

中新集团 (601512.SH)

买入(首次评级)

园区开发运营区域龙头，绿能布局打造增长新引擎

当前价格：10.2
 目标价格：12.76

投资要点：

➤ **产绿双核驱动发展，业绩有望持续向好。**公司是继19年5月国务院印发国发〔2019〕11号文以来首个获批上市的国家级经开区开发运营主体，作为中新合资成立的合作载体，具有独特的中新合作品牌优势。公司产绿双核驱动发展，形成以园区开发运营为主体，产投和绿能为两翼支撑的新发展格局，具有园区开发运营全产业链优势。近三年公司营收稳增，18-22年归母净利持续增加，CAGR为13.24%。毛利率波动上行，此外公司资产负债率处于同行较低水平，且偿债能力较强。公司聚焦园区开发运营，扎根苏州工业园区，深耕长三角，推动产城融合走出去，大部分项目已进入回报期。区中园出租较好，有望提供稳定现金流，产投联动主业持续发力。

➤ **绿能业务大有可为，分布式光伏和工商业储能蓄势待发。**一方面能耗双控向碳排放双控转变扩大可再生能源消费需求，另一方面电价市场化改革推升工商业用户用电成本，催生降低用电成本需求，预计未来工商业分布式光伏需求依旧旺盛。上游硅价下行带动产业链降本利好收益率。假设光伏含税全投成本3.37元/W，测算江苏分布式光伏IRR为10.87%。碳酸锂价格下跌降低储能制造成本叠加峰谷价差进一步拉大，利好工商储经济性。以江苏大工业为例，测算工商储IRR为8.34%。近年充电桩规模快速增长，政策持续加码助推发展。

➤ **绿色能源快速发展，打造增长新引擎。**绿能产业链布局完整，营收毛利稳增。22年公司参股公司已并网投运分布式光伏104MW，23-25年目标2GW，若目标顺利实现，CAGR高达168%。公司布局区域具备区位优势和政策补贴支持，有望提高储能经济性。此外依托于公司绿能板块全方位布局，未来或将拓展数字化智能化应用，开展综合能源管理、微电网和虚拟电厂等业务。

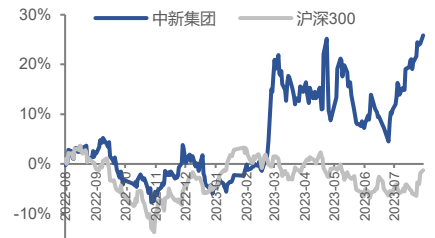
➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计23-25年归母净利润分别为17.39、20.09和23.46亿元，对应PE分别为8.8/7.6/6.5倍，采用PE估值法，给予公司23年11倍估值，对应目标价12.76元。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**土地出让节奏放缓风险；新能源项目建设不及预期风险；政策风险；产业招商竞争激烈风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 1499/1499 |
| 总市值/流通市值 (百万元) | 15289/15289 |
| 每股净资产 (元) | 8.85 |
| 资产负债率 (%) | 43.54 |
| 一年内最高/最低 (元) | 10.23/7.5 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号：S0210523030001
 邮箱：wl30040@hfzq.com.cn

研究助理 陈若西
 邮箱：crx30052@hfzq.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,917 | 4,742 | 5,433 | 6,473 | 7,864 |
| 增长率 | 15% | 21% | 15% | 19% | 22% |
| 净利润 (百万元) | 1,522 | 1,608 | 1,739 | 2,009 | 2,346 |
| 增长率 | 16% | 6% | 8% | 16% | 17% |
| EPS (元/股) | 1.02 | 1.07 | 1.16 | 1.34 | 1.57 |
| 市盈率 (P/E) | 10.0 | 9.5 | 8.8 | 7.6 | 6.5 |
| 市净率 (P/B) | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

变量 1：绿色能源业务：

1) 23-25 年公司分布式光伏目标 2GW，若目标顺利实现，装机 CAGR 高达 168%，有望带动公司绿能业务实现高速增长，假设 23-25 年绿色能源板块营收增速为 38.85%、58.40%和 57.90%；

2) 公司分布式光伏扩张有望显著提高绿色能源板块的毛利率水平，假设 23-25 年绿色能源毛利率 29.63%、35.83%和 40.22%。

变量 2：园区开发运营业务：

1) 22 年新增斜塘项目、嘉善产业园项目和昆承项目收入，预计 23 年有望持续贡献收入，随着园区开发运营面积的提升，收入将稳步增加，假设 23-25 年园区开发运营板块的营收增速为 9.95%、9.71%和 8.86%；

2) 近期政治局会议对地产板块释放利好，预计后续随着政策的持续催化，利好行业发展，此外公司布局区域地理位置优越，毛利率有望上行，假设 23-25 年园区开发运营业务毛利率为 59.07%、59.57%和 60.13%。

我们区别于市场的观点

市场认为园区开发运营业务是未来主要增长的业务，更关注公司园区开发运营业务的发展，我们认为目前公司新能源业务发展架构清晰，目标明确，23-25 年公司分布式光伏向 2GW 目标迈进，若目标顺利实现，CAGR 高达 168%。目前公司大部分园区项目可进入回报期，土地一级开发业务有望稳健增长，同时公司的分布式光伏业务有望给公司业绩带来高成长性。

股价上涨的催化因素

分布式光伏业务高速扩张带来的业绩增长；地产相关政策催化预期。

估值和目标价格

预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 54.33、64.73 和 78.64 亿元，2023-2025 年归母净利润分别为 17.39、20.09 和 23.46 亿元，对应 PE 分别为 8.8/7.6/6.5 倍，我们采用 PE 估值法，选取“南京高科、浦东金桥、东湖高新、张江高科、太阳能和嘉泽新能”作为可比公司，调整后的 23 年平均 PE 为 9.92 倍，考虑到公司是园区开发运营龙头企业，具备全产业链优势，且若分布式光伏规划目标顺利完成，分布式光伏业务将实现高速扩张，我们给予公司 2023 年 11 倍估值，对应目标价 12.76 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

土地出让节奏放缓风险；新能源项目建设不及预期风险；政策风险；产业招商竞争激烈风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

| | | |
|-----|------------------------------|----|
| 1 | 产绿双核驱动发展，业绩有望持续向好 | 5 |
| 1.1 | 产绿双核驱动战略，一体两翼协同发展 | 5 |
| 1.2 | 净利润稳步增加，资产负债率较低 | 8 |
| 2 | 聚焦园区开发运营，产投持续发力联动主业 | 10 |
| 2.1 | 产城融合走出去，区中园厚积薄发 | 10 |
| 2.2 | 产业投资做大做强，联动主业协同发展 | 12 |
| 3 | 绿能业务大有可为，分布式光伏和工商业储能蓄势待发 | 13 |
| 3.1 | 需求旺盛叠加产业链降本，工商业分布式光伏有望迎来黄金时代 | 13 |
| 3.2 | 碳酸锂价格下跌叠加高峰时期峰谷价差扩大，工商储经济性凸显 | 17 |
| 3.3 | 充电桩行业规模快速增长，政策持续加码助力发展 | 19 |
| 4 | 绿色能源快速发展，打造增长新引擎 | 20 |
| 4.1 | 绿色能源布局全面，业绩稳步增长 | 20 |
| 4.2 | 分布式光伏高速扩张，架构清晰助力光伏发展 | 22 |
| 4.3 | 上游降本储能经济性凸显，新环保等业务稳步发展 | 23 |
| 5 | 盈利预测与估值 | 24 |
| 5.1 | 盈利预测 | 24 |
| 5.2 | 相对估值 | 26 |
| 6 | 风险提示 | 27 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 中新集团发展历程 | 5 |
| 图表 2: 中新集团实际控制人为园区投控 (截至 2023Q1) | 6 |
| 图表 3: 公司“一体两翼”的发展格局 | 6 |
| 图表 4: 22 年公司一体两翼业务对应利润总额占比 | 6 |
| 图表 5: 公司具有园区开发运营全产业链优势 | 7 |
| 图表 6: 公司发展战略布局 | 7 |
| 图表 7: 公司管理层经验丰富 | 7 |
| 图表 8: 2022 年公司营收达到 47.42 亿元 (+21.05%) | 9 |
| 图表 9: 2022 年归母净利润 16.08 亿元 (+5.65%) | 9 |
| 图表 10: 2018-2023Q1 毛利率和净利率波动向上 | 9 |
| 图表 11: 2018-2023Q1 公司三费率情况 | 9 |
| 图表 12: 公司资产负债率处于同行较低水平 | 10 |
| 图表 13: 公司已获利息倍数处于同行较高水平 | 10 |
| 图表 14: 苏州工业园区交通便利，具备区位优势 | 10 |
| 图表 15: 苏州工业园区经济发展稳中有进 | 10 |
| 图表 16: “走出去”产城融合园区国内分布图 | 11 |
| 图表 17: 公司区中园项目布局概况 | 11 |
| 图表 18: 2022 年基金投资累计拉动投资近 470 亿元 | 13 |
| 图表 19: 2022 年科创直投累计拉动投资近 45 亿元 | 13 |
| 图表 20: 公司产业投资投资领域及特点 | 13 |
| 图表 21: 2022 年清洁能源消费量占比 25.9% | 14 |
| 图表 22: 工业用电占据我国超 60% 的用电需求 | 15 |
| 图表 23: 2022 年光伏新增装机占比情况 | 15 |
| 图表 24: 硅料降价利好光伏 | 15 |
| 图表 25: 硅料降价带动组件价格降至 1.3 元/W 左右 | 15 |

