费用率上升。其中公司本期发行专项
公司债使应付债券增加 10.0 亿元；嘉善项目贷款一年内还款金额增加导致一年内到期的
非流动负债增加 1.9 亿元；短期借款增加 2.1 亿元。

图29: 公司毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30: 公司销管费用率及三费费用率情况

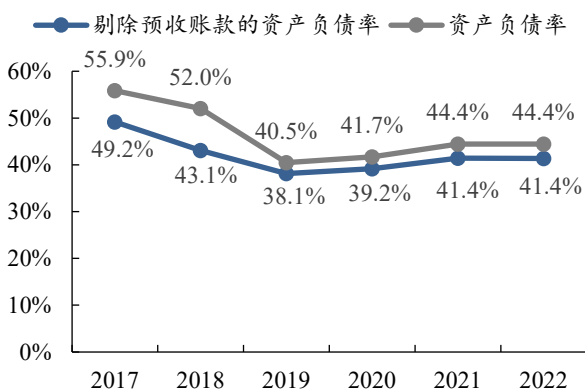


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 负债水平优秀，财务结构健康

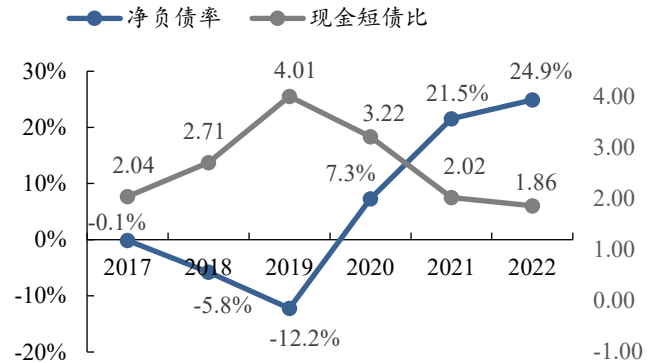
资产负债率保持低位，现金短债比及净负债率回归正常。2022 年公司资产负债率及
剔除预收账款的资产负债率分别为 44.4%及 41.4%；净负债率已从 2019 年的-12.2%逐步
提升至 24.9%；现金短债比逐步下滑至 1.86，主要原因系从 2020 年起公司根据投资发
展战略开始增加有息负债规模。尽管公司净负债率、现金短债比近年来逐渐上升，但横
向对比其他园区类公司，公司整体财务结构及负债情况始终保持健康。

图31: 公司资产负债率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32: 公司净负债率及现金短债比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测投资建议

5.1. 盈利预测与估值

园区开发运营板块，土地一级开发业务是公司重要的收入来源，苏滁项目的开发运营已经获得较好的市场认可，土地出让面积快速提升，2023~2025年随着嘉善、凤凰项目逐步成熟，后续贡献度可观。预计2023~2025年园区开发运营业务营业收入为46.4、54.8及63.6亿元，三年增速分别为20.0%、18.0%及16.0%。

绿色公用板块，国家绿色低碳政策推动，产业园区的能源与环保综合运营服务需求将不断释放，收购和顺环保及设立子公司中新绿发均将推动绿色公用板块收入快速提升，预计2023~2025年营业收入为8.0、8.3及8.8亿元，三年增速分别为5.0%、5.0%及5.0%。

我们预计2023~2025年公司营业收入为55.6、64.3及73.5亿元，三年增速分别为17.2%、15.8%及14.3%。我们预计2023~2025年公司营业成本为23.5、27.4及31.6亿元，因此未来三年毛利率分别为57.7%、57.5%及57.1%。

表13: 中新集团营业收入及毛利率预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
园区开发与运营	3058.7	3870.5	4644.6	5480.6	6357.5
yoy	7.1%	26.5%	20.0%	18.0%	16.0%
绿色公用	746.2	757.2	795.1	834.9	876.6
yoy	36.6%	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	112.3	114.2	116.5	118.2	119.4
yoy	909.6%	1.7%	2.0%	1.5%	1.0%
营业收入	3917.2	4741.9	5556.1	6433.7	7353.5
yoy	14.7%	21.1%	17.2%	15.8%	14.3%
营业成本	1571.9	2012.7	2349.1	2736.2	3156.7
yoy	28.6%	28.0%	16.7%	16.5%	15.4%
毛利	2345.3	2729.2	3207.0	3697.5	4196.8
毛利率	59.9%	57.6%	57.7%	57.5%	57.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

由于公司目前专注于园区开发业务，我们选取业务范围同样囊括园区开发业务且业务规模于业内领先的X家上市公司作为可比公司进行比较。中新集团2023年PE仅为7.3倍，较可比公司10.3的均值偏低。根据可比公司估值，我们给予其2023年10.0PE估值，对应目标价为12.4/股。

表14: 可比公司估值

代码	公司名称	收盘价截止 2023/6/26 (元/股)	EPS				PE				EPS 3 年 CAGR
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600895.SH	张江高科	13.3	0.53	0.67	0.77	0.89	25.0	19.9	17.1	14.8	19.0%
600639.SH	浦东金桥	11.9	1.41	1.83	1.74	2.13	8.4	6.5	6.8	5.6	14.7%
600064.SH	南京高科	6.5	1.39	1.60	1.82	2.06	4.6	4.0	3.6	3.1	14.1%
002314.SZ	南山控股	3.2	0.25	0.30	0.34	0.37	12.8	10.8	9.5	8.7	13.6%
	平均值						12.7	10.3	9.3	8.1	
601512.SH	中新集团	8.8	1.07	1.20	1.34	1.49	8.4	7.3	6.6	5.9	11.6%

备注: 除中新集团外, 其余可比公司均使用 2023 年 6 月 26 日 Wind 一致预测 (180 天数据)。收盘价及相关数据的货币单位均为人民币。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

公司作为中新合资的园区开发运营企业, 园区开发业务处于业内领先地位。我们预计公司未来产城融合业务及区中园业务将继续保持高速增长。我们预计 2023/2024/2025 年营收为 55.6/64.3/73.5 亿元; 归母净利润为 18.0/20.1/22.3 亿元; 对应的 EPS 分别为 1.20/1.34/1.49 元/股。我们选取业内典型园区开发运营企业作为可比公司进行估值, 2023 年平均 PE 为 10.3 倍。根据可比公司估值, 我们给予其 2023 年 10.3 倍 PE 估值, 对应目标价为 12.4 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

苏州及周边地区经济发展停滞风险: 公司各产城融合园主要位于苏州及苏州周边地区, 该地区经济发展停滞可能导致园区空置率上升, 租金水平提升缓慢。

土地市场下行风险: 土地一级开发业务是公司核心收入来源, 若土地市场大幅下滑, 可能对公司土地出让产生负面影响。

宏观经济环境及政策风险: 公司的各项业务与资本市场、经济环境、政府财政政策等因素密切相关, 如果宏观经济增长放缓, 可能带来一系列负面影响。

中新集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	17,668	21,139	24,368	27,742	营业总收入	4,742	5,556	6,434	7,353
货币资金及交易性金融资产	3,620	5,194	6,335	7,592	营业成本(含金融类)	2,013	2,349	2,736	3,157
经营性应收款项	2,495	2,803	3,332	3,681	税金及附加	12	28	32	37
存货	11,009	12,547	14,054	15,759	销售费用	12	14	17	19
合同资产	211	248	287	328	管理费用	256	306	386	478
其他流动资产	333	347	360	383	研发费用	13	21	24	27
非流动资产	14,787	15,121	15,585	16,206	财务费用	169	103	107	164
长期股权投资	3,233	3,340	3,449	3,559	加:其他收益	87	100	109	125
固定资产及使用权资产	1,454	1,336	1,244	1,183	投资净收益	388	444	515	588
在建工程	977	953	966	1,047	公允价值变动	132	0	0	0
无形资产	191	195	208	222	减值损失	(25)	(46)	(37)	(30)
商誉	135	189	257	335	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	11	9	7	营业利润	2,848	3,234	3,718	4,154
其他非流动资产	8,785	9,097	9,453	9,854	营业外净收支	4	3	3	2
资产总计	32,455	36,260	39,953	43,948	利润总额	2,852	3,237	3,721	4,156
流动负债	8,046	9,312	10,199	11,156	减:所得税	669	777	930	1,060
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,941	2,101	2,204	2,273	净利润	2,183	2,460	2,791	3,096
经营性应付款项	1,904	1,830	1,735	1,675	减:少数股东损益	575	664	781	867
合同负债	1,619	1,879	2,189	2,525	归属母公司净利润	1,608	1,796	2,009	2,229
其他流动负债	2,582	3,502	4,070	4,683	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.20	1.34	1.49
非流动负债	6,378	6,923	7,474	8,029	EBIT	2,527	2,939	3,348	3,761
长期借款	5,075	5,113	5,155	5,199	EBITDA	2,907	5,331	5,846	6,373
应付债券	998	1,498	1,998	2,498	毛利率(%)	57.56	57.72	57.47	57.07
租赁负债	19	16	15	14	归母净利率(%)	33.91	32.32	31.23	30.32
其他非流动负债	286	295	306	317	收入增长率(%)	21.05	17.17	15.79	14.30
负债合计	14,424	16,236	17,673	19,185	归母净利润增长率(%)	5.65	11.70	11.88	10.96
归属母公司股东权益	13,334	14,663	16,138	17,754					
少数股东权益	4,697	5,361	6,142	7,009					
所有者权益合计	18,031	20,024	22,280	24,763					
负债和股东权益	32,455	36,260	39,953	43,948					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,164	3,979	3,847	4,285	每股净资产(元)	8.90	9.78	10.77	11.84
投资活动现金流	(1,365)	(2,334)	(2,491)	(2,680)	最新发行在外股份(百万股)	1,499	1,499	1,499	1,499
筹资活动现金流	702	(71)	(215)	(348)	ROIC(%)	7.89	8.15	8.31	8.44
现金净增加额	502	1,574	1,142	1,257	ROE-摊薄(%)	12.06	12.25	12.45	12.56
折旧和摊销	380	2,393	2,498	2,612	资产负债率(%)	44.44	44.78	44.23	43.65
资本开支	(724)	(211)	(318)	(455)	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.42	7.54	6.74	6.07
营运资本变动	(1,274)	(790)	(1,304)	(1,229)	P/B (现价)	1.02	0.92	0.84	0.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>