

公司研究/首次覆盖

2019年12月26日

房地产/园区开发 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 15.09
合理价格区间(元): 15.60~17.04

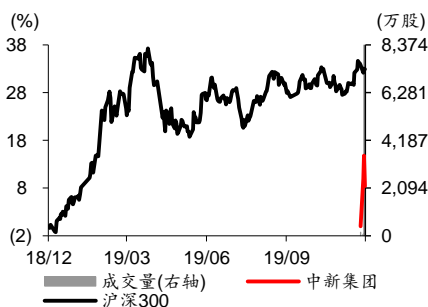
陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

中新合璧，精耕园区运营

中新集团(601512)

核心观点

中新集团是中新两国为合作开发苏州中新工业园而联手打造的园区开发运营平台，作为产城融合的代表性企业，围绕新型城镇化，形成一、二、三级联动的全产业链集成运营。其成功的核心要素体现为政策红利以及从新方传承的管理优势，园区从制造业升级至高新产业、外生式向内生性发展、总部基地向科技园模式延伸，彰显着未来规模张力以及能级跃迁动能。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.78、0.80、0.90 元，目标价 15.60-17.04 元，首次覆盖给予“增持”评级。

中新集团：国家级联姻下的园区企业龙头

中新集团是中新两国为合作开发中新苏州工业园而联手打造的园区开发运营平台。经历 25 年的发展，中新苏州工业园已成为国内标杆，长年位居全国经开区榜首。公司在覆盖范围以及业务能级上也有跨越式发展，确立了以园区开发运营主体板块，以载体配套和绿色公用为两翼协同发展的格局。

业务：产城融合，全产业链服务

中新集团是产城融合的代表性企业。从 19 年上半年收入结构来看，主要收入来源是二级房地产开发与经营（占比 76%），其次是土地一级开发（占比 12%）及市政公用板块（7%），除此之外，还有多元化服务收入（占比 5%），即对应三级开发收益。土地一级开发作为开发溢价的核心体现，前端收益丰厚（毛利率约 50%），我们预计未来累计可贡献收入 268 亿。二级开发将全面转向持有运营以及定制厂房，三级开发是未来的多元增值点。

基因：青出于蓝，制度红利护航

园区成功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；另一方面来自于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。

模式：应势变迁，产业转型步步深化

公司园区运营几经迭代，产业转型逐步深化。体现为：园区产业结构从制造业升级为新兴产业为主导；从以外资为主的外向型转向以民企为代表内生性发展；由总部基地向科技园模式延伸，2018 年高新技术产业产值占比达 71%，这意味着园区运营更具规模张力以及未来能级跃迁的动能。

园区开发优质标的，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.78、0.80、0.90 元。我们选取 A 股园区开发及持有运营企业陆家嘴、浦东金桥、中国国贸作为可比公司，Wind 一致预期下 2020 年业绩对应的平均 PE 为 14.25 倍。我们认为公司凭借苏州工业园长年位于全国经开区榜首的地位，在园区开发板块具备运营优势，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值水平为 19.5-21.3 倍，目标价 15.60-17.04 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：政策调控风险，长三角经济下行风险，业绩不达预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,046	3,459	5,315	4,069	4,764
+/-%	(37.83)	(14.51)	53.68	(23.44)	17.08
归属母公司净利润(百万元)	823.69	978.16	1,162	1,196	1,349
+/-%	36.43	18.75	18.75	3.00	12.78
EPS(元,最新摊薄)	0.55	0.65	0.78	0.80	0.90
PE(倍)	27.46	23.12	19.47	18.90	16.76

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本(百万股)	1,499
流通 A 股(百万股)	149.89
52 周内股价区间(元)	13.92-15.98
总市值(百万元)	22,618
总资产(百万元)	21,462
每股净资产(元)	5.84

资料来源：公司公告

正文目录

报告核心逻辑	3
中新集团：国家级联姻下的园区企业龙头	5
企业结构：中新合资，内地园区开发运营龙头	5
发展历程：精于内而成于外	6
募投情况：募资 13.62 亿元，用于斜塘项目改造	7
业务：产城融合，全产业链服务	8
一级开发：前端收益丰厚，开发溢价的核心体现	9
二级开发：剥离地产开发，全面转向持有运营	11
三级开发：多元化增值点	12
绿色公用：产业链完善，盈利持续稳定	12
基因：青出于蓝，制度红利护航	14
政策红利：御风而行，专项政策推进创新	14
国家级联姻下的经济体，制度红利得天独厚	14
首例特批“开放创新综合试验区”	14
设立苏州自贸区，拉动园区发展	14
管理优势：他山之石，可以攻玉	15
规划先行，综合开发	16
自主管理，统一安排	16
积极亲商，借力腾飞	17
模式：应势变迁，产业转型步步深化	18
产业结构：由制造业向高新产业持续升级	18
内驱动力：外向型经济转向内生式发展	19
模式跃迁：总部基地向科技园模式延伸	19
投资建议	22
风险提示	23

报告核心逻辑

中新集团是中新两国为合作开发苏州中新工业园而联姻打造的园区开发运营平台。经历 25 年的发展，苏州中新工业园已成为国内标杆，长年位居全国经开区榜首。公司也在覆盖范围以及业务能级上有了跨越式发展，成为产城融合集成运营的代表性企业，确立了以园区开发运营主体板块，以载体配套和绿色公用为两翼支撑，通过联动、资源集聚，实现高水平产城融合的“一体两翼”协同发展格局，致力于成为“中国园区开发运营领军企业”。

公司是产城融合的代表性企业。从 19 年上半年的收入结构来看，主要收入来源是二级房地产开发与经营(占比 76%)，其次则是土地一级开发(占比 12%)以及市政公用板块(7%)，除此之外，还有多元化服务收入(占比 5%)，即对应三级开发收益。土地一级开发作为开发溢价的核心体现，前端收益丰厚(毛利率约 50%)，我们预计未来累计可贡献收入 268 亿。二级开发将全面转向持有运营以及定制厂房，三级开发是未来的多元增值点。

运营成功的核心要素及其可复制性决定了未来集团发展空间。我们认为，园区开发的核心要素主要有两方面：

1. 政策红利。国家级合作背景，为园区开发带来了的政策优势不言而喻。园区针对产业促进、人才吸引、科研经费、投融资支持等层面都有特殊优惠政策。与此同时，长三角区域红利也持续兑现，2015 年园区被列入首例特批“开放创新综合试验区”，2019 年 8 月苏州自贸区成立，拉动园区发展。
2. 管理优势。具备裕廊产业园开发经验的新方为园区带来先进管理理念：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。这些优势都在中新集团得以显现。

新方管理理念能否在本土化过程中顺应产业政策导向，具备模式优势，获得更广阔的发展前景，这可以通过园区发展脉络得以印证。公司的园区运营几经迭代，产业转型逐步深化。体现为如下三方面：

1. 产业结构角度，园区产业结构由制造业向高新产业持续升级，从最初以电子信息、精密机械制造为主的格局，转向以生物医药、纳米技术应用以及人工智能为代表的新兴产业为主导，17-18 年生物医药、纳米技术应用、人工智能三大新兴产业产值连续保持年均 30%左右增幅；
2. 内驱动力角度，外向型经济转向内生式发展。越来越多的民营性质高新产业入驻，最初以外资为主的外向型经济模式悄然发生变化，出口额也开始反超进口额，在园区“退二进三”、高端制造化的进程中，逐步转向内生式发展；
3. 由总部基地向科技园模式延伸，伴随园区产业升级，科技创新对于产业发展的驱动效应越发显著，总部基地模式也越来越向科技园靠近，即加大科研投入，如此才能强化对高附加值产业环节的吸附。截至 2018 年底，园区 R&D 投入占 GDP 比重已经超过 5%，高新技术产业产值占比也达到 71%，专利数量逐年大幅增长。科技含量的提升也将园区推向资本市场风口。截至 12 月 19 日，科创板上市公司中苏州上市公司共有 6 家，仅次于上海（12 家）、北京（11 家），和深圳并列第三，其中四家都位于苏州工业园区。未来依靠对孵化企业的认知优势，有望为拓展股权投资的三级开发业务埋下注脚。

这些变化意味着园区运营更具规模张力以及未来能级跃迁的动能。

公司预计 2019 年营业收入同比增长 33.66%至 63.36%；预计归属于母公司股东的净利润 10.62 亿元至 12.04 亿元，同比增长 8.57%至 23.12%；预计扣除非经常性损益归母净利润约-13.30%至 2.79 %。2020 年之后公司住宅以及商业销售项目已完全剥离，房地产开发及运营收入预计将受到影响，但定制性工业厂房销售、租赁业态以及土地一级开发业务有望回补业绩。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.78、0.80、0.90 元。公司属于园区开发及持有运营板块，我们选取陆家嘴、浦东金桥、中国国贸作为可比公司，2020 年业绩对应的平均 PE 为 14.25 倍。我们认为公司凭借苏州工业园长年位于全国经开区榜首的地位，在园区开发板块具备运营优势，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值水平为 19.5-21.3 倍，目标价 15.60-17.04 元，首次覆盖给予“增持”评级。

中新集团：国家级联姻下的园区企业龙头

苏州中新工业园是在中新两国高层属意下，逐步推进的重大合作项目。1992 年初，邓小平在南巡讲话中多次提出要借鉴新加坡发展经验的重要指示，同年 9 月，新加坡前总理李光耀访问中国，中新双方以工业园区建立为载体展开了借鉴新加坡经验的合作，围绕苏州中新工业园区的建设，中新设立合资公司以全面运作园区开发，中新集团（CSSD）应运而生。

