

**中信证券研究部**


**陈聪**  
 首席基地产业  
 分析师  
 S1010510120047



**张全国**  
 地产分析师  
 S1010517050001



联系人：李金哲

**核心观点**

**公司起步于苏州工业园区，有异地复制的经验。土地一级开发是公司核心收入来源，公用事业和持有物业出租增加了公司稳健现金流入，公司剥离传统的房地产开发业务，其发展和园区运营、产业进步密切相关。**

- 公司是苏州工业园区开发主体，于 2019 年 12 月上市。公司提供土地一级开发、产业载体配套、绿色公用和多元化服务等业务。
- 公司是中新合作产物，“走出去”获国家级发展规划认可。苏州工业园区建设中得到中新两国领导人指导和支持，规划和基础设施先行的发展战略取得良好经济和社会效益，成为中国最为成功经济开发区之一。公司异地复制有声有色，业务扩展到宿迁、南通等城市。中新苏滁、中新嘉善作为省际产业合作园区共建项目典型列入《长三角区域一体化发展规划纲要》。
- 剥离房地产开发业务，公司和产业发展而不是房地产开发周期密切相关，提供全产业链菜单式服务。公司确立以园区开发运营为主体板块，以产业载体配套和绿色公用为两翼的协同发展格局。业务分为土地一级开发、产业载体配套、绿色公用和多元化服务等，轻重结合。值得注意的是，公司剥离了房地产开发业务。公用事业是园区开发运营的重要插件和服务形式，也具备一定的技术壁垒。多元化服务则以轻资产手段提升区域价值，同时获得一定的利润。
- 土地一级开发是园区走向成熟后的主要盈利通路，也是公司盈利可持续发展的静态保证。公司到 2019 年中期，土地一级开发项目未来签约可出让土地面积为 1366.9 公顷。尽管这些一级开发项目回报机制十分复杂，但确实是未来公司盈利的主要来源。
- 财务结构健康，资金成本不高。公司 2019 年末有息负债 39.1 亿元，低于在手现金，2019 年整体融资成本 4.9%，未来可能会进一步下行。重点区域的产业园区，属于重要的基础设施，其开发运营只要不涉及房地产，应在政策鼓励的范畴。
- 风险因素：全球经济不确定性增加，会对新园区开拓及招商工作带来负面冲击。土地一级开发收入与土地出让节奏相关，收入和盈利都有波动性。
- 盈利预测及投资评级。公司是苏州工业园区运营企业，“走出去”战略也有声有色。公司业务稳定，财务结构健康。我们预测公司 2020/21/22 年 EPS 分别为 0.79/0.90/0.93 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2020 年 18 倍 PE 的目标市值，对应 14.24 元/股，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

<b>中新集团</b>	<b>601512</b>
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	11.71 元
目标价	14.24 元
总股本	1,499 百万股
流通股本	150 百万股
52 周最高/最低价	15.98/10.51 元
近 1 月绝对涨幅	9.64%
近 6 月绝对涨幅	21.10%
近 12 月绝对涨幅	21.10%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,459	5,311	3,372	3,811	4,557
营业收入增长率	-14.5%	53.5%	-36.5%	13.0%	19.6%
净利润(百万元)	978	1,084	1,185	1,351	1,393
净利润增长率	18.8%	10.8%	9.4%	14.0%	3.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.65	0.72	0.79	0.90	0.93
毛利率%	41.3%	36.4%	52.0%	53.0%	46.9%
净资产收益率 ROE%	12.8%	10.7%	10.8%	11.3%	10.7%
每股净资产(元)	5.10	6.76	7.33	7.99	8.65
PE	17.9	16.2	14.8	13.0	12.6
PB	2.3	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 22 日收盘价

## 目录

<b>公司简介</b> .....	<b>1</b>
衔玉而生 背景高端 .....	1
苏州产业园区成功经验 .....	2
异地复制卓有成效 .....	3
<b>多元业务齐头并进，稳步发展</b> .....	<b>4</b>
全产业链布局，提供菜单式服务 .....	4
土地一级开发：园区开发运营能力的价值体现 .....	4
公用事业：新型园区的重要插件和服务形式 .....	6
房地产出租：提供稳定现金流 .....	7
<b>财务结构健康，存量资产盘活值得期待</b> .....	<b>8</b>
公司财务结构健康，资金成本有望下行 .....	8
公司市政公用资产符合基础设施 REITs 鼓励范围 .....	8
<b>风险因素</b> .....	<b>9</b>
<b>盈利预测及投资评级</b> .....	<b>9</b>

## 插图目录

图 1：中新苏州工业园区联合协调理事会 .....	1
图 2：苏州工业园区 GDP .....	2
图 3：苏州工业园区区位 .....	2
图 4：苏州工业园区建设遵循“先规划后建设”的开发建设原则 .....	3
图 5：公司与园区、地方政府、园区企业之间的主要业务往来 .....	4
图 6：公司土地一级开发收入及毛利率 .....	5
图 7：公司土地一级开发收入来源 .....	5
图 8：公司公用市政公用业务收入及毛利率 .....	7
图 9：苏州工业园区污泥处置及资源化利用产业循环图 .....	7
图 10：公司房地产出租收入及毛利率 .....	7
图 11：公司不同类别资产 2019 年的租金收入 .....	7
图 12：公司在手现金高于有息负债 .....	8
图 13：公司净负债率 .....	8

## 表格目录

表 1：为了推进苏州工业园区发展，中新双方设立的四个层面领导和工作机构 .....	1
表 2：2020 年一季度末公司主要股东 .....	2
表 3：《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中多次提及公司服务的园区 .....	3
表 4：中新集团主要业务 .....	4
表 5：公司土地一级开发项目详情 .....	5
表 6：2019 年公司布局重点城市土地成交价格 单位：元/平米 .....	5
表 7：近期成交的中新科技城苏地 2020-WG-17 号地块 .....	6
表 8：公司主要公用事业资产 .....	6
表 9：主要园区类公司的出租情况 .....	7
表 10：40 号文和《征求意见稿》对基础设施的定义 .....	8
表 11：可比上市公司估值 .....	9

公司是苏州工业园区的开发主体，也是中国和新加坡两国政府间的合作载体。经过二十余年发展，苏州工业园区已成为中国最为成功的经济开发区之一，公司也积累了园区规划、设计、开发、招商、运营及配套服务等相关经验，并实施“走出去”战略，在多个城市输出苏州工业园区经验。

## 公司简介

### 衔玉而生 背景高端

公司是中新两国政府间重要合作项目载体，拥有中新合作独特品牌优势和政策支持。1994年2月，中新两国政府在北京签署合作协议，合作开发苏州工业园区，规划面积278平方公里，常住人口约80万，其中中新合作区规划面积80平方公里。苏州工业园区开始建设及公司成立25年来，两国政府专门成立联合协调理事会，先后举行19次理事会，协调解决发展重大问题。经过多次股东变更，公司目前主要股东为中方财团和新方财团。

图1：中新苏州工业园区联合协调理事会



资料来源：苏州工业园区管委会，中信证券研究部

表1：为了推进苏州工业园区发展，中新双方设立的四个层面领导和组织机构

层面	职责和参与人员
中新两国政府联合协调理事会	负责协调苏州工业园区开发建设和借鉴新加坡经验工作中重大问题，由两国副总理担任理事会共同主席
中新双边工作委员会	苏州市市长和新加坡裕廊镇管理局主席共同主持，苏州市政府和园区管委会及新加坡有关部门和机构负责人组成
联络机构	新加坡贸工部软件项目办公室和苏州工业园区借鉴新加坡经验办公室负责日常联络
开发主体	中新集团，由中方财团和新方财团共同出资成立

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：2020 年一季度末公司主要股东

股东名称	持股比例
苏州中方财团控股股份有限公司	46.8%
新加坡—苏州园区开发财团	25.2%
港华投资有限公司	9.0%
新工集团私人有限公司	4.5%
苏州新区高新技术产业股份有限公司	4.5%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

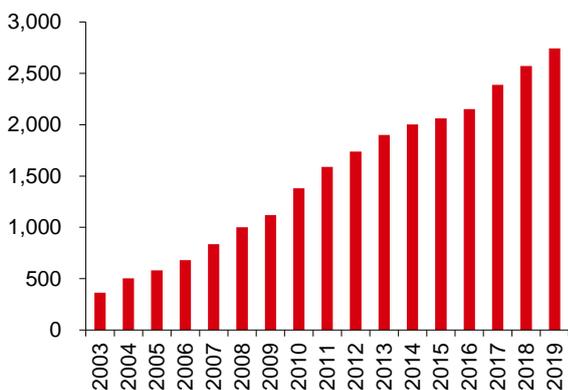
## 苏州产业园区成功经验

苏州工业园区建设中，公司充分借鉴新加坡城市规划“需求未到，基础设施先行”先进经验，按照“先规划后建设，先地下后地上”开发建设原则，对区域城市进行整体规划设计，在基础设施上超前建设了高水准的“九通一平”基础设施。

从概念规划开始，苏州工业园区目标不仅是建立工业园区，而是建立包括工业、居住、商业等各项城市功能，相对完整的苏州东部新城。目前，首期 8 平方公里建成区平均建筑密度达 60%、容积率达 1.3，接近新加坡中心城区水平，区域城市开发现状与 25 年前的整体规划蓝图基本一致。

2019 年，苏州工业园区共实现地区生产总值 2,743 亿元，公共财政预算收入 370 亿元，进出口总额 871 亿美元，社会消费品零售总额 543 亿元，城镇居民人均可支配收入超 7.7 万元。在商务部公布的国家级经开区综合考评中，苏州工业园区连续四年位列第一，在国家级高新区综合排名中位列第五，并跻身科技部建设世界一流高科技园区行列。

图 2：苏州工业园区 GDP 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：苏州工业园区区位



资料来源：苏州工业园区管委会

图 4：苏州工业园区建设遵循“先规划后建设”的开发建设原则



资料来源：中新集团官网

## 异地复制卓有成效

苏州工业园区发展经验得到地方政府认可，公司也积极实施“走出去”的发展战略，业务已经扩展到宿迁、南通、滁州、张家港、常熟、嘉善等地区。

公司异地拓展卓有成效，被作为省级产业合作的典型列入国家级发展规划。

表 3：《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中多次提及公司服务的园区

章节	内容
高水平建设长三角生态绿色一体化发展示范区 加强改革举措集成创新	复制推广沪苏浙改革创新试点经验，加快上海和浙江自由贸易试验区、上海全球科创中心建设、浙江国家信息经济示范区、嘉善县域科学发展示范点、江苏国家新型城镇化综合改革试点、 <b>苏州工业园区</b> 构建开放型经济新体制综合试点试验等制度创新成果的集成落实。
推动形成区域协调发展新格局 推进跨界区域共建共享	共建省际产业合作园区。加强省际产业合作，有序推动产业跨区域转移和生产要素双向流动。推广上海临港、 <b>苏州工业园区</b> 合作开发管理模式，提升合作园区开发建设和管理水平。继续推进皖江城市带承接产业转移示范区、连云港东中西区域合作示范区、江苏沿海地区发展。加快推进沪苏大丰产业联动集聚区、上海漕河泾新兴技术开发区海宁分园、 <b>中新苏滁现代产业合作园</b> 、 <b>中新嘉善现代产业合作园</b> 等一批省际合作园区建设，推动产业深度对接、集群发展。

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

## ■ 多元业务齐头并进，稳步发展

### 全产业链布局，提供菜单式服务

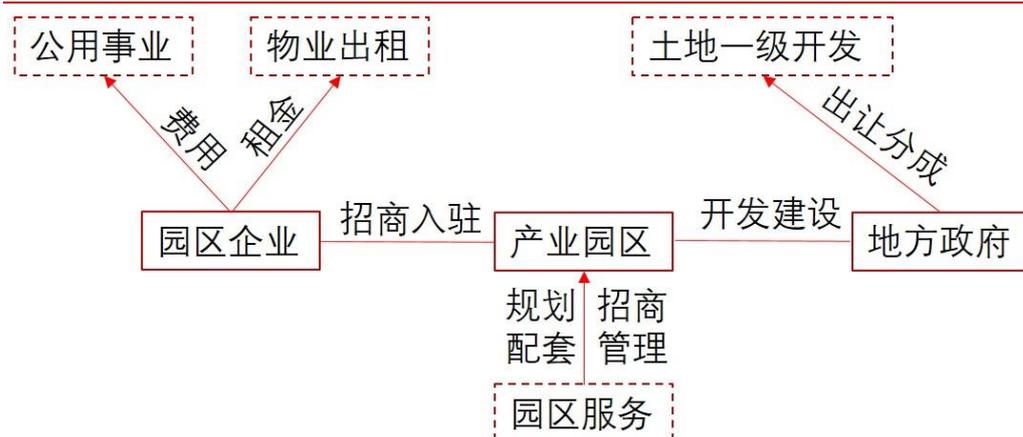
公司确立以园区开发运营为主体板块，以产业载体配套和绿色公用为两翼的协同发展格局。业务分为土地一级开发、产业载体配套、绿色公用和多元化服务等。

表 4：中新集团主要业务

业务	内容
土地一级开发	受地方政府委托，对区域进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当市政配套设施建设，再进行有偿出让或转让。
房地产出租	长租公寓、工业厂房及金融办公、科技研发等商业租赁开发及运营。
绿色公用	公用事业（包括水务、燃气、热电、环境技术和能源服务等）及其输配管网等基础设施投资、建设、运营和管理。
多元化服务	教育咨询、物业管理及酒店管理等。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：公司与园区、地方政府、园区企业之间的主要业务往来



资料来源：中信证券研究部

### 土地一级开发：园区开发运营能力的价值体现

土地一级开发是公司园区开发和运营业务的核心收入来源，也是公司园区开发品牌和能力的具体体现。公司协助地方政府通过对区域规划、开发、建设和运营，提升区域对产业和人口的吸引力，增厚土地价值，通过土地出让收益分成或开发成本加成模式获取回报。

目前苏通科技产业园的 48.5 平方公里部分及乐余项目基础设施建设部分采取成本加成模式。中新科技城、苏通科技产业园的 1.48 平方公里部分、宿迁项目、苏滁项目、海虞项目及凤凰项目商住用地出让部分均属协议分成模式。

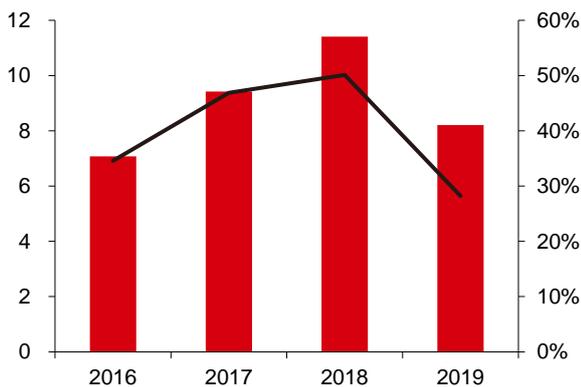
截至 2019 年上半年末，公司土地一级开发项目签约总可出让经营性土地总面积为 1,724.5 公顷，未来签约可出让土地面积为 1,366.9 公顷。

表 5: 公司土地一级开发项目详情 (亿元)

年	项目	主要条款	总收入	总成本	净利润
	苏州工业园区首期 8 平方公里	收入、成本分别为 22.8 亿元及 18.7 亿元。			
	苏州工业园区二、三区前期开发	向园区二、三区基础设施累计投入成本 12 亿元视为其他长期资产处理, 并按期收回本金。			
2006	中新科技城	园区管委会将中新科技城内商业、住宅用地土地出让所得价款 78% 支付给公司; 工业地招拍挂出让所得价款扣除相关税费的全部余额支付于公司。可出让土地面积 264.52 公顷, 未来待出让面积为 15.13 公顷。			
2009	苏通科技产业园	以成本加成模式开发的面积约 48.5 平方公里: 基础设施项目委托代建以成本加成的方式获得收益; 输出中新合作品牌, 园区全部商业、居住用地土地出让总价的 5% 作为软件输出收入。 协议分成模式开发的面积约 1.48 平方公里: 从土地出让收入扣除约定的软件输出收入金额及直接成本后, 按 74.2% 比例分配剩余部分拍卖所得收入。可出让土地面积为 83.51 公顷, 未来待出让面积为 83.51 公顷。	91.0	77.3	8.5
2008	宿迁市 182 公顷土地一级开发项目	经营性用地出让收入协议分成模式。合计可出让土地面积 122.79 公顷, 来待出让面积为 35.66 公顷。	17.2	10.0	4.1
2011	滁州市土地一级开发项目	商住用地协议出让分成比例为 65.36%; 品牌输出及软件转移收入比例。合计可出让经营性土地面积为 937.88 公顷, 未来待出让面积为 827.94 公顷。	128	107	10.8
2013	常熟市海虞镇土地一级开发项目	采用协议分成模式。合计可出让土地面积为 105.10 公顷, 未来待出让面积为 83.60 公顷。	22.2	15.2	2.2
2013	张家港市乐余镇土地一级开发项目	以成本加成的方式获得保底收入, 并对商住用地土地出让收入进行溢价分成。	0.6	0.4	0.1
2014	张家港市凤凰镇土地一级开发项目	的土地出让金扣除相关费用后金额作为土地一级开发收入。可出让土地面积为 37.50 公顷, 未来待出让面积为 37.50 公顷。	4.9	3.6	0.4
2017	中新嘉善现代产业园	政府性基金预算收入和合作区域内新产生税收收入, 按照成本加成的方式获得收入。可出让经营性土地面积为 236.93 公顷, 未来待出让面积为 236.93 公顷。			
2018	宁夏银川苏银产业园				

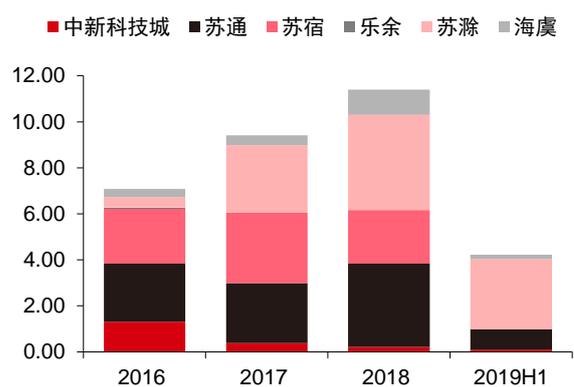
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 可出让土地面积为 2019 年上半年末数据, 总收入、总成本、净利润为公司预测数据。

图 6: 公司土地一级开发收入及毛利率 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 公司土地一级开发收入来源



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 6: 2019 年公司布局重点城市土地成交价格 单位: 元/平米

	住宅	商服	商住综合	工业
苏州	26,918	3,567	15,426	460
宿迁	4,806	-	3,563	153
南通	13,464	315	1,913	348

	住宅	商服	商住综合	工业
银川	3,861	3,961	2,747	313

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：土地成交价格=土地成交总价/土地成交面积

表 7：近期成交的中新科技城苏地 2020-WG-17 号地块

地块名称	中新科技城苏地 2020-WG-17 号地块
规划用途	城镇住宅用地
土地面积	55,516.2 平米
起拍总价	13.1 亿元
成交总价	14.7 亿元
地块竞得方	苏州高新
公司归母净利润（不考虑费用分担）	6.0 亿元

资料来源：中指数据，中信证券研究部

## 公用事业：新型园区的重要插件和服务形式

公司公用事业包括水务、燃气、热电、环境技术和能源服务及其输配管网以及部分市政工程建设等公用事业基础设施的投资、建设、运营和管理。

在传统供水供热供电业务基础上，公司近几年推进绿色公用事业发展，污泥处置、工业固废处理等绿色新型业务方面取得较快发展。

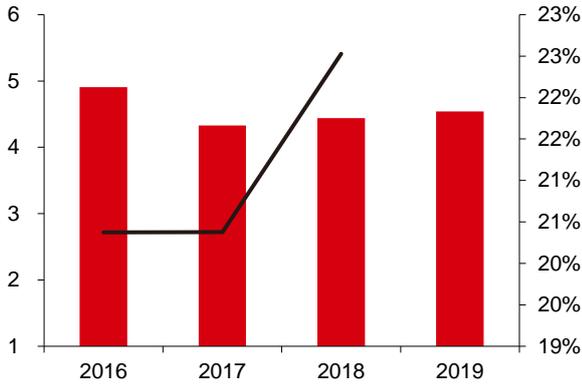
市政公用业务不仅为公司提供优质持久的现金流和利润来源，也为园区发展提供良好的基础设施条件，是公司园区招商的重要抓手，为公司提供了新的盈利增长点和技术壁垒。

表 8：公司主要公用事业资产

序号	项目类型	处理能力
1	自来水厂	日供水能力 45 万吨水厂一座；日供水能力 20 万吨水厂一座
2	高浓度工业废水处理厂	日处理量 1.2 万吨理厂一座
3	燃气厂	年管网输送能力 5 亿立方米燃气厂一座
4	燃气热电厂	发电能力 360 兆瓦、最大供热能力 250 吨/时热电厂两座
5	燃煤热电厂	发电能力 50 兆瓦、供热能力 200 吨/时工厂一座
6	污泥干化处置工厂	日处理湿污泥规模 500 吨工厂一座；日处理湿污泥规模 200 吨工厂两座
7	公共管网建设	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 公里和污水泵站 44 座
8	餐厨及园林绿化垃圾处理	餐厨垃圾处理规模 300 吨/日，绿化垃圾处理规模 100 吨/日，垃圾渗滤液处理规模 100 吨/日
9	固废处理项目	处理能力 30,000 吨/年
10	集中供热和供冷项目	装机容量 1 万美国冷吨、供热规模 60 吨/小时
11	分布式光伏项目	分布式光伏电站项目已投运 13 个，在建 4 个，已签约 12 个
12	污水处理厂	日处理量 20 万吨污水处理厂一座；日处理量 15 万吨污水处理厂一座

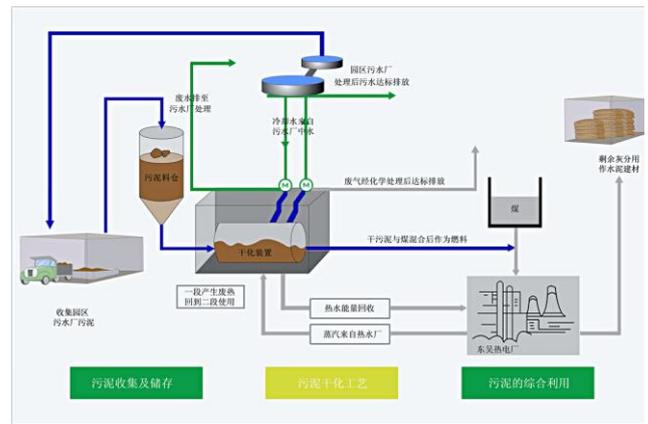
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 8: 公司公用市政公用业务收入及毛利率 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 苏州工业园区污泥处置及资源化利用产业循环图

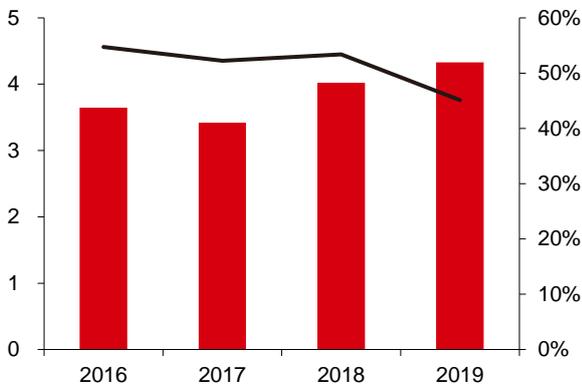


资料来源: 中新公用官网

### 房地产出租: 提供稳定现金流

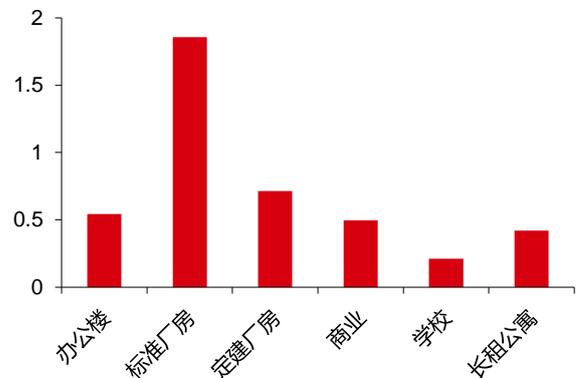
公司剥离房地产开发业务, 房地产出租成为重要收入来源。公司以工业房产的开发运营作为招商引资的辅助手段, 充分发挥招商、规划建设等部门强有力的业务优势, 进行标准厂房开发、定制厂房开发并提供厂房项目管理服务等。另外, 公司也为区域外来务工人员提供经济适用的长租型物业。

图 10: 公司房地产出租收入及毛利率 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 11: 公司不同类别资产 2019 年的租金收入 单位: 亿元



资料来源: 苏州工业园区管委会, 中信证券研究部

表 9: 主要园区类公司的出租情况 单位: 亿元, %, 万平方米

公司	市值	投资性房地产	期末融资余额	融资成本	出租房地产面积	租金收入
招商蛇口	1,268	904	1,398	2.78-8.06	365	28
华夏幸福	176	33	1,792	7.9	111	3
上海临港	225	106	140	4.6	180	15
张江高科	653	57	92	3.9	107	8
海航基础	424	123	298	6.7	74	4
中新集团	146	39	39	4.9	165	4
外高桥	145	133	171	4.1	351	16
浦东金桥	127	80	73	4.1	235	15

公司	市值	投资性 房地产	期末融 资余额	融资成本	出租房地 产面积	租金 收入
市北高新	111	49	86	4.6	36	4
电子城	206	16	53	4.8	21	2

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 市值为 2020 年 5 月 22 日收盘价, 投资性房地产为 2019 年末数据, 租金收入为 2019 年全年数据

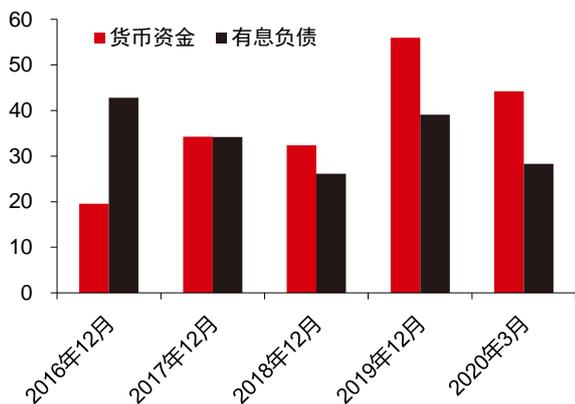
## ■ 财务结构健康，存量资产盘活值得期待

### 公司财务结构健康，资金成本有望下行

公司 2019 年末有息负债为 39.1 亿元，2019 年整体融资成本为 4.9%。

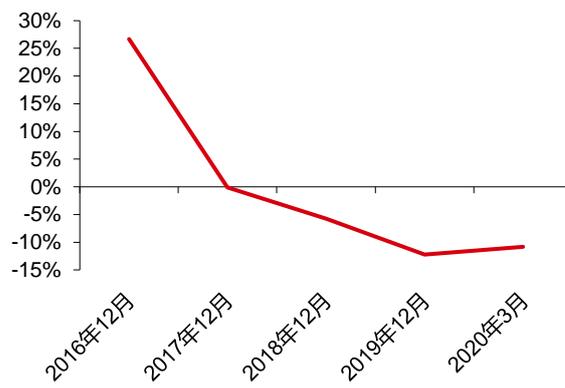
公司财务结构健康，在手现金高于有息负债，随着市场利率下行，预计公司资金成本还将持续下降。

图 12: 公司在手现金高于有息负债 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 13: 公司净负债率



资料来源: 苏州工业园区管委会, 中信证券研究部

### 公司市政公用资产符合基础设施 REITs 鼓励范围

近期, 中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(即 40 号文), 证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》征求意见(以下简称为《征求意见稿》)。

我国的 REITs 市场在发端时, 将房地产(包括住宅和商业地产)排除在外, 而专门服务实体经济, 优先支持基础设施补短板。对于基础设施的内涵, 40 号文和《征求意见稿》也有了明确的规定。

表 10: 40 号文和《征求意见稿》对基础设施的定义

40 号文提到	征求意见稿
优先支持行业	仓储物流
	收费公路
	机场港口
	水电气热
	城镇污水垃圾处理

40 号文提到	征求意见稿	
	<b>固废危废处理</b>	产业园区
鼓励开展试点	信息网络等新型基础设施	明确规定不含住宅和商业地产
	<b>国家战略性新兴产业集群</b>	
	<b>高科技产业园区</b>	
	特色产业园区	
优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。		
资料来源：证监会，发改委，中信证券研究部		

## ■ 风险因素

疫情下，全球经济的不确定性增加，企业新增投资意愿减弱，可能会对公司新园区开拓及招商工作带来一定负面冲击。公司服务园区内的企业的经营情况存在不确定性，可能会影响到公司持有物业尤其是工业厂房等的出租情况。

公司剥离房地产开发业务后，主要的收入和利润贡献来自土地一级开发。土地一级开发收入与各个园区内地块出让节奏相关，收入和盈利能力都有一定的波动性。

## ■ 盈利预测及投资评级

我们对公司的主要假设如下：

- 1， 公司持续推进各项园区业务的开发建设工作。
- 2， 公司 2019 年剥离房地产开发业务，土地一级开发业务成为公司重要的利润贡献。在 2020-2022 年收入规模将快速增长。
- 3， 公司通过区中园等业务为抓手，增加投资性房地产的规模，2022 年末投资性可出租面积将达到 285 万平米。
- 4， 公司共用事业和多元化业务发展整体平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2020/21/22 年的收入规模分别为 33.7/38.1/45.6 亿元，归母净利润分别为 11.8/13.5/13.9 亿元。

公司所在行业为园区行业，我们根据 A 股上市园区类公司估值水平来确定公司的合理价值。A 股可比园区类公司对应 2020 年每股万德一致预期加权 PE 为 11.1 倍，我们考虑到公司以下优势：1) 公司已经完全剥离房地产开发业务；2) 公司仍处于快速发展阶段，部分园区尚不成熟，未来发展空间大。我们给予公司 2020 年 18 倍 PE 的目标市值，公司合理市值为 213.4 亿元，对应 14.24 元/股，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 11：可比上市公司估值 单位：亿元

公司	市值	PE				净利润：人民币亿元			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
浦东金桥	145.3	13.4	10.6	8.5	6.8	10.8	13.7	17.1	21.4
外高桥	145.8	16.7	14.2	12.4	10.9	8.8	10.3	11.8	13.4
电子城	63.3	18.0	14.1	11.5	11.2	3.5	4.5	5.5	5.6
陆家嘴	386.0	10.5	10.0	9.0	7.2	36.8	38.5	43.1	53.8

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 5 月 22 日收盘价，可比公司 2020-22 年净利润采用万德一致预期。

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,459	5,311	3,372	3,811	4,557
营业成本	2,029	3,380	1,619	1,793	2,418
毛利率	41.34%	36.35%	51.99%	52.96%	46.94%
营业税金及附加	140	456	67	76	91
销售费用	67	95	27	30	36
营业费用率	1.92%	1.79%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用	235	243	229	259	309
管理费用率	6.79%	4.58%	6.79%	6.79%	6.79%
财务费用	25	1	81	52	40
财务费用率	0.73%	0.02%	2.40%	1.38%	0.88%
投资收益	506	788	626	640	685
营业利润	1,553	1,900	2,042	2,307	2,411
营业利润率	44.91%	35.78%	60.55%	60.55%	52.92%
营业外收入	189	3	77	90	56
营业外支出	2	3	2	2	2
利润总额	1,741	1,901	2,117	2,395	2,466
所得税	306	356	364	427	442
所得税率	17.58%	18.75%	17.18%	17.84%	17.92%
少数股东损益	456	461	568	617	631
归属于母公司股东的净利润	978	1,084	1,185	1,351	1,393
净利率	28.28%	20.40%	35.16%	35.45%	30.56%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,741	1,901	2,117	2,395	2,466
所得税支出	-306	-356	-364	-427	-442
折旧和摊销	252	119	113	113	113
营运资金的变化	159	-3,036	1,169	739	-946
其他经营现金流	-591	-311	-542	-583	-639
经营现金流合计	1,254	-1,684	2,492	2,236	553
资本支出	-415	-804	0	0	0
投资收益	506	788	626	640	685
其他投资现金流	159	1,612	-87	-115	-154
投资现金流合计	250	1,596	540	525	531
发行股票	103	1,695	0	0	0
负债变化	4,860	4,831	-323	73	124
股息支出	0	0	-330	-361	-411
其他融资现金流	-6,573	-4,135	-81	-52	-40
融资现金流合计	-1,610	2,391	-734	-340	-327
现金及现金等价物净增加额	-107	2,304	2,298	2,421	756

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,235	5,595	7,893	10,314	11,070
存货	8,947	6,877	6,799	6,275	7,254
应收账款	207	388	248	262	327
其他流动资产	1,640	496	381	408	453
流动资产	14,029	13,356	15,321	17,258	19,104
固定资产	1,325	1,188	1,075	962	850
长期股权投资	3,459	2,776	2,776	2,776	2,776
无形资产	182	160	160	160	160
其他长期资产	3,544	5,650	5,733	5,844	5,992
非流动资产	8,510	9,774	9,745	9,743	9,778
资产总计	22,539	23,130	25,066	27,001	28,883
短期借款	705	886	562	636	760
应付账款	1,972	1,765	1,223	1,345	1,635
其他流动负债	7,472	3,998	5,376	5,510	5,364
流动负债	10,149	6,649	7,162	7,490	7,758
长期借款	1,418	2,515	2,515	2,515	2,515
其他长期负债	161	198	198	198	198
非流动性负债	1,580	2,713	2,713	2,713	2,713
负债合计	11,728	9,362	9,874	10,203	10,471
股本	1,349	1,499	1,499	1,499	1,499
资本公积	22	1,234	1,234	1,234	1,234
归属于母公司所有者权益合计	7,644	10,137	10,993	11,983	12,964
少数股东权益	3,167	3,631	4,199	4,816	5,447
股东权益合计	10,811	13,768	15,192	16,799	18,411
负债股东权益总计	22,539	23,130	25,066	27,001	28,883

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-14.51%	53.54%	-36.51%	13.02%	19.57%
营业利润增长率	5.77%	22.34%	7.45%	13.01%	4.51%
净利润增长率	18.75%	10.77%	9.41%	13.97%	3.08%
毛利率	41.34%	36.35%	51.99%	52.96%	46.94%
EBITDA Margin	58.23%	37.99%	51.69%	51.00%	43.62%
净利率	28.28%	20.40%	35.16%	35.45%	30.56%
净资产收益率	12.80%	10.69%	10.78%	11.27%	10.74%
总资产收益率	4.34%	4.68%	4.73%	5.00%	4.82%
资产负债率	52.03%	40.47%	39.39%	37.79%	36.25%
所得税率	17.58%	18.75%	17.18%	17.84%	17.92%
股利支付率	0.00%	30.43%	30.43%	30.43%	30.43%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。