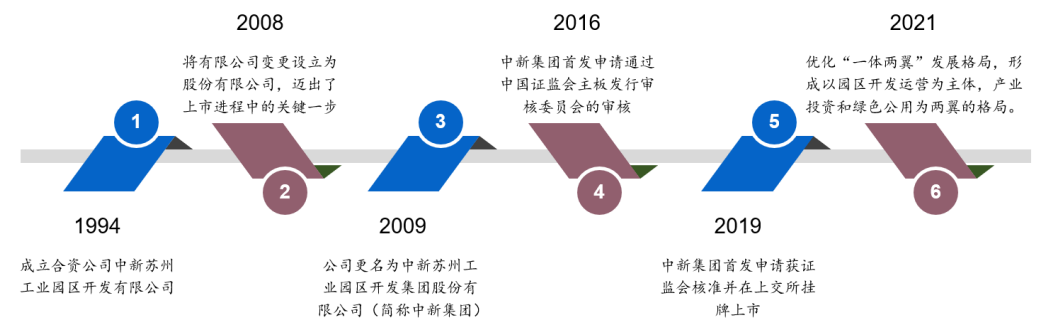
| | |
|--|----|
| 图表 26: 分布式光伏核心假设 | 16 |
| 图表 27: 一般工商业电价&自用比例对 IRR 的敏感性分析 | 16 |
| 图表 28: 电芯在工商业储能系统中占 50% | 17 |
| 图表 29: 碳酸锂价格下跌利好储能 | 17 |
| 图表 30: 2023 年电网代理购电电价最大峰谷价差 (一般工商业 1-10kv) | 18 |
| 图表 31: 工商储核心假设 (以浙江大工业为例) | 18 |
| 图表 32: 2018-2022 年新能源汽车保有量 | 19 |
| 图表 33: 2018-2022 年充电桩保有量 | 19 |
| 图表 34: 23 年以来国家持续推进充电桩发展 | 19 |
| 图表 35: 绿色能源业务布局 | 21 |
| 图表 36: 绿色能源板块营收和毛利稳步增长 | 21 |
| 图表 37: 绿色能源业务布局和服务范围 | 22 |
| 图表 38: 22 年公司参股公司并网投运光伏 104MW | 23 |
| 图表 39: 公司新能源业务发展架构 | 23 |
| 图表 40: 储能项目补贴幅度 | 23 |
| 图表 41: 公司表面处理园代表项目 | 24 |
| 图表 42: 园区绿色整体开发项目—金光科技产业园 | 24 |
| 图表 43: 园区开发运营营业收入及成本预测 | 25 |
| 图表 44: 营业收入及成本预测 | 26 |
| 图表 45: 可比公司估值 | 26 |
| 图表 46: 财务预测摘要 | 28 |

1 产绿双核驱动发展，业绩有望持续向好

1.1 产绿双核驱动战略，一体两翼协同发展

首个获批上市的国家级经开区开发运营主体，园区开发运营领军企业。1994年2月经国务院批准设立苏州工业园区，为落实中新两国领导人关于合作开发苏州工业园区的决策，同年8月成立中新苏州工业园区开发集团股份有限公司；2008年由有限公司变更设立为股份有限公司；2019年在上交所挂牌上市，成为继2019年5月国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》（国发〔2019〕11号）以来，首个获批上市的国家级经开区开发运营主体；2021年公司优化“一体两翼”发展格局将“以园区开发运营为主体板块，以产业载体配套和绿色能源为两翼支撑板块”变更为“以园区开发运营为主体板块，以产业投资和绿色能源为两翼支撑板块”的新发展格局。经过近三十年发展，公司持续发挥园区开发主体和中新合作载体作用，现已成为园区开发运营的领军企业。

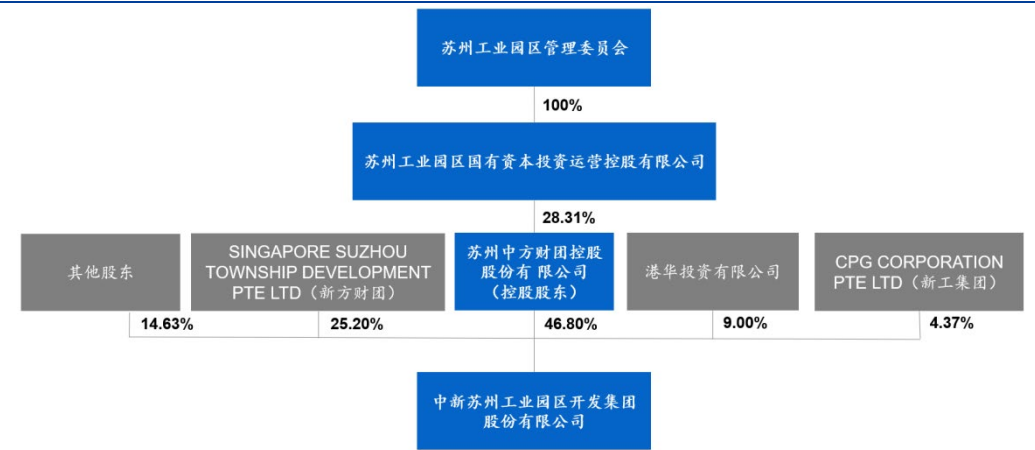
图表 1：中新集团发展历程



来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所（本文以绿色能源指代绿色公用，强调绿色能源业务）

中新合资成立，实际控制人为园区投控。公司是中方与新加坡财团共同组建的中新合资企业，截至2023年一季度，中方财团持股46.80%，新加坡财团持股25.20%，合计持有公司72.00%的股份。公司实际控制人为苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司（园区投控）。作为中新合资成立的合作载体，公司充分利用两国合作优势，借鉴新加坡园区的开发经验，按照“先规划后建设，先地下后地上”的原则，践行亲商服务理念，形成“产城融合、区域一体”的城市发展架构，公司具有独特的中新合作品牌优势。

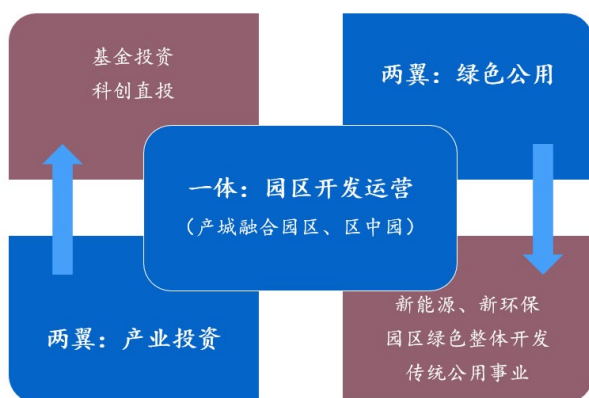
图表 2：中新集团实际控制人为园区投控（截至 2023Q1）



来源：公司公告，华福证券研究所

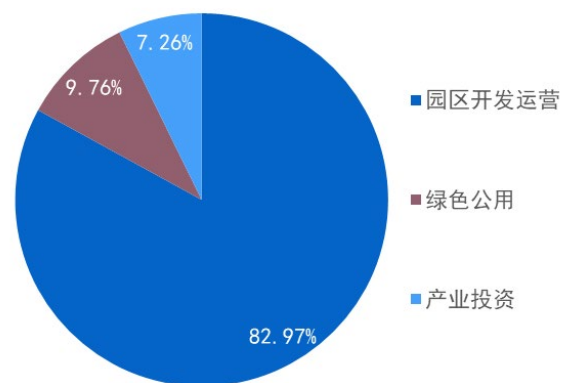
一体两翼协同发展，夯实园区开发运营领军地位。2021 年公司优化了“一体两翼”发展格局，将原两翼之一的区中园业务纳入“一体”，将产业投资从“一体”中提档升级为新两翼之一，形成以园区开发运营（产城融合园区和区中园）为主体板块，以产业投资（基金投资和科创直投）和绿色能源（新能源、新环保、园区绿色整体开发和传统公用事业）为两翼支撑板块的新发展格局。2022 年园区开发运营、绿色能源和产业投资的利润总额分别为 24.70 亿元、2.91 亿元和 2.16 亿元，分别占比 82.97%、9.76%和 7.26%。未来公司将持续强化发展两翼业务，通过板块联动赋能主业，夯实园区开发运营的领军地位，实现高水平的协同发展。

图表 3：公司“一体两翼”的发展格局



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：22 年公司一体两翼业务对应利润总额占比

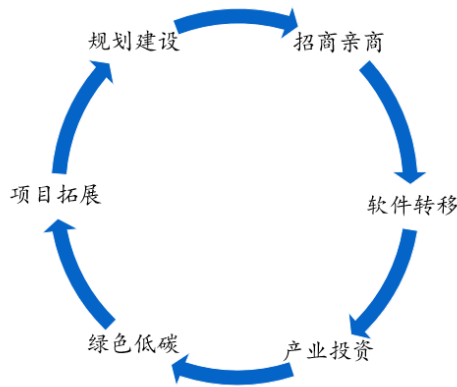


来源：公司公告，华福证券研究所

具备全产业链优势，持续拓展积极“走出去”。经过近 30 年的发展，公司同时拥有项目拓展、规划建设、招商亲商、软件转移、产业投资、绿色低碳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。此外公司确立了立足苏州、深耕长三

角、适度探索一带一路的战略布局。公司将成功的园区经验不断对外推广输出，持续拓展项目，致力于在园区开发运营行业形成良好的品牌形象和一定的市场地位。

图表 5：公司具有园区开发运营全产业链优势



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 6：公司发展战略布局



来源：公司公告，华福证券研究所

公司管理层经验丰富，保驾护航公司未来发展。公司董事长兼总裁赵志松背景深厚，经验丰富，从事园区开发运营工作逾 20 年；副董事长陈文凯、副总裁兼总会计师洪健德为新加坡国籍，董事陈志商为马来西亚国籍，公司团队背景多元，主要由中新两国构成；副总裁尹健、田雪鸽、米龙峰、马晓冬投融资和招商管理经验丰富；董事周衡翔有着丰富的能源领域行业经验；副总裁詹宇、肖建忠和陆海粟在中新集团内部从业时间较长，熟悉公司各业务发展过程及未来规划。公司管理层均具备多年从业经验。