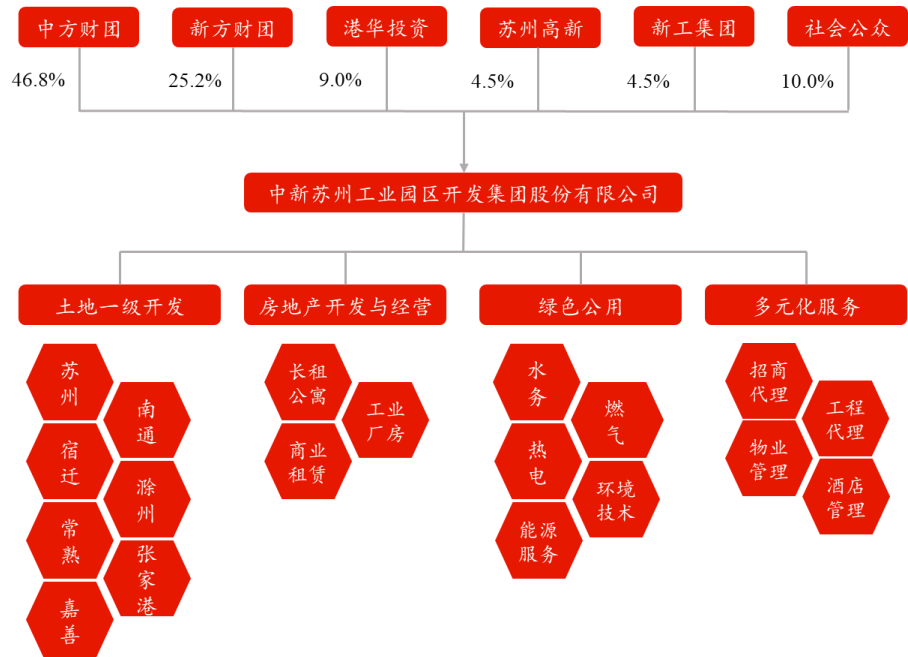
企业结构：中新合资，内地园区开发运营龙头

中新集团是中外合资企业，上市后大股东为中方财团，其股东是以苏州工业园区管委会为代表的国资企业，持股比例达 46.8%，二股东为新方财团，持股比例为 25.2%，流通股占比为 10%。

1994 年 5 月苏州中新园区建设正式启动，同年 9 月韩国三星、美国 BD、新加坡康福、日本百家等首批 14 个项目入驻园区，经过 25 年的发展，中新集团形成了新型城镇化发展纲要和规划、建设、投资服务三大体系，围绕新型城镇化综合运营开发这一产业，确立了以园区开发运营主体板块，以载体配套和绿色公用为两翼支撑，通过联动、资源集聚，实现高水平产城融合的“一体两翼”协同发展格局，致力于成为“中国园区开发运营领军企业”。

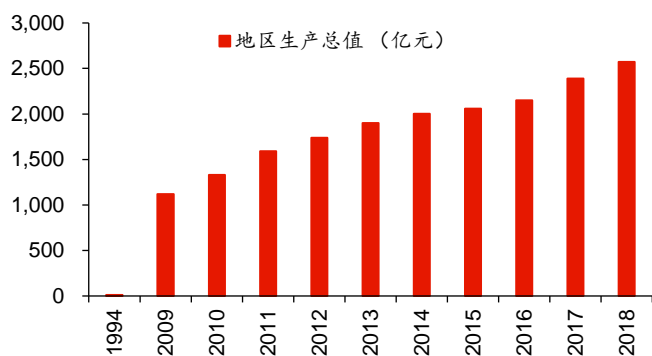
中新集团可谓内地园区龙头企业之一。公司核心项目即中新苏州工业园区，其中中新合作区总面积 80 平方公里，占园区总面积的 29%，也是后者最具特色也的板块。2018 年，苏州工业园区实现地区生产总值 2570 亿元，城镇居民人均可支配收入超 7.1 万元、公共财政预算收入 350 亿元、实际利用外资 9.81 亿美元、进出口总额 1035.7 亿美元。25 年来，园区实现进出口总额超 1 万亿美元，完成全社会固定资产投资近 9000 亿元。苏州工业园区多年名列“中国城市最具竞争力开发区”榜首，2018 年在全国经开区综合考评中位居第 1，在全国百强产业园区排名第 3，在全国高新区排名第 6，成绩斐然。

图表1： 中新集团股权结构及园区业务组织结构



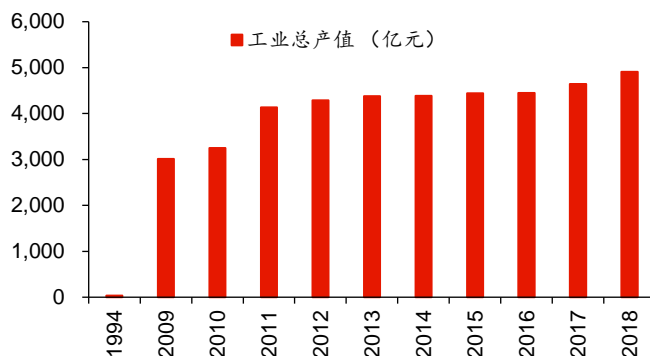
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：苏州工业园区生产总值



资料来源：苏州工业园区管理委员会官网，华泰证券研究所

图表3：苏州工业园区工业总产值



资料来源：苏州工业园区管理委员会官网，华泰证券研究所

发展历程：精于内而成于外

以产业发展主线，叠加园区配套建设和房地产开发运营的两条辅助视角，园区发展历程可分为如下几个阶段：

酝酿启动期：藉邓小平总书记南巡讲话和新加坡总理李光耀访华契机，中新双方合作开发建设苏州工业园区，借鉴引入新加坡裕廊模式的“软硬件”配套，由新加坡方面协助招商，引入首批 14 家跨国企业项目。

奠定基础期：经过大量前期规划，园区正式动土建设，前期以基础设施建设为重点，以制造业为先导，先工业，后住宅，再商业，通过市场化的方式循序渐进，其具体模式为首先夯实基础，逐步扩大工业建设，随着人流的入驻，进而发展商业配套。

加速发展期：经过前期基础期的迅速发展，园区积累了相当充裕的产业发展配套和设施，园区内的产业结构和城市功能已经形成初步规模，顺应中国加入 WTO 的时代要求，园区正式提出二次创业，加速产业结构的升级。

转型发展期：2007 年园区面临土地资源瓶颈、产业升级的压力以及科技创新的要求，即提出优化产业结构和空间布局，加强自主创新能力，提高核心竞争力的目标，在优二进三的基础上深化中新双发合作，促进产业结构的升级转型，确立了先进制造业和现代服务业协同发展的基调。

上市扩张期：2014 年公司开始谋划上市，并于 2019 年 12 月 20 日成功上市。园区运营层面，产业向新兴产业进一步转型，生物医药、纳米技术以及人工智能板块持续壮大；布局版图也从苏州向外延伸，响应长三角一体化战略，落子苏州常熟、张家港、嘉兴、南通、滁州等城市；与此同时，在业务板块上，2019 年彻底剥离了地产开发销售业务，专注于园区开发运营。

图表4： 中新苏州工业园区发展变迁历史



资料来源：苏州工业园区管理委员会官网，华泰证券研究所

募投情况：募资 13.62 亿元，用于斜塘项目改造

2014 年公司启动上市计划，并于 2019 年 12 月成功上市，迈向新征程。公司首次公开发行 1.5 亿股，占发行后总股本的 10%，发行价格为 9.67 元/股，对应 2018 年扣除非经常性损益前后孰低的净利润摊薄后市盈率为 17.34 倍。

根据招股说明书，公司上市募集资金总额 14.49 亿元，扣除发行费用后为 13.62 亿元，将用于斜塘项目的基础设施改造，斜塘项目是对苏州工业园区斜塘片区域范围进行基础设施改造，按园区开发运营理念，借鉴新加坡经验，推进苏州工业园区“退二进三”改造，提升规划、建设和管理水准，力争形成融合人居、商业、文化、历史传承、旅游、休闲功能为一体的苏州工业园区中南片区人文滨水生态社区，树立苏南地区园区开发运营发展的新样板。

图表5： 斜塘项目区域位置



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

业务：产城融合，全产业链服务

中新集团作为产城融合的代表性企业，围绕新型城镇化，形成一、二、三级联动的全产业链集成运营，即产业综合体运营。新型产业综合体运营模式中，运营商作为政府的授权企业，为园区的入园企业提供一站式服务，统筹协调组织园区内各类资源，实现集约化管理。并通过产业链的完善和集约，提高入园企业产品附加值。

不同的开发阶段对应不同的盈利模式：一级开发的收入来源是土地一级开发，盈利模式包括成本加成以及土地溢价分成，兑现时点为土地出让阶段，现金回流速率较快；二级开发则包括物业销售和物业租赁，物业销售为高周转业务，而物业租赁的回报周期较长；三级开发则包括园区配套服务性收入、对园区内高新企业开展股权投资，以及未来工业地产 REITs 上市途径实现退出等，是短、中、长期结合的投资组合，各阶段的利润来源能为项目带来持续稳定的现金流。

