

物流地产持续上量, 受益公募 REITs 推进

投资要点

- **业绩现边际改善, 基本面迎来拐点。**2019 年公司实现营业收入 72.4 亿元(+2.6%), 实现归母净利润 4.0 亿元(-19.8%), 业绩增速下滑的几方面原因: 1) 地产结算收入同比增长 4.7%至 50.1 亿, 但结算毛利率同比下降 16.4pp 至 33.4%, 主要是华南区域高毛利率项目结算大幅减少; 2) 宝湾物流开发进度加快, 在建工程大幅增长, 导致分摊的财务费用大幅增长, 利息费用增加 32.1%至 4.4 亿; 3) 管理费率及销售费率分别增长 1.2pp 和 0.3pp。2020Q1, 公司实现收入 7.3 亿(+20.6%), 实现归母净利润-0.8 亿(+37.2%), 边际上看业绩同比有明显改善, 随着流动性的持续宽松、地产开发销售结转和物流运营规模的大幅增长, 公司业绩将重回增长轨道, 基本面迎来拐点较为确定。
- **宝湾物流在营规模或达 500 万方, 将持续受益公募 REITs 推进。**2018 年 9 月, 公司换股吸收深基地, 成功并表宝湾物流。截止 2019 年末, 公司已运营的物流项目 337 万方, 在建待建项目约 300 万方。2019 年物流仓储板块实现收入 9.6 亿(+28.0%, 优质项目平均年租金达 400 元每平方米), 物流仓储毛利率为 56.0%。公司目标为 2020 年底运营物流项目达 500 万方, 未来收入增长空间大。4 月 30 日证监会和发改委发布《关于推进基础设施领域 REITs 试点相关工作的通知》, 宝湾物流有望借助公募 REITs 大力改善负债结构, 提高开发速度, 专注资产运营管理效率提升, 打造网络化、滚动化、可持续的资本闭环发展模式。
- **地产销售大幅增长, 业务协同优势显现。**2019 年公司地产销售额 79.5 亿(+55.9%), 增长显著, 地产项目布局长三角和大湾区核心城市, 去化率较好。报告期末公司未竣工口径土储合计建面 144 万方, 对应总货值约 337 亿。值得说明的是, 公司培育的产城综合开发业务与地产开发业务协同效应开始显现。报告期公司拿地建面 53.6 万方(成都德阳、重庆汽车港和合肥岗集, 含商业用地 60 亩), 另外新签约上海松江、南京浦口和湖北英山三个项目。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.19 元、0.27 元、0.33 元, 考虑到公司物流地产明显上量, 或持续受益流动性改善和公募 REITs 推进, 给予目标价 4.19 元, 相当于每股 NAV 折让 40%, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 地产结算或拿地低于预期、公募 REITs 落地或不及预期等。

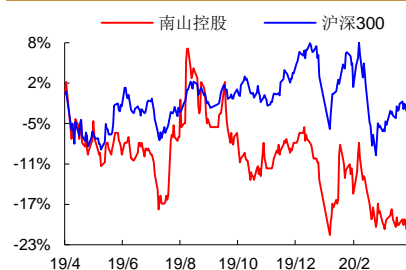
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7237.98	8623.93	10846.81	12508.00
增长率	2.64%	19.15%	25.78%	15.32%
归属母公司净利润(百万元)	402.55	514.80	728.22	884.35
增长率	-20.22%	27.88%	41.46%	21.44%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.19	0.27	0.33
净资产收益率 ROE	4.17%	5.46%	7.06%	8.04%
PE	17	13	9	8
PB	0.60	0.58	0.54	0.50

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
 执业证号: S1250517060001
 电话: 0755-23900571
 邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.08
流通 A 股(亿股)	11.37
52 周内股价区间(元)	2.54-3.54
总市值(亿元)	69.05
总资产(亿元)	453.41
每股净资产(元)	3.09

相关研究

目 录

1 借壳雅致股份、吸收合并深基地	1
2 地产开发蓄势待发、股东资源持续投入	3
3 宝湾物流运营优势明显、或持续受益公募 REITs 推进	5
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 公司 2015-2019 年营业收入及同比增速	2
图 3: 公司 2015-2019 年归母净利润及同比增速	2
图 4: 公司 2019 年营业收入构成 (亿元)	2
图 5: 公司 2019 年各业务板块毛利率水平	2
图 6: 公司住宅开发项目布局的主要城市	3
图 7: 公司近五年销售额及大致回款情况	3
图 8: 公司近五年销售面积和销售单价情况	3
图 9: 截止 2019 年末公司住宅开发的土储分布 (未竣工口径, 万平方米)	4
图 10: 南山集团在深圳蛇口赤湾片区拥有大量潜在土储	5
图 11: 宝湾物流旗下物流园区分布的城市	6
图 12: 2019 年底宝湾物流运营的物流园区达到 30 个	6
图 13: 宝湾物流近五年实现收入情况	6
图 14: 物流地产业务流程图	7
图 15: 物流公司角色分类	7
图 16: 物流地产年化回报率明显高于其他物业	10
图 17: 物流地产巨头普洛斯的基金规模	10

表 目 录

表 1: 430 公募 REITs 指引政策要点	8
表 2: 宝湾物流旗下部分经营稳定的仓储物流园区	9
表 3: 物流地产主要收购案例列表	9
表 4: 分业务收入及毛利率	11
表 5: 宝湾物流重估净资产测算	11
表 6: 公司重估净资产测算	12
附表: 财务预测与估值	13

