

中新集团（601512）深度研究报告

土地出让转型园区运营，红利属性再提升

- ❖ **苏州工业园区开发主体，园区开发运营业务占营收约80%**。1994年公司由中国和新加坡政府共同设立，建设运营时间早，形成“以园区开发运营为主体、绿色公用与产业投资为两翼”的格局，2023年上半年前两者分别占营收78%、18%，产业投资收益体现为公允价值变动净收益。园区开发与运营已从苏州拓展至南通、嘉善等多地，拓展项目共9个，主要以土地一级开发为主，并且公司不断拓展区中国业务以获取稳定租金收入。
- ❖ **预计公司2022年末可出让商住用地合计约1000公顷，可支撑未来10年土地出让，其中协议分成土储价值约336亿元，成本加成模式园区履约成本约230亿元**。1) 招商引资能力为产业园核心竞争力，保障园区土地出让及区中国物业出租。苏州工业园区目前已成为苏州最核心地区之一，2023年H1土地出让楼面价及溢价率均排行各区第一。2) 截至2022年末，我们预计公司各园区可出让商住用地合计约1000公顷，其中协议分成土储价值约336亿元，成本加成模式园区履约成本约230亿元，若公司每年出让100公顷商住用地，预计可支撑未来10年土地出让。3) 2022年苏州斜塘及嘉善项目开始贡献收入，苏通、宿迁等成熟项目基本稳定出让，土地出让稳定收入有保障。
- ❖ **公司提速外拓区中国出租业务，预计年保底收入约4.7亿元，2022-2027年租金有望实现9%增长**。1) 公司强大招商引资能力带来优质大客户，租期长且租金水平高，包括三星、麦格纳国际、德尔福派克等。2) 公司区中国物业具有区位优势，我们测算2023年上半年已投运物业78%位于苏州工业园区，约181万平，其中工业厂房占61%，出租率保持95%，租金稳定性有保障，预计苏州工业园区物业稳定租金约4.7亿元。3) 2019年公司开始外拓区中国物业，外拓已投运50万平，目前仍有120万平待投运，2018-2023年三季度末投资性房地产增长110%以上。据我们测算，若120万平工业载体5年内实现投运，2022-2027年租金有望实现9%增长。
- ❖ **“两翼”绿色公用和产业投资依托于“主体”业务，预计绿色公用2023-2025年有望实现15%以上年增长**。1) 绿色公用业务具有特许经营权，伴随产业园的拓展不断进入当地园区，2020年大量项目投运，此外公司计划2025年持有分布式光伏电站2GW，完全投运后预计带来每年12.5亿稳定现金流，预计2023-2025年绿色公用营收可保持15%以上的年增长。2) 作为优质园区开发主体，公司在产业投资具有获取优质资源的先发优势，更深入了解被投资公司风险和价值，且园区聚焦新材料、半导体、医药等行业，投资收益具有保障。2021年开始，投资收益进入兑现期，2021、2022以及2023年前三季度公允价值变动净收益分别为2.2、1.32、2.53亿元，未来随着大规模已投项目达成业绩或上市，我们预计公司公允价值变动收益或将继续提升。
- ❖ **投资建议：公司作为中新合资的苏州工业园区开发主体，招商引资能力强，产业园区位好，且绿色公用业务具有特许经营权，保障公司各业务收入稳定**。选择产业园区位较好、自持物业比例较高、业绩展望较稳定的园区开发公司为可比公司。我们预计中新集团2023-2025年EPS分别为1.31、1.53、1.85元，参考行业可比公司估值以及考虑到土地出让具有一定不确定性，给予公司2024年8倍PE，对应2024年目标价12.26元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：行业继续大幅下行；不同园区招商引资竞争加剧；产业投资风险**

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	4,742	5,100	6,001	7,176
同比增速(%)	21.1%	7.6%	17.7%	19.6%
归母净利润(百万)	1,608	1,963	2,297	2,766
同比增速(%)	5.6%	22.1%	17.0%	20.4%
每股盈利(元)	1.07	1.31	1.53	1.85
市盈率(倍)	7.3	6.0	5.1	4.2
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年1月12日收盘价

推荐（首次）

目标价：12.26元

当前价：7.80元

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

公司基本数据

总股本(万股)	149,889.00
已上市流通股(万股)	149,889.00
总市值(亿元)	116.91
流通市值(亿元)	116.91
资产负债率(%)	44.96
每股净资产(元)	9.26
12个月内最高/最低价	10.53/7.59

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

公司招商引资能力强，加大土地出让向园区运营业务转型力度，红利资产属性再提升。1) 招商引资能力是公司核心竞争力，也是各业务获取稳定收入的保障。公司通过为各园区招商引资，实现产业和人口的兑现，最终去化园区商住用地。苏州工业园区是公司参与运营的最佳案例之一，自开始达到出让条件以来，每年均能实现收入，拓展园区成熟后整体出让情况也较为稳定。2) 自2019年公司剥离房地产开发业务上市以来，公司不断加大区中园出租业务投资，并提档其至主体业务地位，由土地开发为主向园区运营转型。截至2023年上半年，我们测算已投运物业78%位于苏州工业园区，约181万平，招商引资能力和园区区位优势保障下，预计苏州工业园区目前贡献年租金约4.7亿元。公司未来仍有各地120万平区中园物业待投运，预计租金随着物业投运将稳定增长。3) 除加大区中园运营业务建设力度外，公司还不断加码绿色公用业务投资，稳定现金流属性愈加凸显。公司外拓产业园达9个，在当地园区引入绿色公用业务，开发主体地位保障公司绿色公用业务营收稳定增长，2022年已达7.6亿元。公司计划2025年自持2GW分布式光伏电站，目前持续推进中，在工业园区绿色低碳发展要求下以及公司持有众多优质厂房资源，保障其光伏发电消纳。