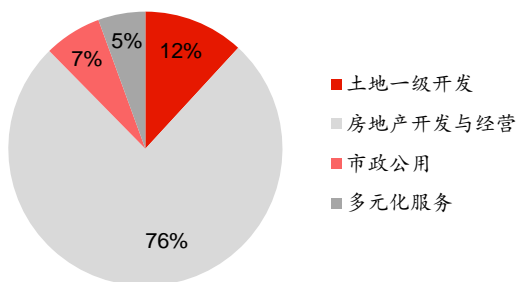
图表6：产业综合体运营盈利结构

阶段	盈利板块	说明
一级开发	土地一级开发总承包	成本加成模式获取一级开发收益
	土地溢价分成	以土地出让金协议分成模式获取一级开发收益
二级开发	物业销售	包括工业物业、以配套商办以及住宅物业销售为主
	物业租赁	工业、商办物业租赁为主
三级开发	经营性基础设施、公共服务设施	园区配套服务所带来的服务性收入
	PE 投资	对园区内企业进行股权投资
	工业地产 REITs (未来方向)	物业证券化，REITs 作为未来地产物业的退出途径

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

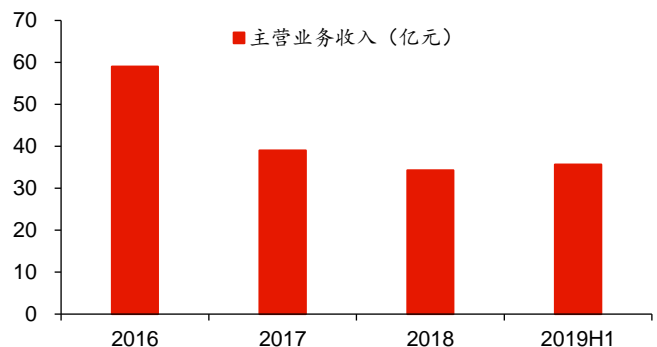
中新集团围绕苏州工业园开发的 25 年间，将苏州远郊土地逐步演绎成产业新城，产城融合的过程中也实现了多维盈利模式。从集团 19 年上半年的收入结构来看，主要收入来源是房地产开发与经营，其次则是土地一级开发以及市政公用板块，除此之外，还有多元化服务收入，即对应三级开发收益。

图表7：2019H1 中新集团业务收入结构



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表8：中新集团业务收入规模



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

一级开发：前端收益丰厚，开发溢价的核心体现

土地一级开发是公司未来主要业绩来源，地价的提升空间反映了园区开发溢价。在成功运营开发苏州工业园的基础上，公司积极响应国家“长三角一体化战略”，开拓苏州常熟、张家港、嘉兴、南通、滁州等长三角重点二线城市业务机会，截至2019年6月末，公司土地一级开发项目签约总可出让经营性土地总面积为1724.51万方，累计已出让面积为357.61万方，未来签约可出让土地面积为1366.89万方，这些储备将为公司未来业务持续发展奠定基础。

中新集团在这一环节主要以协议分成方式获得，相对市场多数所采用的成本加成方式利润空间更大。尤其是在苏州中新科技城可获得商业、住宅用地土地出让款的78%，工业用地土地出让款100%，毛利水平在90%以上，整体来看，18-19年这一板块的毛利率在50%以上。

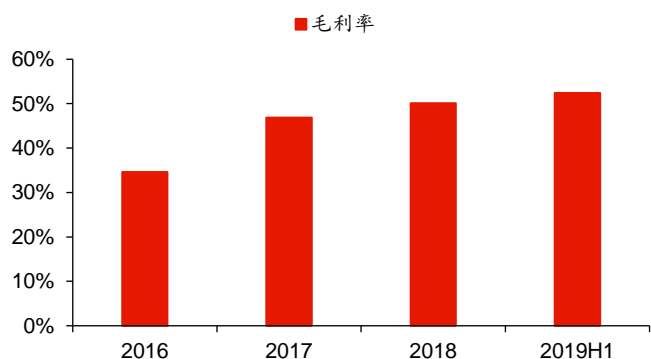
虽然在异地的利润空间有所收缩，据招股说明书，公司内部预测净利率范围为7%-30%，远期来看，维持在40%以上毛利水平可期，我们预计现有异地项目平均净利率能维持9%-10%，未来累计可贡献收入268亿，净利25亿。

图表9：主要项目一级开发收益模式

项目	模式	收入	成本	预计净利率
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%，工业用地土地出让所得价款	相关税费	-
苏通科技产业园	成本加成	基础设施项目代建收益，全部商业、居住用地土地出让总价的5%作为软件输出收入	基础设施项目建设费用	7.57%
宿迁两项目	协议分成	土地出让收入	市政基础设施开发费用	27.41%
滁州项目	协议分成	经营性用地出让收入一定比例分成	土地征用、征收和动迁安置以及基建费用	22.59%和25.43%
常熟海虞项目	协议分成	经营性用地出让收入一定比例分成	工业及研发用地及其以外区域的基础设施建设费用	8.44%
张家港乐余镇项目	成本加成以及溢价分成	基础设施项目代建收益，商住用地土地出让收入溢价分成	拆迁和补偿费用，基础设施建设费用	9.84%
张家港凤凰镇项目	协议分成	可出让用地的土地出让金	基础设施建设费用	12%
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、产业发展服务等服务成本	7.68%

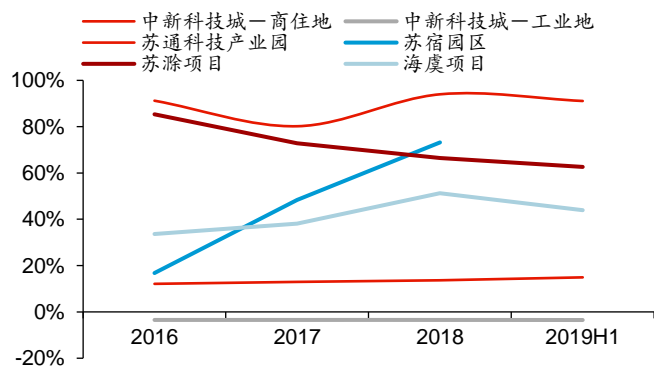
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：土地一级开发业务毛利率



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表11：土地一级开发各项目毛利率



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表12: 主要土地一级开发项目预计收入以及净利(截止至2019年12月10日)

项目	面积合计可出让土地		待出让土地面积 (公顷)	未出让 比例	预计总收入 (亿元)	单位出让面积 收入(元/平)	未结算收入 (亿元)	未结算净利润	
	(平方公里)	面积(万方)						(亿元)	(亿元)
中新科技城	4	264.52	15.13	6%	待土地出让完 后确认	-	-	-	-
苏通科技产业园	48.5	83.51	83.51	100%	83.11	10900.71	83.11	6.29	7.57%
48.5平方公里的 成本加成项目									
1.48平方公里的 协议分成项目	1.48				7.92		7.92	2.17	27.41%
宿迁两项105公顷土地开 发项目	1.82	122.79	35.66	29%	11.42	1404.02	3.32	0.75	22.59%
77公顷土地一级 开发项目				-	5.82		1.69	0.43	25.43%
滁州项目	36	937.88	827.94	88%	128.00	1364.78	113.00	9.53	8.44%
常熟海虞项目	1.66	105.1	83.6	80%	22.16	2108.47	17.63	1.73	9.84%
张家港乐余镇项目	4.2	4.1	-	-	0.58	1414.63	-	-	12.00%
张家港凤凰镇项目	1.58	37.5	37.5	100%	4.90	1306.67	4.90	0.38	7.68%
中新嘉善现代产业园	16.5	236.93	236.93	100%	36.01	1519.71	36.01	3.52	9.79%
总计	115.74	1792.33	1320.27		299.92		267.57	24.81	9.27%

注: 中新嘉善现代产业园预计总收入、未结算收入、净利率以及未结算利润数据为我们根据公司披露预计项目数据估算

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

二级开发：剥离地产开发，全面转向持有运营

19年上半年，公司集中处置住宅及商业房地产，上半年即实现3.3亿投资收益，并于今年三季度将剩余零星商业地产剥离完毕。此后，公司将完全剥离住宅地产开发销售业务，二级开发主要包括工业厂房、长租公寓、金融办公、科技研发等商业租赁的开发及运营。

工业厂房业务即开发、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。公司对于该板块的经营战略于早期制定了《定制厂房操作管理办法》等经营管理制度。同时公司拥有独特的全产业链运营模式，充分发挥其招商代理业务优势，最大限度的发挥产业集聚效应，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。

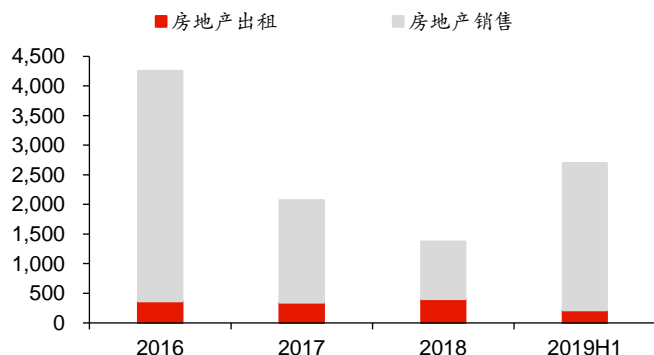
公司在苏州工业园区持有工业厂房、写字楼等优质资产，截至19年6月，公司拥有可出租面积达133万平方米的厂房及商业资产。此外，公司自2003年开始投资建设了青年公社及汀兰家园一期等长租公寓，此后公司开发并运营了多个长租项目，合计可长租面积达28万平方米。储备项目方面，截至19年12月10日，二级开发板块在建体量约32万方，其中44%为工业厂房，56%为长租公寓。

图表13：在建项目明细（截至19年12月10日）

项目名称	占地面积（万方）	建筑面积（万方）	类别
麦格纳厂房	3.15	0.70	工业
艾默生厂房	6.52	1.80	工业
德尔福厂房	7.82	4.63	工业
康美包亚太三厂定建厂房	12.07	7.00	工业
苏滁现代产业园二期蓝领公寓项目	10.00	17.99	长租公寓
总计	39.56	32.11	-