1 借壳雅致股份、吸收合并深基地

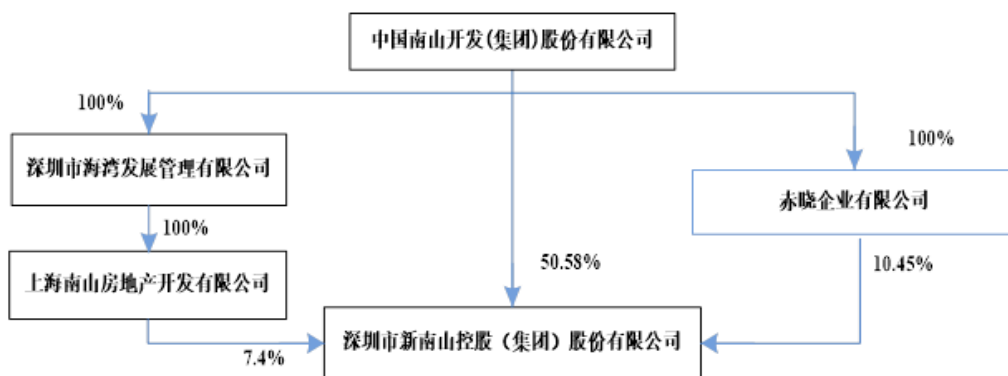
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司(以下简称“南山控股”或“公司”)是由原上市公司“雅致集成房屋(集团)股份有限公司”(以下简称“雅致股份”)通过资产重组后于2015年11月4日更名而成,重组后上市公司主营包括中国南山开发集团股份有限公司注入的地产业务和原有的集成房屋、船舶舾装和塔吊租赁业务。

雅致股份主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务(是国内规模最大的集成房屋制作企业),还包括船舶舱室配套和塔机租赁业务。2009年12月3日,雅致股份首次公开发行股票上市交易,代码为002314.SZ。2015年5月,雅致股份完成通过发行股份收购南山集团旗下地产板块资产(南山地产100%股权、上海新南山80%股权和南通南山100%股权),实现了地产业务的注入整合。

2018年9月,南山控股吸收合并深基地,向深基地的所有换股股东发现股票交换该等股东所持有的深基地B股股票,每1股深基地股份换为3.6004股南山控股的股份(新增发行A股830,252,240股)。之后,南山控股承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及一切权利和义务,公司的控股股东南山集团对上市公司的持股比例由75.78%下降至68.43%。

吸收合并深基地重大资产重组事项实施完毕后,仓储物流业务新增为公司主营业务之一,另外公司开始培育产城综合开发业务。当前,公司的业务分为三大核心业务板块和其他辅助业务板块。三大核心业务板块是仓储物流、地产开发和产城综合,其他业务板块为制造业(华南建材、集成房屋、船舶舱室配套业务)和石油后勤服务(为中国南海东部石油的勘探、开发及生产活动提供物流后勤服务)。

图 1: 公司股权结构图



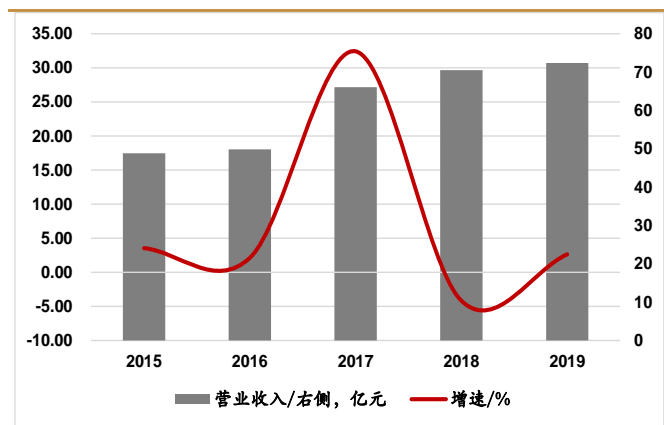
数据来源:公司公告,西南证券整理

南山控股在地产开发领域有30多年的经验,项目布局在苏州、上海、无锡、南通、长沙、合肥、深圳、惠州、福州、武汉等城市,特别是在苏州等区域深耕多年。公司在保持传统住宅开发的同时,也在积极探索创新的开发模式,包括体验式商业、养老地产和旅游地产等。2019年公司实现房地产销售额79亿,同比增长56%,新增土储计容建面57万方(权益土地款43.3亿)。截止2019年末,公司未竣工口径土储计容建面144.4万方。

南山控股旗下宝湾物流是国内知名的物流园区开发商和运营商，稳居行业第二梯队，在物流园区选址、开发建设、运营管理等方面积累了丰富的经验，在项目开发、价格标准、客户资源、服务水平、盈利能力等方面在很多地方的仓储物流市场上处于领先水平。未来 3-5 年，宝湾物流的运营规模仍将保持快速增长，在全国经济热点区域的网络优势将持续增强。2019 年宝湾物流实现营业收入 9.64 亿，同比增长 28%，仓库平均使用率 91.7%（根据 CBRE 数据，2019 年全国物流仓储平均使用率为 87.4%）。2019 年公司物流园区项目新增竣工面积 68.5 万方，完工 9 个项目。截止 2019 年底，宝湾物流在全国范围内拥有和管理 63 个智慧物流园区，在管的仓储物流面积近 340 万方，规划在建（含待建项目）面积超过 300 万方。

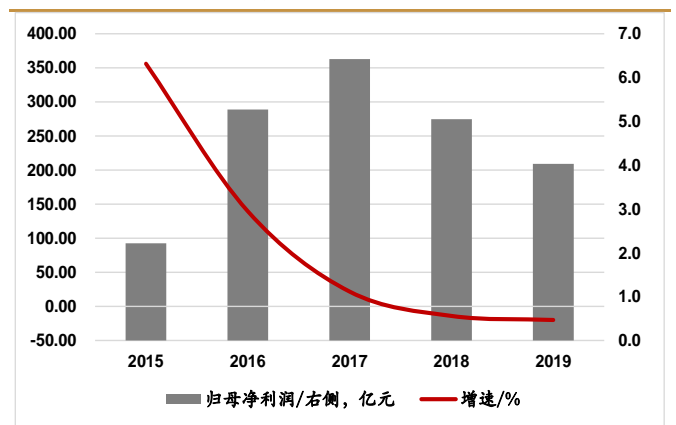
产城综合开发是公司近两年孵化的新业务，主要依托公司股东的国有背景、通过在物流和住宅开发的协同优势，初步形成了工业园区、产业新城、特色小镇等多业态梯队式发展格局。2019 年，公司已在合肥、无锡、成都、重庆和德阳等区域布局了工业园区、产业新城和特色小镇等业态，新增权益土储 53.62 万方（主要是工业用地，商业用地至少 6.19 万方）。