投资逻辑

公司是苏州工业园区开发主体，形成“以园区开发运营为主体、绿色公用与产业投资为两翼”的格局，2023年上半年前两者分别占营收78%、18%，产业投资收益体现为公允价值变动净收益。1) 园区开发与运营已从苏州拓展至南通、嘉善等多地，23年H1营收占比为78%，主要以土地一级开发为主。2019年起公司不断拓展区中园业务获取稳定租金收入，强大招商引资能力为租金收入增长提供有力保障。2) 绿色公用业务相对稳定，公司计划2025年自持2GW分布式光伏电站，预计2023-2025年有望实现15%以上年增长。3) 公司产业投资专注于园区优质公司，主要为新材料、半导体以及医药等新兴热门行业，投资收益有保障，2021年开始产业投资收益进入兑现期，2023年Q1-3公允价值变动净收益已达2.53亿元，未来随着大规模已投项目达成业绩或上市，我们预计公司公允价值变动收益或将继续提升。

关键假设、估值与盈利预测

公司作为中新合资苏州工业园区开发主体，招商引资能力强，产业园区位好，且绿色公用业务具有特许经营权，共同保障公司各业务收入稳定。选择产业园区位较好、自持物业比例较高、业绩展望较稳定的园区开发公司作为可比公司。我们预计中新集团2023-2025年EPS分别为1.31、1.53、1.85元，行业可比公司平均PE为8.6x，同时考虑到当前市场下土地出让情况具有一定不确定性，给予公司2024年8倍PE，对应2024年目标价12.26元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 园区开发龙头企业，主要业务为园区开发运营、绿色公用及产业投资	6
二、 招商引资能力保障一级土地出让，预计协议分成土储货值约 336 亿元	8
（一） 招商引资能力为产业园核心竞争力，保障土地一级出让和区中园出租收入	
（二） 预计公司可出让商住用地合计约 1000 公顷，可支撑未来 10 年土地出让..	10
（三） 主要项目均进入出让阶段，土地出让稳定收入有保障	13
三、 积极拓展区中园出租，预计年保底收入约 4.7 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 9%	16
四、 “主体”与“两翼”互哺，绿色公用与产业投资快速增长	19
（一） 绿色公用享特许经营权收入稳定，预计 2023-2025 年营收可实现 15% 以上年	
增长	19
（二） 产业投资与招商引资互相助力，2023 年 H1 公允价值变动净收益为 2.53 亿	
元	21
五、 估值与投资建议	24
（一） 盈利预测	24
（二） 估值与投资建议	25
六、 风险提示	26

图表目录

图表 1	中新集团实控人为苏州工业园区管委会	6
图表 2	截至 2023 年公司在苏州外拓展 7 个土地开发项目	7
图表 3	2023 年 H1 园区开发运营占营收 78%	7
图表 4	2018-2022 年苏州工业园生产总值 CAGR 达 8%	8
图表 5	2022 年苏州工业园实际利用外资 19.8 亿美元	8
图表 6	2022 年园区人均可支配收入为 88807 元，排名全市第一	8
图表 7	公司为苏州工业园区引入多个生物医药、高端制造项目	9
图表 8	园区户籍人口和累计就业人口持续增长	10
图表 9	2023H1 园区土地出让平均楼面价全市第一	10
图表 10	2023H1 园区土地溢价率全市第一，为 9%	10
图表 11	2020 年末公司可出让土地为 1286 公顷	11
图表 12	2020 年苏滁高新区商住用地面积占 60%	12
图表 13	2023 年 H1 嘉善现代产业园占履约成本 52%	12
图表 14	公司土地一级开发业务分为协议分成和成本加成模式	12
图表 15	2022 年滁州市 GDP 排全省第三	13
图表 16	滁州承揽南京先进制造业	13
图表 17	苏滁现代产业园可出让土地后每年均能实现收入	13
图表 18	嘉善紧邻上海、苏州、杭州	14
图表 19	嘉善 GDP 过去五年年均增长超 10%	14
图表 20	2016-2021 年苏滁现代产业园培育成熟后，其占土地出让收入超 20%	14
图表 21	斜塘项目预计收入 40 亿元，兑现度高	15
图表 22	斜塘项目实际土地出让进度快于预期	15
图表 23	2019 年公司自持物业包括工业厂房、长租公寓、办公楼等	16
图表 24	2019 年自持面积 57% 为工业厂房	17
图表 25	2020 年公司租金收入上升至 4.3 亿元	17
图表 26	定建厂房租金为 34 元/月/平，与商业租金为同一水平	17
图表 27	2018-2023Q3 投资性房地产增长 110%	18
图表 28	绿色公用业务包含传统公用事业、环境综合服务及新能源服务	19
图表 29	2022 绿色公用收入增长至 7.6 亿元	20
图表 30	绿色公用毛利率中枢约 25%	20
图表 31	中新绿发总资产增长领先于绿色公用营收增长	20
图表 32	预计公司自持 2GW 分布式光伏电站每年可带来约 12.5 亿现金流	21
图表 33	19-22 年其他非流动金融资产 CAGR 为 133%	22

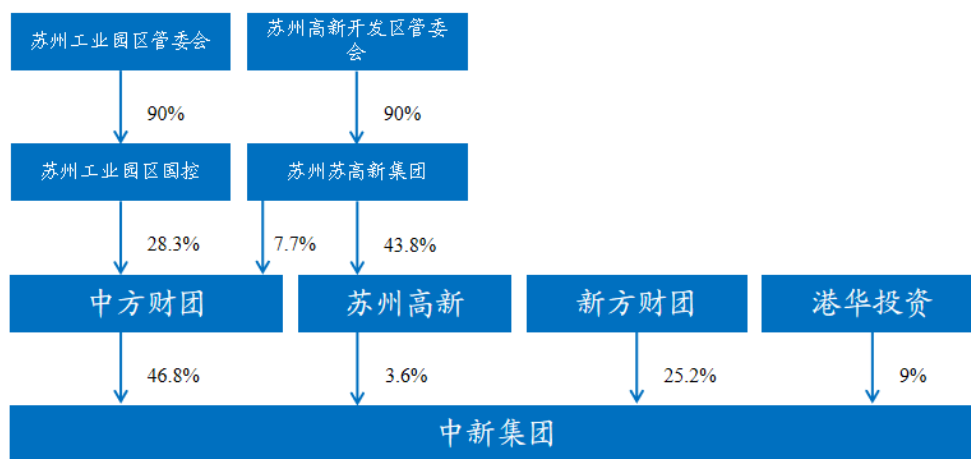
图表 34	2023 年 H1 产业投资认缴金额近 40 亿元	22
图表 35	2023 年 H1 基金投资累计促进 50 个项目落户	22
图表 36	2023 年 H1 基金累计拉动投资 570 亿	22
图表 37	2021 年开始产生公允价值收益，2023 年 Q1-3 实现 2.53 亿元	23
图表 38	公司盈利预测	24
图表 39	可比公司估值	25

一、园区开发龙头企业，主要业务为园区开发运营、绿色公用及产业投资

公司为苏州工业园区开发主体，由中国和新加坡政府共同设立，形成“以园区开发运营为主体、绿色公用与产业投资为两翼”的格局，2023 年上半年前两者分别占营收 78%、18%，产业投资收益体现为公允价值变动净收益。园区开发与运营已从苏州拓展至南通、嘉善等多地，拓展项目共 7 个，主要以土地一级开发为主，此外公司不断拓展区中园业务获取稳定租金收入。

作为苏州工业园区的开发主体和中新合作载体，公司由中国、新加坡两国政府于 1994 年合作设立。1) 1994 年 8 月公司由中国、新加坡两国政府于苏州合作设立，中方出资 35%、新方出资 65%，以新加坡裕廊工业园区为蓝本，引入其“敲门招商”和“规划先行”模式，聚焦苏州工业园区的开发运营，负责苏州工业园区首期 8 平方公里的土地开发、招商、土地出让，以及二、三区的土地开发和招商等；2) 1999 年公司股比调整，中新双方股权占比调整为 65%与 35%，由中方承担大股东责任。截至 2023 年三季度末，中方财团持股 46.8%，其实控人为苏州工业园区管委会，新方财团持股 25.2%；3) 目前公司负责苏州工业园区中新科技城项目和斜塘项目，包括土地开发、招商、土地出让等，项目规划面积共计 5.5 平方公里，累计可出让商住用地 41 公顷，业务与苏州工业园开发深度绑定，并在园区开发运营基础上形成产业投资和绿色公用两大业务。4) 公司已具备项目拓展、规划建设、招商亲商、运营服务、软件转移、产业投资的园区开发运营全产业链优势。

图表 1 中新集团实控人为苏州工业园区管委会



资料来源：Wind，华创证券

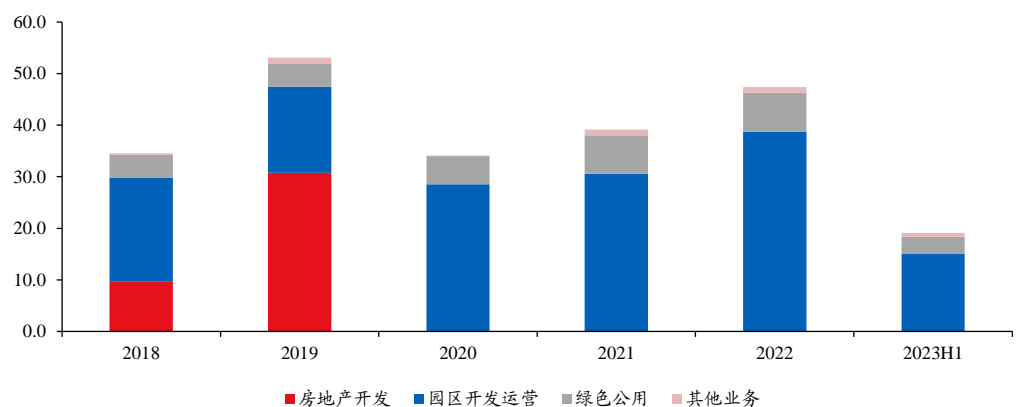
公司在南通、滁州、嘉善等地分别拓展 7 个土地一级开发、1 个轻资产运营、1 个轻重资产结合项目。苏州工业园取得成功后，公司将开发和运营经验延展至其他地区，2009 年首次拓展，签约苏通科技产业园（2020 年增加开发运营面积，调整为苏锡通科技产业园）。截至 2022 年底，累计签约土地开发模式产业园项目 6 个，分别位于南通、宿迁、滁州、常熟、张家港、嘉善，我们预计累计可出让商住用地约 1000 公顷。2018 年公司以轻资产模式签约银川苏银产业园，2022 年以轻重资产结合模式签约常熟中新昆承湖园区。

图表 2 截至 2023 年公司在苏州外拓展 7 个土地开发项目

主要业务模式	园区名称	城市	签约时间	预计/实际竣工时间	规划面积 (平方公里)
土地一级开发	中新苏通科技产业园	南通	2009/04	2028/12	98.5
土地一级开发	苏州宿迁工业园	宿迁	2011/01	2016/5	1.82
土地一级开发	中新苏滁高新技术产业开发区	滁州	2012/04	2035/12	35
土地一级开发	中新海虞花园城	常熟	2013/09	2024/12	1.66
土地一级开发	张家港市乐余镇项目	张家港	2013/10	-	-
土地一级开发	中新鸢山桃花源项目	张家港	2014/01	2024/12	1.58
土地一级开发	中新嘉善现代产业园	嘉善	2018/12	2030/12	16.5
轻资产服务	苏银产业园	银川	2018/11	-	53
轻重资产结合	中新昆承湖园区	常熟	2022/09	-	46