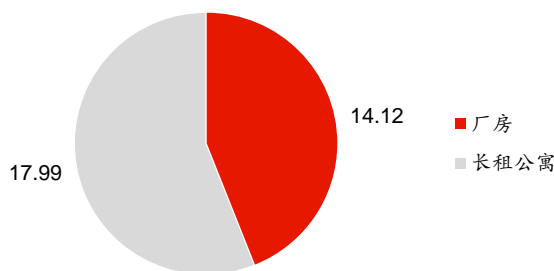
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表14：苏州工业园商品房销售面积（单位：万平方米）



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表15：截至2019年12月10日公司在建项目规模（单位：万平方米）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

三级开发：多元化增值点

公司的增值服务收入均体现在多元化业务中，其中招商代理、工程代理等为园区和政府提供的专业化服务是最具增值价值的板块，因此也为公司带来最高回报率（2018年咨询服务毛利率最高达94.11%）。我们认为随着产业园区的不断升级，上下游产业链合作、中小企业培训以及中后台共享等服务都将丰富园区增值服务内容，也将进一步拓展这部分业务的发展空间。

图表16：中新集团多元化服务概况

业务	公司	业务描述	客户	2018年收入 (万元)	
专业化服务	招商代理	中新集团	为业主提供招商以及项目推介服务，收取招商代理费。费用比例一般为1%-3%	苏州工业园、南通市政府以及滁州市政府	12201
	工程代理	中新集团	主要提供针对项目立项、报批、质量验收等环节的合同管理以及项目变更服务，一般收取3%工程代理费	苏州工业园、苏通科技产业园	1460
咨询服务	中新教育	经营范围主要为教育培训服务、咨询服务及管理服务等	苏州新加坡国际学校、苏州工业园区康乐斯顿外国语学校等	10501	
物业服务	和乔物业	主要为园区内住宅、商业地产及工业厂房等提供物业管理服务	—	14621	
酒店服务	和合酒店	负责园区内福朋喜来登酒店的日常经营管理	—	8192	
商品销售	和顺商业	商品销售，包括中高端服装、生活用品	—	10	

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

绿色公用：产业链完善，盈利持续稳定

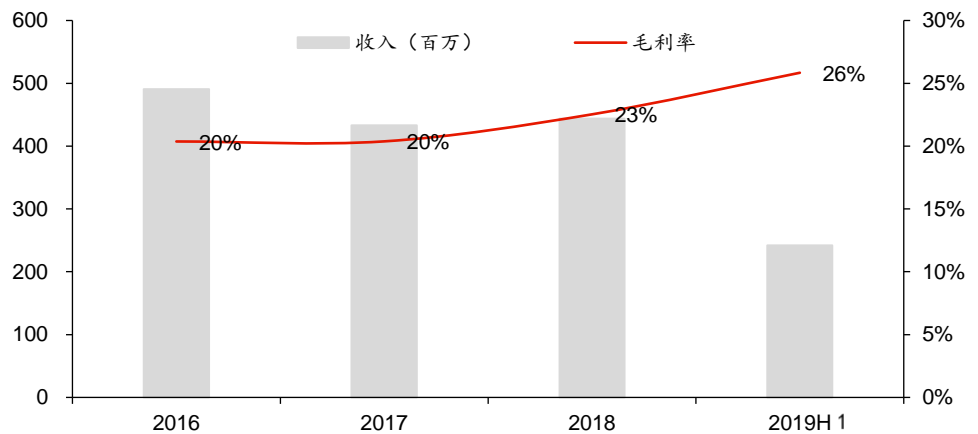
公司的绿色公用也是一大板块。在绿色公用方面，中新公用从事公用事业（包括水务、燃气、热电、环境技术和能源服务等）及输配管网等公用事业基础设施的投资、建设、运营和管理。截至2019年6月末，公司形成了较为完整的全产业链公用事业配套服务。绿色公用业务是中新集团优质持久利润来源，19年前三季度该业务收入达3.5亿，盈利水平稳步提升，毛利率从17年的20%提升至19年上半年的26%。这一板块为园区发展提供良好的基础设施条件，也为园区企业和居民用户提供良好的生产、生活环境。

图表17：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
蒸汽联合循环热电联产机组的燃气热电厂	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 1,070 公里，污水管网 791 公里，燃气管网 1,803 公里，供热管网 94.20 公里
固废处理项目	-	处理能力 30,000 吨/年
分布式光伏项目	已投运 13 个，在建 4 个，已签约 12 个	分布式光伏电站项目

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表18：绿色公用业务收入以及毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基因：青出于蓝，制度红利护航

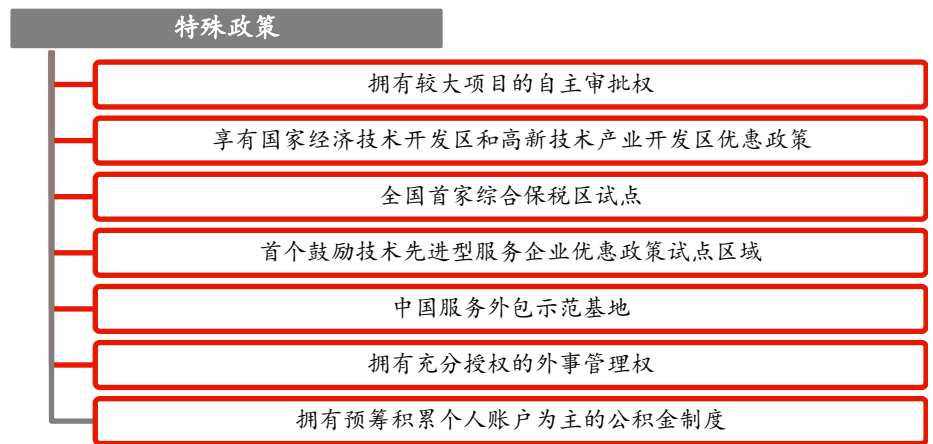
苏州工业园区是中新集团的样板园区，运营成功的核心要素及其可复制性决定了未来集团发展空间。我们认为，园区开发的核心要素一方面是国家级合作背景下的制度红利以及长三角区域发展红利；另一方面，是来自于具备裕廊产业园开发经验的新方所引入的先进管理理念：规划先行、综合开发提升园区整体生命力，政企分离架构保证运营兼具国企资源禀赋以及管理的灵活性，强大的招商能力迅速催熟产业板块。

政策红利：御风而行，专项政策推进创新

国家级联姻下的经济体，制度红利得天独厚

公司的国家级合作背景，为园区开发带来了的政策优势不言而喻。园区针对产业促进、人才吸引、科研经费、投融资支持等层面都有特殊礼遇。中新合作的三层领导工作机制，以及“不特有特、比特更特”的发展环境是其核心竞争优势。

图表19：苏州中新工业园特殊政策



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

首例特批 “开放创新综合试验区”

2015年10月13日，经李克强总理签批，国务院印发了《关于苏州工业园区开展开放创新综合试验总体方案的批复》，同意在苏州工业园区开展开放创新综合试验，原则同意《苏州工业园区开展开放创新综合试验总体方案》。苏州工业园成为了全国第一个开展开放创新综合试验的区域。

图表20：苏州工业园开展开放创新综合试验发展目标

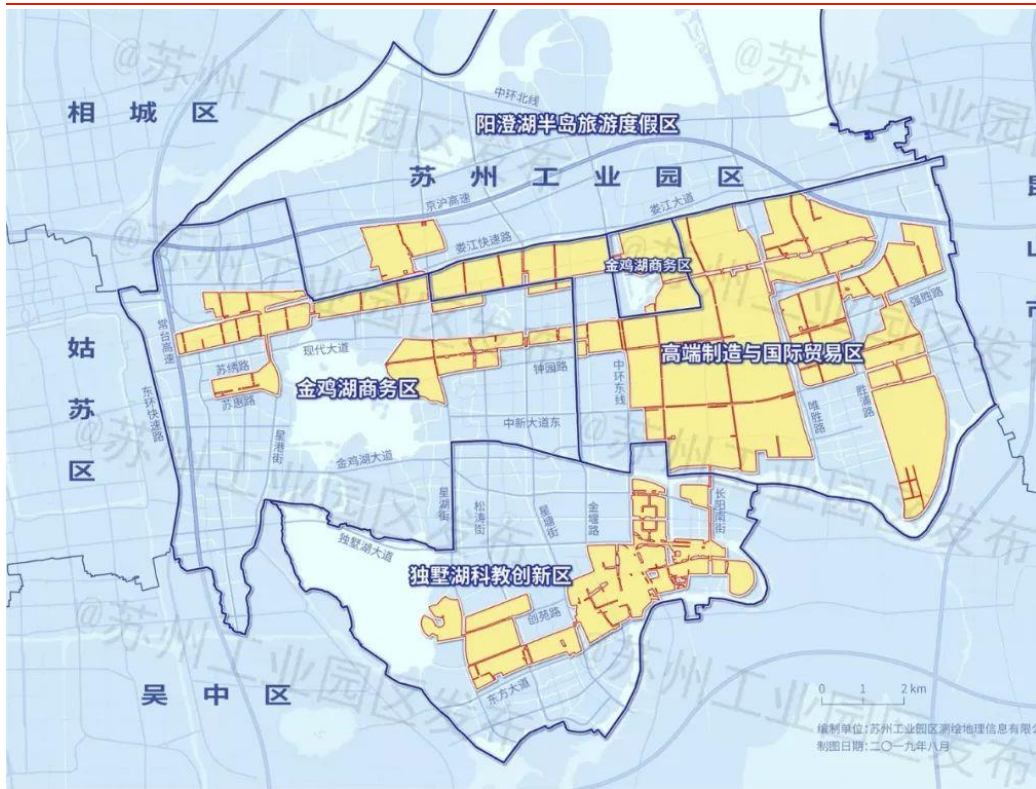
发展目标	内容
打造中国开发区升级版	积极探索开放与创新融合、创新与产业融合、产业与城市融合的发展道路，更好地引领全国开发区转型升级和创新发展
建设世界一流高科技产业园区	应坚持“科技第一生产力、人才第一资源”理念，构建面向未来的创新发展模式，完善国际化、开放型创新体系，加快集聚高端创新要素、服务要素和人才要素，更好地参与国际创新竞争，更好地引领苏南国家自主创新示范区建设
提升国际化开放合作水平	按照“一带一路”、长江经济带等国家战略要求，依托中新合作优势，拓展市际合作、省际合作、国际合作等多种方式，积极辐射推广园区经验，更好地践行国家重大发展战略