图 2：公司 2015-2019 年营业收入及同比增速



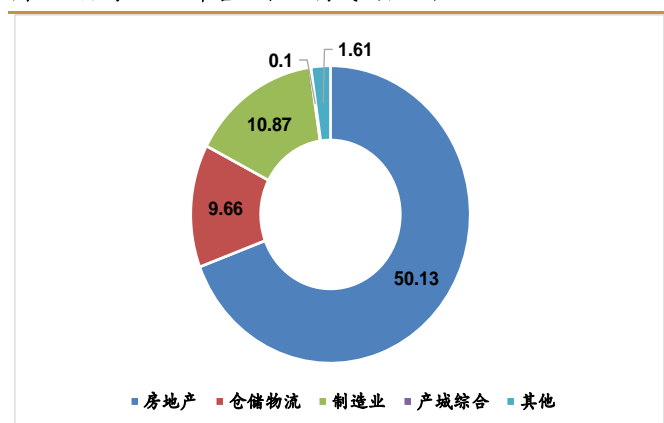
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 3：公司 2015-2019 年归母净利润及同比增速



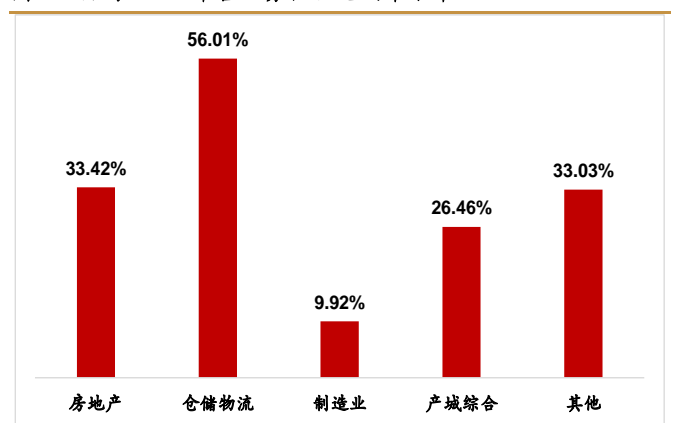
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 4：公司 2019 年营业收入构成（亿元）



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 5：公司 2019 年各业务板块毛利率水平



数据来源：公司资料，西南证券整理

2 地产开发蓄势待发、股东资源持续投入

公司住宅地产业务 1984 年萌芽于深圳赤湾，2004 年扩展至珠三角、长三角和部分一线城市，目前是以苏南区域为中心，除了继续深耕现有城市，同时也在逐步拓展西南和中部重点省会城市。公司目前未结算的地产项目主要集中于珠三角和长三角地区的一线、强二线城市，以苏州、合肥、上海、深圳、南通、长沙等城市为主。2016 年和 2019 年公司销售表现抢眼。

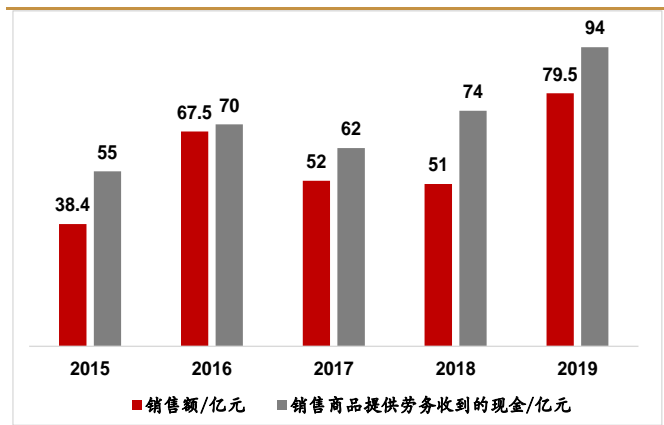
图 6：公司住宅开发项目布局的主要城市



数据来源：公司公告，西南证券整理

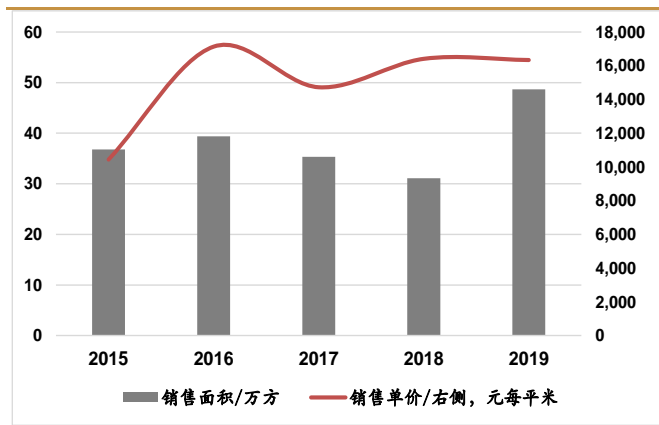
2019 年公司住宅板块实现销售额 79 亿，同比增长 55.9%，使得公司的销售回款明显改善。从销售单价方面来看，2019 年销售均价为 16,338 元每平方米，同比基本持平。

图 7：公司近五年销售额及大致回款情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

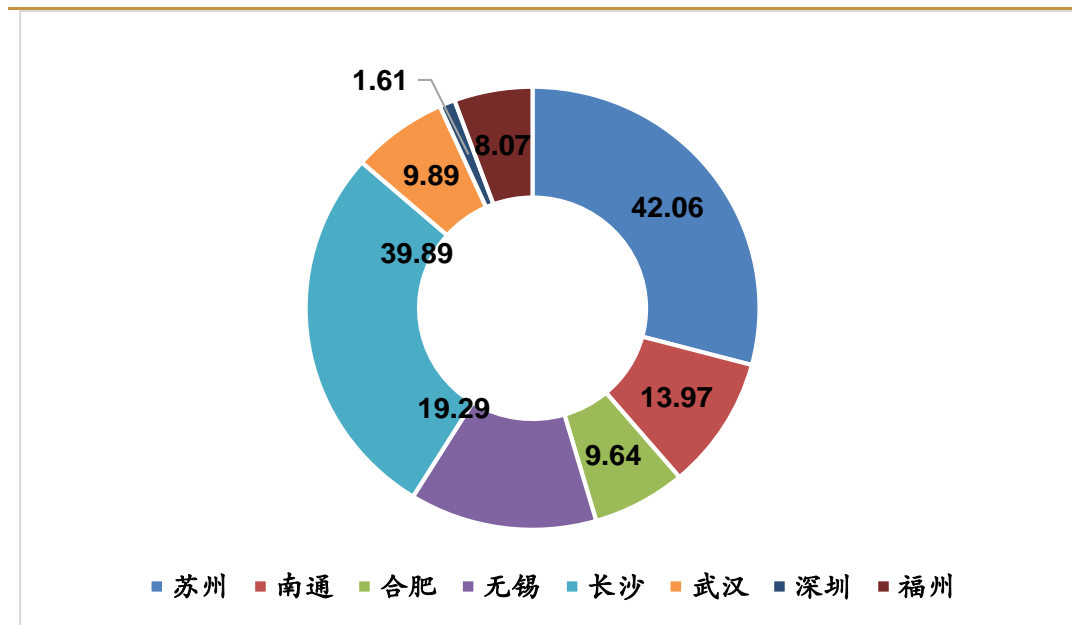
图 8：公司近五年销售面积和销售单价情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

