

房地产/金融

中新集团 (601512)

抗周期属性呈现，静候两翼弹性

——2022年中报点评

谢皓宇(分析师)	单戈(分析师)	白淑媛(分析师)
010-83939826	010-83939827	021-38675923
xiehaoyu@gtjas.com	shange@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com
证书编号 S0880518010002	S0880521110001	S0880518010004

本报告导读：

公司嘉善项目开始贡献利润，区中园业务出租率稳定，抗周期能力强，同时产投和屋顶光伏继续加码，贡献未来业绩弹性，而充足的杠杆空间，保障扩张速度。

投资要点：

- **维持增持评级，维持目标价 14.15 元。**上半年营收增长 17%，归母净利润下滑 8%，略低于预期。但嘉善项目开始贡献利润，区中园业务出租率稳定，维持 2022-2024 年 EPS 为 1.18/1.35/1.52 元，增速为 17%/14%/12%。维持目标价 14.15 元，现价对应 2022 年 5.7 倍 PE。
- **园区业务抗周期能力强，嘉善项目开始贡献利润，区中园保持高出租率。**1) 园区开发业务中土地分成利润主要来自苏州斜塘项目，苏滁高新区上半年贡献收入较低，而 PPP 模式的嘉善项目首次贡献利润。长三角布局使公司受土地市场下行影响小，预计全年该部分利润仍可保持正增长。2) 区中园核心 110 万方成熟工业载体出租率 95%，新投入园区出租率上半年提升至 50%，呈现出良好的抗风险能力，另积极外拓项目，在建拟建项目达到 135 万方，保障租金收入稳步增长。
- **产投和屋顶光伏发力，是未来高弹性的看点。**1) 公司基金投资和直投累计认缴金额达 33.4 亿，基金返投园区效果良好，拉动园区项目投资 314 亿，同时上市及拟上市项目超过 50 个。公司在招商方面经验丰富，所投项目为制造业升级方向，且分散投资有助于控制风险，未来投资收益可期。2) 中新绿发、中新旭德稳步推进，形成屋顶光伏建设运营一体模式，公司屋顶资源丰富，预计下半年将提速。
- **低融资成本助力扩张。**年中负债率仅 45%，公司 7 月发行 3 年期 10 亿公司债，融资成本仅 2.96%，目前仍有 10 亿额度，杠杆空间充足。
- **风险提示：**需求快速走弱、疫情冲击下园区出租率下降。

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,414	3,917	4,701	5,519	6,322
(+/-)%	-36%	15%	20%	17%	15%
经营利润(EBIT)	1,921	1,998	2,246	2,585	2,875
(+/-)%	71%	4%	12%	15%	11%
净利润(归母)	1,307	1,522	1,775	2,028	2,280
(+/-)%	21%	16%	17%	14%	12%
每股净收益(元)	0.87	1.02	1.18	1.35	1.52
每股股利(元)	0.26	0.31	0.36	0.41	0.46

利润率和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营利润率(%)	56.3%	51.0%	47.8%	46.8%	45.5%
净资产收益率(%)	11.8%	12.5%	13.2%	13.7%	13.9%
投入资本回报率(%)	7.5%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
EV/EBITDA	7.05	7.14	7.47	6.94	6.58
市盈率	10.00	8.59	7.37	6.44	5.73
股息率(%)	3.0%	3.5%	4.1%	4.7%	5.2%

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：**14.15**

上次预测：14.15

当前价格：8.72

2022.08.24

交易数据

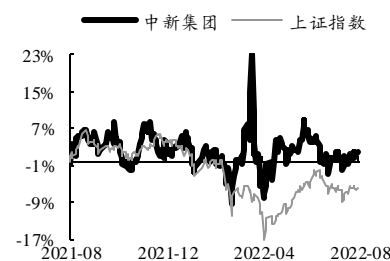
52 周内股价区间(元)	8.01-10.88
总市值(百万元)	13,070
总股本/流通 A 股(百万股)	1,499/797
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	53%
日均成交量(百万股)	3.52
日均成交额(百万元)	31.58

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	12,558
每股净资产	8.38
市净率	1.0
净负债率	25.20%

EPS(元)	2021A	2022E
Q1	0.44	0.40
Q2	0.17	0.16
Q3	0.13	0.20
Q4	0.27	0.42
全年	1.02	1.18

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-0%	2%
相对指数	1%	-4%	8%

相关报告

土地高溢价出让，发债打开空间 2022.07.11
园区与公用齐飞，价值严重低估 2022.05.24

模型更新时间：2022.08.24

股票研究

金融
房地产

中新集团(601512)

评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格： 14.15

上次预测： 14.15

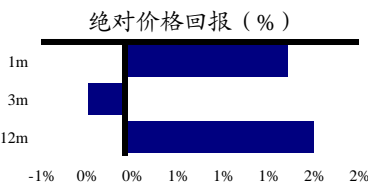
当前价格： 8.72

公司网址

www.cssd.com.cn

公司简介

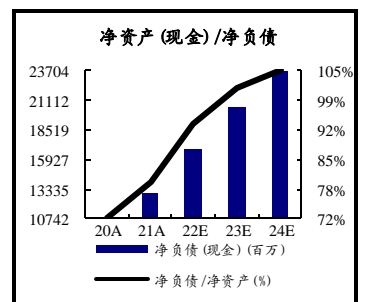
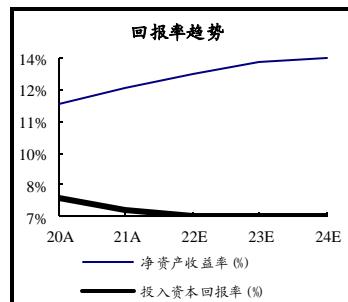
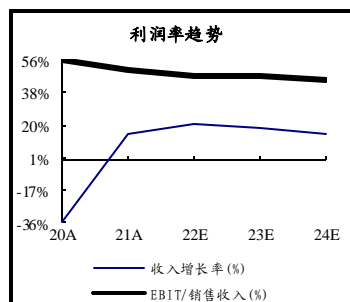
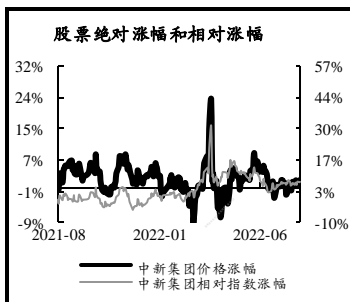
中新苏州工业园区开发集团股份有限公司(简称中新集团)由中国、新加坡两国政府于1994年8月合作设立,作为园区开发主体和中新合作载体,为苏州工业园区开发建设做出了重大贡献。2019年,中新集团在上海证券交易所挂牌上市。



52周内价格范围 8.01-10.88
市值(百万元) 13,070

财务预测(单位:百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
损益表					
营业收入	3,414	3,917	4,701	5,519	6,322
营业成本	1,223	1,572	1,971	2,366	2,796
税金及附加	50	128	153	180	206
销售费用	7	10	12	14	16
管理费用	245	251	302	354	406
EBIT	1,921	1,998	2,246	2,585	2,875
公允价值变动收益	4	220	250	270	330
投资收益	234	331	397	466	534
财务费用	16	45	59	85	104
营业利润	2,080	2,513	2,931	3,350	3,765
所得税	459	517	603	690	775
少数股东损益	311	474	553	632	711
净利润	1,307	1,522	1,775	2,028	2,280
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,953	3,132	3,774	4,567	5,071
其他流动资产	160	147	147	147	147
长期投资	2,880	2,990	2,990	2,990	2,990
固定资产合计	1,434	1,518	1,660	1,830	2,032
无形及其他资产	295	697	697	697	697
资产合计	25,746	29,430	35,074	40,686	46,214
流动负债	6,793	7,793	8,641	9,700	11,422
非流动负债	3,950	5,281	8,281	10,781	12,281
股东权益	15,003	16,357	18,153	20,205	22,511
投入资本(IC)	19,934	22,948	26,902	30,966	34,822
现金流量表					
NOPLAT	1,496	1,587	1,784	2,053	2,283
折旧与摊销	335	390	172	192	215
流动资金增量	-2,667	-1,510	-1,566	-1,543	-1,657
资本支出	-811	-927	-519	-571	-628
自由现金流	-1,646	-460	-130	132	213
经营现金流	-842	374	599	996	1,193
投资现金流	-1,240	-1,860	-1,272	-1,183	-1,047
融资现金流	339	775	1,315	980	358
现金流净增加额	-1,743	-710	642	794	503
财务指标					
成长性					
收入增长率	-35.7%	14.7%	20.0%	17.4%	14.5%
EBIT 增长率	70.7%	4.0%	12.4%	15.1%	11.2%
净利润增长率	20.7%	16.4%	16.6%	14.3%	12.4%
利润率					
毛利率	64.2%	59.9%	58.1%	57.1%	55.8%
EBIT 率	56.3%	51.0%	47.8%	46.8%	45.5%
净利润率	38.3%	38.9%	37.8%	36.8%	36.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.8%	12.5%	13.2%	13.7%	13.9%
总资产收益率(ROA)	6.3%	6.8%	6.6%	6.5%	6.5%
投入资本回报率(ROIC)	7.5%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
运营能力					
存货周转天数	2,604.2	2,477.3	2,500.0	2,500.0	2,500.0
应收账款周转天数	105.0	122.7	122.7	122.7	122.7
总资产周转率	2,752.5	2,742.3	2,723.3	2,690.7	2,668.1
净利润现金含量	-0.6	0.2	0.3	0.5	0.5
资本支出/收入	23.8%	23.7%	11.0%	10.3%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	44.4%	48.2%	50.3%	51.3%
净负债率	71.6%	79.9%	93.2%	101.4%	105.3%
估值比率					
PE	10.00	8.59	7.37	6.44	5.73
PB	1.35	1.11	0.97	0.88	0.80
EV/EBITDA	7.05	7.14	7.47	6.94	6.58
P/S	3.83	3.34	2.78	2.37	2.07
股息率	3.0%	3.5%	4.1%	4.7%	5.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
行业投资评级		减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
		增持 明显强于沪深 300 指数
		中性 基本与沪深 300 指数持平
	减持 明显弱于沪深 300 指数	

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		