资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

设立苏州自贸区，拉动园区发展

2019年8月26日，国务院同意设立中国（江苏）自由贸易试验区，实施范围119.97平方公里，涵盖苏州、南京、连云港三个片区，其中苏州片区着力在开发创新融合上取的新突破，打造全方位开放、国际化创新、高端化产业、现代化治理等四个高地。

图表21： 苏州自贸区规划



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

2019 年 12 月 12 日苏州市政府正式下发苏州自贸片区建设实施方案，主要目标是经过 3 至 5 年的探索，形成一批成熟定型、可复制可推广的制度成果。建设世界一流高科技产业园区，主要目标是，使其成为投资贸易自由便利、营商环境一流、创新生态优化、高端产业集群、金融服务完善、监管高效便捷、辐射带动作用土储、发展特色鲜明的高标准高质量自由贸易区。

自贸区成立对区域的拉动效应颇为显著，苏州工业园直接受益。自贸区成立以来，日均企业注册数量同比上升 48%，科技研发项目、商业服务项目、高端制造项目占比超过 75%。

图表22： 自贸区成立百日后苏州工业园变化（2019 年 9 月 1 日至 12 月 9 日）

各项工作	成绩
落地项目	日均企业注册数量同比 2018 年平均水平上升 48%；科技研发项目、商业服务项目、高端制造项目占比超过 75%；新增合同外资金额超 1 亿美元；实际使用外资金额超 2 亿美元
新政红利	年内 30 项改革任务已有 80%落地见效
制度创新	投资贸易、金融开放、产业创新（国家高新技术企业有效申报 981 家，较去年同比增长 92.7%）、行政审批简化

资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

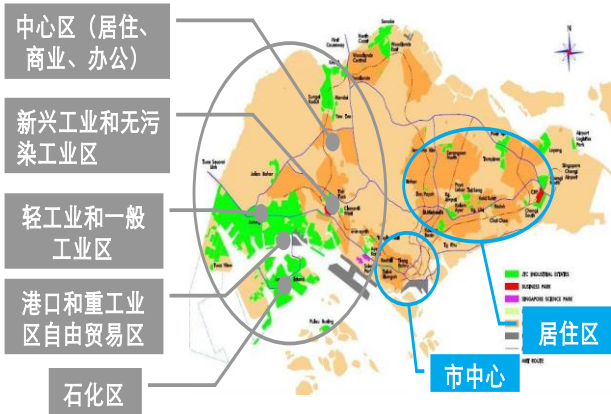
管理优势：他山之石，可以攻玉

中新集团的内生优势在于园区充分引入新加坡园区建设相关“软硬件”，从规划需求，管理模式，开发模式，招商理念一整条产业链多方借鉴，构成园区得天独厚的护城河。新加坡工业园区开发的成功经验在于：1、合理的规划制度，综合性开发管理，保证了园区有计划性的开发，能随时应对市场环境的发展变化；2、园区管理机构的自主权限，充分提高了园区的运营和管理效率，提高了裕廊工业园区的市场化运营水平；3、积极的亲商态度，通过积极提供政策配套，大力引进跨国公司，以跨国公司投资为主体，实现了园区经济产值的迅速发展。

规划先行，综合开发

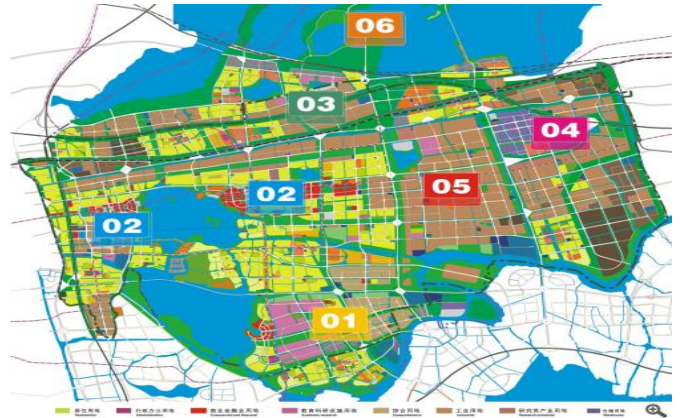
始建于 1961 的裕廊工业区是新加坡最大工业园区，建国伊始就定位于全面发展的综合性工业园区。参照裕廊工业园，苏州工业园区开发前期就已经完成并形成了严密的规划体系：前期注重基础工业的布局，并优先开发新的工业空间，依托市区开发居住和服务等配套产业；到园区发展中期，专注于产业结构的搭建和产业规模的培养，通过植入完善的产业结构体系，培养出大规模的产业经济效益加速园区土地升值；到园区发展成熟期，则集中发展 CBD 等核心经济圈，辐射周边区域整体发展，实现工业园区产业新城的转变。

图表23：裕廊工业区规划图



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表24：苏州中新工业园区



注：01.独墅湖科教创新区 02.金鸡湖中央商务区 03.中新生态科技城 04.综合保税区 05.三期高新产业区 06.阳澄湖生态旅游度假区

资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表25：裕廊工业园与苏州工业园比较

	裕廊工业园	苏州中新工业园区
核心要素	开发区开发建设资金并不充裕	开发区开发建设资金较充裕
开发行为	整体规划，重点开发	整体规划，连片开发
具体规划	按照区位优势，对应规划产业路线	按照园区生命发展周期，规划园区产业循序升级
开发模式	依循产业发展脉络，逐步实现产业更新换代	依循园区开发生命周期，按需发展，循序渐进

资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

值得注意的是，苏州中新工业园区在开发伊始就对园区内不明用途的地块实行弹性管理，充分留有后续发展余地，提升了园区内土地开发效率和集约利用水平。这种先天禀赋优势+完善的整体规划理念，塑造了其独特天然的护城河。

目前，首期 8 万平建成区平均建筑密度高达 60%、容积率达 1.3，接近一般一线城市 CBD 区域水平，区域城市开发现状与 20 多年前的总体规划蓝本基本保持着高度的一致性。

自主管理，统一安排

裕廊工业园区成功的一个重要原因就是其完善的政企分离体制及自主管理的模式。裕廊管理局对于裕廊工业园区的开发建设享有较高的自主权限，而政府专注于管理职能的发挥，这种模式不仅降低了与政府相关交易的成本，同时通过市场化的管理手段，实现了园区运营效率的提升。

目前国内园区大多数仍处于政府的直接管辖之下，园区的管理和开发基本上保持着政企合一的模式，在效率上有所牺牲，但苏州中新工业园区从开园之初就是管理和开发相分离，管委会和开发商 CSSD 分开，充分留给各方发挥的空间，一方面管委会能够充分发挥政府的行政职能，提供相关配套政策和服务的跟进，另一方面开发商可以通过市场化的手段，利用自身雄厚的资金实力和先进的软硬件技术来推动中新工业园区的快速发展，两者相辅相存，相互配合，有利于促进中新园区的建设发展和运营管理。

图表26： 政企分开管理模式优缺点

	政企分开	政企一体
模式优点	体现了“小政府、大企业”的原则，有利于充分发挥政府的行政职能，同时利用实力雄厚的企业资金和先进的技术管理经验来弥补开发区自身的不足，有利于发挥企业的经济职能，使二者相互促进、相互配合，推动开发区的开发建设和经营管理工作有条不紊地进行	行政效率高，调动资源能力强。有利于集中有限的人力、物力、财力用于开发区的建设。在我国很多开发区建设的初期较为多见。
模式缺点	在开发区初创阶段实行政企分开模式，有可能难以集中有限的人力、物力、财力于开发区的建设。	易导致政企不分，降低管理效率；开发总公司的作用不能充分发挥，公司缺乏活力；由于受自身利益驱动，很难对所有企业一视同仁。

资料来源：园区中国，华泰证券研究所

图表27： 苏州中新工业园区管理模式



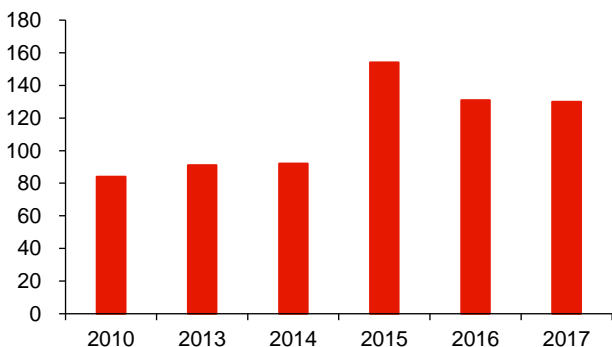
资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