公司的地产开发业务因基数较低、布局城市能级较高，在销售去化方面风险较低。但在可售资源方面相对较为欠缺。但值得注意的是，公司控股股东南山集团在深圳赤湾拥有较大规模的土地储备，未来可以通过合作开发的方式由上市公司并表（比如公司此前的山语海项目和当前的海祥阁项目，均拥有 51% 权益）。

图 9：截止 2019 年末公司住宅开发的土储分布（未竣工口径，万平方米）



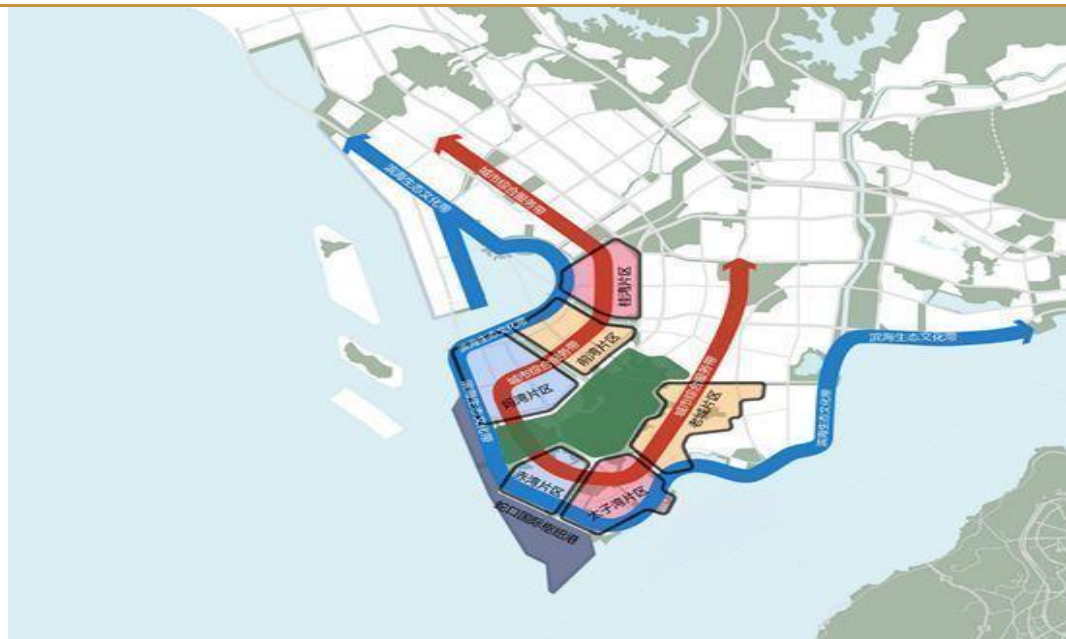
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的控股股东为中国南山开发（集团）股份有限公司（简称“南山集团”）。南山集团于 1982 年在深圳成立，早起专注于开发经营赤湾港口和石油基地，是中国第一家国有控股混合所有制企业。目前已发展成为国有资本占主体、个人资本参与、无绝对控股股东的混合所有制大型企业集团。其主要股东包括招商局集团、中海油总公司、广东省国资委、深圳市国资委以及黄振辉投资公司。目前，南山集团以深圳赤湾为总部，业务涉及综合物流、产城综合开发、金融服务、资产管理等领域。业务领域覆盖长三角、珠三角、环渤海、中部及成渝地区等 30 多个热点城市，积极参与“一带一路”沿线国家的特色园区建设，客户遍布全球。

随着“深赤湾 A”变更为“招商港口”（2018 年 12 月 26 日更名，此前南山集团将持有的深赤湾所有 A 股股份全部委托给招商局国际代为管理），南山控股吸收合并“深基地 B”，目前南山控股是南山集团旗下唯一的上市平台。南山集团在赤湾区域土地储备丰富。根据官网披露，南山集团在赤湾的土地储备主要是两块：股东方深圳市投资控股有限公司作为出资投入南山集团的 220 万平方米、南山集团填海造地形成的 120 万方。合计占地面积 340 万方（含部分绿化面积），其中 27.07 万方的土地是南山集团作为出资投入到深赤湾，还有 63.26 万方的租赁协议（减去到期的土地使用权租赁），扣除后还有 250 万方。

赤湾港区位于深圳市，在深圳市西部的南头半岛顶端，是粤港澳大湾区的出海口，区位优势显著。距香港和澳门约 20 海里，距珠海约 50 海里，水路和陆路距广州约 150 公里。赤湾港三面环山，呈 U 型，能靠泊内河船舶和远洋水深巨轮。周边近几年在售的楼盘有汉京九榕台、香格名苑、山语海、前海丹华、海上世界双玺等，每平米价格在 9 万元至 13 万元。

图 10: 南山集团在深圳蛇口赤湾片区拥有大量潜在土储



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 宝湾物流运营优势明显、或持续受益公募 REITs 推进

宝湾物流控股有限公司 (以下简称“宝湾物流”) 2003 年由深圳赤湾石油基地股份有限公司与中国南山开发 (集团) 股份有限公司共同投资成立, 以自有的物流园区提供仓储、配送、库内管理、供应链管理、物流金融、设备租赁等服务。宝湾物流是中国仓储协会副会长单位及中国物流及采购联合会常务理事单位, 已成为行业领先的国际物流园区开发商和运营商。宝湾物流目前在营业收入、运营面积等重要规模指标上处于国内第二梯队。