图表 7：公司管理层经验丰富

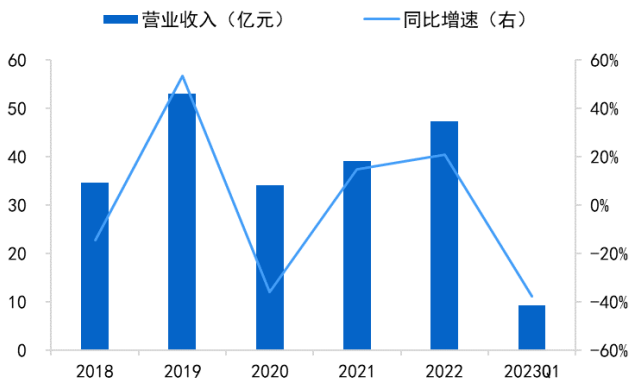
| 公司管理层 | 职务 | 背景经历 |
|-------|-------------|--|
| 赵志松 | 董事长 总裁 | 从事园区开发运营工作逾 20 年，拥有深厚的园区开发运营背景，曾任苏州圆融发展集团有限公司董事长、总裁，苏州工业园区地产经营管理公司董事长、总裁。担任过苏州市第 14、15 届人大代表。2008 年 6 月至今任公司总裁，2014 年至今任公司董事长。 |
| 陈文凯 | 副董事长 | 新加坡国籍，曾历任新加坡卫生部的总法律顾问及卫生部控股有限公司的企业秘书、雅诗阁有限公司(新加坡和马来西亚)区域总经理、新加坡土地管理局局长。2020 年 9 月至今，任裕廊集团(JTC Corporation)总裁。2020 年 11 月至今，任公司副董事长。 |
| 尹健 | 董事 副总裁 | 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。曾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。2014 年 8 月至今，任公司副总裁。2020 年 6 月至今，任公司董事、副总裁。 |
| 陆海粟 | 董事 董事会秘书 | 曾历任公司证券部总经理、中新置地副总裁、公司职工代表监事。2022 年 1 月至今，任公司证券部总经理、纪检办公室主任。2023 年 4 月至今，任公司董事会秘书。2023 年 5 月至今，任公司董事。 |
| 陈志商 | 董事 | 马来西亚国籍，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。在投资及业务拓展方面拥有丰富经验。2021 年 9 月至今担任凯德地产(中国)首席执行官，2021 年 6 月至今，任公司董事。 |

| | | |
|-----|-------------|--|
| 周衡翔 | 董事 | 拥有 20 多年能源领域行业经验，曾历任港华投资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、港华集团高级副总裁（战略发展）兼苏浙区域总经理、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。22 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。20 年 6 月至今，任公司董事。 |
| 詹宇 | 副总裁 | 曾历任过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、公司总裁助理。2016 年 4 月至今，任公司副总裁。 |
| 洪健德 | 副总裁 总会计师 | 新加坡国籍，曾历任新加坡 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。2020 年 3 月至今，任公司副总裁。 |
| 田雪鸽 | 副总裁 | 从事苏州工业园区产业发展工作二十余年，招商、投资和管理经验丰富。曾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、公司总裁助理兼招商部总经理、公司职工代表监事。2020 年 5 月至今，任公司副总裁。 |
| 米龙峰 | 副总裁 | 曾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、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，2022 年 7 月至今，任中新智地总裁。2023 年 4 月至今，任公司副总裁。 |
| 肖建忠 | 副总裁 | 曾历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、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。2023 年 4 月至今，任公司副总裁。 |
| 马晓冬 | 副总裁 财务总监 | 投融资管理及园区开发运营背景深厚，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、中新智地总裁。2020 年 6 月至今，任中新智地董事长。2020 年 5 月至今，任公司副总裁。2023 年 4 月至今，任公司财务总监。 |

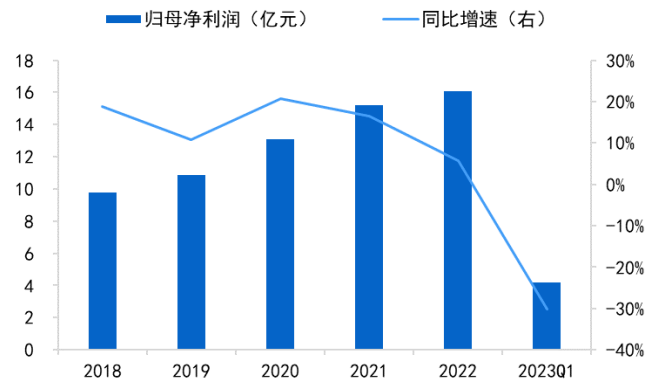
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 净利润稳步增加，资产负债率较低

近三年公司营收稳步增长，归母净利润持续增加。2019 年营收大幅上涨主要系公司加速销售存量房地产项目，集中处置住宅及商业房地产项目资产。2020 年下滑主要系公司不再有房地产销售业务。2020-2022 年公司营收实现稳步增长，分别为 34.14/39.17/47.42 亿元，2023Q1 公司营业收入达到 9.30 亿元（-37.59%），一季度营收同比下降主要系本期园区开发运营业务量减少所致，公司以园区开发运营为主营业务，易受各园区的商业模式、园区所在地的经济环境、土地出让节奏、出让土地的单位价值等因素影响存在一定波动，故单季度的波动变化主要系结构性因素。此外 2018-2022 年公司归母净利润持续增加，CAGR 为 13.24%，2022 年归母净利润达到 16.08 亿元（+5.65%），2023Q1 为 4.17 亿元（-30.07%）。

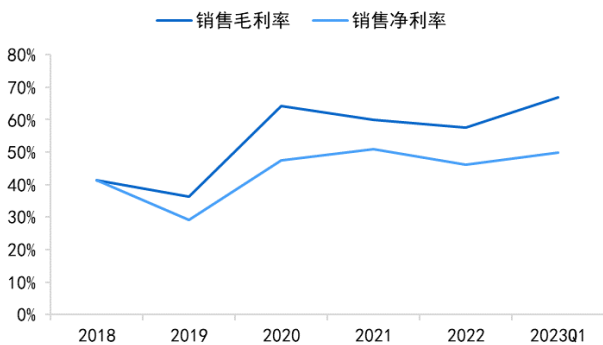
图表 8: 2022 年公司营收达到 47.42 亿元(+21.05%)


来源: wind, 华福证券研究所

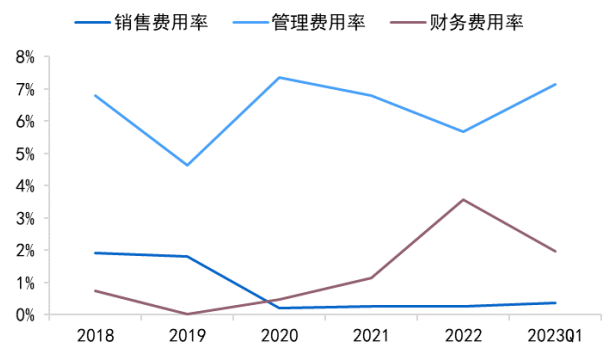
图表 9: 2022 年归母净利润 16.08 亿元 (+5.65%)


来源: wind, 华福证券研究所

毛利率净利率波动上行。2018 年公司销售毛利率、净利率分别为 41.34%和 41.48%，2023Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 67.02%和 49.92%，较 2018 年提升了 25.68pct 和 8.44pct，整体波动向上。2020 年毛利率和净利率大幅增加主要系公司出让土地的单位价值较高。此外 2018-2023Q1 公司管理费用率在 4.5%-7.5% 区间波动，公司管理费用较为稳定，主要系受公司营业收入影响出现波动。由于 2019 年公司剥离房产销售业务，2020 年销售费用率大幅下降。近几年公司财务费用率增幅较快，主要系公司加大投资、借款增加。

图表 10: 2018-2023Q1 毛利率和净利率波动向上


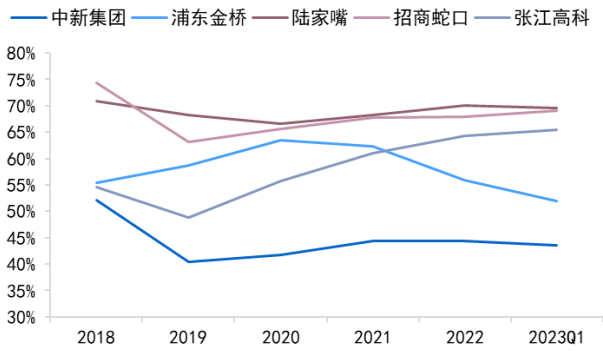
来源: wind, 华福证券研究所

图表 11: 2018-2023Q1 公司三费率情况


来源: wind, 华福证券研究所

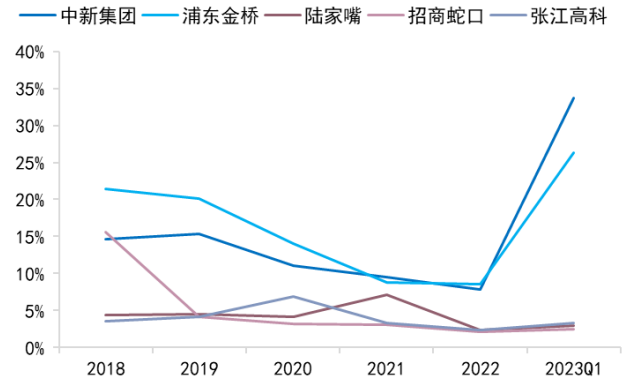
资产负债率较低，偿债能力较强。2023Q1 中新集团/浦东金桥/陆家嘴/招商蛇口/张江高科的资产负债率分别为 43.54%/51.95%/69.60%/69.09%/65.46%，中新集团的资产负债率处于同行较低水平，公司有较大的加杠杆空间。此外 2023Q1 中新集团/浦东金桥/陆家嘴/招商蛇口/张江高科的已获利息倍数 (EBIT/利息费用) 分别为 33.68%/26.28%/3.00%/2.55%/3.27%，2018-2023Q1 公司的偿债能力基本处于同行较高水平，偿债能力较强。

图表 12: 公司资产负债率处于同行较低水平



来源: wind, 华福证券研究所

图表 13: 公司已获利息倍数处于同行较高水平



来源: wind, 华福证券研究所

2 聚焦园区开发运营, 产投持续发力联动主业

2.1 产城融合走出去, 区中园厚积薄发

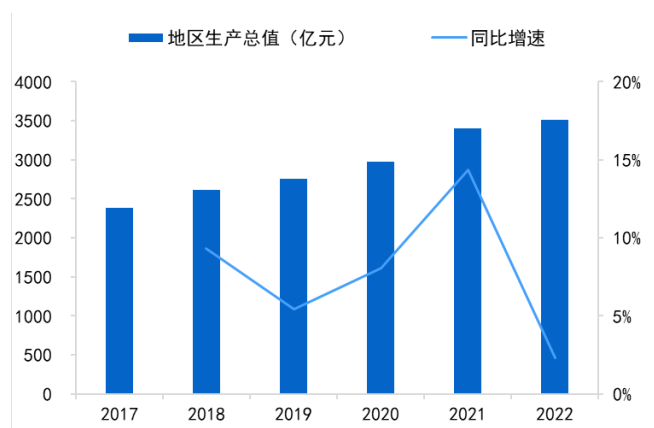
公司扎根的苏州工业园区开发建设受到高度重视, 经济发展稳中有进。苏州工业园区是中新两国政府间的重大合作项目, 开发建设受到高度重视, 具备得天独厚的政策优势, 利于促进园区的经济发展。园区交通便利, 地处经济活跃增长的长三角核心区域, 具备区位优势。2022 年苏州工业园区完成地区生产总值 3515.61 亿元, 同比增加 2.3%, 增速全市第二, 经济密度跃居全国前列。良好的经济基础和未来的发展潜力有望提高公司的单位土地开发收益。此外园区采取“2+3+1”的特色产业体系, 在国家级经济技术开发区和国家高新区综评排名中居于前列。