积极亲商，借力腾飞

新加坡历来积极的亲商态度也是裕廊工业园值得借鉴的成功经验之一，裕廊工业园一直秉承着亲商重商的经验理念，以跨国公司为主，积极引入大量跨国公司的投资实现园区经济的快速增长。

秉承了新加坡亲商的优秀文化传统，苏州中新工业园区凭借其强大招商背景资源，首批项目就引入 14 家跨国大型企业，中新集团倡导“择商选资”的理念，截止 2019 年 12 月，公司在国内外拥有 64 人的国际化优秀招商团队，其背后拥有强大的政府背景和资源，园区通过对新加坡“敲门招商”模式的引入复制，在引入跨国企业和世界 500 强方面具有深厚优势。据苏州工业园管委会公布的最新统计数据，截止 2017 年，中新工业园区累积利用外资 302.94 亿美元，引入世界 500 强企业 130 家，投资总额在 1 亿美元以上的外资项目达到了 124 个。

图表28： 苏州工业园世界 500 强企业数量



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表29： 苏州工业园世界 500 强代表企业



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

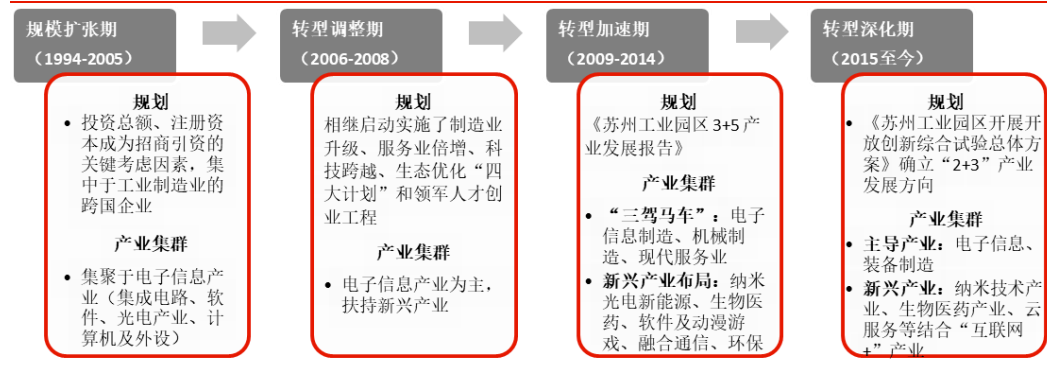
模式：应势变迁，产业转型步步深化

新方管理理念能否在本土化过程中顺应产业政策导向，具备模式优势，获得更广阔的发展前景，我们认为这需要梳理园区的发展脉络来证明。园区运营几经迭代，产业转型逐步深化。体现为：园区产业结构从以电子信息、精密机械制造为主的格局，转向以生物医药、纳米技术应用以及人工智能为代表的新兴产业为主导；从以外资为主的外向型转向以民企为代表内生性发展；由总部基地向科技园模式延伸，这些变化意味着园区运营更具规模张力以及未来能级跃迁的动能。

产业结构：由制造业向高新产业持续升级

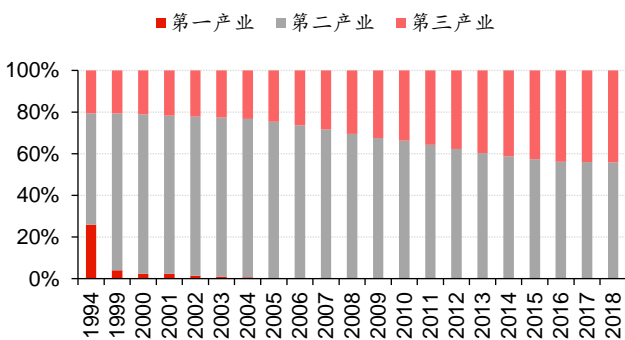
苏州工业园历经 25 年变迁，由建国之初外资独打天下，电子信息、精密机械制造的支柱产业格局，逐渐形成以民营经济为主体的高新技术产业链。上规模、特色强的创新基地正在建成，其中，高新产业产值占规模以上工业总产值比重达 70% 以上。以纳米技术应用为核心的新兴产业正在成为继电子信息和机械制造后园区主导产业的新兴增长点，2018 年在生物医药、纳米技术应用、人工智能三大新兴产业分别实现产值 800 亿元、650 亿元、250 亿元，继续保持年均 30% 左右增幅，园区也由此成为中国唯一的“国家纳米高新技术产业化基地”。

图表30：苏州工业园区产业转型



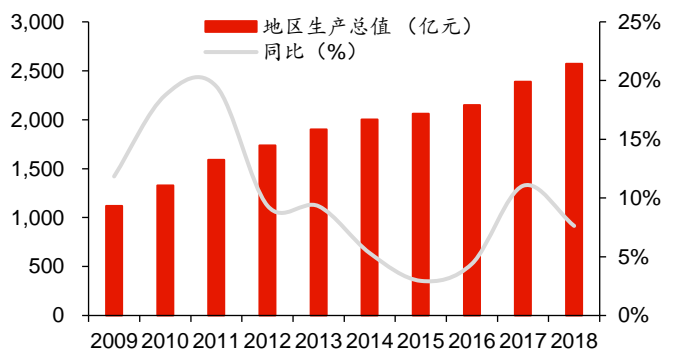
资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表31：苏州工业园产值结构



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表32：苏州工业园产值及增速

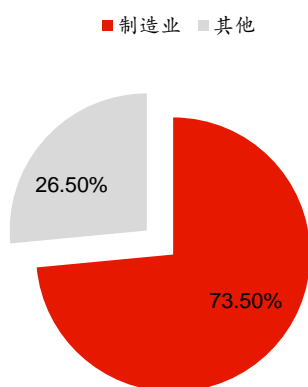


资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

内驱动力：外向型经济转向内生式发展

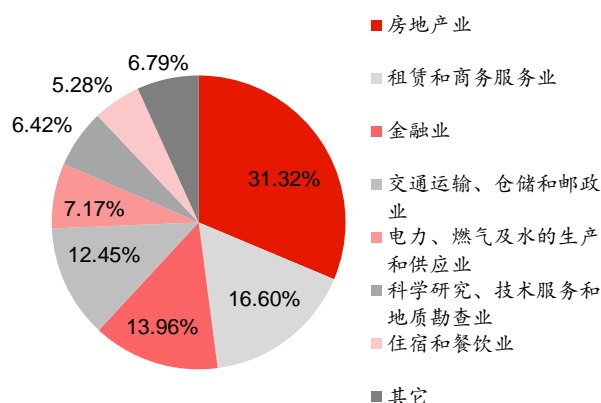
苏州工业园区以中新国家级合作为起点，成立之初即有如 AMD、三星、西门子等世界五百强入驻，这也是园区从成立之初 1994 年产值 11 亿发展至 2018 年达 2570 亿的原因，至今世界五百强企业中，有 130 家入驻苏州工业园，诸多知名企业对 GDP 产生极大拉动效应。然而这些企业多数属于制造业，园区角色多为生产基地，高附加值环节引入难度较高，随着成本上移，园区作为生产基地的优势在削弱，与此同时，越来越多的民营性质高新产业入驻，最初的外向型经济模式悄然发生变化，一度外资投资额占比超 90%，如今恒定在 30%-50% 区间内，出口额也开始反超进口额，在园区“退二进三”、高端制造化的进程中，逐步转向内生式发展。

图表33： 2017年苏州工业园注册外资额（行业占比）



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表34： 2017年苏州工业园注册外资额（非制造业占比）



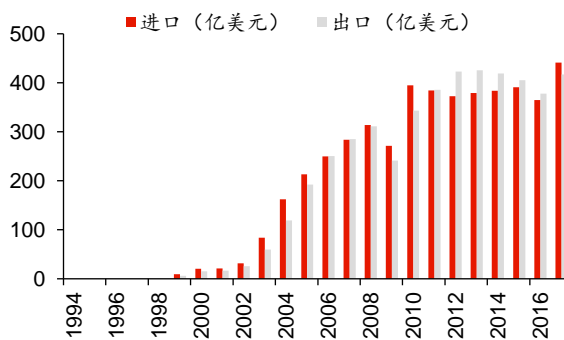
资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表35： 苏州工业园外资额



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表36： 苏州工业园进出口额



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

模式跃迁：总部基地向科技园模式延伸

从最初的产业引导定位来看，苏州工业园跟随新加坡裕廊工业园的总部基地模式。总部基地模式下的产业园依赖大企业以及产业升级不断跃迁发展，随着园区的不断升级，科技创新对于产业发展的驱动效应越发显著，总部基地模式也越来越向科技园靠近，即加大科研投入，如此才能强化对高附加值产业环节的吸附。

为了打造以电子信息、装备制造为主导，纳米技术、生物医药以及“互联网+”为战略新兴产业的格局，苏州工业园区专门成立了科技招商中心，目前为科技招商提供的载体已经超过 300 万平方米，同时针对性补贴扶持政策也在不断丰富。自 06 年提出转型目标，至今最为成功的产业链是以纳米技术为代表的纳米技术园，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2018年底，园区聚集国家高新技术企业达1046家，科技企业超5000家，新型研发机构近500家，建成各类科技载体超800万平方米、国家级创新基地20多个，累计培育3家科技部独角兽企业，这些为园区发展高新技术奠定基础。从火炬中心口径数据来看，2018年高新技术产业产值占比已达到71%，专利数量逐年大幅增长。这些都反映了园区模式的转变。

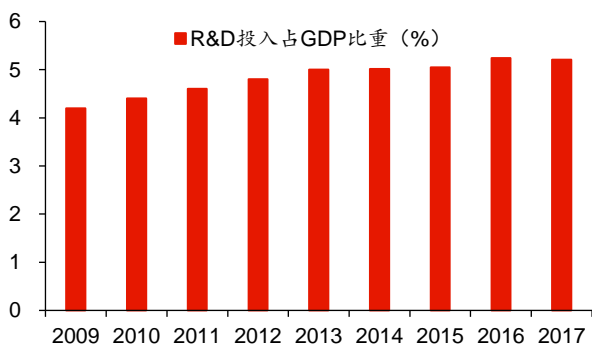
科技含量的提升也将园区推向资本市场风口。截至12月19日，科创板上市公司中苏州上市公司共有6家，仅次于上海（12家）、北京（11家），和深圳并列第三，其中华兴源创、瀚川智能、博瑞医药、江苏北人四家都位于苏州工业园区。这将为未来园区依靠对孵化企业的认知优势，拓展股权投资的三级开发业务埋下注脚。

图表37： 总部基地模式与科技园模式产业园特征



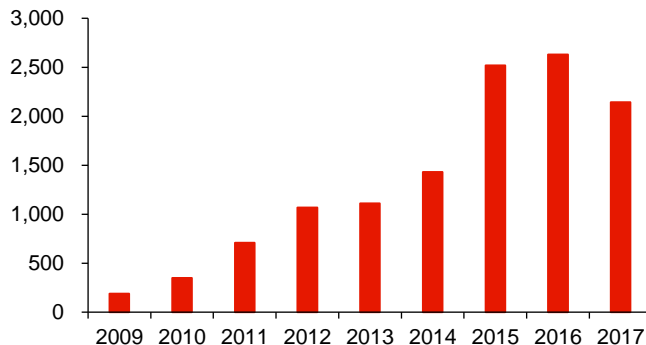
资料来源：Roland Berger，华泰证券研究所

图表38： 园区R&D投入占GDP比重（火炬中心口径）



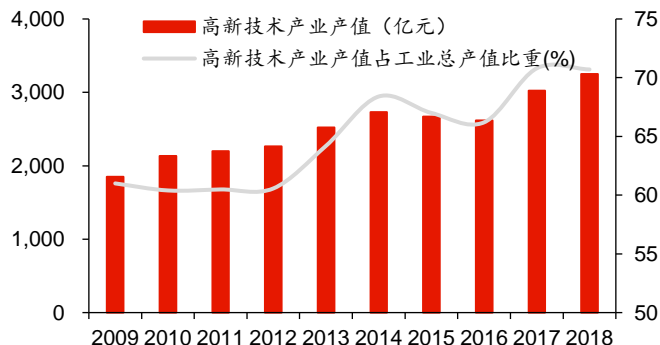
资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表39： 园区发明专利量（单位：件）



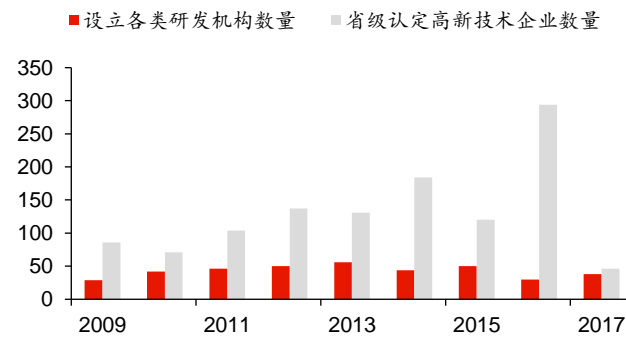
资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表40： 苏州工业园高新技术产业产值与比重



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表41： 园区发明专利量（单位：件）



资料来源：苏州工业园官网，华泰证券研究所

图表42: 苏州工业园科技创新产业载体

功能板块	产业定位	位置	简介
苏州国际科技园	软件产业和集成电路产业	园区西南角	汇集了苏州市 90% 的 IC 设计企业和 60% 的设计销售收入
5 期创意产业园	以数码娱乐、软件开发、服务外包为基础产业	园区南部科教创新区	总占地面积 47 公顷, 建筑面积 80 万平方米
第 6 期创意泵站	艺术、动漫、游戏、广告、传媒、出版、软件设计和集成电路设计等创意产业	园区金鸡湖西侧	建筑面积约 2 万平方米, 格兰富水泵(苏州)有限公司旧厂房的基础上经过重新设计改造而成, 科技自主创新的重要载体
第 7 期纳米产业孵化基地	纳米光电新能源以及其它高科技产业	园区桑田岛北部	总建筑面积 41 万平米, 2011 年 8 月开工建设
苏州生物纳米科技园	发展生物科技、纳米技术这两大新兴产业的创新科技载体	独墅湖科教创新区	占地 86.3 公顷, 2007 年 6 月正式开园, 建有药物分析测试服务平台、抗体公共技术服务平台、药物传导技术服务平台, 与中国医学科学院共建了创新生物医药平台。中国科学院纳米技术与纳米仿生研究院, 冷泉港亚洲会议中心
苏州纳米城	将来主要发展的纳米技术产业集聚区	园区桑田岛	占地约 100 公顷, 划建筑面积 150 万平方米, 聚焦微纳制造、能源、环境和纳米生物医药等重点优势领域, 集纳米技术创新研发、工程化、中试、小规模生产、总部办公、会议展示、综合配套等功能于一体
中新生态科技城	生态环保、绿色节能等产业	阳澄湖畔	规划面积 4 平方公里, 拥有绿色环保的一流设施, 园区内极富特色的低碳经济区、循环经济区和生态示范区

资料来源: 苏州工业园官网, 华泰证券研究所

图表43: 苏州工业园纳米科技园概况

行业	企业代表	板块	成果
新药创制	博瑞、信达、思坦维、康宁杰瑞、派格、开拓、瑞健	治疗药物研发	累计 21 个项目获得国家新药创制重大专项立项支持; 11 家企业申请 40 张新药临床批件, 其中 6 家企业获批 18 张新药临床批件; 博瑞生物获苏州历史首个 1.1 类临床新药临床试验批件。目前正在建的信达生物建成后将成为国内规模最大的生物药产业化基地。
医疗器械	科贝、新海、浩欧博、星童、恒晨、康众	植入介入器械、医用设备、医用耗材、诊断试剂	累计 19 家企业拿到 88 医疗器械注册证, 28 家企业获得医疗器械生产证。国内企业浩欧博成为国内最大的过敏源诊断研发生产厂家
生物技术	金唯智、美诺、晶云、博思维科	药物分子评价领域 基因合成测序领域 全球抗氧化领域	国内企业金唯智已成为北美 DNA 测序市场的第一品牌 权威主导实验室博思维科在国内设有亚太地区首家分支机构, 与众多世界 500 强企业展开研发合作
纳米技术	纳微、纳通、光纳、华微特粉体	高端医疗器械行业	国家纳米技术国际创新园的核心建设区域, 国内纳微研发的 3000 多种纳微产品打破国外企业的长期垄断, 全球提供最多品种的单分散性微球产品供应商和跨领域应用技术

资料来源: 苏州工业园官网, 华泰证券研究所

投资建议

业绩方面我们分为 2019 年以及 2020-2021 年分段预测：

2019 年：

2019 年业绩公司已在招股说明书中作出预测：公司预计 2019 年营业收入为 46.23 亿元至 56.50 亿元，同比增长 33.66%至 63.36%；预计归属于母公司股东的净利润 10.62 亿元至 12.04 亿元，同比增长 8.57%至 23.12%；预计扣除非经常性损益归母净利约-13.30%至 2.79%。

2020-2021 年：

收入方面，房地产开发运营板块，根据在建项目数据，20 年租赁板块预计体量上有 23% 的增长，其中新增项目包括长租公寓，单位租金远高于厂房，量价均有所优化，我们在长租公寓 95%出租率、2000 元/间/月租金，厂房体量稳步增长 10%、租金稳步增长 3%的假设下，整体预计租赁收入增速可达 44%，销售板块因剥离住宅销售，仅剩定制厂房预计会有 64% 的下滑，整体板块收入同比下降 50%，2021 年我们认为板块收入会跟随运营体量扩张稳步增长 15%；土地一级开发板块，2019 年受制于苏宿、海虞和苏通项目结算金额减少而出现收入下滑，但 2020-2021 年随着滁州、张家港、嘉善项目的成熟逐步进入业绩释放期，同时在目前市场整体库存偏低的状态下，政府供地意愿有望提升，2020 年开始土地一级开发业务有望回升至 2018 年水平，2020-2021 年收入同比增速分别为 50%、30%；市政公用板块，因环境技术等业务产能逐步释放，2020-2021 年板块收入稳步提升，预计维持 19 年前三季度增速，均为 10%，而多元化业务受益于一级开发业务的扩张，预计 2020-2021 年收入增速分别为 5%、5%，我们认为综合而言，我们预计 2020-2021 年营收增速分别为-23.44%和 17.08%。

盈利能力方面，

分项业务角度，房地产开发运营板块，因持有型运营在成本法计量下毛利率高于销售业务，2019 年上半年这项业务毛利率约 43%，在目前住宅销售业务剥离的状态下，预计 2020-2021 年该板块毛利率能够提升至 50%，土地一级开发板块，环境稳定，预计 2020-2021 年毛利率与 19H1 基本一致，维持 52.29%；市政公用板块，同样面临相似的运营环境，参照 2019H1，2020-2021 年毛利率为 25.84%；多元化业务板块，预计高毛利率的单项业务招商引资业务会随新增土地一级开发项目落地有所提升，带动毛利率恢复至 18 年水平，2020-2021 年毛利率为 40%，我们预计 2020-2021 年整体毛利率分别为 46.78%和 47.10%。期间费用率方面，虽然 2020 年以后不会有住宅和商业地产销售业务，但房地产销售运营以及土地一级开发总收入占比依然有 72%-74%，与历史数据一致，同时，公司面临的经营环境相对稳定，扩张节奏平和，考虑到公司经营期间费用率基本参照 2019H1 保持平稳。