2019 年 5 月, 根据 CNPP 数据研究, 宝湾物流被评为中国物流地产十强 (包括规模领先的普洛斯和万科万纬, 电商三巨头京东物流、菜鸟物流和苏宁物流, 易商红木 ESR、嘉民 Goodman、宝湾物流、安博 PROLOGIS 和 CNLP 中国物流资产)。

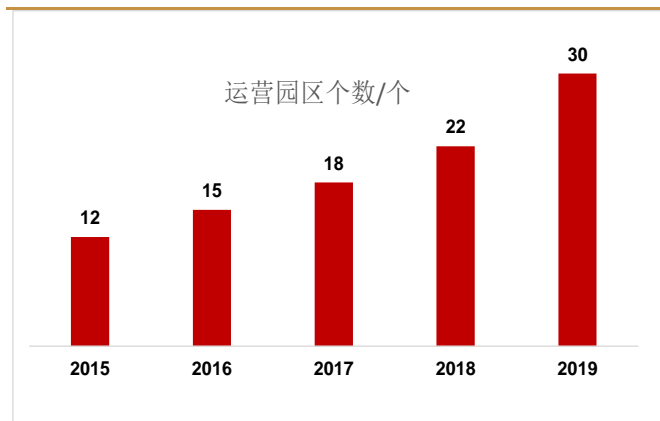
图 11：宝湾物流旗下物流园区分布的城市



数据来源：宝湾物流官方网站

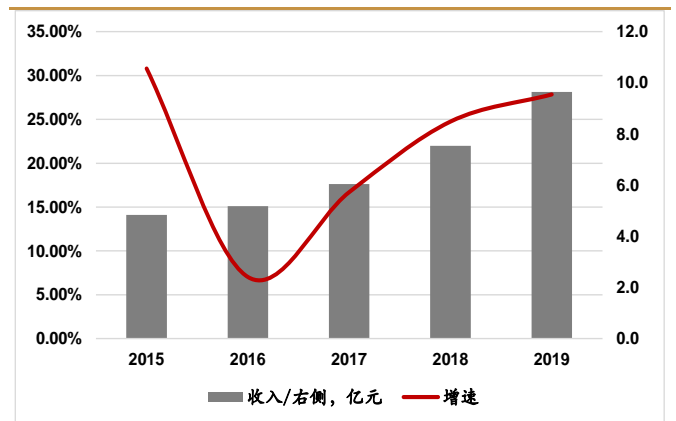
截止到 2019 年末，宝湾物流在全国范围内拥有和管理 63 个智慧物流园区，运营仓储面积近 340 万方，在建和待建面积超过 300 万方，年收入稳步增长，增速自 2016 年以来持续走高。公司目标是 2020 年底宝湾物流运营园区面积达到 500 万方，相比 2019 年增长 47%，未来收入的增长空间还很大。

图 12：2019 年底宝湾物流运营的物流园区达到 30 个



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 13：宝湾物流近五年实现收入情况



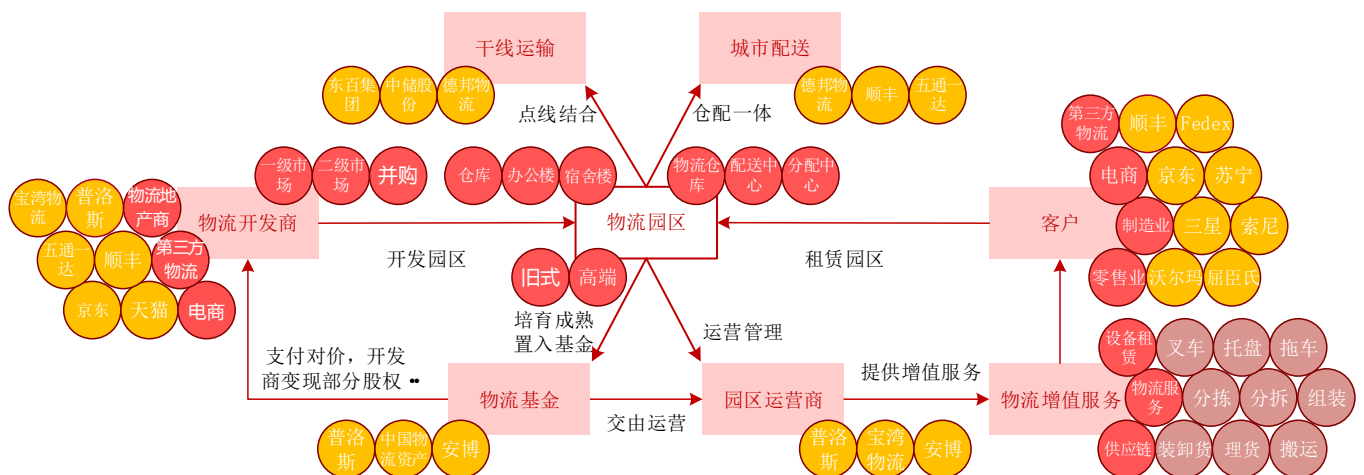
数据来源：公司资料，西南证券整理

物流地产是房地产运营 ToB 端的重要细分领域，主要指以物流园区为核心载体延伸的系列 ToB 服务，主要包括：园区租赁、园区运营、配送服务、增值服务、基金运营等。物流地产开发商主要开发经营物流地产，与传统地产开发销售不同，大部分物流地产在开发后不会进行转让，会持续运营几十年，因此后续的运营管理能力将比开发能力更为重要，决定物流地产开发商规模以及收益。而物流地产经营与写字楼、商铺等经营也不尽相同，物流地产的内生扩张欲望显著强于写字楼和商铺，因为物流地产的连续性以及对大客户的黏性更强。相比于

第三方物流、电商而言，物流地产开发商更为专注、服务性更强，第三方物流以及电商自建仓均用于辅助物流运输以及电商零售等主营业务。

市场的参与者主要有五类：第一，专注园区开发以及运营的企业，以国内物流地产商宝湾物流、万科万纬为代表；第二，在园区开发运营的基础上叠加物流地产基金运营的企业，以国外物流地产商为代表，例如普洛斯、安博、嘉民等；第三，以供应链或物流运输为主，经营物流园区为辅的中储股份、京东物流等；第四，专注地产基金运营的黑石集团、孤星基金等；第五，除了小部分自建仓的第三方物流公司，例如 Fedex、UPS、五通一达等。