图表 14: 苏州工业园区交通便利, 具备区位优势



来源: 苏州工业园区管委会官网, 华福证券研究所

图表 15: 苏州工业园区经济发展稳中有进

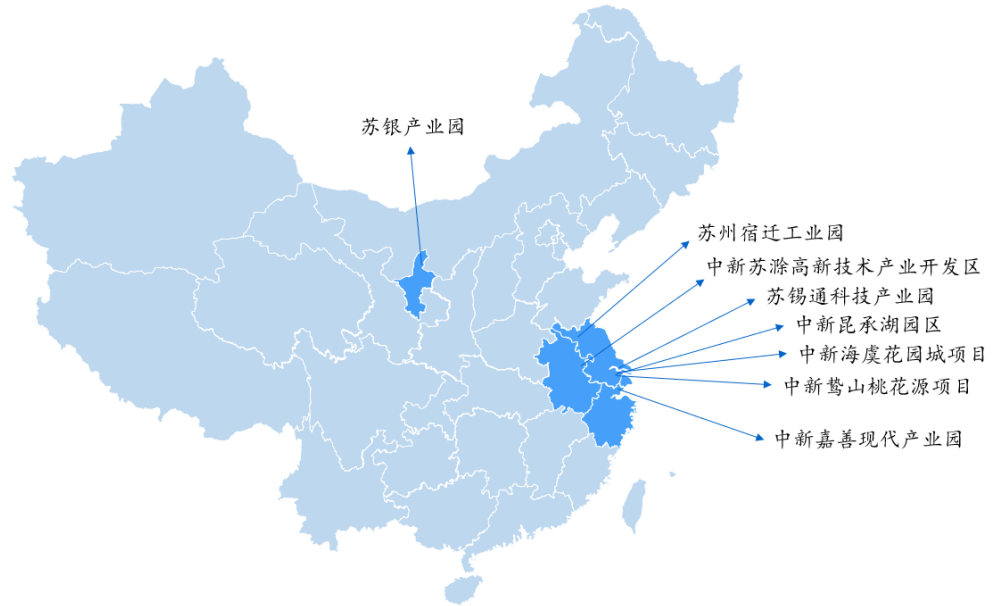


来源: 苏州工业园区管委会官网, 华福证券研究所

深耕长三角, 产城融合走出去。公司先后完成了 8 平方公里的土地成片开发, 参与了园区二、三区的一部分基础设施开发, 此外还有两个土地一级开发项目位于苏州工业园区, 分别是中新科技城项目和斜塘项目。公司确立了“立足苏州、深耕长三角、

适度探索“一带一路”的战略布局。在长三角地区布局了7个产城融合园区。公司立足自身优势，推动产城融合走出去，积极对外复制推广中新合作的成功经验。深耕经济发达的长三角区域，利于公司充分享受区域经济发展红利，例如园区地价增值。

图表 16：“走出去”产城融合园区国内分布图



来源：公司公告，华福证券研究所

区中国业务厚积薄发，有望为公司提供稳定的现金流。公司区中国板块开发运营面积约 291 万平方米，其中 110 万平方米主要布局在江苏苏州的苏州工业园区——标准及定建厂房；20 万平方米主要布局在公司产城融合园区内，分别是中新嘉善现代产业园的中新智慧园一期和苏锡通科技产业园的中新智能制造产业园一期，租金水平均为当地第一梯队，资产较为优质；161 万平方米主要布局在上海都市圈（苏州、无锡、常州、南通、嘉兴）和沪宁产业创新带（苏州、无锡、常州、镇江）等长三角区域（安徽舒城、安徽天长），看好未来出租率和租金的成长空间。公司旗下公司中新智地在剥离商住房地产销售业务后逐渐转型成为“一流区中国运营商”，转型发展初见成效。公司的区中国业务主要围绕长三角区域进行布局，致力于打造区位优越和低碳环保的区中国产品，此外区中国业务出租情况较好，有望为公司提供稳定的现金流。

图表 17：公司区中国项目布局概况

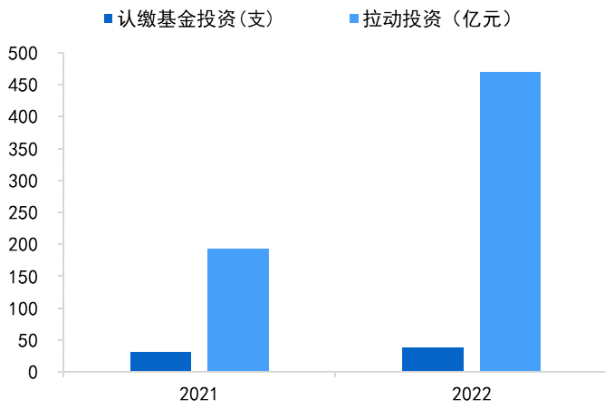
| 区域 | 项目类型 | 所在省市 | 项目名称 | 运营面积 (万平方米) | 备注 |
|-----------|-----------------|------|---------|----------------|------------|
| 苏州工业园区 | 园区内运营管理的标准及定建厂房 | 苏州 | 标准及定建厂房 | 标准：90 定建：20 | 综合出租率约 95% |
| 中新嘉善现代产业园 | 中新智慧园 | 嘉善 | 中新智慧园一期 | 20 | 均已建成投 |

| | | | | |
|---------------------|----------------------|-------|--------------------|--------------|
| 苏锡通科技产业园 | 中新智能制造产业园 | 南通 | 中新智能制造产业园一期 | 运且出租率70%左右 |
| | | 苏州吴江 | 中新智地(吴江苏州湾)智能制造产业园 | |
| | | 南通经开区 | 南通波影医疗产业园 | |
| | | 嘉善姚庄 | 中新智地(嘉善)智能制造产业园 | |
| | | 无锡江阴 | 中新智地(江阴)智能制造产业园 | |
| | 高标准工业载体项目 | 常州武进 | 中新智地(常州)智能制造产业园 | |
| 上海都市圈和沪宁产业创新带等长三角区域 | | 镇江高新区 | 中新智地(镇江)智能制造产业园 | 出租率和租金成长空间较好 |
| | | 镇江句容 | 中新智地(句容)智能制造产业园 | |
| | | 江苏太仓 | 中新智地(太仓)璜泾智能制造产业园 | 161 |
| | | 南通海门 | 南通海门工业绿岛表面处理产业园 | |
| | 工业绿岛表面处理产业园等特色产业园区项目 | 安徽舒城 | 安徽舒城(中新联科)项目 | |
| | | 安徽天长 | 滁州天长工业绿岛表面处理产业园 | |

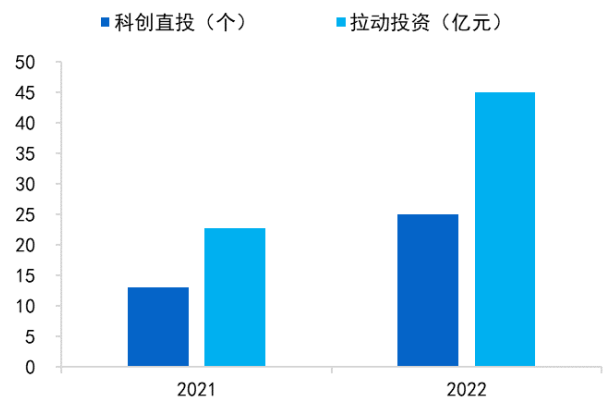
数据来源:公司公告,中新智地官网,华福证券研究所

2.2 产业投资做大做强,联动主业协同发展

招投联动拉动投资,联动主业协同发展。产业投资板块致力于“以投带招、以招促投、投招联动”,主要分为基金投资和科创直投。2022年公司累计认缴投资38支基金,合计认缴35亿元;所投资基金促成近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;累计投资科技类项目25个,累计投资4.4亿元,拉动总投资45亿元。公司通过产业投资促进产业导入,加速产业发展,联动主业协同发展。

图表 18:2022 年基金投资累计拉动投资近 470 亿元


来源：公司公告，华福证券研究所

图表 19: 2022 年科创直投累计拉动投资近 45 亿元


来源：公司公告，华福证券研究所

围绕主业产业投资，深度挖掘主业价值。产业投资主要围绕与园区开发主导产业相结合的原则，精选投资赛道，深度挖掘主业价值。2022 年 7 月，公司首期 10 亿元债券发行成功，募集资金主要用于产业投资板块，公司加大产投力度。此外科创板、注册制、北交所等制度创新的全面落地，丰富了股权投资的退出通道。

图表 20: 公司产业投资投资领域及特点

| 类型 | 投资领域 | 投资特点 |
|------|--|---|
| 基金投资 | 侧重于新能源、新材料、半导体、高端装备、数字科技、医疗健康、大消费及现代服务等具备科技攻关、先进制造和发展升级等与公司各产城融合园区及“区中国”产业契合度高的行业。 | 投资阶段侧重于早中期。 |
| 科创直投 | 公司 2021 年先后发起设立了中新园创一期、中新园展一期两支产业投资基金，依托园区开发主体优势，围绕园区主导产业，紧扣赋能“专精特新”企业产业化和国际化特色，投资苏州工业园区及“走出去”园区的“专精特新”等优质科创类企业。 | 中新园创一期的投资区域以苏州工业园区为主，阶段以早中期为主，兼顾成熟期；中新园展一期的投资区域以公司各“走出去”园区、“区中国”为主，阶段以成长期为主，兼顾早期、成熟期。 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 绿能业务大有可为，分布式光伏和工商业储能蓄势待发