综上，我们预计公司 2019-2021 年营收为 53.15、40.69、47.64 亿元，归母净利润为 11.62、11.96、13.49 亿元，EPS 为 0.78、0.80、0.90 元。

图表44: 中新集团盈利预测 (单位: 亿元, 特殊注明除外)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	65.08	40.46	34.59	53.15	40.69	47.64
yoy		-37.83%	-14.51%	53.68%	-23.44%	17.08%
房地产开发与经营	42.56	20.73	13.74	34.35	17.18	19.75
yoy		-51.29%	-33.72%	150.00%	-50.00%	15.00%
土地一级开发	7.08	9.42	11.40	7.98	11.97	15.56
yoy		33.05%	21.02%	-30.00%	50.00%	30.00%
市政公用	4.91	4.33	4.44	4.88	5.37	5.91
yoy		-11.81%	2.54%	10.00%	10.00%	10.00%
多元化服务	4.47	4.51	4.70	4.70	4.94	5.18
yoy		0.89%	4.21%	0.00%	5.00%	5.00%
其他业务	6.06	1.47	0.31	1.24	1.24	1.24
yoy		-75.74%	-78.91%	300.00%	0.00%	0.00%
毛利率	30.10%	35.02%	41.33%	42.54%	46.78%	47.10%
房地产开发与经营	23.43%	28.70%	38.40%	43.00%	50.00%	50.00%
土地一级开发	34.58%	46.89%	50.11%	52.29%	52.29%	52.29%
市政公用	20.37%	20.38%	22.53%	25.84%	25.84%	25.84%
多元化服务	40.45%	39.76%	43.93%	33.65%	40.00%	40.00%
其他业务	71.96%	76.69%	78.57%	66.67%	66.67%	66.67%
归母净利润	6.04	8.24	9.78	11.62	11.96	13.49
yoy		36.43%	18.75%	18.75%	3.00%	12.78%
EPS (元)	0.45	0.61	0.73	0.78	0.80	0.90

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司专注园区开发二十余载, 中新合资背景赋予公司在产城融合开发层面的先行优势, 体现为开发制度的规划性, 组织架构的灵活性以及强大的招商能力。公司凭借苏州工业园的蓬勃发展已成为园区开发的龙头企业, 在城镇化进程不断深化、产业转型升级迫在眉睫的当下, 未来将具备更为广阔的发展空间。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.78、0.80、0.90 元。公司属于园区开发及持有运营板块, 我们选取陆家嘴、浦东金桥、中国国贸作为可比公司, 2020 年业绩对应的平均 PE 为 14.25 倍。我们认为公司凭借苏州工业园长年位于全国经开区榜首的地位, 在园区开发板块具备运营优势, 我们认为公司 2020 年合理 PE 估值水平为 19.5-21.3 倍, 目标价 15.60-17.04 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表45: 可比公司估值水平 (盈利预测来自 Wind 一致预期, 数据日期为 2019 年 12 月 25 日)

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
浦东金桥	148.72	13.25	0.87	0.97	1.11	1.27	15.22	13.59	11.96	10.47
陆家嘴	533.72	13.23	0.83	0.95	1.04	1.23	15.93	13.91	12.76	10.72
中国国贸	178.99	17.77	0.77	0.88	0.98	1.05	23.11	20.13	18.04	16.99
A 股平均							18.09	15.88	14.25	12.72

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

政策风险。近期开发区产业政策、土地管理、信贷、财政税收等方面的宏观调控政策频出, 如果公司布局城市调控收紧, 对园区开发存在一定影响。

长三角经济下行风险:公司产业园区全部位于长三角地区, 且产业园区与当地经济发展具备极强的关联度, 如果区域经济出现下行风险, 公司也将面临较大风险。

业绩不达预期风险:住宅以及商业开发业务能够快速实现资金回流兑现业绩, 公司 2019 年全面剥离, 如果土地一级开发以及定制厂房业务的回补速度不达预期, 会对业绩产生较大影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,587	14,029	13,607	13,889	14,707
现金	3,428	3,235	6,832	7,578	8,776
应收账款	355.08	206.80	304.00	334.40	367.84
其他应收账款	835.59	1,221	561.00	617.10	678.81
预付账款	15.95	13.96	9.00	9.90	10.89
存货	8,514	8,947	5,368	4,832	4,348
其他流动资产	438.31	405.20	531.77	517.13	524.50
非流动资产	8,591	8,510	9,406	10,995	12,803
长期投资	3,567	3,459	2,652	2,917	3,209
固定投资	1,466	1,325	1,906	2,456	3,003
无形资产	227.46	182.23	129.02	75.81	22.60
其他非流动资产	3,331	3,544	4,719	5,546	6,568
资产总计	22,178	22,539	23,012	24,884	27,510
流动负债	10,484	10,149	6,744	7,039	7,388
短期借款	1,208	705.00	846.00	846.00	846.00
应付账款	2,032	1,972	1,593	1,752	1,928
其他流动负债	7,244	7,472	4,305	4,441	4,614
非流动负债	1,904	1,580	2,382	2,382	2,881
长期借款	1,738	1,418	2,218	2,218	2,218
其他非流动负债	165.33	161.40	163.63	163.45	662.83
负债合计	12,388	11,728	9,126	9,421	10,269
少数股东权益	3,125	3,167	3,709	4,089	4,517
股本	1,349	1,349	1,499	1,499	1,499
资本公积	21.70	21.88	1,249	1,249	1,249
留存公积	5,293	6,271	7,435	8,631	9,981
归属母公司股东权益	6,666	7,644	10,178	11,374	12,724
负债和股东权益	22,178	22,539	23,012	24,884	27,510

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,384	1,254	1,787	1,933	2,168
净利润	1,276	1,435	1,704	1,576	1,778
折旧摊销	136.16	129.22	157.65	223.62	294.10
财务费用	59.87	25.21	9.38	5.03	5.45
投资损失	(585.04)	(506.26)	(759.39)	(569.54)	(569.54)
营运资金变动	1,400	158.92	569.81	738.50	705.57
其他经营现金	96.63	11.98	106.01	(40.88)	(45.39)
投资活动现金	(419.40)	249.85	(546.35)	(1,182)	(1,465)
资本支出	412.51	414.95	650.00	750.00	850.00
长期投资	197.93	(220.48)	552.37	1,046	1,229
其他投资现金	191.03	444.32	656.03	614.18	614.18
筹资活动现金	(521.56)	(1,610)	2,357	(5.03)	494.55
短期借款	(97.30)	(503.40)	141.00	0.00	0.00
长期借款	(206.77)	(320.29)	800.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	149.89	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.18	1,227	0.00	0.00
其他筹资现金	(217.49)	(786.93)	38.96	(5.03)	494.55
现金净增加额	1,443	(106.88)	3,598	746.00	1,198

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,046	3,459	5,315	4,069	4,764
营业成本	2,629	2,029	3,054	2,166	2,520
营业税金及附加	234.94	140.35	521.44	325.54	381.15
营业费用	80.15	66.50	104.71	80.16	93.86
管理费用	226.54	234.69	213.15	163.18	191.05
财务费用	59.87	25.21	9.38	5.03	5.45
资产减值损失	3.71	12.32	100.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(5.00)	0.00	0.00
投资净收益	585.04	506.26	759.39	569.54	569.54
营业利润	1,469	1,553	2,067	1,899	2,142
营业外收入	37.64	189.08	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.64	1.80	2.00	2.00	2.00
利润总额	1,506	1,741	2,067	1,899	2,142
所得税	229.08	306.00	363.39	322.86	364.13
净利润	1,276	1,435	1,704	1,576	1,778
少数股东损益	452.78	456.46	542.07	379.84	428.38
归属母公司净利润	823.69	978.16	1,162	1,196	1,349
EBITDA	1,665	1,708	2,234	2,128	2,441
EPS (元, 基本)	0.61	0.73	0.78	0.80	0.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(37.83)	(14.51)	53.68	(23.44)	17.08
营业利润	38.98	5.77	33.07	(8.12)	12.78
归属母公司净利润	36.43	18.75	18.75	3.00	12.78
获利能力 (%)					
毛利率	35.02	41.34	42.54	46.78	47.10
净利率	20.36	28.28	21.85	29.40	28.32
ROE	12.36	12.80	11.41	10.52	10.61
ROIC	36.85	33.97	45.98	45.61	54.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.86	52.03	39.66	37.86	37.33
净负债比率 (%)	27.57	22.26	39.36	38.13	34.98
流动比率	1.30	1.38	2.02	1.97	1.99
速动比率	0.48	0.50	1.22	1.29	1.40
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.15	0.23	0.17	0.18
应收账款周转率	10.22	12.28	20.78	12.75	13.57
应付账款周转率	1.23	1.01	1.71	1.29	1.37
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.65	0.78	0.80	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	0.84	1.19	1.29	1.45
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.10	6.79	7.59	8.49
估值比率					
PE (倍)	27.46	23.12	19.47	18.90	16.76
PB (倍)	3.39	2.96	2.22	1.99	1.78
EV_EBITDA (倍)	11.50	11.21	8.57	9.00	7.84

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com