资料来源：公司公告，华创证券

公司聚焦产业园主业，2019 年剥离房地产开发业务上市，形成以园区开发运营为主体，产业投资和绿色公用为两翼的格局，主体业务占营收约 80%。1) 公司剥离房地产开发业务后于 2019 年 12 月成功上市，形成以园区开发运营（土地一级开发等）为主体板块，以载体配套（区中园出租）和绿色公用为两翼的格局；2) 2021 年公司优化业务结构，将区中园出租纳入主体业务，即主体业务主要为土地一级开发和区中园出租，两翼调整为产业投资和绿色公用。3) 公司主体业务园区开发运营稳步增长，2018-2022 年 CAGR 为 18%，上市以来，营收占比提升至 80% 左右，2023 年 H1 园区开发运营业务营收为 14.98 亿元，占总营收 78%；绿色公用业务同样保持稳定增长，2018-2022 年营收 CAGR 为 14%，2023 年 H1 实现 3.38 亿元营收，占总营收 18%。

图表 3 2023 年 H1 园区开发运营占营收 78%


资料来源：Wind，华创证券

二、招商引资能力保障一级土地出让，预计协议分成土储货值约 336 亿元

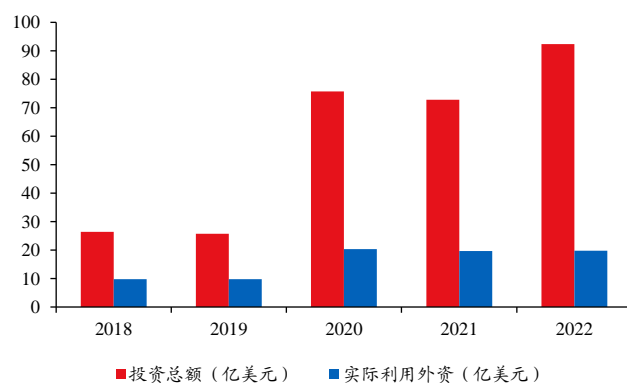
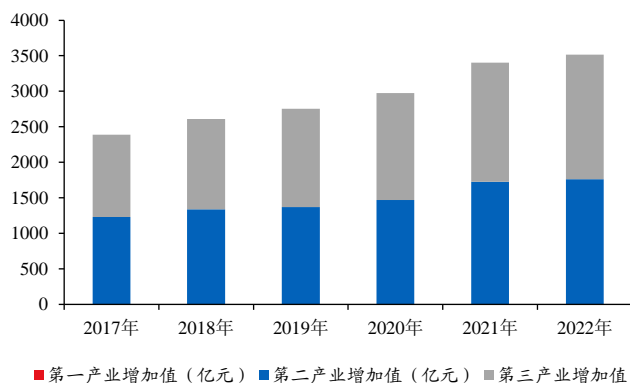
招商引资能力为产业园核心竞争力，保障园区的土地出让以及区中园物业出租。苏州工业园区连续多年引进优质高新产业，综合实力领先苏州各区及全国产业园，体现公司强大招商引资能力。截至 2022 年末，我们预计公司各园区可出让商住用地合计约 1000 公顷，其中协议分成土储货值约 336 亿元，若公司每年出让 100 公顷商住用地，可支撑未来 10 年土地出让。2022 年斜塘及嘉善项目开始贡献收入，苏通、宿迁等成熟项目基本稳定出让，土地出让收入有保障。

（一）招商引资能力为产业园核心竞争力，保障土地一级出让和区中园出租收入

苏州工业园区以高新产业为战略方向，经济发展、居民收入等综合实力领先各区。苏州工业园区 1994 年批准建设，是中国和新加坡两国政府间的首个合作项目，以信息技术、高端制造装备、生物医药、纳米技术应用为战略方向。已蝉联国家级经开区综合考评七连冠（2016-2022 年），园区依托产业实现经济快速增长，2018-2022 年地区生产总值 CAGR 达 8%；并且在进出口和利用外资方面具有显著优势，2022 年进出口总额为 1078 亿元，排名国家级经开区第一，实际利用外资 19.8 亿美元，排名国家级经开区第四；2022 年人均可支配收入 88807 元，排名全市第一。

图表 4 2018-2022 年苏州工业园生产总值 CAGR 达 8%

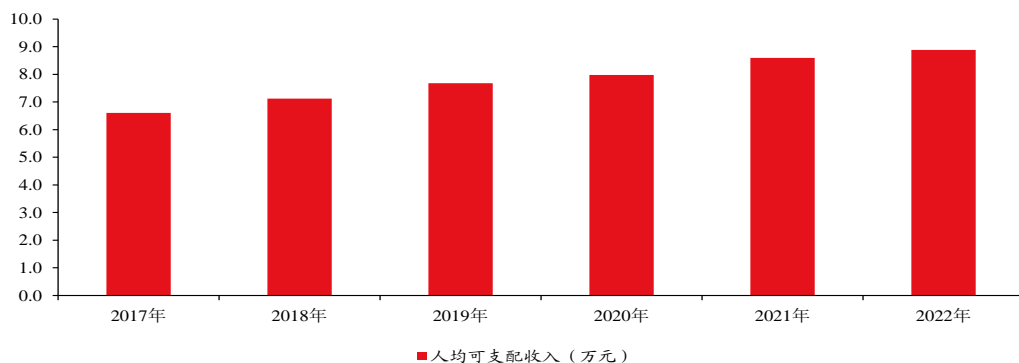
图表 5 2022 年苏州工业园实际利用外资 19.8 亿美元



资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

图表 6 2022 年园区人均可支配收入为 88807 元，排名全市第一



资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

公司为苏州工业园开发主体，具有强大的招商引资能力，成绩优异。1）公司依托中新合作平台，打造了强大的招商网络，组建专业的招商引资团队，2021年已有80多名国际化招商人才，具备成熟的招商引资能力。2）公司秉持招商亲商策略，招商引资成绩优异，引入公司质量极佳。2021年引进韩国浦项新能源汽车驱动马达以及光学巨头德国蔡司研发生产基地；2022年引进内外资项目超100个，其中科技项目达68个，成功引进嘉盛先创、生命盾医疗等半导体、医药等项目，以及新加坡CDL区域总部等服务业项目。3）公司在招商引资方面具有“亲商”、“国际化”的凸出优势，并不断优化招商方式，通过上线云平台、实施产业合伙人制度、产业投资带动招商等方式加强核心竞争力。

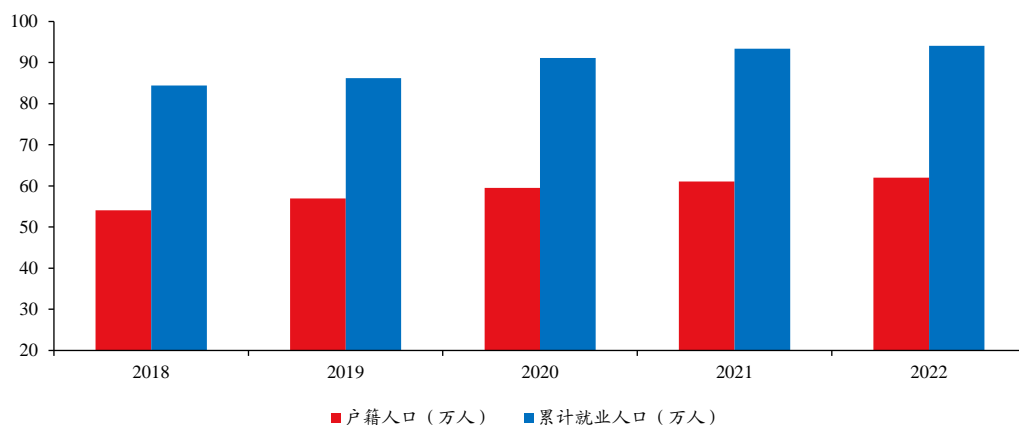
图表 7 公司为苏州工业园区引入多个生物医药、高端制造项目

	2019	2020	2021	2022
引进医药、半导体、信息技术等项目	康日百奥生物科技、吉斯凯医药、斯派曼等	丹纳赫诊断平台、赛沛诊断、星济生物、以心医疗		嘉盛先创、先跃智能、生命盾医疗、锐欣半导体、科锐特基因等
引进服务业项目			通标技术服务等	新加坡CDL区域总部、安波福企业管理等
引进研发生产基地			韩国浦项新能源汽车驱动马达、德国蔡司研发生产基地	开工建设：住友电木新工厂、蔡司集团； 扩建封顶：华星光电高端显示模组三期等
增资项目	康美包、爱知高斯、青山紧固件、高德电子等	东曜药业和碧迪医疗	太极半导体、昆岭薄膜、明度智云、福康智能等	东曜药业、博格华纳和康日百奥等
认定总部及功能性机构	维苏威全球研发中心及系统设计中心、德尔福科技研发中心、五矿证券苏州分公司等		欧瑞康科技、罗尔斯罗伊斯动力系统	

资料来源：公司公告，华创证券

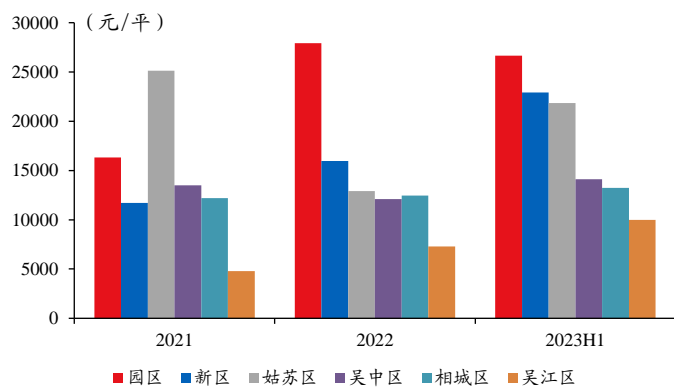
苏州工业园区具有产业和人口优势，土地一级出让有保障。苏州工业园区依托高新产业发展，聚集大量人口，户籍人口和累计就业人口持续增长，2022年分别为62万人、94万人，并拥有齐全的配套设施，为苏州市上位板块，保障土地一级出让。苏州工业园区土地出让溢价率和楼面价一直保持各区领先地位，2023年H1住宅及商住用地出让溢价率达9%，平均楼面价为26658元/平，均为全市第一。

图表 8 园区户籍人口和累计就业人口持续增长



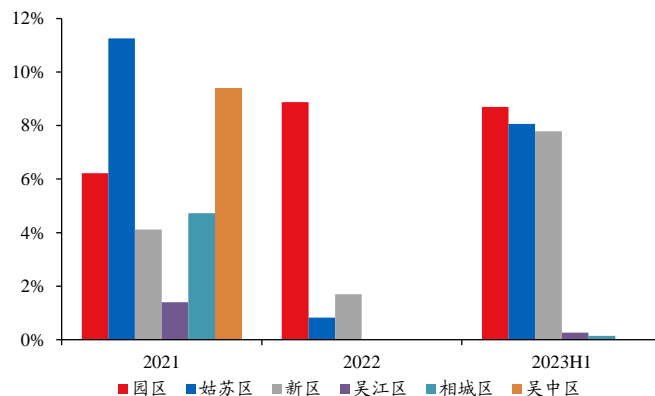
资料来源：苏州工业园区管委会网站，华创证券

图表 9 2023H1 园区土地出让平均楼面价全市第一



资料来源：克而瑞，华创证券

图表 10 2023H1 园区土地溢价率全市第一，为 9%



资料来源：克而瑞，华创证券

（二）预计公司可出让商住用地合计约 1000 公顷，可支撑未来 10 年土地出让

公司发挥园区开发营运优势，在除苏州外多地成功拓展 7 个土地一级开发项目。1) 2011 年起公司拓展 7 个土地一级开发项目，均位于产业聚集的长三角区域，其土地出让保障程度高。公司围绕“长江经济带”和“长三角一体化”战略，布局了中新苏锡通、中新苏滁、中新嘉善产城融合园区；围绕“新型城镇化”战略，实施了海虞、乐余、凤凰、宿迁项目。2) 公司招商引资实力强，截至 2022 年，分别为苏锡通科技园、苏滁高新区、嘉善现代产业园累计引入 240、290、40 个国内外工业项目，其中高新技术企业分别为 64、78、14 家，总投资额超 1020、850、269 亿元，包括希派电子、联钢精密、普立马特、先进半导体、四方光电等产业链龙头企业。

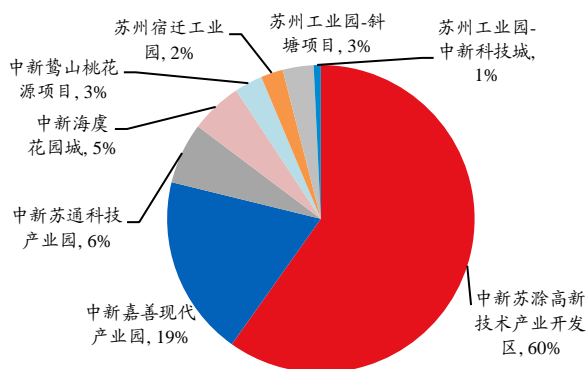
图表 11 2020 年末公司可出让土地为 1286 公顷

项目	签约时间	收益模式	可出让土地 (公顷)	战略方向	招商引资项目
苏州工业园-中新科技城	2006 年 4 月	协议分成	10	新一代信息技术、高端装备制造为主导，生物医药、纳米技术应用、人工智能	蔡司集团、嘉盛先创、先跃智能、生命盾医疗、铠欣半导体等
苏州工业园-斜塘街		协议分成	42		
苏锡通科技产业园 (原：中新苏通科技产业园)	2009 年 4 月	成本加成 38.5 平方公里； 协议分成 1.48 平方公里	83	高端装备制造、集成电路、生物医药、医疗器械“两主一新”产业定位（工业总产值同比增长位列全市第一）	希派电子、联钢精密、普立马特等,埃威阀门配件,日伸精密部件、萧氏地毯
苏州宿迁工业园	2011 年 1 月	协议分成	30	以电子信息、精密机械、新能源新材料等为主导的“1+1+1+N”特色产业体系	可成科技、长电科技、尼吉康电子、聚成金刚石(拥有国内最大金刚线生产基地)、苏州电瓷厂
中新苏滁高新技术产 业开发区	2012 年 4 月	协议分成	769	电子信息、先进装备制造、营养健康、新能源新材料四大主导产业	先进半导体、弗迪电池、鸿安机械、桐友显示,长久集团、胜华波汽配、南方黑芝麻、拉芳,铸铝头部企业派罗特克、环泰反光材料、启辰 ITO 靶材
中新海虞花园城	2013 年 9 月	协议分成	70	江南特色小城样本	-
张家港市乐余镇项目	2013 年 10 月	协议分成	出让完毕	-	-
中新鹫山桃花源项目	2014 年 1 月	协议分成	38	打造“一核双环”的生态田园社区	-
中新嘉善现代产业园	2018 年 12 月	PPP 模式	244	以智能传感为代表的电子信息产业、上游集成电路相关产业以及下游应用相关制造业	四方光电、博升光电、广楚科技等产业链头部企业,嘉广智能、镝擎传感等外资企业

资料来源：公司公告，各园区官网，华创证券

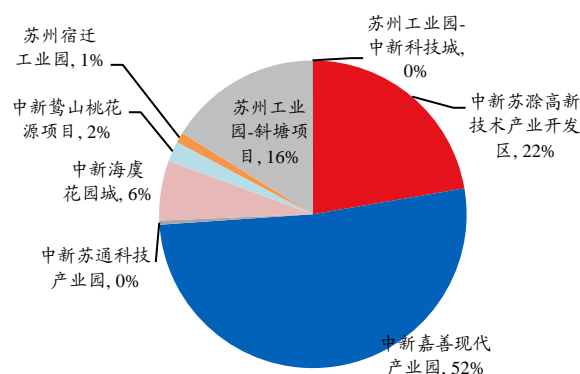
我们预计截至 2022 年末，公司可出让商住用地合计约 1000 公顷，预计可保障未来 10 年土地出让。1) 截至 2020 年末（2021 年及以后未披露该口径数据）公司可出让商住用地为 1286 公顷，其中 75% 为收入协议分成模式，实现收入以土地出让为前提，其中以苏滁高新区土地为主，占总面积 60%。其余分别为成本加成模式的苏锡通科技产业园，商住面积约 83 公顷，占总面积 6%，以及 PPP 模式（开发公司收入来源为政府性基金预算收入和合作区域内新产生税收收入，按成本加成方式获得收入）的中新嘉善现代产业园，商住面积约 244 公顷，占总面积 19%。2) 可出让土地为公司存货，主要体现为履约成本，其占存货比例高达 99.7%。其中嘉善现代产业园和苏滁高新区履约成本为 58、25 亿元，占比为 52%、22%。3) 截至 2022 年末，我们预计公司待出让商住用地合计约 1000 公顷，据测算公司协议分成的产业园土储货值约 336 亿元，若公司每年出让 100 公顷商住用地，仍可保障未来 10 年开发。

图表 12 2020 年苏滁高新区商住用地面积占 60%



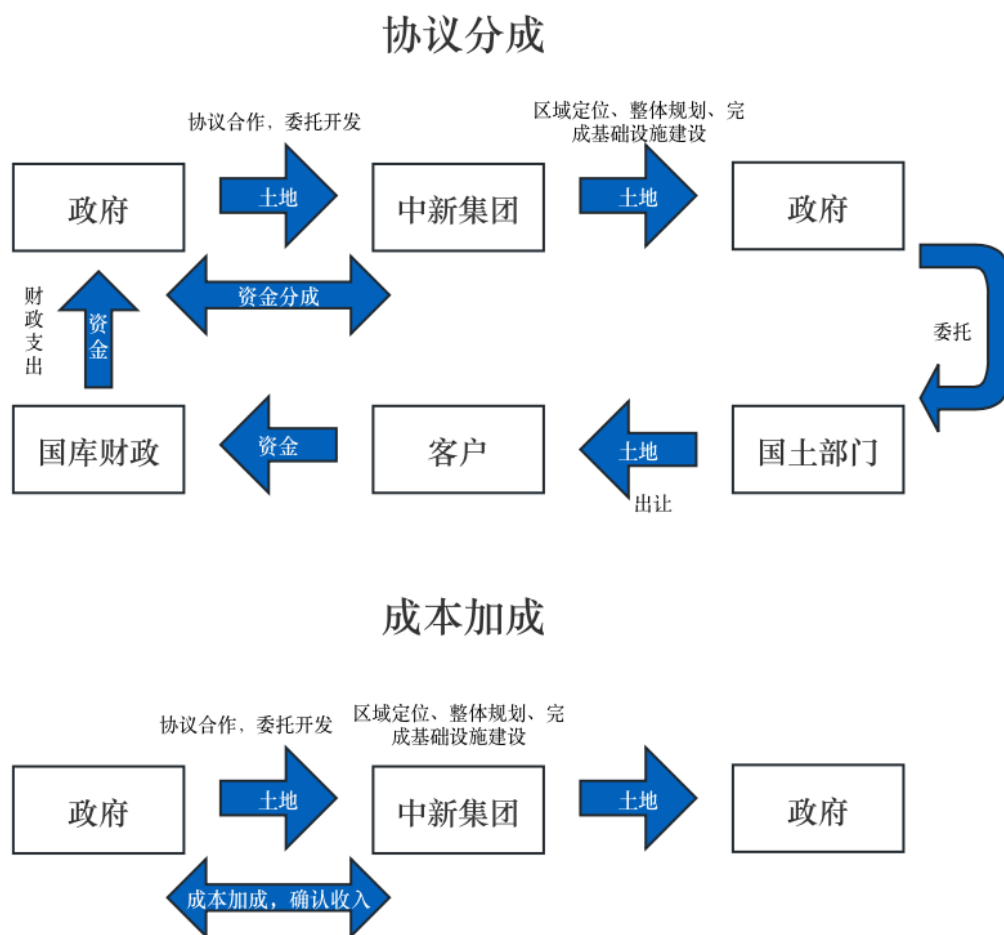
资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 2023 年 H1 嘉善现代产业园占履约成本 52%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 公司土地一级开发业务分为协议分成和成本加成模式

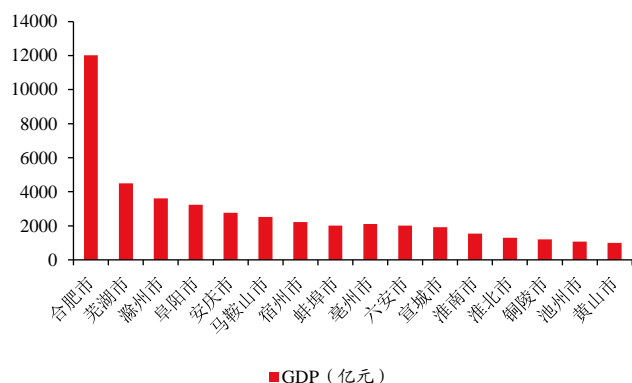


资料来源：招股说明书，华创证券

（三）主要项目均进入出让阶段，土地出让稳定收入有保障

滁州、嘉善分别积极承接南京、上海产业及科创资源溢出，经济持续增长，项目板块形成高新企业聚集，为当地上位板块，土地出让有保障。1) 滁州紧邻南京，区位优势明显，逐步发展为南京市规模最大的先进制造业承揽基地。滁州市 GDP 常年稳定保持全省前三。苏滁现代产业园 2012 年开始开发，布局早，培育时间较长，区域城市形象日趋完善，公共配套日趋成熟，实现每年基本稳定出让土地。2) 嘉善东邻上海，西依杭州，处于长三角经济圈的中心，为接轨上海第一站，承接上海企业和人才外溢。嘉善现代产业园重点发展电子信息和集成电路相关产业，与嘉善主导产业相契合，高新企业集聚，人口密集，配套设施完善，为城市板块上位区，有效需求能够支撑土地出让。

图表 15 2022 年滁州市 GDP 排全省第三



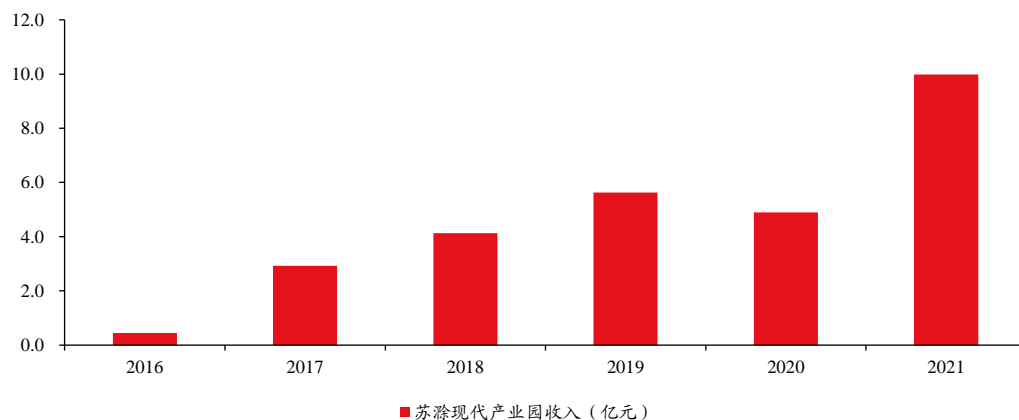
资料来源：安徽省统计年鉴，华创证券

图表 16 滁州承揽南京先进制造业



资料来源：公司官网，华创证券

图表 17 苏滁现代产业园可出让土地后每年均能实现收入



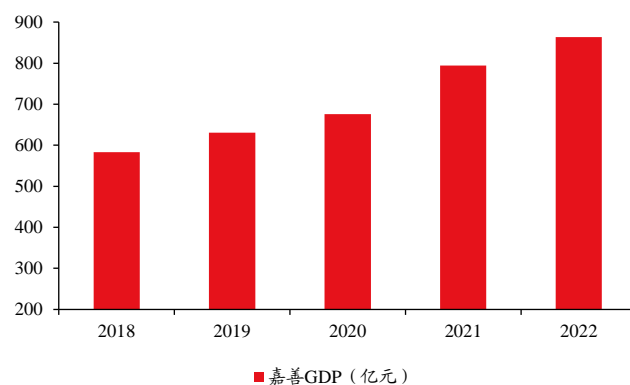
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 嘉善紧邻上海、苏州、杭州



资料来源：嘉善现代产业园官网，华创证券

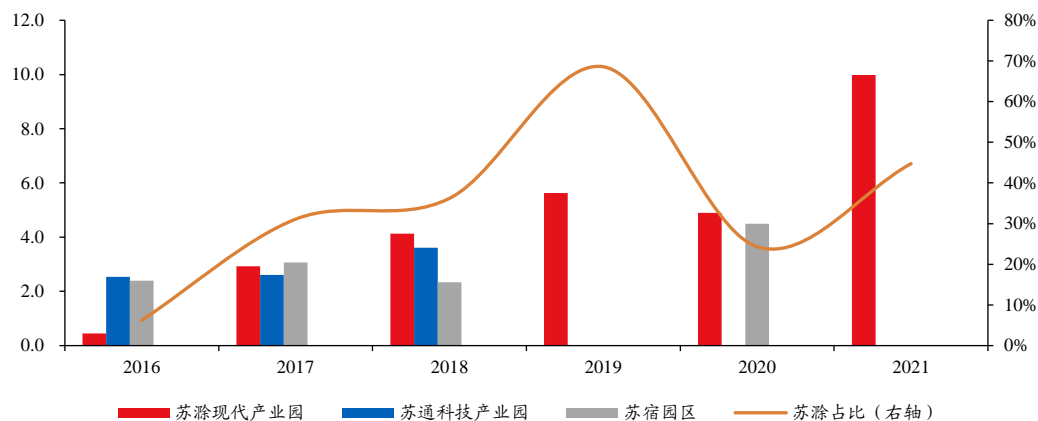
图表 19 嘉善 GDP 过去五年年均增长超 10%



资料来源：嘉善县人民政府，华创证券

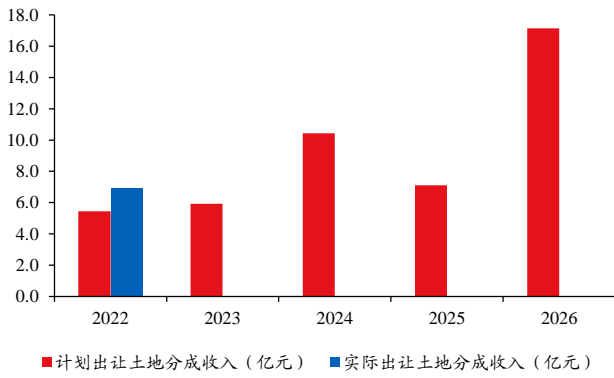
2022 年开始斜塘和嘉善带来业绩新增量，预计后续 4 年斜塘项目每年贡献收入 6-17 亿元。1) 协议分成模式中，苏滁现代园项目布局早，公共配套日趋成熟，2016 年开始释放业绩，至 2021 年其占土地一级开发收入几乎维持在 30% 以上。2) 中新科技城、宿迁工业园商住土地出让基本接近尾声，海虞花园城以及鸢山桃花源体量较小，但 2020 年前以上项目年均土地一级开发收入占比合计超 50%。3) 斜塘项目 2022 年开始挂牌，虽然规模较小，仅 42 公顷，但地处苏州核心地块工业园区，货值高。2022 年出让的 89.88 亩住宅地块均价高达 3312 万元/亩，实现收入约 6.9 亿元；2023 年上半年出让 43.31 亩宅地，单价仍高达 3757 万元/亩，37.57 亩商业地块，单价 208 万元/亩，公司出让土地合计收入 8.6 亿元。4) 公司持有土储面积最多的中新嘉善现代产业园，也于 2022 年首次贡献收入，预计约 13 亿元，占 2022 年土地一级开发收入的 43%。5) 虽然苏滁项目占比下滑，但斜塘和嘉善项目提供业绩增量。按照公司预计，斜塘将于 2022-2026 年完成出让，目前进度略快于预期。未来斜塘高价值强保障地块逐步出让仍将稳定保证土地一级开发收入。6) 叠加成本加成模式苏锡通科技产业园及 PPP 模式的嘉善现代产业园稳定获取收益，土地一级开发收入有保障。

图表 20 2016-2021 年苏滁现代产业园培育成熟后，其占土地出让收入超 20%



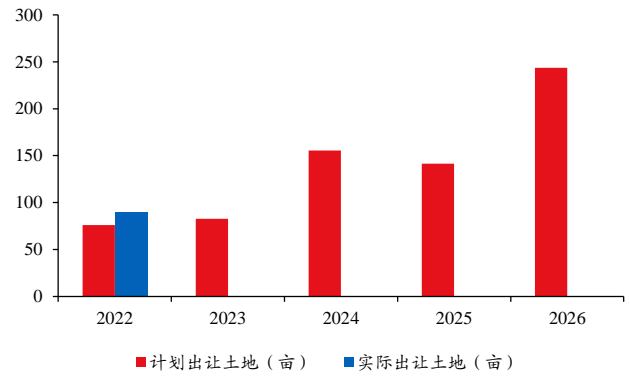
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 斜塘项目预计收入 40 亿元，兑现度高



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 斜塘项目实际土地出让进度快于预期



资料来源：公司公告，华创证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/995304003324011041>