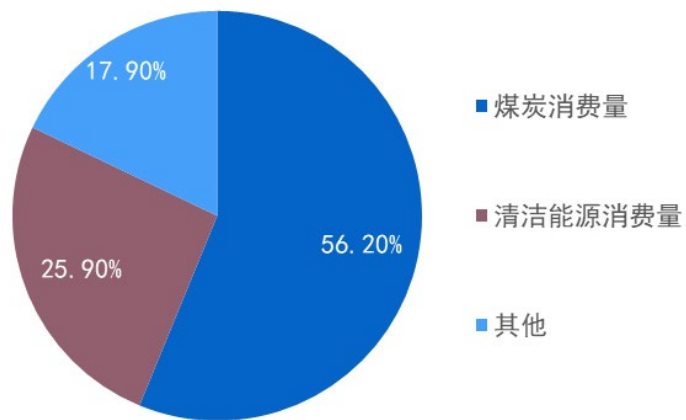
依托于园区开发运营主业，公司可充分利用园区内屋顶等资源，快速发展分布式光伏、工商业储能、充电桩等绿能业务。当下绿能业务空间广阔，分布式光伏、工商业储能、充电桩蓄势待发。

3.1 需求旺盛叠加产业链降本，工商业分布式光伏有望迎来黄金时代

能耗双控向碳排放双控转变，扩大了可再生能源消费需求。2021 年 12 月的中央经济工作会议上明确提出“创造条件尽早实现能耗双控向碳排放总量和强度双控转变”；2022 年 1 月国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》，提及各地区“十

四五”时期新增可再生能源电力消费量不纳入地方能源消费总量考核。原料用能不纳入全国及地方能耗双控考核；2022年政府工作中再次提及推动能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变；2022年8月《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》界定了新增可再生能源电力消费量范围，不纳入能源消费总量的可再生能源，现阶段主要包括风电、太阳能发电、水电、生物质发电、地热能发电等可再生能源。受益于国家持续推动能耗双控向碳排放双控转变，扩大了可再生能源的消费需求。2022年清洁能源消费量占能源消费总量 25.90%，上升 0.4pct。

图表 21：2022 年清洁能源消费量占比 25.9%

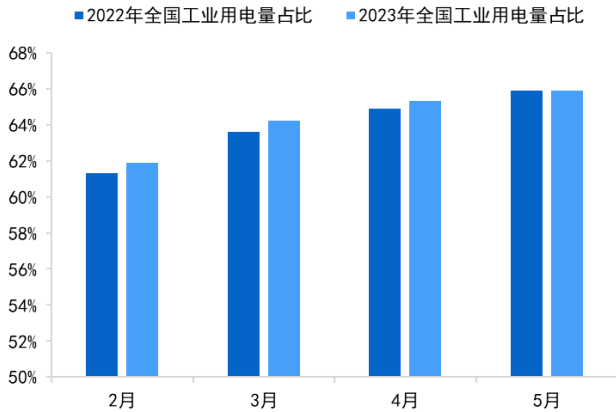


来源：国家统计局，华福证券研究所

电价市场化改革推升工商业用户用电成本，22 年工商业光伏装机实现高增。

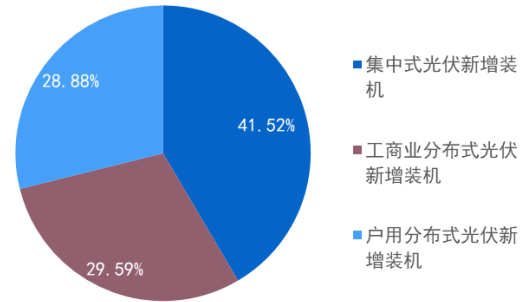
2021 年 10 月《进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，提出各地要有序推动工商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电，取消工商业目录销售电价。文件扩大了燃煤上网电价的浮动范围，用电紧张时工商业用户的市场化交易电价易上浮，推升用电成本。2023 年 1-5 月我国用电消费需求结构中，仅工业用电量（不考虑商业）占比就高达 65.9%，工商业用电占绝我国大部分用电需求。2022 年我国集中式光伏、工商业分布式光伏和户用分布式光伏新增装机占比分别为 41.52%、29.59% 和 28.88%，其中工商业分布式光伏新增装机 25.86GW，同比高增 237%，主要受碳排放双控以及工商业电价涨幅明显等因素影响催生大量需求，工商业分布式光伏迎来爆发式增长。预计未来工商业分布式光伏需求依旧旺盛，前景广阔，具备较大潜力。

图表 22：工业用电占据我国超 60%的用电需求



来源：中电联，华福证券研究所

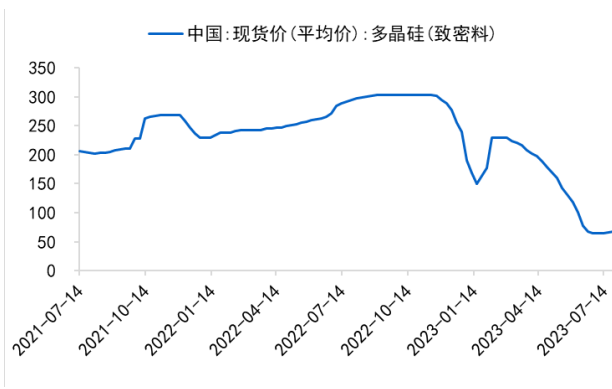
图表 23：2022 年光伏新增装机占比情况



来源：国家能源局，华福证券研究所

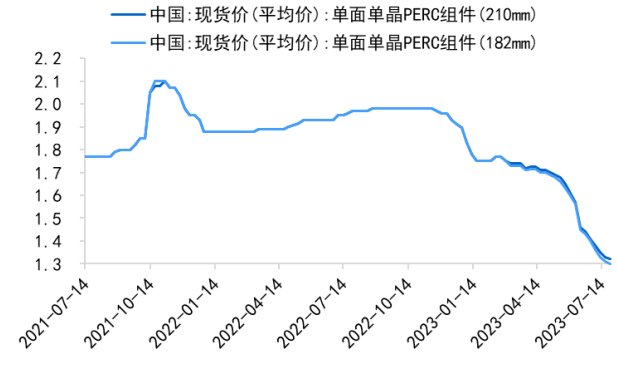
上游硅料价格下行带动产业链降本，利好项目收益率。随着上游硅料价格的大幅下行带动光伏产业链上游持续降价，截至 7 月 26 日，182mm 和 210mm 单面单晶 PERC 组件分别降至 1.32 元/W 和 1.30 元/W，利好工商业分布式光伏项目收益率，进一步刺激装机释放，预计未来工商业分布式光伏有望迎来黄金时代。此外随着浙江等地“隔墙售电”试行政策的实施，有望进一步提高分布式光伏的收益水平，但目前“隔墙售电”机制仍有待捋顺，未来可以持续关注“隔墙售电”进展。

图表 24：硅料降价利好光伏



来源：wind，华福证券研究所

图表 25：硅料降价带动组件价格降至 1.3 元/W 左右



来源：wind，华福证券研究所

以江苏为例，测算工商业分布式光伏 IRR 为 10.87%。截至 6 月 28 日，182mm 和 210mm 单面单晶 PERC 组件分别降至 1.40 元/W 和 1.41 元/W，我们假设含税投资总成本为 3.37 元/W；光伏组件会逐年衰减，我们假设首年衰减 2%，以后每年衰减 0.5%；参考 CPIA 数据，假设运维费用为 0.048 (元/(W·年))；我们取 23 年上半年江苏电度用电价格平均值 0.7093 元/kwh；假设贷款利率 4.6%。据测算，江苏分布式光伏全投资 IRR 为 10.87%。

图表 26：分布式光伏核心假设

| 建设成本假设 | | 运营数据假设 | | 发电数据假设 | | 金融数据假设 | |
|----------------|------|-------------------|---------|--------------------------|--------|---------|------|
| 含税投资总成本 (元/W) | 3.37 | 直流装机容量(MW) | 10 | 发电小时数 (h) | 1107 | 贷款比例 | 80% |
| 其中：逆变器转固 (元/W) | 0.17 | 交流容量/直流 | 100% | 一般工商业电价 (1-10KV) (元/kwh) | 0.7093 | 贷款利率 | 4.6% |
| 组件等其他转固 (元/W) | 3.2 | 首年/每年衰减率 | 2%/0.5% | 自发自用电价折扣 | 70% | 贷款期 (年) | 10 |
| 逆变器更换价格 (元/W) | 0.17 | 组件、电缆、支架等折旧年限 (年) | 20 | 电网脱硫标杆电价 (元 /kwh) | 0.391 | | |
| | | 逆变器折旧年限 (年) | 10 | 自发自用部分电价 (元 /kwh) | 0.4965 | | |
| | | 年运维费用 (元/W) | 0.048 | 余量上网部分电价 (元 /kwh) | 0.391 | | |
| | | 增值税率 | 13% | 自用比例 | 70% | | |
| | | 营业税金及附加税率 | 10% | | | | |
| | | 所得税率 | 25% | | | | |

数据来源：wind, CPIA, 华福证券研究所

进一步我们测算一般工商业电价&自用比例对 IRR 的敏感性分析,当一般工商业电价在 0.7-0.8 区间,自用比例在 40%-80%区间,分布式光伏的全投资 IRR 在 9.6%-12.87%。此外分布式光伏的自用比例越高时,IRR 对一般工商业电价变化越敏感。

图表 27：一般工商业电价&自用比例对 IRR 的敏感性分析

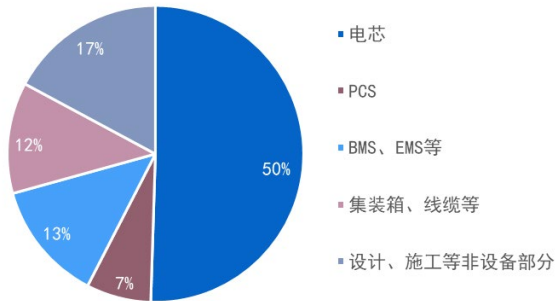
| | 0.5 | 0.55 | 0.6 | 0.65 | 0.7 | 0.75 | 0.8 | 0.85 |
|------|-------|-------|-------|--------|---------------|---------------|---------------|--------|
| 10% | 7.70% | 7.83% | 7.95% | 8.08% | 8.21% | 8.34% | 8.46% | 8.59% |
| 20% | 7.68% | 7.94% | 8.19% | 8.45% | 8.70% | 8.95% | 9.20% | 9.44% |
| 30% | 7.66% | 8.04% | 8.42% | 8.79% | 9.16% | 9.53% | 9.89% | 10.26% |
| 40% | 7.62% | 8.13% | 8.62% | 9.11% | 9.60% | 10.08% | 10.56% | 11.04% |
| 50% | 7.57% | 8.19% | 8.81% | 9.41% | 10.01% | 10.61% | 11.20% | 11.78% |
| 60% | 7.50% | 8.24% | 8.96% | 9.68% | 10.39% | 11.10% | 11.79% | 12.48% |
| 70% | 7.35% | 8.22% | 9.06% | 9.90% | 10.72% | 11.53% | 12.34% | 13.14% |
| 80% | 7.18% | 8.17% | 9.13% | 10.09% | 11.02% | 11.95% | 12.87% | 13.78% |
| 90% | 7.00% | 8.11% | 9.20% | 10.27% | 11.33% | 12.37% | 13.40% | 14.42% |
| 100% | 6.82% | 8.06% | 9.27% | 10.46% | 11.63% | 12.78% | 13.93% | 15.06% |