图 14: 物流地产业务流程图



数据来源：西南证券整理

图 15: 物流公司角色分类



数据来源：西南证券整理

2020年4月30日，证监会和发改委联合发布《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》；随后证监会同步发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》征求意见稿，相关政策文件的主要看点总结如下。

表 1：430 公募 REITs 指引政策要点

日期	内容
目的	有效盘活基础设施存量资产、增强资本市场服务实体经济质效、丰富资本市场投融资工具
标的资产范围	重点领域符合政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平好的基础设施项目
流转交易	按照市场化原则推进基础设施 REITs，依托基础设施项目持续稳定的收益，通过 REITs 实现权益份额公开上市交易
试点方式	以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点，稳妥起步，优化工作流程后稳步推广
配套政策	把握好基础资产质量，防范市场风险，系统构建基础设施 REITs 审核、监督和管理制度
重点区域	优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长三角
重点行业	优先支持仓储物流、收费公路、水电气热市政工程、污水垃圾处理、固废危废处理 鼓励信息网络、新兴产业、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点 (征求意见稿中，明确不含住宅和商业地产)
项目要求	项目权属清晰，已通过竣工验收；PPP 项目的收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益和现金流，投资回报良好 发起人（原始权益人）具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为
融资管理	发起人通过转让基础设施取得的资金应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公共事业建设
业务流程	券商/基金公司设立公募基础设施证券投资基金——证监会注册——募集资金——购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券——完成对标的基础设施的收购——对符合《证券法》和《证券投资基金法》的基金申请交易所上市交易——份额交易和基金管理
审核机构	省级发改委对是否符合政策方向、法规制度、回收资金用途等方面出具专项意见 国家发改委将符合条件的项目推荐至证监会，之后由证监会和交易所进行注册、审查和决策
产品结构	公募基金+单一基础设施资产支持证券，基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权
特别规定	80%以上基金资产投资于管理人设立发行的单一基础设施资产支持证券全部份额，剩余基金资产应当投资于利率债、AAA 级信用债或货币市场工具 基金管理人积极运营管理基础设施项目，以获取项目租金、收费等稳定现金流为主要目的 基础设施基金应采取封闭式运作，符合条件的向交易所申请上市交易 原始权益人应当参与基础设施基金份额战略配售，且配售比例不低于 20%，持有期限自上市之日起不少于 5 年 专业投资机构可以参与战略配售，比例协商确定，持有期限不少于 1 年 扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发比例不得低于本次公开发售数量的 80% 网下询价结束后，基金管理人应当及时向公众投资者公告基金份额认购价格 基金募集认定失败：份额总额未达到准予注册规模的 80%、募集资金不到 2 亿，投资人少于 1000 人，原始权益人未按规定参与战略配售、扣除战略配售网下发比例低于本次公开发行的 80% 基础设施基金应当将 90%以上可供分配利润以现金方式分配给投资者，每年不得少于一次

数据来源：政府网站、西南证券整理

很明确地，官方文件指出基础设施基金优先支持仓储物流，尤其是产权清晰、运营稳定、具备可持续租金和管理费收入的成熟物流园区。南山控股旗下的宝湾物流十分受益，我们列举出运营较为成熟的仓储物流园区如下表所示。

表 2：宝湾物流旗下部分经营稳定的仓储物流园区

仓储物流园区	2017 仓库 使用率	2017 单方 租金 (元)	2017 单方净 利润 (元)	2018 收入 (万元)	2018 净利 润 (万元)	2018 仓库 使用率	2018 收入 YOY	2018 净利 润 YOY	2019 仓库 使用率
上海宝湾	100%	551.7	282.3	10576	5172	100%	7%	2%	100%
明江宝湾	100%	488.6	227.5	6090	2547	100%	6%	15%	100%
昆山宝湾	100%	456.8	202.8	6855	2536	100%	6%	-4%	100%
廊坊宝湾	100%	344.4	133.7	3543	1339	100%	13%	44%	100%
天津宝湾	73%	366.6	150.1	5064	472	93%	25%	174%	70%
新都宝湾	94%	397.2	173.7	2627	889	100%	5%	5%	100%
龙泉宝湾	96%	566.5	164.8	6993	1059	100%	2%	-8%	99%
广州宝湾	99%	433.4	154.8	6016	1603	100%	7%	32%	100%
南京宝湾	100%	350.2	132.5	3767	991	98%	1%	-8%	100%
南通宝湾	100%	321.1	101.5	1738	371	98%	-2%	-34%	83%
武汉宝湾	96%	268.3	76.2	3791	505	99%	2%	14%	82%
津南宝湾	93%	287.4	135.1	1941	748	98%	11%	27%	85%
北京空港宝湾	100%	296.2	166.2	2336	972	100%	58%	30%	100%

数据来源：公司公告、西南证券整理

宝湾物流发展仓储物流起点较早，但最后规模上看依然落后普洛斯较多，核心原因就是国内公募 REITs 配套制度的缺失，单纯依赖自我造血的方式同时做好网络布局和运营提升难度很大。宝湾物流尽管在规模上明显落后第一梯队（目前仅普洛斯一家），但在运营效率上依然具有较强优势。公募 REITs 的推进有望真正意义上打通“开发——运营——基金退出——新投入”的闭环，实现仓储物流的跨越式发展，公司可以尽量发挥经营能力和网络规模的优势，通过快速的收购实现规模和效益的均衡快速发展。

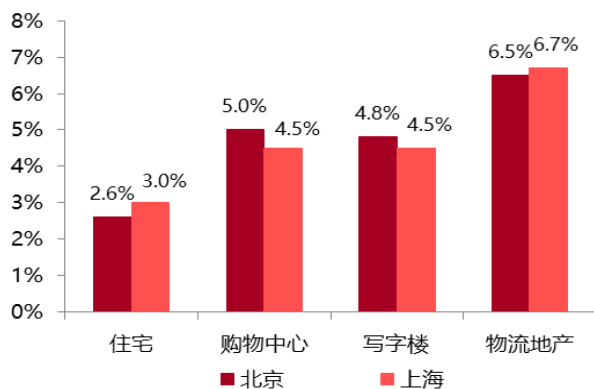
表 3：物流地产主要收购案例列表

日期	被收购方	股权 比例	收购方	收购金额	管理面 积(万方)	每平方估 值(元/方)
2017 年 7 月	普洛斯	100%	厚朴投资(占股 21.3%)、万科(21.4%)、高瓴资本(21.2%)、中银集团(15%)、普洛斯管理层	787 亿元	5500	1430
2014 年 12 月	美国最大之一的物流地产组合	100%	普洛斯、GIC	81 亿美元	1100	5081
2014 年 8 月	中储股份	15.5%	普洛斯	20 亿元	900	1434
2014 年 5 月	易商	20%	荷兰汇盈资产 APG	6.5 亿美元	150	14950
2012 年 11 月	巴西 Prosperitas 公司两个投资组合	100%	普洛斯、中投公司、CPPIB、GIC	14.5 亿美元	196.7	5086
2011 年 8 月	宇培集团	49%	普洛斯	5360 万美元	25.3	2984
2011 年 1 月	航港股份 ACL	53%	普洛斯	14.03 亿元	79.3	3338
2010 年 12 月	宝湾物流 BLOGIS	19.9%	普洛斯	5.39 亿港元	115	2096

数据来源：互联网、西南证券整理

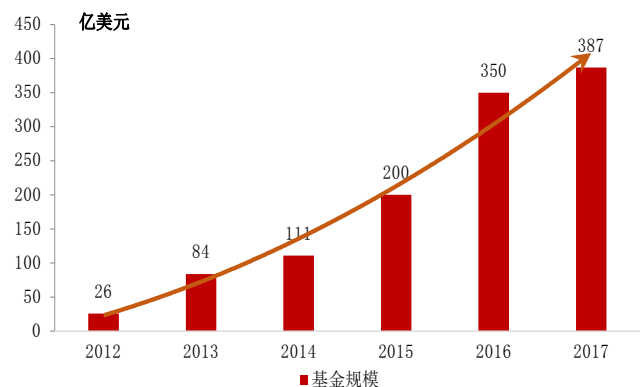
参考物流地产巨头普洛斯，我们十分看好宝湾物流的发展前景。普洛斯的三大业务是物流地产开发、运营管理和基金管理。物流地产开发业务主要负责仓储物流的选址、拿地以及标准化和定制化的开发，是其它两项业务的基础。地产开发的过程中普洛斯会从委托公司收取定制费用，同时出售一部分物业获取开发收益。开发完成后的项目将会交给地产运营部门对其进行物业管理，同时对外招商出租，普洛斯从中获取租金收益，运营管理带来的收入是公司的主要收入来源。之后，地产运营部门将成熟的物业（项目出租率 90% 以上）置入物流地产基金中，基金管理部门得到这些物业后，重新交给地产运营部门管理，进一步增加租金收益，同时也可以通过管理基金收取管理费和分红收益。如此反复，从而使得房产开发时投资的大量资金得以收回，资本快速回笼以便进行新项目的开发。基金管理是普洛斯地产的特色业务，可以保证资本的循环，促进公司的发展，避免了重资产的资金沉淀。公司的业务结构配合着普洛斯独有的基金管理模式，使公司的资本循环圈高效率运转。

图 16：物流地产年化回报率明显高于其他物业



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 17：物流地产巨头普洛斯的基金规模



数据来源：公司资料，西南证券整理

普洛斯通过基金管理平台在与全球的投资机构的合作中持有高品质的物流地产资产，这可以加强普洛斯的网络化效应，提高服务全球化客户的能力，在建立更强的客户关系的同时保持良好财务状况。基金管理平台使得普洛斯能够从更多的渠道获得收益，如资产管理费、基金管理费、租赁费、物业管理费、长期激励费用等。我们估算，近五年普洛斯的平均负债率一般在 35% 左右，三倍的债务杠杆再加上基金的杠杆，总杠杆率近 10 倍，大幅提升了资金的使用效率。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司股东与上市公司在深圳项目的合作开发持续推进，地产结算收入 2020-2022 年分别增长 20%、30% 和 15%，地产结算毛利率与过去三年大致相同，维持在 45% 不变；

假设 2：公司旗下仓储物流业务 2020-2022 年收入增速分别为 30%、25% 和 25%，毛利率维持在 56% 不变；

假设 3：产城综合开发业务保持较快速增长，2020-2022 年分别增长 70%、50% 和 50%，毛利率维持在 7% 不变；

假设 4：制造业板块 2020-2022 年收入增速维持 5% 不变，毛利率维持 10% 不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表所示：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
房产销售及租赁	收入	5013.3	6016.0	7820.8	8993.9
	增速	4.7%	20.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	33.4%	45.0%	45.0%	45.0%
仓储物流	收入	966.0	1255.8	1569.7	1962.2
	增速	28.2%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
产城综合开发	收入	9.8	16.6	24.9	37.3
	增速	127.0%	70.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	26.5%	7.0%	7.0%	7.0%
制造业	收入	1087.4	1141.8	1198.9	1258.8
	增速	-12.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	7238.0	8623.9	10846.8	12508.0
	增速	2.6%	19.1%	25.8%	15.3%
	毛利率	32.9%	41.6%	42.4%	42.8%

数据来源：Wind，西南证券

公司旗下的宝湾物流有大量在建和待建项目，部分运营项目也还远未达到成熟运营状态，当前宝湾物流的净资产并未反应其资产的真实价值，这一部分我们需要进行重估。我们通过设定综合资本还原率估算稳定运营期终值，并假定运营后三年后达到成熟阶段，参考当前租金水平采取相对保守的租金估计。我们估算出，宝湾物流的净资产增加值为 72.59 亿。

表 5：宝湾物流重估净资产测算

项目	数值	单位
仓储物流可租建面	637.00	万平方米
平均出租率	91.7%	
出租面积	584.13	万平方米
稳定期月均租金	26.00	元每平米每月
稳定期年租金	1,822.48	百万元
参考经营毛利率	43.3%	
净经营现金收入	8.79	亿元
稳定期 terminal value	146.50	亿元
WACC	7.50%	
评估值	119.51	亿元
账面值	46.92	亿元
增加值	72.59	亿元

数据来源：西南证券

再考虑到公司的住宅开发业务（这里暂不考虑产城综合业务中的商业地块项目和大股东还未明确与公司合作开发的地产项目），我们最终估算出公司的重估净资产如下表所示。

表 6：公司重估净资产测算

项目	数值	单位
WACC	7.5%	
仓储物流类增值	7,259.03	百万元
住宅开发类增值	3,214.24	百万元
总股本	2,707.78	百万股
每股增值	3.87	元
账面每股净资产	3.11	元
每股 NAV	6.98	元
股价	2.67	元
折价率	61.7%	

数据来源：西南证券

我们预计公司在 2020-2022 年 EPS 分别为 0.19 元、0.27 元、0.33 元，归母净利润未来三年将保持 30% 的复合增长率。从相对估值角度，目前股价对应 2020-2021 年的 PE 倍数分别为 13X、9X、8X。从绝对估值角度，根据我们测算，十分保守地考虑物流地产和住宅开发，公司重估净资产为每股 6.98 元，估计折价率达 61.7%，安全边际很高；若考虑公募 REITs 的推进、南山集团土储资源与上市公司共同开发，公司的重估净资产还将大幅增厚。我们认为，公司的合理价值约 4.19 元/股，对应每股 NAV40% 的折让幅度，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 公司财务费用改善进度低于预期；
- 2) 住宅地产拿地、销售和交付低于预期；
- 3) 基础设施领域公募 REITs 推进缓慢，公司推进速度低于预期；
- 4) 中国南山集团优质土储与上市公司合作开发或不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7237.98	8623.93	10846.81	12508.00	净利润	476.94	655.08	904.34	1107.12
营业成本	4857.83	5034.08	6249.89	7148.83	折旧与摊销	402.36	414.18	416.08	418.45
营业税金及附加	353.54	862.39	1193.15	1250.80	财务费用	385.77	409.64	296.27	418.93
销售费用	250.79	405.32	509.80	587.88	资产减值损失	-9.49	-9.49	10.00	10.00
管理费用	663.15	793.40	997.91	1138.23	经营营运资本变动	-1257.10	1229.95	-1326.22	-1265.70
财务费用	385.77	409.64	296.27	418.93	其他	-2345.16	96.63	-27.97	15.94
资产减值损失	-9.49	-9.49	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-2346.69	2796.00	272.49	704.74
投资收益	38.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1358.81	101.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	-1.07	-0.53	-0.80	-0.67	其他	-1973.11	1048.74	914.03	914.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3331.92	1150.04	1110.63	1112.86
营业利润	746.25	1128.04	1589.00	1952.67	短期借款	138.55	-822.01	-130.54	314.56
其他非经营损益	35.24	21.22	25.90	24.34	长期借款	2148.50	311.45	0.00	118.49
利润总额	781.49	1149.26	1614.90	1977.01	股权融资	-73.99	0.00	0.00	0.00
所得税	304.55	494.18	710.55	869.88	支付股利	0.00	-80.51	-102.96	-145.64
净利润	476.94	655.08	904.34	1107.12	其他	4956.56	-2423.00	-385.51	322.09
少数股东损益	74.39	140.28	176.12	222.77	筹资活动现金流净额	7169.62	-3014.06	-619.01	609.50
归属母公司股东净利润	402.55	514.80	728.22	884.35	现金流量净额	1497.60	931.97	764.12	2427.10
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6805.54	7737.51	8501.63	10928.74	成长能力				
应收和预付款项	1109.47	1845.57	2093.88	2502.34	销售收入增长率	2.64%	19.15%	25.78%	15.32%
存货	16613.52	15095.61	18746.34	22156.41	营业利润增长率	-37.90%	51.16%	40.86%	22.89%
其他流动资产	3521.23	1400.48	2296.70	2339.84	净利润增长率	-36.72%	37.35%	38.05%	22.42%
长期股权投资	1040.81	1040.81	1040.81	1040.81	EBITDA 增长率	-11.59%	27.21%	17.91%	21.24%
投资性房地产	3567.20	3567.20	3567.20	3567.20	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	-121.30	-337.90	-561.60	毛利率	32.88%	41.63%	42.38%	42.85%
无形资产和开发支出	4298.64	3909.43	3518.32	3129.83	三费率	17.96%	18.65%	16.63%	17.15%
其他非流动资产	6059.08	5139.29	4219.49	3299.69	净利率	6.59%	7.60%	8.34%	8.85%
资产总计	43015.50	39614.61	43646.47	48403.27	ROE	4.17%	5.46%	7.06%	8.04%
短期借款	1952.55	1130.54	1000.00	1314.56	ROA	1.11%	1.65%	2.07%	2.29%
应付和预收款项	9185.46	10968.77	13658.78	15717.90	ROIC	8.29%	13.60%	17.36%	19.09%
长期借款	6180.74	6492.19	6492.19	6610.68	EBITDA/销售收入	21.20%	22.63%	21.22%	22.31%
其他负债	14262.86	9019.90	9690.91	10994.05	营运能力				
负债合计	31581.61	27611.40	30841.88	34637.20	总资产周转率	0.19	0.21	0.26	0.27
股本	2707.78	2707.78	2707.78	2707.78	固定资产周转率	5.85	-142.19	-47.24	-27.81
资本公积	2669.74	2669.74	2669.74	2669.74	应收账款周转率	6.87	7.93	7.95	7.70
留存收益	3028.72	3463.01	4088.27	4826.97	存货周转率	0.35	0.32	0.37	0.35
归属母公司股东权益	8411.50	8840.53	9465.78	10204.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	129.86%	—	—	—
少数股东权益	3022.40	3162.68	3338.80	3561.58	资本结构				
股东权益合计	11433.90	12003.21	12804.59	13766.07	资产负债率	73.42%	69.70%	70.66%	71.56%
负债和股东权益合计	43015.50	39614.61	43646.47	48403.27	带息债务/总负债	32.34%	35.58%	31.43%	30.55%
					流动比率	1.40	1.66	1.67	1.68
					速动比率	0.57	0.70	0.68	0.70
					股利支付率	0.00%	15.64%	14.14%	16.47%
					每股指标				
					每股收益	0.15	0.19	0.27	0.33
					每股净资产	4.22	4.43	4.73	5.08
					每股经营现金	-0.87	1.03	0.10	0.26
					每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1534.38	1951.86	2301.35	2790.05					
PE	17.15	13.41	9.48	7.81					
PB	0.60	0.58	0.54	0.50					
PS	0.95	0.80	0.64	0.55					
EV/EBITDA	-2.56	-3.31	-2.84	-2.46					
股息率	0.00%	1.17%	1.49%	2.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn