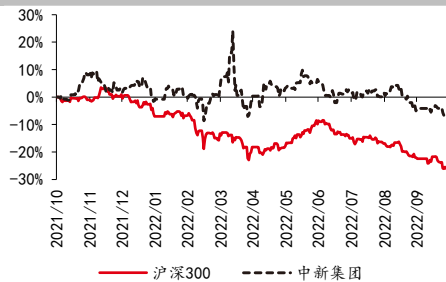


公司投资评级

谨慎推荐|维持

相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.27)

总市值 (百万元)	11,991.12
流通市值 (百万元)	6,379.28
52周最高/最低 (元)	10.84/7.64
52周最高/最低 PE (倍)	11.14/8.03
52周最高/最低 PB (倍)	1.39/0.95
52周涨幅 (%)	-6.21
52周换手率 (%)	117.28

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

中新集团 (601512.SH):
业绩降幅收窄，股息率具备吸引力

● 事件

中新集团(601512)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 30.76 亿元，同比增长 18.29%，归母净利润 10.33 亿元，同比下降 7.23%；归母净利润率 33.57%，同比下降 9.24 个百分点，EPS 0.69 元。其中第三季度单季实现营业收入 6.54 亿元，同比增长 21.56%，归母净利润 1.91 亿元，同比下降 2.93%；归母净利润率 29.18%，同比下降 7.36 个百分点，EPS 0.13 元。

● 核心观点

业绩小幅下降，主要原因为少数股东损益上升、毛利率下降、实际所得税税率上升等。公司前三季度归母净利润同比下降 7.23%，业绩下降幅度相比上半年（下降 8.15%）收窄。公司前三季度业绩的主要拖累因素包括：1) 少数股东损益由去年同期 2.67 亿元上升至 3.29 亿元，主要原因是公司持股 51% 的中新嘉善公司业绩扭亏为盈；2) 公司毛利率从去年同期的 61.10% 下降至 58.39%；3) 公司实际所得税税率从去年同期的 19.96% 上升至 23.65%。

苏州工业园区仍是业务主力，支撑公司稳健发展。公司业务主要服务于 8 个产业园区，苏州工业园区目前仍是公司业务主力。苏州工业园区区位优势突出、运行成熟，受疫情影响较小，成为公司服务发展的坚实支撑。由于三季报未披露相关数据，我们以 2022 年上半年数据进行分析，公司为苏州工业园区引进内外资新项目近 40 个，其中科技项目 23 个，完成新增注册内外资合计近 80 亿元人民币，主要指标受疫情等因素影响有所回落但相对较为稳定。10 月德国蔡司集团落户园区，这是蔡司在国内首次购地自建项目，项目总投资 2500 万美元，将陆续引入显微镜事业部 B&C 级全球产品中心。

产业基金投资继续加码，投资收效持续显现。公司产业基金投资效果体现为两方面，一方面所投基金增值获得投资收益，另一方面通过产业基金投资拉动外部基金来到园区内部投资，起到撬动作用。我们仍以上半年数据为例，公司新增认缴外部市场化产业基金近 4 亿，外部基金返投园区项目约 56 亿元，拉动项目总投资近 190 亿；截至今年上半年末，公司累计认缴外部市场化产业基金 34 支，认缴金额约 30 亿，拉动基金落地规模超 500 亿。

今年7月首次登陆债券市场，公司债券深受市场青睐。公司此前未发行债券，主要依靠银行贷款进行融资。前三季度，公司的公司债券申请获证监会审批通过，注册额度20亿。7月12日，首期10亿元债券成功发行，发行期限3年，票面利率2.96%，认购倍率4.29倍，深受投资者青睐。募集资金主要用于产业投资板块，既能加大产业投资力度，同时也能丰富公司融资渠道、优化融资成本。

基础设施公募 REITs 有望助推公司未来发展。基础设施公募 REITs 试点已经超过一年，公司业务符合 REITs 试点要求，且公司在财报中表示会根据长期发展需要适时启动 REITs 等资本运作，优先启用苏州工业园区外的项目，以展示市场化能力。公司发行基础设施公募 REITs 的前景值得期待，REITs 作为重要融资工具将助力公司扩大管理规模，实现可循环滚动开发，有利于区域经济和自身发展。

● 投资建议

公司业绩稳定性强，公募 REITs 有望助推未来发展，目前股息率**达到 3.8% 左右**，维持“**谨慎推荐**”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 45.22 亿元、53.27 亿元、62.79 亿元，归母净利润为 17.44 亿元、20.30 亿元、23.76 亿元，EPS 为 1.16 元、1.35 元、1.59 元，对应 PE 为 6.88 倍、5.91 倍、5.05 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利(元)	1.02	1.16	1.35	1.59
净利润增长率	16.40%	14.59%	16.41%	17.06%
市盈率(倍)	7.88	6.88	5.91	5.05
EV/EBITDA(倍)	6.47	5.03	3.96	3.24
EV/销售收入(倍)	3.94	2.99	2.29	1.85
PE/G(倍)	0.48	0.47	0.36	0.30
市净率(倍)	0.99	0.90	0.81	0.73

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

● 风险提示

产业园区招商引资受宏观经济、转型升级影响存在波动性，产业基金投资收益受资本市场等外部因素影响存在不确定性。

目录

1.事件	5
2.核心观点	5
3.投资建议	7
4.风险提示	7

图表目录

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 18.29%	5
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 7.23%	5
图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 58.39%，三费率为 10.18%	6
图表 4 公司 2022 前三季度少数股东损益为 3.29 亿元	6
图表 5 公司 2022 前三季度实际所得税税率为 23.65%	6
图表 6 公司三项费用率走势（累计报表）	6
图表 7 公司为苏州工业园区引进项目情况	6
图表 8 公司近年来发债明细	7

1. 事件

中新集团(601512)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

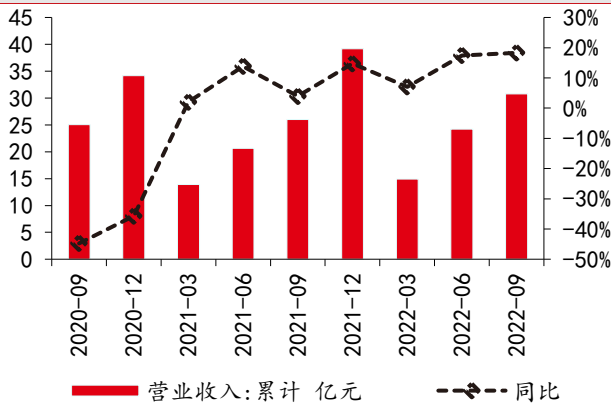
2022 年前三季度公司实现营业收入 30.76 亿元，同比增长 18.29%，归母净利润 10.33 亿元，同比下降 7.23%；归母净利润率 33.57%，同比下降 9.24 个百分点，EPS 0.69 元。其中第三季度单季实现营业收入 6.54 亿元，同比增长 21.56%，归母净利润 1.91 亿元，同比下降 2.93%；归母净利润率 29.18%，同比下降 7.36 个百分点，EPS 0.13 元。

2. 核心观点

业绩小幅下降，主要原因为少数股东损益上升、毛利率下降、实际所得税税率上升等。

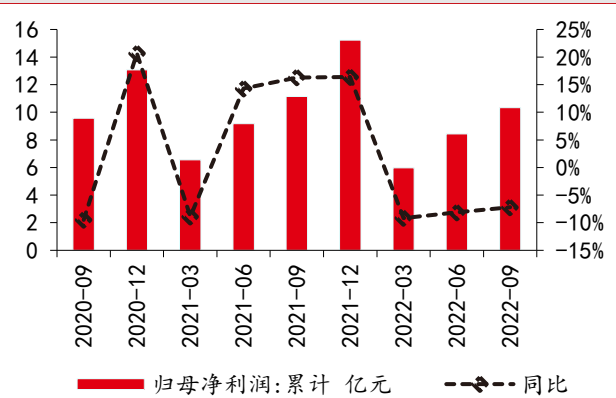
公司前三季度归母净利润同比下降 7.23%，业绩下降幅度相比上半年（下降 8.15%）收窄。公司前三季度业绩的主要拖累因素包括：1) 少数股东损益由去年同期 2.67 亿元上升至 3.29 亿元，主要原因是公司持股 51% 的中新嘉善公司业绩扭亏为盈；2) 公司毛利率从去年同期的 61.10% 下降至 58.39%；3) 公司实际所得税税率从去年同期的 19.96% 上升至 23.65%。

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 18.29%

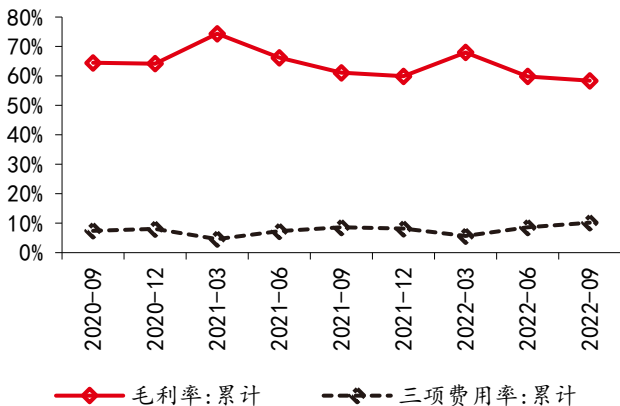


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

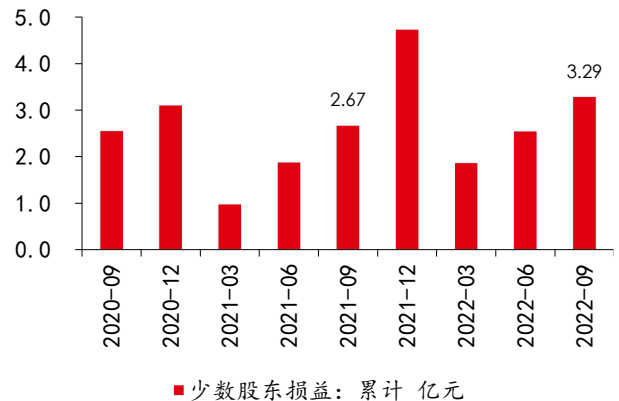
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 7.23%



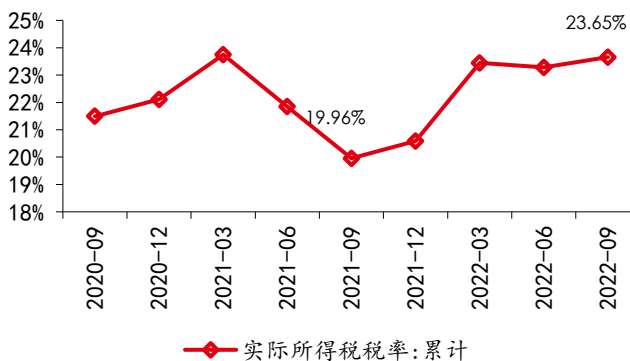
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 58.39%，三费率为 10.18%


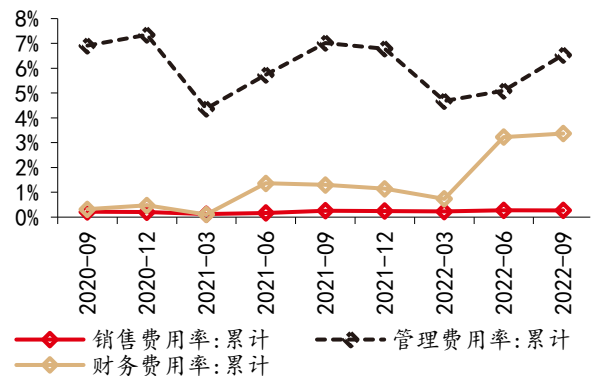
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 前三季度少数股东损益为 3.29 亿元


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 前三季度实际所得税税率为 23.65%


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 6 公司三项费用率走势 (累计报表)


数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

苏州工业园区仍是业务主力, 支撑公司稳健发展。公司业务主要服务于 8 个产业园区, 苏州工业园区目前仍是公司业务主力。苏州工业园区区位优势突出、运行成熟, 受疫情影响较小, 成为公司服务发展的坚实支撑。由于季报未披露相关数据, 我们以 2022 年上半年数据进行分析, 公司为苏州工业园区引进内外资新项目近 40 个, 其中科技项目 23 个, 完成新增注册内外资合计近 80 亿元人民币, 主要指标受疫情等因素影响有所回落但相对较为稳定。10 月德国蔡司集团落户园区, 这是蔡司在国内首次购地自建项目, 项目总投资 2500 万美元, 将陆续引入显微镜事业部 B&C 级全球产品中心。

图表 7 公司为苏州工业园区引进项目情况

	2022 年上半年	2021 年上半年
引进项目数量	近 40 个	超 40 个
其中科技项目数量	23 个	近 30 个
新增注册内外资	近 80 亿元	近 85 亿元

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

产业基金投资继续加码, 投资收效持续显现。公司产业基金投资效果体现为两方面, 一

方面所投资基金增值获得投资收益，另一方面通过产业基金投资拉动外部基金来到园区内部投资，起到撬动作用。我们仍以上半年数据为例，公司新增认缴外部市场化产业基金近4亿，外部基金返投园区项目约56亿元，拉动项目总投资近190亿；截至今年上半年末，公司累计认缴外部市场化产业基金34支，认缴金额约30亿，拉动基金落地规模超500亿。

今年7月首次登陆债券市场，公司债券深受市场青睐。公司此前未发行债券，主要依靠银行贷款进行融资。前三季度，公司的公司债券申请获证监会审批通过，注册额度20亿。7月12日，首期10亿元债券成功发行，发行期限3年，票面利率2.96%，认购倍率4.29倍，深受投资者青睐。募集资金主要用于产业投资板块，既能加大产业投资力度，同时也能丰富公司融资渠道、优化融资成本。

图表8 公司近年来发债明细

证券代码	证券简称	发行日期	发行金额 亿元	期限 年	票面利率 %	证券类别
137504.SH	22中新01	2022-7-12	10	3	2.96	一般公司债

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

基础设施公募REITs有望助推公司未来发展。基础设施公募REITs试点已经超过一年，公司业务符合REITs试点要求，且公司财报中表示会根据长期发展需要适时启动REITs等资本运作，优先启用苏州工业园区外的项目，以展示市场化能力。公司发行基础设施公募REITs的前景值得期待，REITs作为重要融资工具将助力公司扩大管理规模，实现可循环滚动开发，有利于区域经济和自身发展。

3. 投资建议

公司业绩稳定性强，公募REITs有望助推未来发展，目前股息率达到3.8%左右，维持“谨慎推荐”评级。预计2022-2024年营业收入为45.22亿元、53.27亿元、62.79亿元，归母净利润为17.44亿元、20.30亿元、23.76亿元，EPS为1.16元、1.35元、1.59元，对应PE为6.88倍、5.91倍、5.05倍。

4. 风险提示

产业园区招商引资受宏观经济、转型升级影响存在波动性，产业基金投资收益受资本市场等外部因素影响存在不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3917	4522	5327	6279
营业成本	1572	1801	2121	2497
毛利	2345	2721	3206	3783
%营业收入	59.87%	60.18%	60.18%	60.24%
营业税金及附加	128	147	174	205
%营业收入	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
销售费用	10	11	13	15
%营业收入	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用	251	274	349	398
%营业收入	6.42%	6.05%	6.55%	6.34%
财务费用	45	32	27	28
%营业收入	1.14%	0.70%	0.51%	0.45%
资产减值损失	-51	-22	-22	-23
公允价值变动收益	220	330	363	473
投资收益	331	331	331	331
营业利润	2513	2896	3316	3917
%营业收入	64.16%	64.06%	62.24%	62.38%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	2514	2896	3315	3917
%营业收入	64.17%	64.05%	62.23%	62.38%
所得税费用	517	593	698	811
净利润	1996	2303	2617	3106
归属母公司股东净利润	1522	1744	2030	2376
少数股东损益	474	559	587	730
EPS (元/股)	1.02	1.16	1.35	1.59

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	246	1830	1807	1279
取得投资收益收回现金	128	331	331	331
长期股权投资	-111	-299	-329	-362
无形资产投资	22	-65	-33	-40
固定资产投资	-927	-235	-296	-507
其他	-973	324	357	466
投资活动现金流净额	-1860	121	63	-72
债券融资	0	0	0	0
股权融资	230	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1691	503	553	608
筹资成本	-1071	-37	-559	-648
其他	-74	-1333	17	17
筹资活动现金流净额	775	-867	11	-23
现金净流量	-838	1083	1882	1183

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所预测

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3119	4202	6084	7267
交易性金融资产	13	13	13	13
应收账款	1317	800	1192	1453
存货	10669	11254	13223	15552
预付账款	11	15	21	21
其他流动资产	627	730	855	934
流动资产合计	15756	17015	21388	25240
可供出售金融资产	1911	1911	1911	1911
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2990	3289	3618	3980
投资性房地产	4441	4463	4486	4509
固定资产合计	1518	1395	1210	971
无形资产	196	149	81	80
商誉	163	163	163	163
递延所得税资产	323	307	291	277
其他非流动资产	2132	2143	2288	2617
资产总计	29430	30835	35436	39746
短期贷款	1329	0	0	0
应付款项	1922	1726	2527	2764
预收账款	1504	1302	1752	2095
应付职工薪酬	171	171	237	262
应交税费	615	666	854	973
其他流动负债	2251	3041	3569	4147
流动负债合计	7793	6906	8939	10241
长期借款	5028	5531	6084	6692
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	49	50	51	52
其他非流动负债	204	214	224	236
负债合计	13073	12701	15299	17221
归属母公司股东权益	12172	13390	14807	16465
少数股东权益	4185	4744	5331	6060
股东权益	16357	18134	20138	22525
负债及股东权益	29430	30835	35436	39746

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.02	1.16	1.35	1.59
BVPS	10.91	12.10	13.44	15.03
PE	7.88	6.88	5.91	5.05
PEG	0.48	0.47	0.36	0.30
PB	0.99	0.90	0.81	0.73
EV/EBITDA	6.47	5.03	3.96	3.24
ROE	12.50%	13.02%	13.71%	14.43%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。