数据来源：华福证券研究所

3.2 碳酸锂价格下跌叠加高峰时期峰谷价差扩大，工商储经济性凸显

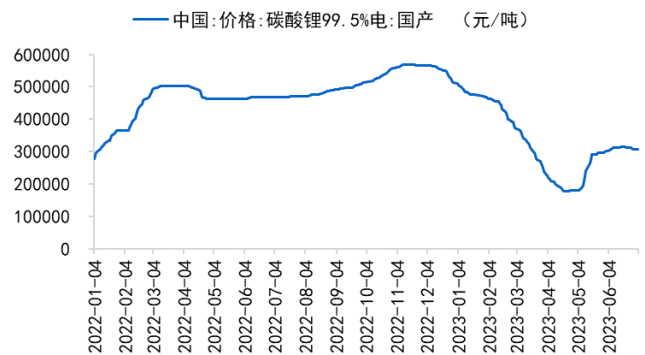
碳酸锂价格下跌，降低储能制造成本。电芯在工商业储能系统占比约 50%，而电芯的主要成本中又以正极材料为主，碳酸锂是正极材料制备中重要的原料之一。2022 年底碳酸锂价格一路下跌，4 月底价格有所反弹，截至 7 月 4 日，目前碳酸锂价格基本稳定在 30.75 万元/吨左右。碳酸锂价格较 22 年底接近腰斩，带动电芯价格下降，进一步降低储能系统制造成本。

图表 28：电芯在工商业储能系统中占 50%



来源：能源电力说，华福证券研究所

图表 29：碳酸锂价格下跌利好储能



来源：wind，华福证券研究所

夏季用电高峰执行尖峰电价，凸显工商储经济性。2023 年 1-6 月各地电网代理购电电价最大峰谷价差（一般工商业 1-10kv）中，共有 19 个地区最大峰谷价差超 0.7 元/kwh。夏季高峰来临，各地开始执行夏季尖峰电价，2023 年 7 月各地电网代理购电电价最大峰谷价差（一般工商业 1-10kv）中，共有 19 个地区最大峰谷价差超 0.7 元/kwh。其中广东（珠三角五市）7 月最大峰谷价差较 1-6 月最大峰谷价差均值提高 1.55%，海南提高 13.10%，湖南提高 31.69%，重庆(工业分时电价)提高 28.28%，峰谷价差的进一步扩大，凸显工商储经济性。未来随着储能系统成本的降低，叠加峰谷价差的进一步拉大，利好工商储收益率。

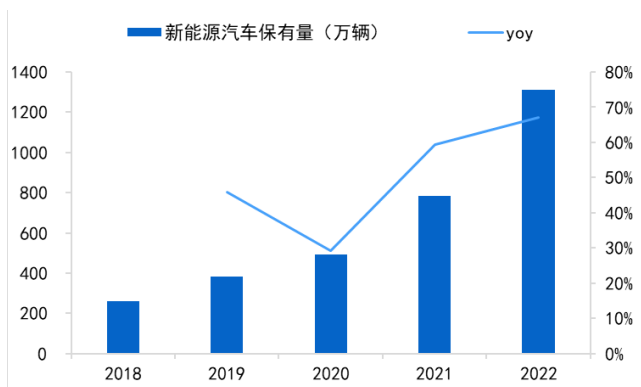
| | | | |
|------------------|-------|----------------|--------|
| 能量转换效率 | 94% | 一次放电价格 (元/kwh) | 1.3344 |
| 电气设备、储能等折旧年限 (年) | 7 | 二次放电价格 (元/kwh) | 1.3344 |
| 年运维费用 (元/Wh) | 0.018 | | |
| 增值税率 | 13% | | |
| 营业税金及附加税率 | 10% | | |
| 所得税率 | 25% | | |

数据来源：北极星售电网，国家电网，华福证券研究所

3.3 充电桩行业规模快速增长，政策持续加码助力发展

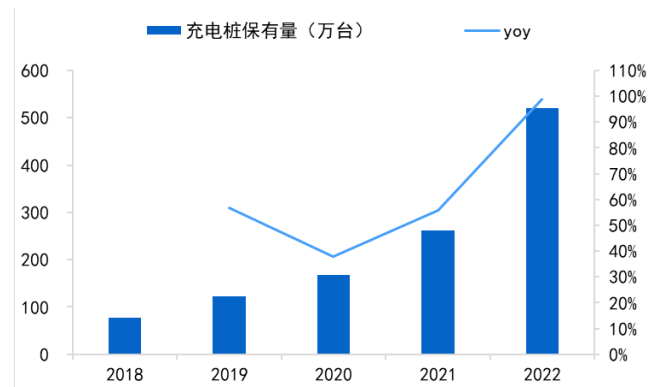
近年充电桩行业规模快速增长，18-22年 CAGR 高达 60.92%。充电桩的市场规模和新能源汽车保有量正相关，近年新能源汽车保有量快速增长，2022 年新能源汽车保有量为 1310 万辆，同比高增 67.09%。充电桩也随之快速扩张，2022 年充电桩保有量为 520.96 万台，同比高增 99.06%，18-22 年 CAGR 高达 60.92%。未来随着新能源汽车的持续扩张，充电桩的建设也有望提速发展。

图表 32：2018-2022 年新能源汽车保有量



来源：wind，华福证券研究所

图表 33：2018-2022 年充电桩保有量



来源：充电联盟，中国质量报，华福证券研究所

政策持续加码，助推充电桩发展。2022 年国家积极出台充电桩相关政策，支持其发展；2023 年以来政策持续加码，为行业发展营造良好的发展环境，推动充电桩行业蓬勃发展。2023 年 6 月，《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》中提及，到 2030 年基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。

图表 34：23 年以来国家持续推进充电桩发展

| 时间 | 文件/会议 | 内容 |
|-----------|---------------------------------------|--|
| 2023.6.19 | 《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》 | 到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。 |
| 2023.5.14 | 《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》 | 支持地方政府结合实际开展县乡公共充电网络规划，并做好与国土空间规划、配电网规划等的衔接，加快实现适宜使用新能源汽车的地区充电站“县县全覆盖”、充电桩“乡乡全覆盖”。 |
| 2023.5.5 | 国务院常务会议 | 会议强调，要聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施，创新充电基础设施建设、运营、维护模式，确保“有人建、有人管、能持续”。 |
| 2023.4.28 | 中共中央政治局 | 会议指出，要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。 |
| 2023.4.19 | 发改委新闻发布会 | 汽车消费是支撑消费的“大头”，将加快推进充电桩和城市停车设施建设。 |
| 2023.1.30 | 《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》 | 建成适度超前、布局均衡、智能高效的充换电基础设施体系，服务保障能力显著提升，新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到 1：1，高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的 10%，形成一批典型的综合能源服务示范站。 |

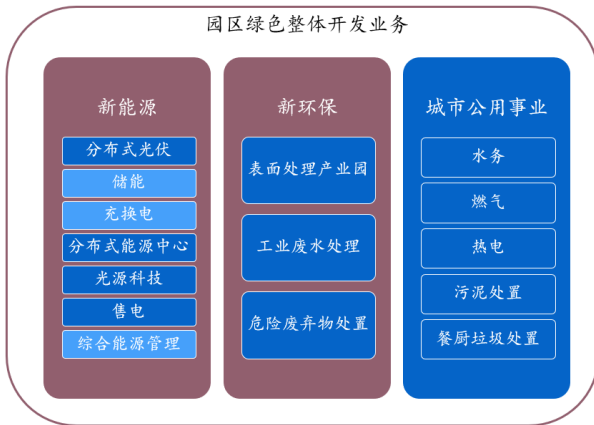
数据来源：中国政府网，中共中央政治局会议，发改委，华福证券研究所

4 绿色能源快速发展，打造增长新引擎

4.1 绿色能源布局全面，业绩稳步增长

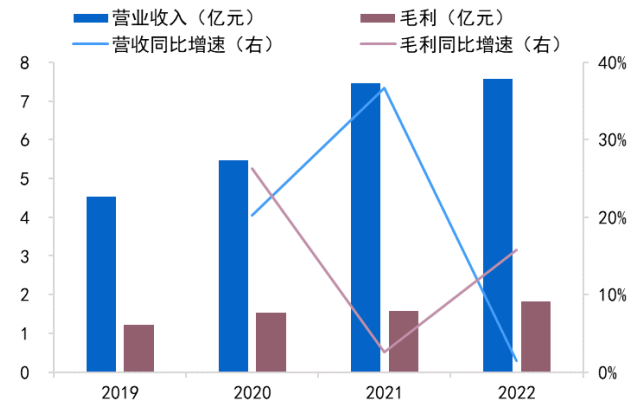
绿色能源业务产业链布局完整，营收毛利稳步增长。公司绿色能源业务主要分为新能源、新环保和城市公用事业，此外中新绿发（原名中新公用）是公司绿色能源新能源发展平台，将统筹顶层绿色规划，中新绿发旗下新能源板块的中新绿能和新环保板块的中新联科分别主导提供分布式光伏发电开发服务和工业废水处理服务，由内外部协同方（如中新绿发旗下城市公用事业板块的蓝天热电、港华燃气等）提供实施碳量化、绿色工厂认证、绿色园区认证、储能、充换电等服务及热电联产、餐厨垃圾处理、循环产业园等绿色业务，开展园区绿色整体开发业务。2019-2022 年公司绿色能源板块营收和毛利稳步增长，2021 年营收高增毛利微增或系 2021 年完成收购和顺环保。未来公司将着力构建以新能源、新环保、园区绿色整体开发组成的绿色业务发展架构和一体化协同发展新格局，有望迎来快速发展。

图表 35：绿色能源业务布局



来源：公司公告，中新绿发官网，华福证券研究所

图表 36：绿色能源板块营收和毛利稳步增长



来源：wind，华福证券研究所

公司绿色能源板块多点开花，未来或进一步拓展数字化智能化应用。分布式光伏业务,22年公司参股公司已并网投运分布式光伏电站 104MW,未来有望高速扩张;分布式能源中心(站),公司建成苏州工业园区月亮湾集中供冷(供热项目),设计装机容量 3 万冷吨/时,位列全国第一;售电业务在苏州工业园区排名第一。此外公司在综合能源服务、光源科技、危废处置、水务等业务领域均有涉猎。依托于公司绿色能源发展板块全方位的布局,未来或将开展综合能源管理、微电网和虚拟电厂等新业态和新模式,拓展数字化智能化应用。

图表 37：绿色能源业务布局和服务范围



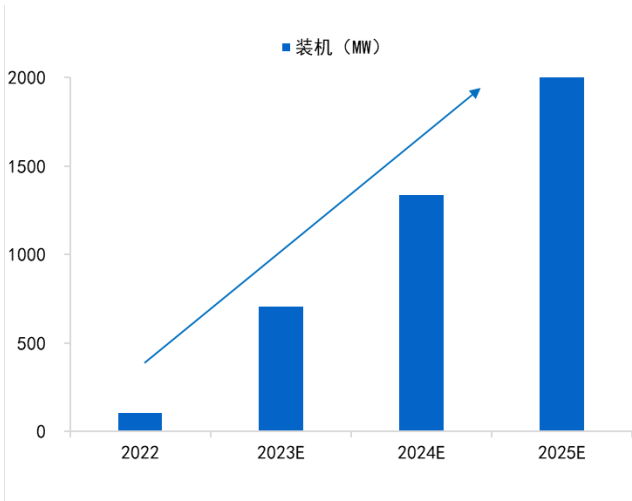
来源：中新绿发官网，华福证券研究所

4.2 分布式光伏高速扩张，架构清晰助力光伏发展

若公司规划目标能顺利实现，23-25年光伏装机CAGR高达168%，公司新能源业务发展架构清晰助力光伏腾飞。2022年公司参股公司已并网投运分布式光伏电站104MW，依托于园区开发运营主业的优势，公司会积极获取优质资源，据公司公告披露，23-25年公司新能源发展平台中新绿能将努力向2000MW（2GW）目标迈进，如该目标能够顺利实现，23-25年分布式光伏装机CAGR高达168%，光伏装机高速增长。三年新增装机均值632MW，假设新增装机增量逐渐增加，进一步我们粗略假设23/24/25新增600/632/664MW。此外2022年公司确立了新能源业务发展架构：中新绿能作为公司新能源业务发展平台，重资产持有分布式光伏电站获取收益；中新春兴、中新旭德作为分布式光伏电站市场开发协同方，以市场化手段获取项目，并在完成开发建设后移交中新绿能持有；中新智业将打造专业化的运维团队提供运维

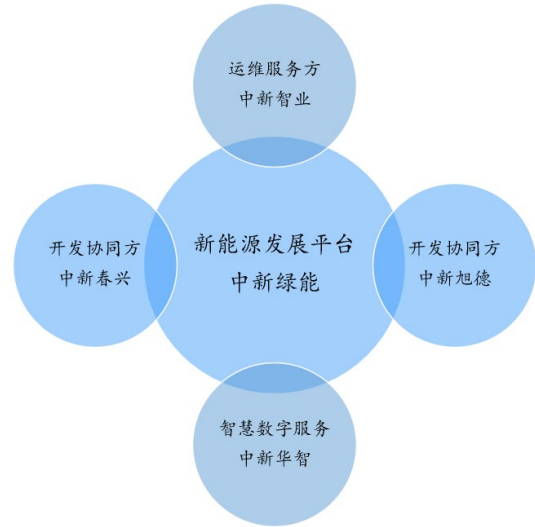
服务，中新华智提供智慧化、数字化管理服务。公司新能源业务发展架构清晰，助力迅速开拓新能源市场。此外公司还积极推进和协鑫集团、新加坡益阁新能源等公司的战略合作，以期联合拓展分布式光伏项目。

图表 38：22 年公司参股公司并网投运光伏 104MW



来源：公司公告，华福证券研究所（23E-25E 为假设值）

图表 39：公司新能源业务发展架构



来源：公司公告，华福证券研究所

4.3 上游降本储能经济性凸显，新环保等业务稳步发展

部分地区出台了储能相关补贴政策，利好用户侧储能项目盈利。公司战略布局为“立足苏州、深耕长三角、适度探索一带一路”，公司布局的长三角区域峰谷价差相对较大。此外据北极星储能网统计数据显示，目前出台的储能补贴政策多为广东和长三角区域。此外目前公司主业布局的江苏苏州工业园区、江苏常州和浙江嘉兴嘉善已经出台了储能相关补贴政策，其中苏州工业园区和常州是按照发电量给予补贴，嘉善是按照储能容量给予补贴。

图表 40：储能项目补贴幅度

| 补贴类型 | 区域 | 发布时间 | 补贴幅度 |
|------|----------|--------|---|
| 放电补贴 | 江苏苏州工业园区 | 2022 年 | 支持光伏项目配置储能设施，2022 年 1 月 1 日后并网、且接入园区碳达峰平台的储能项目，对项目投资方按项目发电量补贴 0.3 元/kwh ， 补贴 3 年 。 |
| 放电补贴 | 江苏常州 | 2023 年 | 对装机容量 1 兆瓦及以上的新型储能电站，自并网投运次月起按发电量给予投资主体不超过 0.3 元/kwh 奖励 ， 连续奖励不超过 2 年 。 |
| 容量补贴 | 浙江嘉兴嘉善 | 2022 年 | 对实施的光伏发电项目配建储能系统并接受电网统筹调度的《经审批备案日年利用小时数不低于 600 小时， 额外实行一次性储能容量补助 ， 2021 年、2022 年、2023 年补助标准分别为 200 元/kw、180 元/kw、170 元/kw 。 |

数据来源：北极星储能网，华福证券研究所

新环保&园区绿色整体开发：新环保重点发展表面处理园运营、工业废水处理等业务，园区绿色整体开发致力全面打造绿色低碳园区。新环保业务方面，公司以控股公司中新联科为重点来发展表面处理园运营、工业废水处理等业务。目前表面处理产业园已在南通海门、安徽舒城、安徽天长有所布局，其中安徽天长为 2022 年签约落地项目。园区绿色整体开发业务方面，公司将持续推动金光科技产业园绿色低碳园区项目，此外 2022 年成功签约了安徽舒城经开区绿色低碳园区项目。

图表 41：公司表面处理园代表项目



来源：中新绿发官网，华福证券研究所

图表 42：园区绿色整体开发项目—金光科技产业园



来源：苏州工业园区管委会官网，华福证券研究所

城市传统公用事业：稳健经营，持续提升产品质量和服务水平。公司将立足绿色低碳的发展方向，不断巩固和优化城市传统公用水电气业务，稳健经营的同时持续提升产品质量和服务水平，提升绿色发展的核心竞争力。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

2022 年公司园区开发运营业务收入占比高达 81.62%，随着一体两翼战略的持续推进，预计未来园区开发运营业务营收占比逐渐降低，两翼之一的绿色能源业务占比逐渐增加，基于公司过往的各项收入成本，结合行业发展趋势及未来公司发展战略等对公司各项业务进行关键假设：

园区开发运营业务：主要可分为土地一级开发（以出让土地为主）、二级房地产开发与运营（以租赁为主）、三级多元化开发收益（以招商代理、工程代理、物业管理、品牌输出及软件转移为主）。

1) 一级开发方面，22 年新增斜塘项目和嘉善产业园项目收入，预计 23 年有望持续贡献收入。我们假设 23-25 年公司一级开发营业收入增速为 11%、9%和 7%；近期政治局会议对地产板块释放利好，预计后续随着政策的持续催化，利好行业发展，

此外公司布局区域地理位置优越，毛利率有望上行，假设 23-25 年为 48.5%、49.5% 和 50.5%。

2) 二级房地产出租方面，假设公司未来 23-25 年可出租面积增速为 9.56%，出租率维持 80%，出租价格维持 345 元/平方米/年；

3) 三级招商代理、工程代理等多元化开发方面，营收受益于园区开发运营面积的提升将稳步增加，假设 23-25 年营收增速为 10%、10.5%和 10.5%。

图表 43：园区开发运营营业收入及成本预测

| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 一级土地开发 (亿元) | 收入 | 16.54 | 18.36 | 20.01 | 21.41 |
| | YOY | -18.30% | 11.00% | 9.00% | 7.00% |
| | 成本 | 8.63 | 9.46 | 10.11 | 10.60 |
| | 毛利率 | 47.81% | 48.50% | 49.50% | 50.50% |
| 二级房地产出租 (亿元) | 收入 | 5.93 | 6.33 | 6.94 | 7.60 |
| | YOY | 0.28% | 6.89% | 9.56% | 9.56% |
| | 成本 | 2.89 | 2.93 | 3.21 | 3.52 |
| | 毛利率 | 51.31% | 53.74% | 53.74% | 53.74% |
| 三级多元化开发 (亿元) | 收入 | 16.24 | 17.86 | 19.74 | 21.81 |
| | YOY | 266.27% | 10.00% | 10.50% | 10.50% |
| | 成本 | 2.15 | 5.03 | 5.56 | 6.15 |
| | 毛利率 | 86.77% | 71.82% | 71.82% | 71.82% |
| 园区开发运营合计 (亿元) | 收入 | 38.70 | 42.56 | 46.69 | 50.83 |
| | YOY | 26.54% | 9.95% | 9.71% | 8.86% |
| | 成本 | 13.67 | 17.42 | 18.88 | 20.26 |
| | 毛利率 | 64.69% | 59.07% | 59.57% | 60.13% |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

绿色能源业务：1) 由于公司的工商储和充电桩目前还没有量的体现，我们暂时不考虑工商业储能、充电桩的创收情况；23-25 年公司分布式光伏目标 2GW，若目标顺利实现，装机 CAGR 高达 168%，有望带动公司供热供电供冷业务实现高速增长，考虑到 23 年分布式光伏会集中在下半年投产，较 23 年相比，24 年增收较为明显，25 年装机稳步增加，依旧保持高增速但由于高基数，增速较 24 年或难以进一步扩大，我们假设 23-25 年营收增速为 73%、115%和 90%；2) 公司控股的中新联科重点布局资源型电镀废水处理项目，将以中新联科为重点来发展表面处理园运营、工业废水处理等业务，市场开拓空间较大，假设 23-25 年公司环境科技业务营收增速为 24.94%；3) 公司分布式光伏的扩张有望显著提高绿色能源板块的毛利率水平，

假设 23-25 年绿色能源毛利率 29.63%、35.83%和 40.22%。

图表 44：营业收入及成本预测

| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 园区开发运营 (亿元) | 收入 | 38.70 | 42.56 | 46.69 | 50.83 |
| | YOY | 26.54% | 9.95% | 9.71% | 8.86% |
| | 成本 | 13.67 | 17.42 | 18.88 | 20.26 |
| | 毛利率 | 64.69% | 59.07% | 59.57% | 60.13% |
| 绿色能源 (亿元) | 收入 | 7.57 | 10.51 | 16.65 | 26.30 |
| | YOY | 1.48% | 38.85% | 58.40% | 57.90% |
| | 成本 | 5.74 | 7.40 | 10.69 | 15.72 |
| | 毛利率 | 24.14% | 29.63% | 35.83% | 40.22% |
| 其他业务 (亿元) | 收入 | 1.14 | 1.26 | 1.38 | 1.52 |
| | YOY | 1.68% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 成本 | 0.72 | 0.82 | 0.90 | 0.99 |
| | 毛利率 | 37.34% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 合计 (亿元) | 收入 | 47.42 | 54.33 | 64.73 | 78.64 |
| | YOY | 21.05% | 14.57% | 19.14% | 21.50% |
| | 成本 | 20.13 | 25.63 | 30.46 | 36.97 |
| | 毛利率 | 57.56% | 52.81% | 52.93% | 52.99% |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5.2 相对估值

公司营业收入结构主要分为园区开发运营和绿色能源。我们采用 PE 估值法，园区开发运营板块选取南京高科、浦东金桥、东湖高新和张江高科四家公司，绿色能源板块选取太阳能、嘉泽新能，综合园区开发运营和绿色能源两个板块调整后的 23 年平均 PE 为 9.92 倍。考虑到公司是园区开发运营龙头企业，具备全产业链优势，且若分布式光伏规划目标顺利完成，分布式光伏业务将实现高速扩张，我们给予公司 2023 年 11 倍估值，对应目标价 12.76 元。

图表 45：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|-----------|---------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 600064.SH | 南京高科 | 6.97 | 1.39 | 1.60 | 1.82 | 2.06 | 4.76 | 4.34 | 3.84 | 3.38 |
| 600639.SH | 浦东金桥 | 13.56 | 1.41 | 1.83 | 1.74 | 2.13 | 7.87 | 7.40 | 7.78 | 6.37 |
| 600133.SH | 东湖高新 | 7.41 | 0.73 | 0.74 | 0.85 | 0.99 | 7.56 | 9.96 | 8.67 | 7.46 |
| 600895.SH | 张江高科 | 17.26 | 0.53 | 0.67 | 0.77 | 0.89 | 21.36 | 25.92 | 22.31 | 19.31 |
| 000591.SZ | 太阳能 | 6.57 | 0.35 | 0.53 | 0.70 | 0.85 | 20.67 | 12.33 | 9.44 | 7.72 |
| 601619.SH | 嘉泽新能 | 4.33 | 0.22 | 0.43 | 0.57 | 0.74 | 17.14 | 9.99 | 7.60 | 5.83 |

| | | | | |
|-----|-------|------|------|------|
| 平均值 | 13.31 | 9.92 | 8.37 | 6.84 |
|-----|-------|------|------|------|

数据来源：wind，华福证券研究所（截至 2023 年 8 月 2 日数据，数据参考 wind 一致预期）平均值为剔除最高值和最低值后的调整平均

6 风险提示

土地出让节奏放缓风险：公司主营业务为园区开发运营业务，若房地产行业回暖不及预期，土地出让节奏放缓会对公司盈利造成较大影响。

新能源项目建设不及预期风险：若新建新能源机组建设规模不及预期，则可能影响公司新能源业务扩张节奏。

政策风险：国家政策是新能源项目持续扩张的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会对项目的推进造成一定影响。此外若国家宏观经济政策变动，比如产业、税收及信贷政策等，可能影响公司园区开发经营业务。

产业招商竞争激烈风险：区中园方面若产业招商竞争激烈，可能导致空置率上升，进一步可能会影响租赁项目盈利能力。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 46：财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 3,620 | 4,074 | 4,854 | 5,898 | 营业收入 | 4,742 | 5,433 | 6,473 | 7,864 |
| 应收票据及账款 | 2,478 | 2,781 | 3,263 | 3,941 | 营业成本 | 2,013 | 2,563 | 3,046 | 3,697 |
| 预付账款 | 17 | 21 | 24 | 30 | 税金及附加 | 12 | 90 | 107 | 134 |
| 存货 | 11,009 | 11,535 | 12,186 | 13,680 | 销售费用 | 12 | 11 | 13 | 16 |
| 合同资产 | 211 | 234 | 272 | 322 | 管理费用 | 256 | 282 | 324 | 377 |
| 其他流动资产 | 544 | 616 | 725 | 867 | 研发费用 | 13 | 15 | 18 | 22 |
| 流动资产合计 | 17,668 | 19,027 | 21,052 | 24,416 | 财务费用 | 169 | 47 | 68 | 118 |
| 长期股权投资 | 3,233 | 3,394 | 3,564 | 3,742 | 信用减值损失 | 5 | -15 | -15 | -15 |
| 固定资产 | 1,433 | 3,074 | 4,525 | 5,770 | 资产减值损失 | -30 | -35 | -45 | -55 |
| 在建工程 | 977 | 1,077 | 1,127 | 1,177 | 公允价值变动收益 | 132 | 176 | 176 | 161 |
| 无形资产 | 191 | 192 | 196 | 199 | 投资收益 | 388 | 407 | 432 | 462 |
| 商誉 | 135 | 135 | 135 | 135 | 其他收益 | 87 | 84 | 84 | 84 |
| 其他非流动资产 | 8,819 | 9,445 | 9,994 | 10,610 | 营业利润 | 2,848 | 3,041 | 3,528 | 4,137 |
| 非流动资产合计 | 14,787 | 17,318 | 19,541 | 21,633 | 营业外收入 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| 资产合计 | 32,455 | 36,345 | 40,593 | 46,048 | 营业外支出 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 短期借款 | 1,543 | 2,263 | 2,895 | 3,918 | 利润总额 | 2,852 | 3,042 | 3,529 | 4,138 |
| 应付票据及账款 | 1,816 | 2,181 | 2,583 | 3,124 | 所得税 | 669 | 671 | 778 | 912 |
| 预收款项 | 87 | 87 | 91 | 94 | 净利润 | 2,183 | 2,371 | 2,751 | 3,226 |
| 合同负债 | 1,619 | 1,901 | 2,265 | 2,753 | 少数股东损益 | 575 | 632 | 742 | 879 |
| 其他应付款 | 1,855 | 1,855 | 1,855 | 1,855 | 归属母公司净利润 | 1,608 | 1,739 | 2,009 | 2,346 |
| 其他流动负债 | 1,126 | 1,326 | 1,399 | 1,493 | EPS (摊薄) | 1.07 | 1.16 | 1.34 | 1.57 |
| 流动负债合计 | 8,046 | 9,613 | 11,088 | 13,237 | | | | | |
| 长期借款 | 5,075 | 5,575 | 6,175 | 6,875 | 主要财务比率 | | | | |
| 应付债券 | 998 | 998 | 998 | 998 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 其他非流动负债 | 305 | 313 | 321 | 329 | 成长能力 | | | | |
| 非流动负债合计 | 6,378 | 6,886 | 7,494 | 8,203 | 营业收入增长率 | 21.1% | 14.6% | 19.1% | 21.5% |
| 负债合计 | 14,424 | 16,499 | 18,582 | 21,440 | EBIT 增长率 | 18.1% | 2.2% | 16.5% | 18.3% |
| 归属母公司所有者权益 | 13,334 | 14,590 | 16,105 | 17,942 | 归母净利润增长率 | 5.6% | 8.2% | 15.6% | 16.8% |
| 少数股东权益 | 4,697 | 5,256 | 5,905 | 6,667 | 获利能力 | | | | |
| 所有者权益合计 | 18,031 | 19,846 | 22,010 | 24,609 | 毛利率 | 57.6% | 52.8% | 52.9% | 53.0% |
| 负债和股东权益 | 32,455 | 36,345 | 40,593 | 46,048 | 净利率 | 46.0% | 43.6% | 42.5% | 41.0% |
| | | | | | ROE | 8.9% | 8.8% | 9.1% | 9.5% |
| | | | | | ROIC | 20.4% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 44.4% | 45.4% | 45.8% | 46.6% |
| 经营活动现金流 | 1,164 | 1,797 | 2,224 | 2,149 | 流动比率 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| 现金收益 | 2,727 | 2,681 | 3,373 | 4,156 | 速动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 存货影响 | -340 | -526 | -650 | -1,494 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -1,133 | -272 | -440 | -629 | 总资产周转率 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 经营性应付影响 | -182 | 365 | 406 | 545 | 应收账款周转天数 | 144 | 174 | 168 | 165 |
| 其他影响 | 92 | -451 | -464 | -428 | 存货周转天数 | 1,939 | 1,583 | 1,402 | 1,259 |
| 投资活动现金流 | -1,365 | -2,351 | -2,417 | -2,510 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资本支出 | -308 | -2,006 | -2,059 | -2,110 | 每股收益 | 1.07 | 1.16 | 1.34 | 1.57 |
| 股权投资 | -242 | -162 | -170 | -178 | 每股经营现金流 | 0.78 | 1.20 | 1.48 | 1.43 |
| 其他长期资产变化 | -814 | -184 | -189 | -222 | 每股净资产 | 8.90 | 9.73 | 10.74 | 11.97 |
| 融资活动现金流 | 702 | 1,009 | 973 | 1,404 | 估值比率 | | | | |
| 借款增加 | 1,446 | 1,232 | 1,245 | 1,736 | P/E | 10 | 9 | 8 | 7 |
| 股利及利息支付 | -949 | -1,037 | -1,112 | -1,197 | P/B | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股东融资 | 144 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 21 | 21 | 17 | 14 |
| 其他影响 | 61 | 814 | 840 | 865 | | | | | |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|--|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn