

中新集团 (601512.SH) 园区开发运营龙头，新能源与投资业务加速拓展

2022年11月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

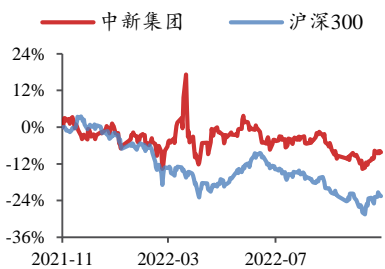
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/11/18
当前股价(元)	8.25
一年最高最低(元)	11.20/7.71
总市值(亿元)	123.66
流通市值(亿元)	65.79
总股本(亿股)	14.99
流通股本(亿股)	7.97
近3个月换手率(%)	16.53

股价走势图



数据来源：聚源

● 园区开发运营领军龙头，两翼业务加速拓展，给予“买入”评级

中新集团在布局上紧紧围绕国家“新型城镇化”、“长三角一体化”战略和“一带一路”倡议，在业务端优化了“一体两翼”的发展格局，以园区开发运营为主，同时强化了产业投资和绿色公用业务两翼业务，通过主体板块与两翼板块有机联动、资源集聚，实现高水平产城融合。我们预计公司2022-2024年归母净利润为15.5、19.2和23.7亿元，对应2022-2024年EPS为1.03、1.28、1.58元，当前股价对应PE为8.0、6.4、5.2倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 战略布局长三角，产城融合园区与区中园同扩张

在产城融合园方面，公司立足苏州、深耕长三角进行战略布局，区位优势明显。公司南通、滁州、嘉善、苏银4个大型产城融合园截至2022H1总投资额超过350亿元，同时中新昆承湖园区已经签约，未来产城融合园开发业绩有望持续释放。在区中园方面，公司在建拟建面积达135万方，未来拓展规模不低于50万方，区中园规模也将稳步提升，未来有机会通过REITs进一步扩张。

● 新扩多平台探索绿色公用业务

中新集团依托中新公用发展新能源业务，力争达到3年2GW的分布式光伏电站持有规模，并成立中新春兴、中新绿发和中新旭德作为绿色公用新能源发展平台。截至2022H1公司已完成项目投资运营36个，在建项目9个，业务覆盖长三角及陕西、福建等地，与多家园区内外知名企业签约服务。

● 多层次布局产业投资，为开发运营主业赋能

公司目前主要有基金投资和科创直投两种模式，布局科创及新兴产业投资。截至2022年6月底，公司累计认缴外部市场化产业基金约30亿元，拉动基金落地规模超500亿，其中落地苏州工业园区的规模超200亿元；所投基金累计返投苏州工业园区及各产城融合园区项目约82亿元，拉动项目总投资约314亿元，其中基金返投项目在新能源、新材料领域金额占比最高。

● 风险提示：受到疫情反复影响，拿地拓展不及预期、项目开竣工潜在风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,414	3,917	4,419	5,246	6,277
YOY(%)	-35.7	14.7	12.8	18.7	19.6
归母净利润(百万元)	1,307	1,522	1,546	1,920	2,369
YOY(%)	20.7	16.4	1.6	24.2	23.4
毛利率(%)	64.2	59.9	58.2	61.0	63.5
净利率(%)	38.3	38.9	35.0	36.6	37.7
ROE(%)	10.8	12.2	11.6	12.6	13.5
EPS(摊薄/元)	0.87	1.02	1.03	1.28	1.58
P/E(倍)	9.5	8.1	8.0	6.4	5.2
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、立足苏州，打造一流园区开发运营领军企业.....	4
1.1、深耕园区运营，推动产业发展	4
1.2、中新两方财团注资，品牌输出园区载体.....	5
1.3、园区开发运营为主业，两翼业务不断发展.....	5
2、园区业务：产城融合园区与区中园同发展.....	6
2.1、扎根苏州工业园，园区发展稳中向好.....	6
2.2、战略布局长三角，产城融合园运营良好.....	7
2.3、以产为核，区中园业务资产优质	9
3、两翼业务协同联动，产业投资和绿色公用齐发展.....	10
3.1、多层次布局产业投资，为开发运营主业赋能.....	10
3.2、绿色公用服务园区发展需求，新扩多平台探索新能源业务.....	12
3.2.1、中新绿发：新能源业务的核心投资发展平台	13
3.2.2、中新春兴：专注于分布式光伏电站等新能源项目	14
3.2.3、中新旭德：定位于新能源投资建设.....	15
4、毛利率保持稳健，首登债券融资市场	15
4.1、2022H1 归母净利润微降，毛利率整体维持高位.....	15
4.2、负债结构健康，债券融资渠道打开.....	17
5、盈利预测	17
6、风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1：中新集团形成“一体两翼”的发展格局.....	4
图 2：中新集团经过二十余年发展成为园区开发运营领军企业.....	4
图 3：截至 2022H1 中新两国财团合计持股比例达 72%	5
图 4：中新集团 2022H1 营收同比增长 17.4%	5
图 5：中新集团 2022H1 两翼业务营收占比下降.....	5
图 6：苏州工业园区采取独特的“2+3+1”产业体系.....	6
图 7：苏州工业园区地区生产总值 2018-2021 年保持增长	7
图 8：苏州工业园区进出口总额 2019-2021 年保持增长	7
图 9：中新集团围绕上海形成梯形布局有效承接产业转移.....	7
图 10：中新集团四家产城融合园截至 2022H1 总投资额均超过 350 亿元.....	8
图 11：中新集团昆承湖园区呈现一湖十岛规划布局.....	9
图 12：中新集团区中园主要分布在江苏和安徽两个区域.....	9
图 13：中新集团区中园总项目储备面积约 335 万方.....	10
图 14：中新集团所投基金返投项目在新能源、新材料领域金额占比最高.....	11
图 15：中新旭德、中新春兴与中新绿发三家公司业务协同发展.....	12
图 16：中新集团绿色公用业务可分为三大领域.....	13
图 17：中新集团通过中新公用和中新智地设立中新绿发.....	13
图 18：中新绿发提供一站式、全生命周期绿色能源解决方案.....	14
图 19：中新绿发对不同主体的实际运用场景不同.....	14

图 20: 中新集团通过中新公用与苏州春兴精工及苏州阳丰科技设立中新春兴	15
图 21: 中新集团通过中新公用与固德威及旭杰科技成立中新旭德	15
图 22: 中新集团 2022H1 归母净利润同比下降 8.2%	16
图 23: 中新集团 2022H1 毛利率较 2021 年保持稳定	16
图 24: 中新集团 2022H1 园区开发与运营业务毛利率有所下滑	16
图 25: 中新集团 2019 年来资产负债率保持低位	17
图 26: 中新集团 2016 年来净负债率均控制在 30% 以内	17
表 1: 苏州工业园区在国家级经开区综合考评中实现多年排名第一	6
表 2: 中新集团先后开拓了 7 个国内产城融合园区	8
表 3: 中新集团倾向于与有返投产城融合园区项目能力的基金合作	11
表 4: 中新嘉善和中新智地对中新集团业绩影响较大	16
表 5: 中新集团 2022-2024 年营收预计保持稳定增长	18
表 6: 主流园区开发运营公司对应 2022 年 PE 均值 10.3 倍	19

1、立足苏州，打造一流园区开发运营领军企业

1.1、深耕园区运营，推动产业发展

中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（简称中新集团）由中国和新加坡两国政府于1994年8月共同投资设立，作为园区开发主体和中新两国合作载体，为苏州工业园区开发建设做出了重大贡献。中新集团于2019年2月在上海证券交易所挂牌上市。

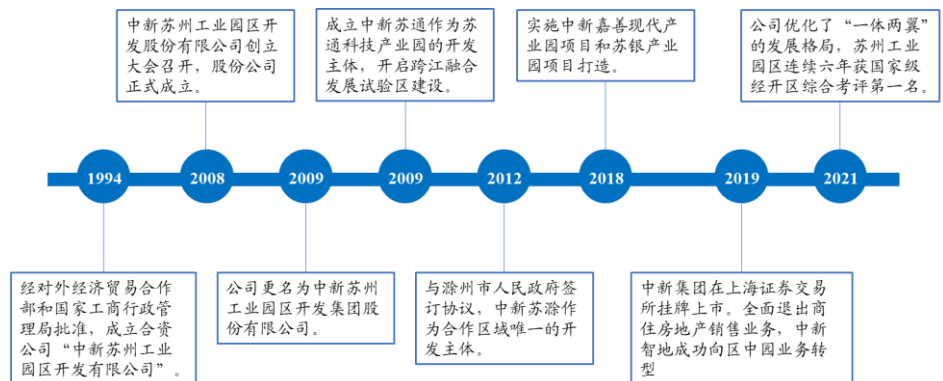
中新集团以“筑中国梦、建新型园区”为己任，以园区开发运营为主体板块，以产业投资和绿色公用为两翼支撑板块，形成“一体两翼”发展格局。同时通过板块联动、资源集聚，实现高水平产城融合，助力国家科技创新和产业升级。战略层面，中新集团聚焦园区开发运营主业，积极融入国家战略，确立了“立足苏州、深耕长三角、关注全国重点城市、适度探索一带一路”的布局战略。同时，在原有园区开发运营基础上，深挖园区开发运营价值，开展多层次产业投资布局，促进产业导入，加速产业发展，深入挖掘运营价值。

图1：中新集团形成“一体两翼”的发展格局



资料来源：公司推介报告

图2：中新集团经过二十余年发展成为园区开发运营领军企业

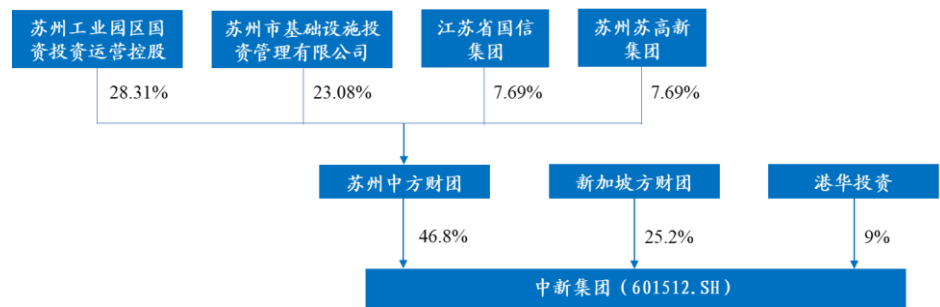


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、中新两方财团注资，品牌输出园区载体

中新集团自 1994 年由中新两国财团合资设立，2019 年上市首次公开发行 14989 万股，占发行后总股本的 10%。上市前公司总股本 13.49 亿股，中方和新方财团持股比例分别为 52% 和 28%；发行新股后总股本 14.99 亿股，中方和新方财团持股比例摊薄至 46.8% 和 25.2%，截至 2022H1 两国财团持股比例仍保持不变。

图3：截至 2022H1 中新两国财团合计持股比例达 72%

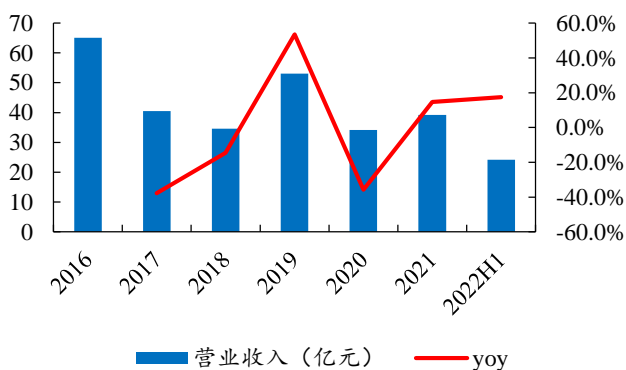


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、园区开发运营为主业，两翼业务不断发展

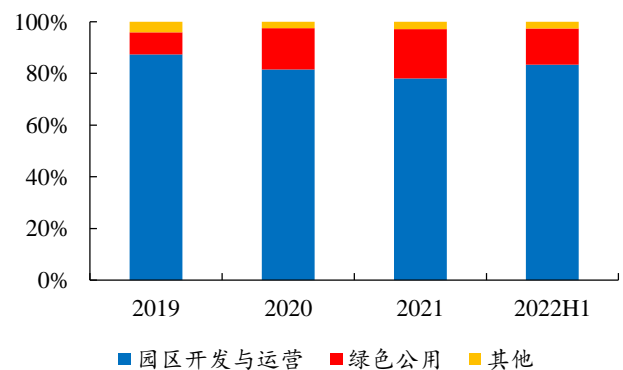
公司的一体两翼发展格局是以园区开发运营为主业，延伸出极具价值的产业投资和绿色公用两翼板块，强化产业赋能、绿色赋能园区发展。公司自 2016 年开始逐步处置旗下房地产业务，营收连续两年下滑，至 2019 年开始剥离房地产业务，不再从事住宅房地产开发经营和销售业务。2021 年公司营收达 39.2 亿元，同比增长 14.7%；2022H1 虽然受行业下行及疫情租金减免影响，营收仍同比增长 17.4% 至 24.2 亿元，业绩表现稳中向好。从各业务营收占比情况看，2022H1 公司绿色公用和产业投资业务营收占比较 2021 年有所下降，但伴随两翼业务不断发展，将形成公司新的业务增长点。

图4：中新集团 2022H1 营收同比增长 17.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：中新集团 2022H1 两翼业务营收占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、园区业务：产城融合园区与区中国同发展

2.1、扎根苏州工业园，园区发展稳中向好

公司作为中新两国合力打造运营苏州工业园的平台，扎根园区 28 年，将园区打造成国内产业园区标杆，跻身科技部建设世界一流高科技园区行列，在 2016-2021 年国家级经开区综合考评中实现六连冠。

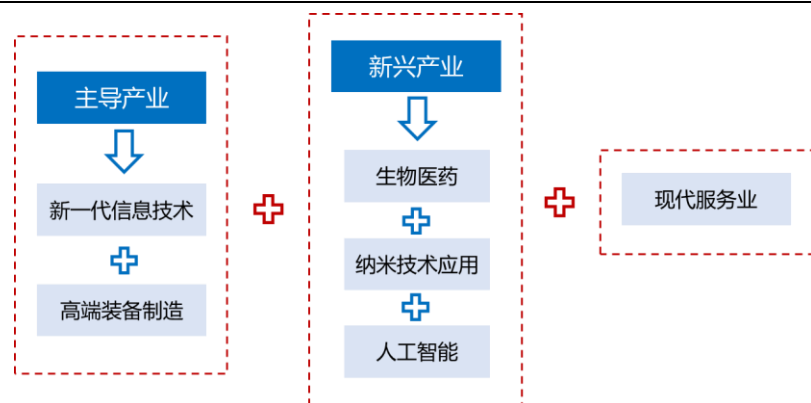
表1：苏州工业园区在国家级经开区综合考评中实现多年排名第一

	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
2017 年	苏州工业园区	天津经开区	广州经开区	北京经开区	青岛经开区
2018 年	苏州工业园区	广州经开区	天津经开区	北京经开区	昆山经开区
2019 年	苏州工业园区	广州经开区	天津经开区	北京经开区	昆山经开区
2020 年	苏州工业园区	广州经开区	天津经开区	北京经开区	昆山经开区
2021 年	苏州工业园区	广州经开区	北京经开区	天津经开区	昆山经开区

资料来源：商务部、开源证券研究所

苏州工业园区既是实体经济发达的国家经开区，又是充满创新活力的国家高新区，并跻身科技部建设世界一流高科技园区行列。苏州工业园区借鉴新加坡经验，践行亲商服务理念，拥有国际一流的营商环境。产业园内已聚集 600 余家创新企业、近 3.5 万名科技人才，形成创新药研发、高端医疗器械、生物技术三大重点产业集群。目前园区采取独特的“2+3+1”产业体系。其中，“2”是指新一代信息技术、高端装备制造两大主导产业，“3”是指生物医药、纳米技术应用、人工智能三大新兴产业，“1”是指现代服务业。2021 年，三大新兴产业总产值突破 3000 亿元，增长 20.3%。

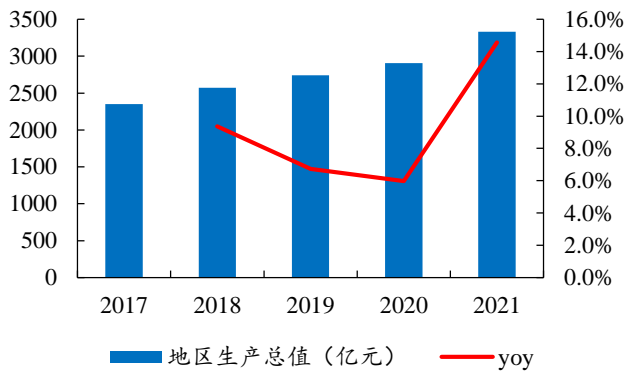
图6：苏州工业园区采取独特的“2+3+1”产业体系



资料来源：苏州工业园区管委会、开源证券研究所

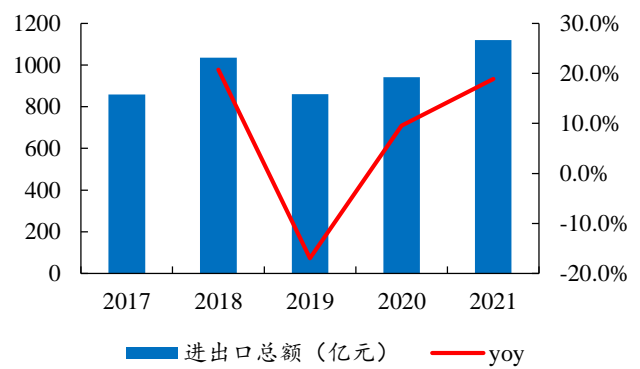
2021 年，园区实现地区生产总值 3330.3 亿元，同比增长 10%；进出口总额 1119.7 亿美元，同比增长 18.9%；2022H1 中新集团为苏州工业园区引进内外资新项目近 40 个，完成新增注册内外资合计近 80 亿元，呈现“稳中有进、稳中有新”发展态势，园区的不断发展也为中新集团的发展提供助力。

图7：苏州工业园区地区生产总值 2018-2021 年保持增长



数据来源：苏州工业园区管委会、开源证券研究所

图8：苏州工业园区进出口总额 2019-2021 年保持增长

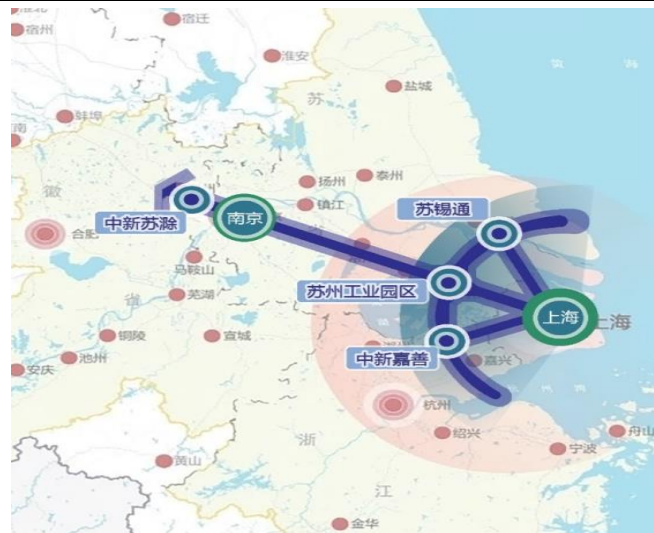


数据来源：苏州工业园区管委会、开源证券研究所

2.2、战略布局长三角，产城融合园运营良好

受房地产行业销售下行、疫情多点散发等多重因素影响，2022 上半年土地成交面积及新开工面积整体继续下行。在产城融合园方面，公司立足苏州、深耕长三角进行战略布局，苏州工业园区、苏锡通科技产业园、中新嘉善现代产业园、中新苏滁高新技术产业开发区通过围绕上海的梯度扇形布局有效承接上海的产业转移和外溢。同时公司积累多年的产业招商和运营能力也为各产城融合园区的产业导入打下基础，所深耕的长三角区域的区位优势明显，产业发展持续向好。

图9：中新集团围绕上海形成梯形布局有效承接产业转移



资料来源：公司推介报告

中新集团自 1994 年开始开发建设苏州工业园区，在城市规划、基础设施建设、招商亲商、软件转移等方面积累了丰富的经验，推动了园区高质量发展。为了将苏州工业园区的成功经验复制，推广到中国更多的地方以及更广阔的领域，公司在继续深耕苏州工业园区的前提下，从 2009 年开始市场化扩张，同时 2010 年开始国务院出台多条政策及文件，从承接载体、发展内容及优化路径等多方面对长三角区域

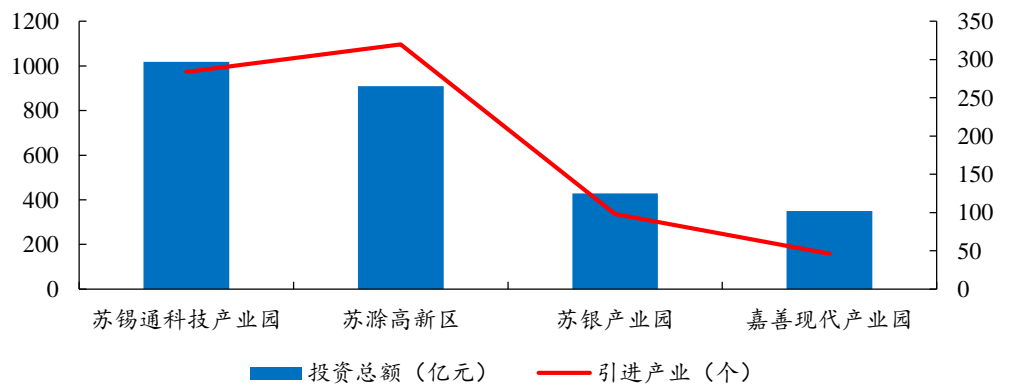
的产业转移进行引导，共同构建长三角协同分工的一体化格局。在内外形势综合推动下，公司先后开拓了苏锡通科技产业园、中新苏滁高新技术产业开发区、中新嘉善现代产业园等 7 个国内产城融合园区，涉及开发面积约 210 平方公里，并拓展了首个海外园区-缅甸工业园。

表2：中新集团先后开拓了 7 个国内产城融合园区

产城融合园	面积（平方公里）	园区定位	产业导入	发展成果
苏锡通科技产业园	100	第一个走出去项目，新加坡-江苏合作理事会重要合作项目	电子信息、智能装备制造、生命健康产业	累计引进产业类企业 284 个，累计投资总额超 1000 亿元
苏滁高新区	36	首批产城融合示范区，长三角共建省级产业合作示范园，安徽省外资项目的新兴集聚地	电子信息、先进装备制造、营养健康、新能源新材料	累计产业类项目 320 个，协议总投资超 910 亿元
嘉善现代产业园	16.5	首批浙江省“万亩千亿”新产业平台培育名单	智能传感	累计注册 46 家企业，签约总投资额近 350 亿元
苏银产业园	53	轻资产输出项目，东西协作发展示范园区，一带一路重要节点城市项目	医疗健康、电子信息、先进制造	累计落户企业 98 家，协议投资总金额近 430 亿元
海虞花园城	1.66	住建部第二批全国特色小镇	科教研究、社会事业	引入农民股份，设立发展基金，共享开发红利，反哺社会事业
鸢山桃花源	1.58	生态田园社区，精致生态的休闲体验地	文化传承、乡村振兴	恢复鸢山“山水林田湖”的自然生态
苏州宿迁工业园	1.82	现代新城示范区	先进制造业、服务业等	项目开发已全部完成

资料来源：公司公告、公司推介报告、开源证券研究所

图10：中新集团四家产城融合园截至 2022H1 总投资额均超过 350 亿元



数据来源：公司推介报告、开源证券研究所

公司根据国家宏观政策变化、政府诉求，不断优化和调整业务模式，如从苏锡通科技产业园、中新苏滁高新技术产业开发区的土地分成模式到中新嘉善现代产业园的 PPP 模式再到苏银产业园的轻资产模式，但公司在各个产城融合园区的开发主体地位始终不变，仍是围绕“产业发达、配套完善、绿色低碳、开放创新”，推动各园区实现高水平的产城融合。

2022年9月，中新集团与常熟市政府、常熟高新区正式签署商务总协议，共同打造长三角区域又一大型产城融合新项目——中新昆承湖园区。园区规划面积约46平方公里，未来区域将形成“一湖十岛”的空间布局，打造数字科技和新能源两大产业极核，现代服务业融合发展的苏州北部低碳城。同时公司计划在项目内进行重资产投入，建设运营超过千亩的区中园项目，打造首个轻重资产有机结合的项目。

图11：中新集团昆承湖园区呈现一湖十岛规划布局



资料来源：公司推介报告

2.3、以产为核，区中园业务资产优质

2021年，中新集团将区中园业务纳入主体板块范畴，丰富和强化了主体板块业务发展，园区开发运营的核心资源要素更加集聚。区中园业务是指为大小园区提供高品质全生命周期的服务，获得稳定收益的业务。在剥离房地产业务后，中新集团旗下子公司中新智地根据公司战略发展需要，全面向以区中园拓展运营为核心的业务转型。

图12：中新集团区中园主要分布在江苏和安徽两个区域

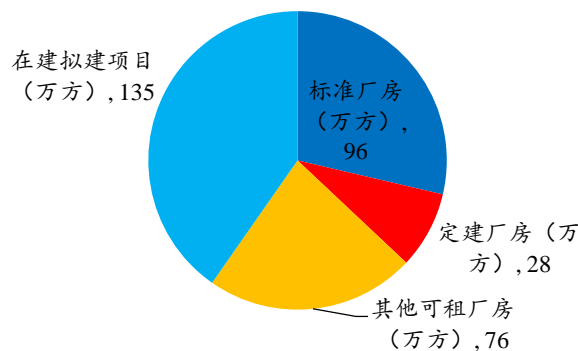


资料来源：公司推介报告

在园区拓展方面，中新智地积极在长三角区域布局，截至 2022H1 在长三角区域拓展面积超 1800 亩，在建、拟建面积约 135 万平方米。公司运营的工业载体近 140 万方，在苏州工业园区内拥有以生物医药、电子信息、人工智能等符合园区主导产业定位的工业载体约 110 万方，在长三角区域拥有以智能传感、智能制造等为主题的产业载体近 30 万方。2022H1 公司拓展吴江苏州湾智能制造产业园、句容智能制造产业园、合肥肥西、太仓璜泾、安徽天长表面处理园等项目，业务已覆盖镇江、常州、南通、嘉善、无锡、苏州等区域。

在园区运营方面，苏州园区内工业载体综合出租率超 95%，入驻企业 362 家，其中世界 500 强企业 26 家，科技领军人才企业 37 家，高新技术企业 61 家。2022H1 在疫情影响下公司强化线上线下多渠道招商，2021 年新投入运营的中新智慧园一期项目和中新苏通智能制造产业园上半年出租率均大幅提升。

图13：中新集团区中国总项目储备面积约 335 万方



数据来源：公司推介报告、开源证券研究所

区中国作为区域经济发展和产业规划的重要载体，未来有机会呈现 REITs 投资机会。产业园 REITs 底层资产地理位置优越，经营和现金流相对稳定，资质较优，整体回报率较高。截至 2022 年 10 月底，市场已获批 6 单产业园 REITs，分别位于北京中关村、上海张江、上海临港、深圳蛇口、苏州工业园和合肥高新区，公司目前区中国项目均分布在长三角相对发达地区，经济水平和地理位置均较优越，未来区外项目有望通过 REITs 等实现循环滚动开发。

3、两翼业务协同联动，产业投资和绿色公用齐发展

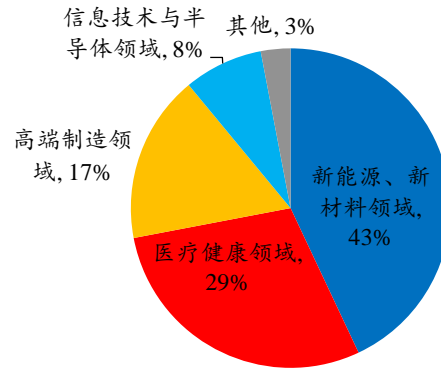
3.1、多层次布局产业投资，为开发运营主业赋能

公司目前主要有基金投资和科创直投两种模式布局科创及新兴产业投资，结合科技创新国家战略，立足主导产业，形成了母基金、子基金及项目直投的多层次布局。在投资产业选择层面，公司围绕园区开发运营主业，覆盖生物医药、新材料、人工智能、电子信息、装备制造、新能源等苏州工业园区及各产城融合园区主导产业。

在基金投资业务层面，公司选择市场化程度高、历史回报好、与公司良性互动、有能力为中新系产城融合园区导入优质产业资源的基金团队合作。截至 2022 年 6 月

底，公司累计认缴外部市场化产业基金约 30 亿元，拉动基金落地规模超 500 亿，其中落地苏州工业园区的规模超 200 亿元；所投基金累计返投苏州工业园区及各产城融合园区项目约 82 亿元，拉动项目总投资约 314 亿元，其中基金返投项目在新能源、新材料领域金额占比最高。

图14：中新集团所投基金返投项目在新能源、新材料领域金额占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：中新集团倾向于与有返投产城融合园区项目能力的基金合作

产业领域	代表性子基金
泛半导体	元禾璞华、恒信华业、湖杉资本
智能制造	元禾原点、千乘资本、架桥资本
生物医药	礼来亚洲、夏尔巴、元生创投、远毅资本
新能源新材料	川流资本、中科开势
综合基金	源码资本、同创伟业、凯辉基金

资料来源：公司推介报告、开源证券研究所

在直投业务方面，公司坚持在风险可控的基础上，获得良好财务回报。投资选择倾向于“投早、投小、投硬科技、投园区”的理念，主投各区域内及有意落户各区域的企业。截至 2022H1，公司累计投资项目共计 19 个，其中领军人才项目 13 个，国家重大科研项目 1 个，累计认缴金额约 3.4 亿元，拉动总投资约 35 亿元。

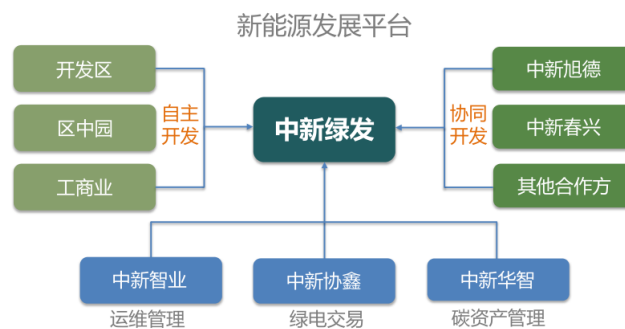
公司产业投资业务同时具备市场化判断和区域开发主体的判断，能有效降低投资风险，具备三重优势能够吸引市场化机构合作：（1）公司作为开发主体对园区内项目背景及经营情况更加熟悉，能为投资机构推荐优质项目；（2）公司内部项目有利于投资项目投前尽调及投后管理；（3）基金返投可以赋能被投企业，提升市场化投资机构综合实力及影响力。

3.2、绿色公用服务园区发展需求，新扩多平台探索新能源业务

中新集团旗下中新苏州工业园区市政公用发展集团有限公司（以下简称“中新公用”）立足绿色公用发展方向，围绕“双碳”目标，重点布局新能源业务，构建以中新绿色能源发展（苏州）有限公司（以下简称“中新绿发”）为投资发展平台，与中新公用参股的中新旭德新能源（苏州）有限公司（以下简称“中新旭德”）、中新春兴新能源电力（苏州）有限公司（以下简称“中新春兴”）等协同发展的新能源业务体系。

中新旭德、中新春兴与中新绿发三家公司业务协同发展，即中新旭德、中新春兴投资建设的部分分布式光伏电站，通过收购移交至中新绿发持有并长期运营。中新绿发同步实施分布式光伏电站等新能源项目的自主开发、建设和持有运营。中新绿发持有的电站可由中新智业、中新华智等提供运维、数字能源管理等服务。通过在投资、建设和运营三大模块的协同，实现中新公用新能源业务板块整体的协同、加速发展。

图15：中新旭德、中新春兴与中新绿发三家公司业务协同发展



资料来源：中新绿发推介报告

中新集团的绿色公用业务具体可分为：

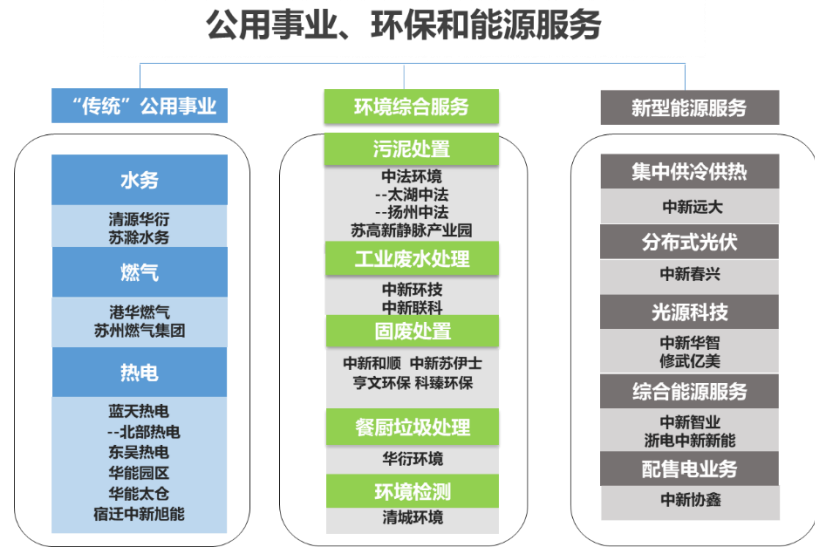
(1) 水、电、气传统城市公用事业，服务园区高质量发展。公司通过园区内自来水、污水厂网建设和运行管理，实现区内污水全收集、全处理；为园区内 32 万户家庭和 3000 多家工商业用户供应清洁的天然气；同时实现了常规发电、余热发电、电热联产、热冷联产的能源四级循环梯级利用，在江苏省内率先实现了热、电、冷三联供。

(2) 污泥处置、工业废水处理、餐厨垃圾处置、危废处置等绿色环保业务。公司每年处置湿污泥 45 万吨，可减排二氧化碳约 16 万吨；固废综合处置项目产能基本实现 3 万吨/年，入选生态环境部发布的全国环境基础设施面向公众开放名录；餐厨及园林绿化垃圾处理项目二期工程竣工投运，餐厨及厨余垃圾处置能力达 600 吨/日，每年可实现二氧化碳减排 16.5 万吨。

(3) 以分布式光伏为重点的新能源业务和以表面处理产业园为核心的新环保业务。公司出于自身发展需要及园区优质的屋顶项目资源和供能需求，逐步聚焦分布式光伏产业，与行业头部企业开展“新能源+储能”和绿色低碳建筑领域合作，成立了中新绿发和中新旭德等平台，力争达到 3 年 2GW 的分布式光伏电站持有规模。截至 2022H1 公司已完成项目投资运营 36 个，在建项目 9 个，业务覆盖长三角及陕西、

福建等地，与多家园区内知名企业签约服务。

图16：中新集团绿色公用业务可分为三大领域

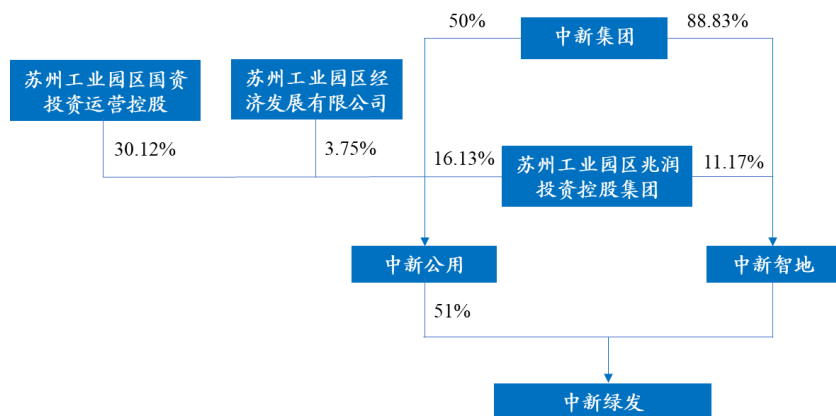


资料来源：中新绿发推介报告

3.2.1、中新绿发：新能源业务的核心投资发展平台

2022年3月，中新集团发布公告，子公司中新公用和中新智地以自有资金投资设立中新绿发公司，注册资本12.5亿元，其中中新公用持股51%，认缴6.375亿元，中新智地持股49%，认缴6.125亿元。通过成立中新绿发，中新集团将全面融入国家双碳战略，依托公司一体两翼战略，着力开发、投资、建设、收购、运营和管理分布式光伏发电等项目，打造产业发达、配套完善、绿色低碳的现代化园区，实现绿色健康可持续发展的产业转型。

图17：中新集团通过中新公用和中新智地设立中新绿发



资料来源：Wind、开源证券研究所

中新绿发业务布局江苏、上海、浙江、安徽和福建等地，累计项目超40个，为客户提供一站式、全生命周期绿色能源解决方案。公司参与打造了长三角一体化示

范区首批绿色交通公交综合能源站、苏州工业园区首个商业化电池储能项目和金鸡湖分布式能源站，其中在苏州园区设有分布式能源中心，是全国装机容量最大的非电空调、区域供冷项目，通过热电联产供应蒸汽方式实现集中供热，通过溴化锂和磁悬浮制冷技术提供集中供冷。中新绿发在苏州园区代理用户超过 100 家，交易电量占园区总成交电量 40% 以上。

图18：中新绿发提供一站式、全生命周期绿色能源解决方案



资料来源：中新绿发推介报告

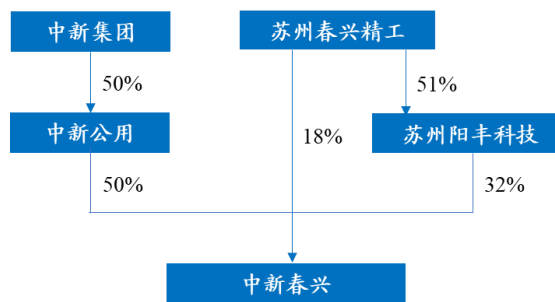
图19：中新绿发对不同主体的实际运用场景不同



资料来源：中新绿发推介报告

3.2.2、中新春兴：专注于分布式光伏电站等新能源项目

2015 年，中新集团通过旗下中新公用与苏州阳丰科技有限公司及苏州春兴精工股份有限公司合资成立了中新春兴新能源电力有限公司。中新春兴专注于分布式光伏电站等新能源项目的投资、建设和运营，具有成熟的专业团队，是江苏省高新技术培育入库企业和苏州工业园区科技领军人才企业。目前公司在全国并网和在建分布式光伏电站 40 个、规模约 100MW。

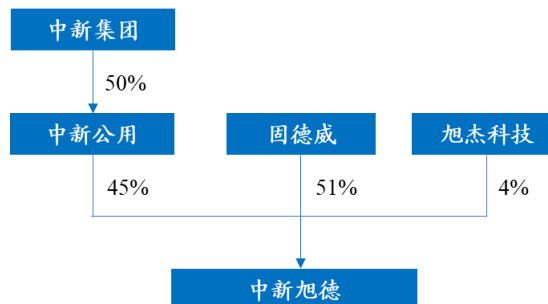
图20：中新集团通过中新公用与苏州春兴精工及苏州阳丰科技设立中新春兴


资料来源：Wind、开源证券研究所

3.2.3、中新旭德：定位于新能源投资建设

同样在 3 月，中新集团通过中新公用（占股 45%）与光伏行业龙头上市公司固德威（证券代码 688390，占股 51%）、装配式建筑全过程服务企业旭杰科技（证券代码 836149，占股 4%）共同出资成立了中新旭德，注册资本 1 亿元。

合作充分发挥了三方优势、协同互补，力图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**。固德威是具有国际竞争力的光伏发电逆变器、光伏储能、分布式电站运维系统产品和服务的供应商，位列全球逆变器前 10 强，可以为公司提供先进的光伏建设技术、集中采购的成本优势和上下游产业链的优质资源。旭杰科技也在装配式建筑服务行业处于领先地位，可以为公司带来强大的客户资源与市场拓展能力、装配式建筑电站设计方案。

图21：中新集团通过中新公用与固德威及旭杰科技成立中新旭德


资料来源：Wind、开源证券研究所

4、毛利率保持稳健，首登债券融资市场

4.1、2022H1 归母净利润微降，毛利率整体维持高位

公司 2016-2021 年归母净利润连续五年实现增长，2022H1 公司实现归母净利润 8.42 亿元，同比下滑 8.2%。从收益水平来看，公司 2022H1 毛利率同比下降 6.4 个百分点至 59.9%，与 2021 年基本持平，净利率同比下降 8.3 个百分点至 45.3%。分板块看，2022H1 园区开发与运营业务毛利率在疫情影响下降至 67.0%，但仍维持较高水平，绿色公用业务毛利率微降至 19.4%，投资业务毛利率逆势增长至 50.0%。公司

盈利水平下滑一方面是 2022H1 长三角受疫情影响，园区租金减免影响业绩收入；另一方面是经营所需借贷增加，财务费用同比增长较多。

图22：中新集团 2022H1 归母净利润同比下降 8.2%

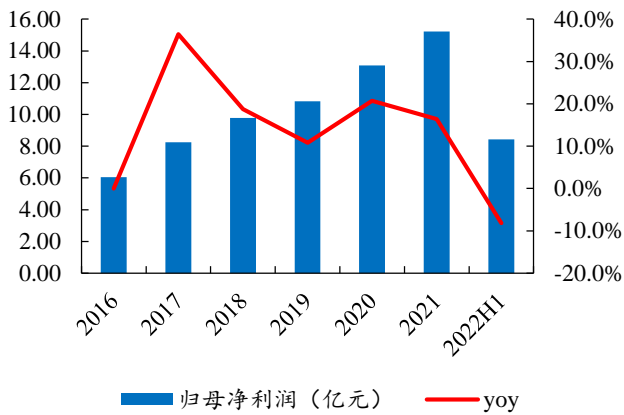
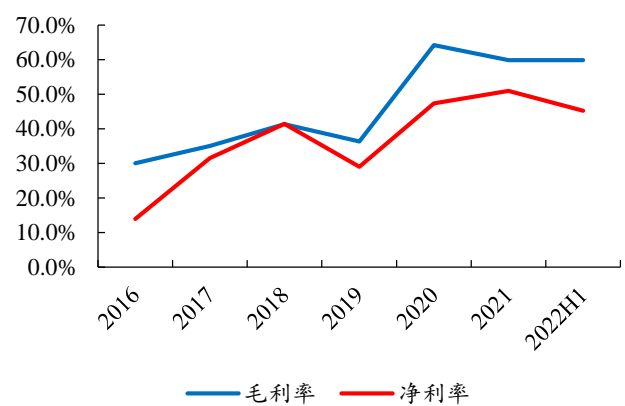


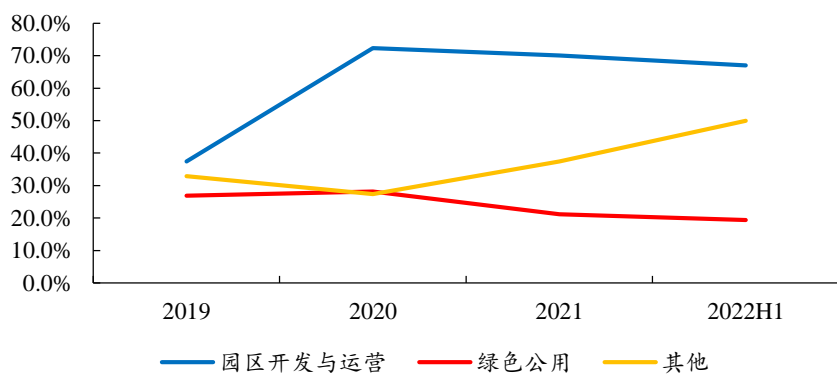
图23：中新集团 2022H1 毛利率较 2021 年保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：中新集团 2022H1 园区开发与运营业务毛利率有所下滑



数据来源：公司推介报告、Wind、开源证券研究所

从中新集团主要控股及参股子公司经营情况来看，2022H1 对公司归母净利润影响最大的是中新嘉善和中新智地，均来自于园区开发与运营板块。其中中新智地由于增加股权转让收益和产业基金评估增值，归母净利润同比增长 173%；中新嘉善为首次确认园区开发收入。

表4：中新嘉善和中新智地对中新集团业绩影响较大

公司名称	经营范围	注册资本 (万元)	股比 (%)	总资产 (万元)	归母净资产 (万元)	归母净利润 (万元)	2021 年同期净利润 (万元)	增减比例 (%)
中新智地	房地产开发与经营 (不含除常租公寓以外的住宅)，物业管理，酒店服务等	120000	88.83	515119	303788	11862	4347	173
中新公用	市政工程服务 (基础设施、投资建设)	121000	50	526180	319754	8423	11925	-29

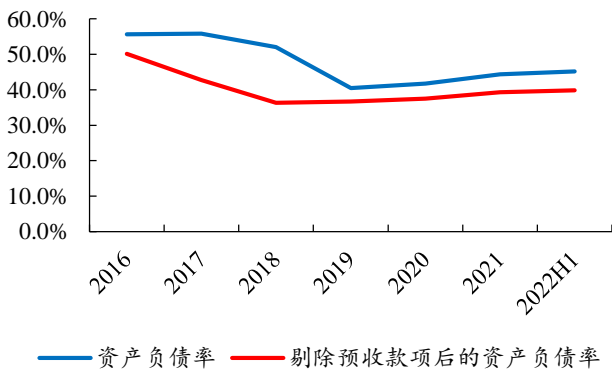
公司名称	经营范围	注册资本 (万元)	股比 (%)	总资产 (万元)	归母净资产 (万元)	归母净利润 (万元)	2021年同期净利润 (万元)	增减比例 (%)
中新苏滁	土地一级开发与经营	80000	56	309516	147869	8175	17094	-52
中新嘉善	土地一级开发与经营	196000	51	632393	162201	29114	(659)	-
中新兴富	非证券股权投资	90000	20	165224	165224	4363	11965	-64
中新万科	房地产开发与经营(不含住宅), 物业管理等	200000	42	346758	241141	(51)	(301)	-83
蓝天热电	循环热电联产电站的运营	53000	30	184855	75250	3153	5756	-45
清源华行	园区内经营自来水厂和污水处理厂	120000	50	447783	191366	7561	9360	-19

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、负债结构健康, 债券融资渠道打开

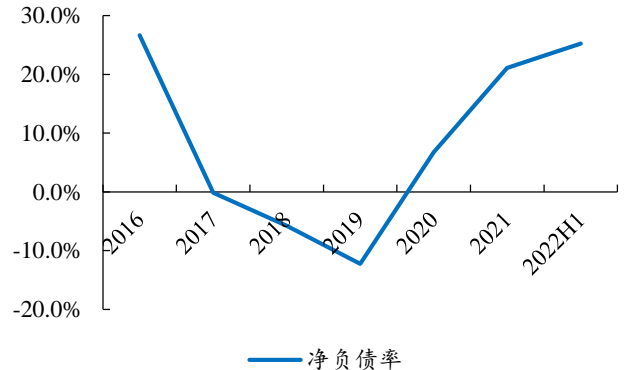
公司债务结构健康, 截至 2022H1 资产负债率为 45.18%, 相比 2021 年末增加 0.8 个百分点; 剔除预收账款后的资产负债率 39.8%, 相比 2021 年末增加 0.5 个百分点。同时公司自 2016 年来净负债率均低于 30%, 整体负债保持低位。

图25: 中新集团 2019 年来资产负债率保持低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 中新集团 2016 年来净负债率均控制在 30% 以内



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司主要融资方式为银行贷款, 2022 年上半年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。2022 年 7 月公司首期 10 亿元公司债成功发行, 发行期限 3 年, 票面利率 2.96%, 认购倍率 4.29 倍, 票面利率为近期 AAA 发行主体最低水平, 获得了资本市场的高度认可。募集资金主要用于产业投资板块, 用实际行动加大产业投资力度。公司债券市场融资渠道打开后, 一方面丰富了融资渠道, 能为公司未来发展提供更充足及低成本的资金, 另一方面也提升了公司在资本市场的知名度和认可度, 吸引更多投资者关注。

5、盈利预测

公司目前营收来源主要分为园区开发与运营业务、绿色公用业务和股权投资业务

务，我们将公司业绩拆分为三大板块进行盈利预测。

园区开发与运营业务：2022H1 公司园区开发与运营收入逆势增长，目前公司累计拥有南通、滁州、嘉善、苏银等 7 个产城融合园，同时正在拓展中新昆承湖园区，未来产城融合园开发业绩有望持续释放。公司区中园在建拟建面积达 135 万方，同时未来拓展规模不低于 50 万方，区中园规模也将稳步提升。考虑到 2022H1 受疫情租金减免影响，我们预计结算业绩受到小幅承压，预计 2022-2024 年园区开发与运营业务营收增速为 15%、20%、20%。公司园区开发运营领军企业，对园区业务经验丰富，预计 2022-2024 年园区开发与运营业务毛利率分别为 67%、69%、71%。

绿色公用业务：公司绿色公用业务主要包括园区水气电服务业务、环境综合服务及新能源拓展业务。我们认为伴随公司园区管理的面积的不断扩张，园区配套服务业务也将保持稳步增长，同时公司成立多个平台合作开发光伏发电业务，也将成为公司全新利润增长点。2022H1 绿色公用业务营收同比增长 4.15%，受疫情影响我们预计 2022 年绿色公用业务收入小幅承压，预计 2022-2024 年营收增速为 5%、15%、20%。伴随疫情好转，园区服务业务企稳，同时公司光伏发电业务成熟，运营效率不断提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 20%、25%、30%。

股权投资业务：公司产业投资分为基金投资业务和直投业务，布局上倾向于园区内部优质新兴产业公司，拥有市场化判断和开发主体判断双重验证，总体投资风险可控。2022H1 公司投资业务收入稳定，盈利能力得到提升，预计 2022-2024 年营收增速为 5%，毛利率为 50%。

表5：中新集团 2022-2024 年营收预计保持稳定增长

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	34.14	39.17	44.19	52.46	62.76
yoy	-35.7%	14.7%	12.8%	18.7%	19.6%
园区开发与运营	27.84	30.59	35.18	42.21	50.65
yoy	-40.0%	9.9%	15%	20%	20%
绿色公用	5.46	7.46	7.84	9.01	10.81
yoy	20.3%	36.7%	5%	15%	20%
产业投资	0.84	1.12	1.18	1.24	1.30
yoy	-61.6%	33.7%	5%	5%	5%
毛利率	64.2%	59.9%	58.2%	61.0%	63.5%
园区开发与运营	72.4%	70.1%	67%	69%	71%
绿色公用	28.2%	21.2%	20%	25%	30%
产业投资	27.4%	37.4%	50%	50%	50%

数据来源：Wind、开源证券研究所

中新集团在布局上紧紧围绕国家“新型城镇化”、“长三角一体化”战略和“一带一路”倡议，在业务端优化了“一体两翼”的发展格局，以园区开发运营为主，同时强化了产业投资和绿色公用业务两翼业务，通过主体板块与两翼板块有机联动、资源集聚，实现高水平产城融合。我们选取同样在产业园及运营服务领域发展较成熟的地方企业浦东金桥、陆家嘴、上海临港和张江高科进行比较，公司估值低于可比公司平均水平。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 15.5、19.2 和 23.7 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.03、1.28、1.58 元，当前股价对应 PE 为 8.0、6.4、5.2

倍。中新集团凭借经验成熟的园区开发运营业务及不断发展的两翼业务，预计未来业绩将持续释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：主流园区开发运营公司对应 2022 年 PE 均值 10.3 倍

代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600639.SH	浦东金桥	未评级	16.2	19.7	24.9	28.8	6.9	5.7	4.5	3.9
600663.SH	陆家嘴	未评级	43.1	40.4	43.3	65.0	8.0	8.6	8.0	5.3
600848.SH	上海临港	买入	15.4	18.7	19.7	23.6	20.2	16.5	15.7	13.1
均值							11.7	10.3	9.4	7.4
601512.SH	中新集团	买入	15.2	15.5	19.2	23.7	8.1	8.0	6.4	5.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：未评级公司预测使用 Wind 一致预期，日期截至 2022 年 11 月 21 日）

6、风险提示

疫情反复影响，园区拓展不及预期、产业投资潜在风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14398	15756	24824	28922	33304
现金	3917	3119	10819	13164	15559
应收票据及应收账款	983	1321	790	1976	1171
其他应收款	166	199	213	276	309
预付账款	18	11	22	17	29
存货	8722	10669	12495	12958	15658
其他流动资产	591	438	484	531	579
非流动资产	11348	13674	14216	14924	15740
长期投资	2880	2990	3213	3523	3812
固定资产	1434	1518	1800	2167	2578
无形资产	173	196	180	165	157
其他非流动资产	6861	8970	9022	9069	9194
资产总计	25746	29430	39039	43846	49044
流动负债	6793	7793	16110	18941	21912
短期借款	976	1329	6849	10884	10598
应付票据及应付账款	1763	1922	2856	2177	3600
其他流动负债	4053	4542	6405	5879	7715
非流动负债	3950	5281	4935	4654	4154
长期借款	3714	5028	4680	4397	3894
其他非流动负债	235	253	255	258	261
负债合计	10742	13073	21045	23595	26066
少数股东权益	3952	4185	4733	5364	6091
股本	1499	1499	1499	1499	1499
资本公积	1234	1234	1234	1234	1234
留存收益	8320	9449	10915	12700	14866
归属母公司股东权益	11052	12172	13261	14887	16887
负债和股东权益	25746	29430	39039	43846	49044

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-842	374	2332	-805	4002
净利润	1619	1996	2094	2552	3096
折旧摊销	133	155	158	200	251
财务费用	16	45	50	100	71
投资损失	-234	-331	-283	-307	-295
营运资金变动	-2800	-1769	477	-3178	1047
其他经营现金流	425	277	-164	-171	-168
投资活动现金流	-1240	-1860	-256	-429	-601
资本支出	812	927	151	377	422
长期投资	-475	-890	-223	-288	-289
其他投资现金流	-903	-1822	-328	-340	-467
筹资活动现金流	339	775	-73	-369	-764
短期借款	90	353	-177	88	-44
长期借款	1199	1314	-348	-284	-503
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-951	-891	451	-173	-217
现金净增加额	-1743	-711	2004	-1602	2637

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3414	3917	4419	5246	6277
营业成本	1223	1572	1847	2046	2291
营业税金及附加	50	128	104	147	162
营业费用	7	10	10	12	14
管理费用	245	251	300	346	420
研发费用	6	14	12	17	19
财务费用	16	45	50	100	71
资产减值损失	-63	-26	-52	-59	-67
其他收益	70	81	75	78	77
公允价值变动收益	4	220	112	166	139
投资净收益	234	331	283	307	295
资产处置收益	-0	35	17	26	22
营业利润	2080	2513	2636	3213	3899
营业外收入	6	4	5	5	5
营业外支出	7	4	4	4	5
利润总额	2078	2514	2637	3213	3899
所得税	459	517	543	661	803
净利润	1619	1996	2094	2552	3096
少数股东损益	311	474	548	632	727
归属母公司净利润	1307	1522	1546	1920	2369
EBITDA	2291	2843	2887	3587	4339
EPS(元)	0.87	1.02	1.03	1.28	1.58

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-35.7	14.7	12.8	18.7	19.6
营业利润(%)	9.4	20.8	4.9	21.9	21.3
归属于母公司净利润(%)	20.7	16.4	1.6	24.2	23.4
获利能力					
毛利率(%)	64.2	59.9	58.2	61.0	63.5
净利率(%)	38.3	38.9	35.0	36.6	37.7
ROE(%)	10.8	12.2	11.6	12.6	13.5
ROIC(%)	10.4	11.3	8.3	8.5	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	41.7	44.4	53.9	53.8	53.1
净负债比率(%)	8.0	22.3	11.6	18.3	3.3
流动比率	2.1	2.0	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	5.0	3.4	4.2	3.8	4.0
应付账款周转率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.02	1.03	1.28	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.56	0.25	1.56	-0.54	2.67
每股净资产(最新摊薄)	7.37	8.12	8.85	9.93	11.27
估值比率					
P/E	9.5	8.1	8.0	6.4	5.2
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.6	7.1	6.6	6.0	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn