

南山控股(002314.SZ)/房地产

“物流+地产”双轮驱动，REITs 试点探索空间可期

评级：买入（首次）

市场价格：2.90

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

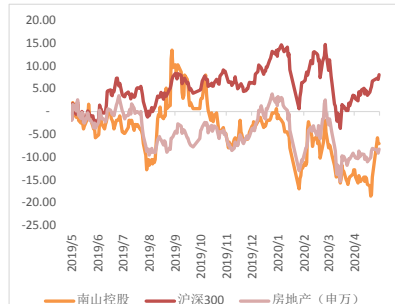
电话：021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2708
流通股本(百万股)	1137
市价(元)	2.90
市值(百万元)	7853
流通市值(百万元)	3299

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,052	7,238	8,891	10,845	13,249
增长率 yoy%	6.82%	2.64%	22.83%	21.99%	22.17%
净利润	504	426	557	755	1,051
增长率 yoy%	-21.39%	-15.49%	30.72%	35.42%	39.30%
每股收益(元)	0.19	0.16	0.21	0.28	0.39
每股现金流量	0.31	-0.87	-0.52	0.84	0.87
净资产收益率	5.77%	3.84%	4.75%	6.05%	7.80%
P/E	15.56	18.42	14.09	10.40	7.47
PEG	-	-	0.38	0.28	0.20
P/B	0.97	0.93	0.88	0.81	0.73

备注：股价使用 2020 年 5 月 13 日收盘价。

投资要点

■ 公司介绍：股东背景强大，“物流+地产”双轮驱动

南山控股大股东是南山集团，南山集团 1982 年经国务院批准，由招商局集团、中海油总公司，以及广东省国资委、深圳市国资委、黄振辉投资有限公司等共同组建，是国有企业混合所有制探索的先行者。南山控股上市前身为雅致股份，主要从事集成房屋业务；2015 年资产重组后获南山集团旗下地产业务注入；2018 年公司换股合并深基地 B，接手旗下宝湾物流业务。截至目前，公司已形成了仓储物流为战略性业务、房地产开发为重要支撑业务，外加产城综合开发为培育型业务，三大业务两主一副协同发展的商业模式，凭借强大的物流地产开发经营能力，及一体化的物流产业链全方位服务能力，2019 年根据 CNPP 数据研究，宝湾物流被评为中国物流地产十强。

■ 仓储物流业务：竞争优势突出，有望持续受益 REITs 试点

宝湾物流是公司旗下物流地产的主要开发运营平台，截至 2019 年，宝湾物流在全国范围内拥有及管理 63 个智慧物流园区，运营仓储面积近 340 万方，在建项目建筑面积超 300 万方；宝湾物流采用“五星级酒店”的管理标准，将物联网技术应用于物流园管理，物联网系统采集园区日常运行数据，通过人工智能分析并自动预警和派单处理，实现园区管理智能化。

2020 年 4 月 30 日，公募基础设施 REITs 试点推出，为物流地产在产业链上提供了完善的资本退出通道，资产流动性大幅提升；物流仓储作为本次 REITs 试点的重点聚焦方向之一，考虑到公司持有大量优质成熟运营的物流地产项目，有望率先获得支持，有助于公司改善资本结构，加快开发速度，完善物流地产产业链商业模式。

■ 地产开发业务：销售逆市高增长，重点区域深耕细作

2019 年，南山控股房地产销售增长显著，全年实现销售额 79 亿，同比增长 56%；商品房销售面积 50 万方，销售均价 15852 元/平；分区域看，商品房销量大幅增长贡献主要源自于苏州、长沙及深圳项目的热销，上述三个城市项目销售贡献销售额分别为 33.4 亿、16.5 亿及 11.9 亿，占全年销售额的 77.8%。

■ 财务情况：现金充足，负债率维持在低位

现金充足：截至 2019 年末，公司货币资金 68.06 亿，短期借款及一年内到期的非流动性负债之和 44.29 亿，现金短债比 1.54，无偿债压力；**杠杆率有所上升：**截至 2019 年末，带息债务合计 126.89 亿，同比增长 46.5%；净负债率为 51.5%，同比增加 19.1pct，但依然维持行业较低水平；**存货大幅扩张，未来业绩可期：**公司 2019 年加杠杆用于扩张土储，报表上看 2019 年公司存货合计 166.14 亿，同比增长 50.4%，对应到产品主要为房地产开发及物流地产相关项目，为未来的销售及物流项目的扩充提供坚实支撑。

■ 盈利预测及投资建议

伴随公司新增物流地产项目投入使用、房地产项目交付结算，公司业绩将进入景气上行周期，预计 2020 至 2022 年，公司实现营业收入 88.91 亿、108.45 亿、132.49 亿，同比增长 19.89%、21.99%及 22.17%，实现归属母公司净利润 5.57 亿、7.55 亿及 10.51 亿，同比增长 30.72%、35.42 及 39.30%；摊薄后每股收益 0.21 元、0.28 元及 0.39 元，对应 PE 为 14.09 倍、10.4 倍及 7.47 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示：房地产调控政策超预期；公募 REITs 政策推进不及预期。

内容目录

公司介绍：股东背景强大，“物流+地产”双轮驱动	- 4 -
仓储物流：竞争优势突出，有望持续受益 REITs 试点	- 5 -
地产开发：销售逆市高增长，重点区域深耕细作	- 10 -
财务表现：现金充足，负债率维持在低位	- 12 -
盈利预测及投资建议	- 14 -
风险提示	- 15 -

图文目录

图表 1：公司发展历程	- 4 -
图表 2：公司股权结构图	- 5 -
图表 3：宝湾物流项目分布	- 6 -
图表 4：宝湾物流经营模式	- 7 -
图表 5：仓储业务营业收入及同比增速	- 7 -
图表 6：仓储业务净利润	- 7 -
图表 7：宝湾物流主要园区仓库平均使用率（%）	- 8 -
图表 8：主要国家优质物流设施占比	- 8 -
图表 9：全国骨干流通网络与国家级流通节点城市	- 8 -
图表 10：国内各城市范围内社零总额/仓储面积情况	- 9 -
图表 11：苏州南山楠项目	- 10 -
图表 12：深圳海祥阁项目	- 10 -
图表 13：房地产销售金额及同比	- 10 -
图表 14：房地产销售面积及均价	- 10 -
图表 15：储备未竣工项目建筑面积城市分布	- 11 -
图表 16：储备项目单方成本、均价及预计利润率情况	- 11 -
图表 17：公司拿地面积及楼面价情况	- 11 -
图表 18：储备项目成本科目细分（亿元）	- 11 -
图表 19：公司主要项目出租情况	- 12 -
图表 20：公司近五年营业收入	- 12 -
图表 21：公司收入结构拆分	- 12 -
图表 22：公司近五年归母净利润	- 13 -
图表 23：公司毛利率及期间费用率	- 13 -
图表 24：公司存货及同比增速	- 13 -

图表 25: 公司预收账款及同比增速.....	- 13 -
图表 26: 公司带息债务及净负债率.....	- 14 -
图表 27: 利息支出及融资成本.....	- 14 -
图表 28: 公司主要业务拆分 (百万元)	- 15 -
图表 29: 可比公司估值 (市盈率)	- 15 -
图表 30: 公司盈利预测表.....	- 16 -

公司介绍：股东背景强大，“物流+地产”双轮驱动

深圳市新南山控股股份有限公司是一家以高端物流园区开发运营即供应链服务为主业，房地产为支撑主业，综合产城开发为培育主业的综合性企业集团，在船舶舾装即集成房屋等制造业务上，公司也有所涉及。全球范围内，公司经营物流即产业园区数量超过 60 个，市场规模行业领先。公司致力于实现“基石永固、百年南山”的企业愿景，成为最具竞争力的行业领导者。

上市公司前身为深圳雅致集成房屋有限公司，2015 年，雅致集成房屋通过资产重组，以发行股份的方式购买南山集团持有的南山地产 100% 股权，重组完成后，南山地产借壳雅致股份成功上市，房地产开发业务成功公司主营业务之一。

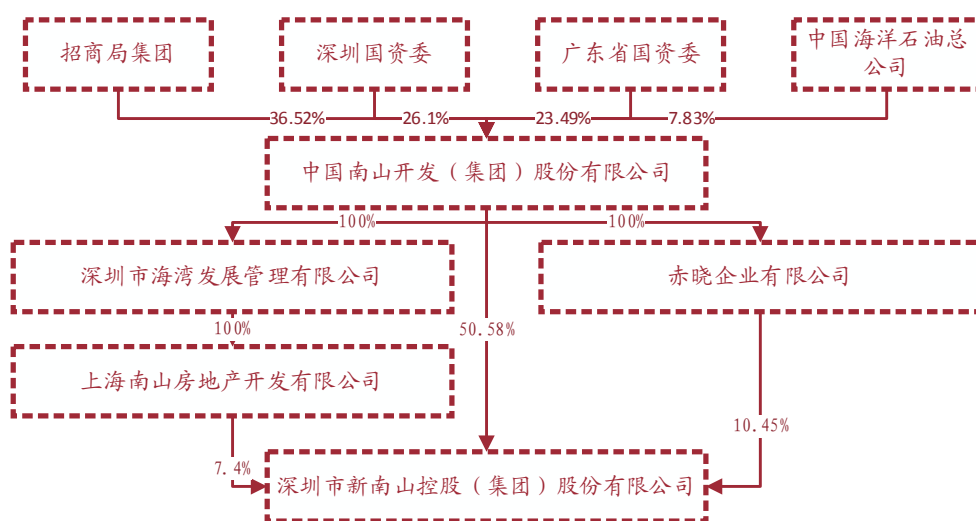
2018 年，公司发行 A 股股份换股吸收合并深基地，仓储物流业务新增成为公司主营业务，进一步完善公司物流、地产加综合产城开发的业务布局，多元并举协同发展。

图表 1：公司发展历程

时间	大事
1982	控股股东中国南山集团成立
1995	深圳赤湾石油基地股份有限公司（深基地 B）在深交所上市。
2002	在上海宝山投资第一个高端物流园区——上海宝湾，集团高端仓储物流园区业务起步
2003	收购深圳雅致轻钢房屋有限公司，成为国内第一大集成房屋生产供应商。
2009	雅致上市（雅致股份 A002314）。
2015	11 月，南山地产成功注入雅致股份，雅致股份更名为“南山控股”。
2018	南山控股成功吸并深基地 B，成为国内第一家物流地产 A 股上市公司；公司开始实质性全球化布局，在东欧“一带一路”沿线地区管理物流园区 50 余万平方米。
2019	4 月，宝湾资本管理有限公司（宝湾资本）在深圳赤湾总部大厦揭牌，公司供应链金融业务平台落地。

资料来源：公司官网、中泰证券研究所

公司控股股东为中国南山开发集团，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，主要股东包括招商局集团、深圳市国资委、广东省国资委、中国海洋石油总公司，股东背景实力强大。

图表 2: 公司股权结构图


资料来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

截至目前,公司已形成了仓储物流为战略性业务、房地产开发为重要支撑业务,外加产城综合开发为培育型业务,三大业务两主一副协同发展的商业模式,凭借强大的物流地产开发经营能力,及一体化的物流产业链全方位服务能力,2019 年根据 CNPP 数据研究,宝湾物流被评为中国物流地产十强。

仓储物流: 竞争优势突出, 有望持续受益 REITs 试点

宝湾物流控股是公司旗下物流地产的主要开发运营平台,起步于 2003 年,截至 2019 年,宝湾物流在全国范围内拥有及管理 63 个智慧物流园区,运营仓储面积近 340 万方,在建项目建筑面积超 300 万方,规模效应日渐提升。

2018 年,南山控股完成对深基地 B 吸收合并,将宝湾物流纳入公司合并报表范围,公司完成物流+地产双轮驱动产业布局。

物流业务方面,公司主要提供物流地产的开发、建设及运营管理服务,通过高端仓储、智能仓配、流动加工、物流增值、绿色配送及供应链金融等多方面切入,公司抓住行业趋势及政策机会,不断完善物流地产募投管退的资产管理产业链闭环,优化资产效率并持续良性发展。

图表 3: 宝湾物流项目分布



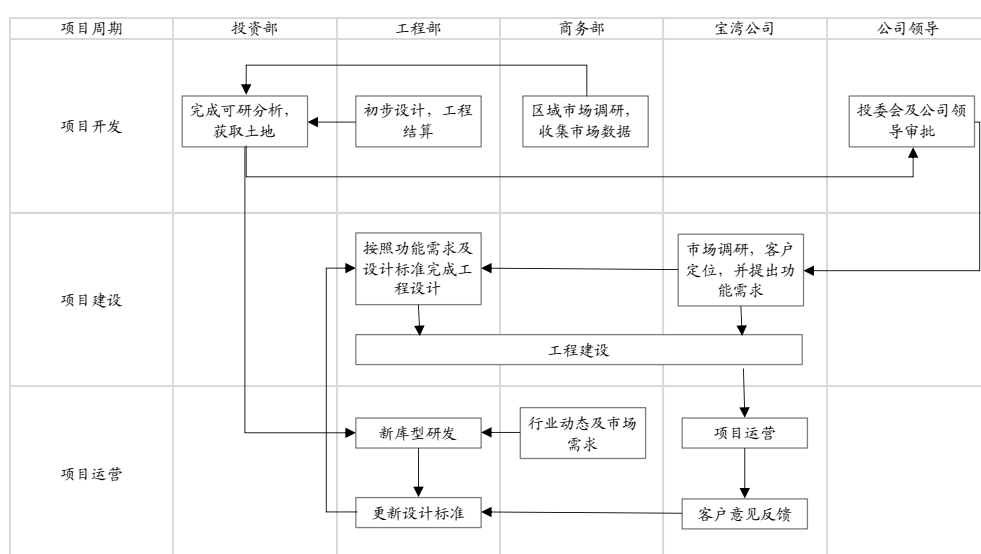
资料来源：公司官网、中泰证券研究所

宝湾物流仓储物流业务可以分为两个板块：定制化的园区管理服务、及物流产业链延伸增值服务。

园区管理业务，宝湾物流依据客户需求，将物流园区打造为国际物流中心、区域分拨中心、城市配送中心或生产配套物流中心等多种类型平台，为客户提供包括选址、规划、工程建设等全方位服务，为客户量身定做并提供长期租赁及物业管理服务。

增值服务方面，在物流产业链上，公司沿供应链延伸，在园区管理核心业务外提供衍生增值服务，从分拣分拆等物流增值服务，到库存管理、仓储操作等供应链延伸服务，到物业租赁、设备租赁等物流租赁业务等方面，公司提供一体化的产业链增值服务。

图表 4: 宝湾物流经营模式

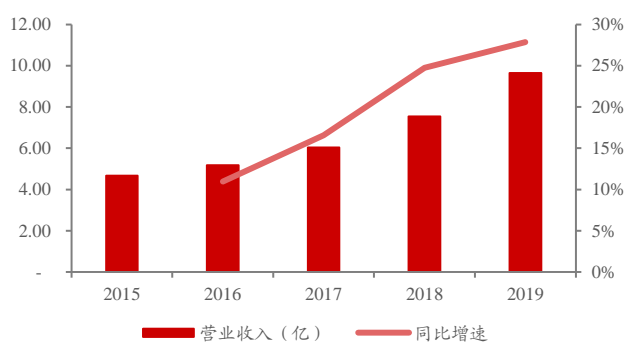


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

近五年来, 宝湾物流业务快速发展, 营业收入由 2015 年 4.67 亿增长至 2019 年 9.64 亿, 5 年间复合增速 19.9%, 目前成熟运营的物流园区仓库年平均使用率超过 90%。全国物流园区 2019 年市场平均空置率为 12.6%, 公司仓储使用率显著高于行业水平。

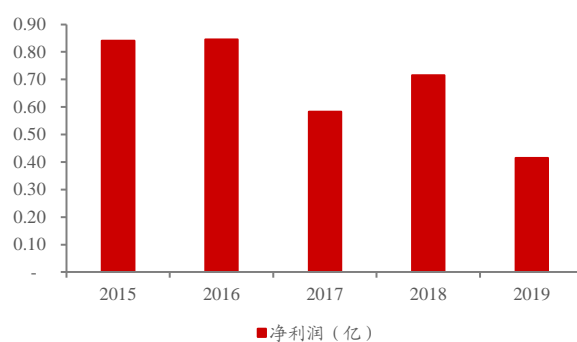
2019 年, 仓储物流业务实现归母净利润 4144 万元, 由于物流园区近三年来规模快速扩张, 新投入运营园区较多, 同时融资额增加导致财务费用摊薄利润, 利润相比有所下滑。

图表 5: 仓储业务营业收入及同比增速



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 仓储业务净利润



资料来源: Wind、中泰证券研究所

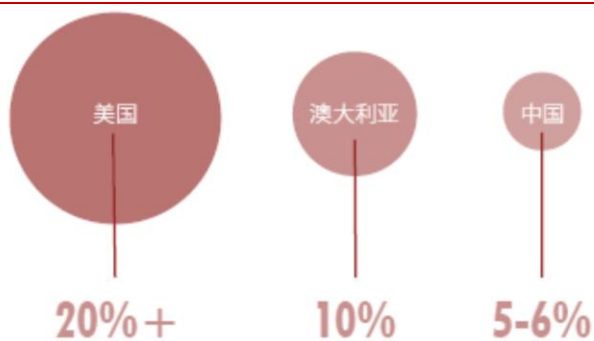
图表 7: 宝湾物流主要园区仓库平均使用率 (%)

	2015	2016	2017	2018	2019
上海宝湾	100	100	100	100	100
明江宝湾	100	100	100	100	100
昆山宝湾	95.6	98.2	100	100	100
广州宝湾	100	100	99	100	100
廊坊宝湾	88.2	96	100	100	100
龙泉宝湾	98.4	98.1	96.2	100	99
南京宝湾	100	99.8	100	98	100
北京宝湾				100	100
新都宝湾	100	99.6	93.9	100	100
胶州宝湾			41.5	88	91
津南宝湾		90.8	93.4	98	85
无锡宝湾		14.7	54.3	100	100
嘉兴宝湾			89.1	100	92
武汉宝湾	78	89	96	99	82
天津宝湾	100	87.3	73.3	93	70
南通宝湾	83.4	80.9	100	98	83
镇江宝湾		15	32.2	58	60

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

在不断增长的居民消费市场下,伴随着电商的快速发展,仓储需求持续上升,国内物流仓储设施规模扩张显著。根据 CBRE,截至 2017 年底,全国营业性通用仓库面积超过 10 亿平方米,但符合现代物流需求的高标准仓库占比仅为 5.3%,与美国 20%以上,澳大利亚 10%的国际水平相比,中国人均高标准仓库面积占比提升空间较大。

图表 8: 主要国家优质物流设施占比



资料来源: CBRE、中泰证券研究所

图表 9: 全国骨干流通网络与国家级流通节点城市

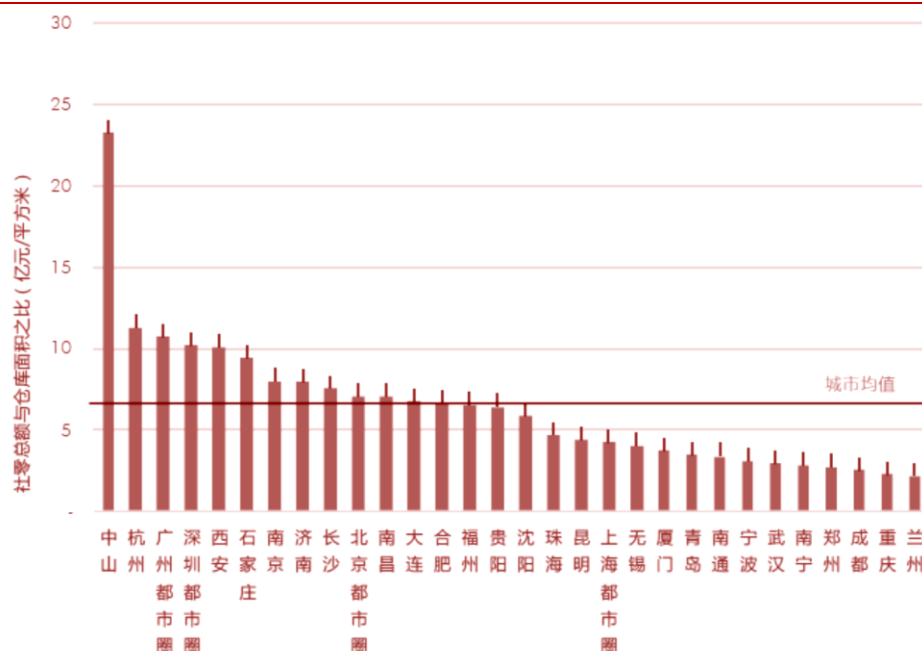


资料来源: 链家网、中泰证券研究所

从城市布局方面,我们参考各个城市社会零售总额与仓储面积之比衡量存量仓储面积的需求水平。据 CBRE,一线城市都市圈中,考虑不同区域消费水平的分化,广州、深圳都市圈仓储物流面积设施紧缺,北京都市圈仓储水平接近平均水平,而上海都市圈内仓储面积储备较高。其他城市方面,中山、杭州、西安、南京、济南、长沙内,仓储面积供应紧缺,兰州、重庆、成都、

郑州等中西部城市仓储面积新项目集中交付较多，整体供应面积相对平均水平更加充沛。

图表 10：国内各城市范围内社零总额/仓储面积情况



资料来源：CBRE、中泰证券研究所

2020 年 4 月 30 日，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》，正式启动基础设施领域的公募 REITs 试点工作。

此次公募 REITs 试点主要针对基础设施领域，聚焦重点行业，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。

公募 REITs 试点推出，一方面对于物流地产领域，在产业链上提供了完善的资本退出通道，资产流动性大幅提升，促进优质物流资产的价值提升；另外一方面，公募 REITs 为物流地产开发商提供了完善的投融资管退渠道，有助于企业降低负债率，优化资本结构，加速投资的运营的的市场化运作能力。

南山控股作为高端仓储物行业领先的开发运营商，2020 年提出在仓储物流板块优化创新商业模式，建立完善的“募投管退”资产管理能力，积极推进资产证券化、物流基金、公募 REITs 工作。截至 2019 年底，公司在全国范围内拥有及管理 63 个智慧物流园区、运营仓储面积近 340 万平米，是国内物流仓储行业的领军者。借助 REITs，公司将大大提升资金使用效率，缩短投资周期，实现物流园规模与收益的均衡发展。

地产开发：销售逆市高增长，重点区域深耕细作

南山控股集团房地产开发业务以南山地产公司为主体，公司开发策略坚守“区域深耕、布局重点城市”，重点关注长三角及大湾区的核心城市机会。同时，在开发业稳健发展的同时，公司不断提升存量的运营管理能力，持续打造精品化持有物业项目。

图表 11: 苏州南山楠项目



资料来源：链家网、中泰证券研究所

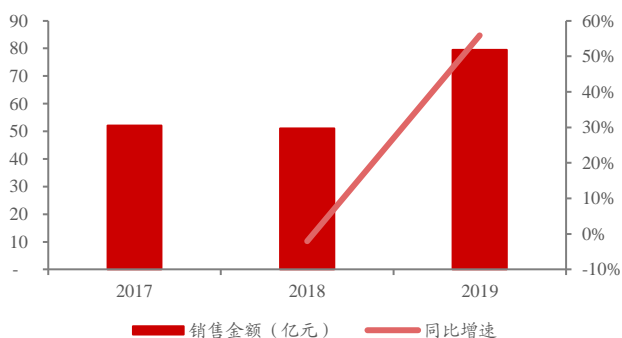
图表 12: 深圳海祥阁项目



资料来源：链家网、中泰证券研究所

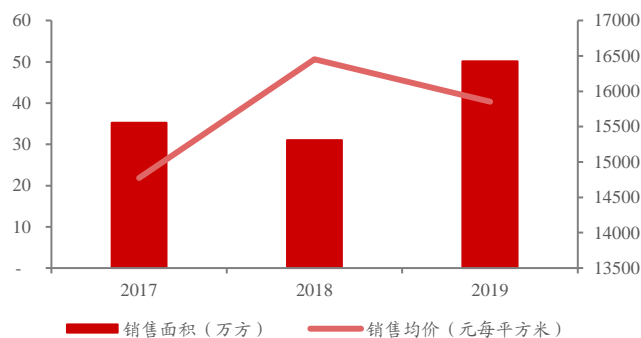
2019 年，南山控股房地产销售增长显著，全年销售额 79 亿，同比增长 56%。其中，商品房销售面积 50 万方，销售均价 15852 元每平方。商品房大幅增长主要源自于苏州、长沙及深圳项目的热销，三个城市项目销售贡献销售额 33.4 亿、16.5 亿及 11.9 亿，占全年销售额的 77.8%。

图表 13: 房地产销售金额及同比



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 14: 房地产销售面积及均价

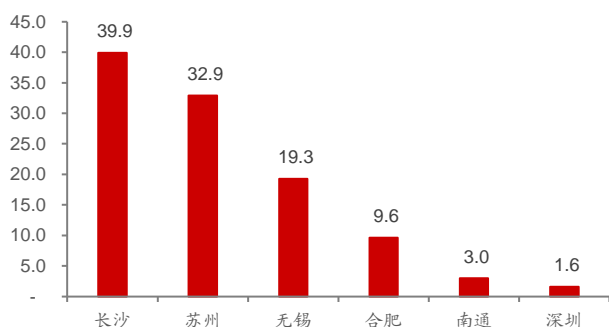


资料来源：Wind、中泰证券研究所

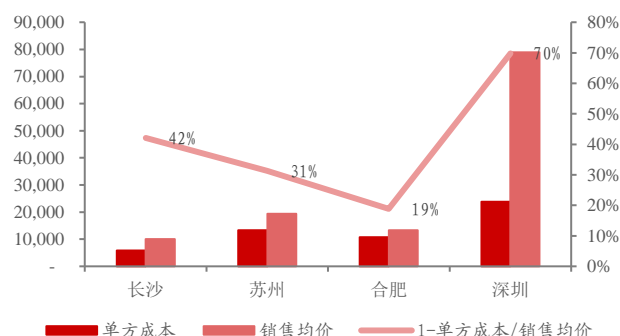
公司项目在建面积合计 106 万方，项目主要分部与长三角及中部强二线城市，包括长沙、苏州、无锡等，三城市储备项目合计 92 万方，占总储备的 86.6%。房地产项目储备位于核心城市优质地段，储备项目质量优秀。

我们按照预计总投资与规划建筑面积衡量项目单方成本，并与 2019 年公司房地产项目的销售均价对比，通过 1-单方成本/销售均价衡量公司房地产项目

的利润率水平。公司长沙、苏州储备项目未竣工面积占比较高，利润空间较大，进一步增加未来公司房地产业务利润结算弹性。

图表 15: 储备未竣工项目建筑面积城市分布


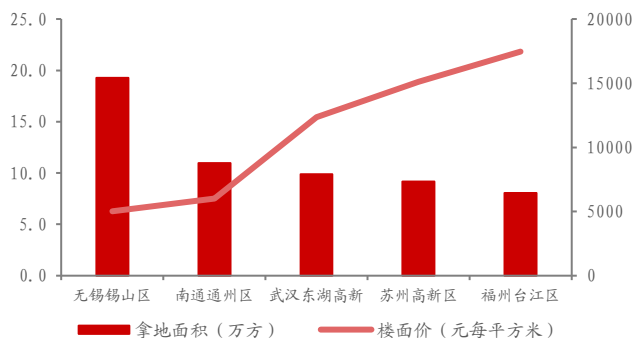
资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 16: 储备项目单方成本、均价及预计利润率情况


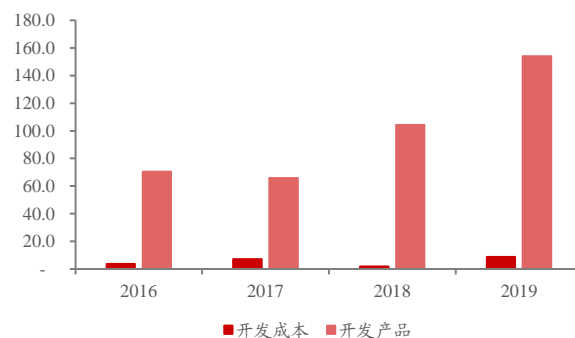
资料来源: Wind、中泰证券研究所

2019 年，房住不炒背景下，市场整体降温，南山控股抓住机遇，在土地市场精准抓住投资机会，低成本快速补充土地储备。公司 2019 年合计新增土地储备建筑面积 57 万方，新增项目位于苏州、福州、武汉、南通等二线城市优质地段，土地储备进一步增厚。

过去两年公司土地储备进一步增厚，资产负债表存货科目大幅增长，衡量在建项目规模的开发成本细分科目，2019 年账面价值 154 亿，同比大幅增 47.7%。

图表 17: 公司拿地面积及楼面价情况


资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 储备项目成本科目细分 (亿元)


资料来源: Wind、中泰证券研究所

除地产开发业务外，公司持有物业规模稳步增长，提供稳定经常性租金收入。2019 年，公司持有物业合计可租面积 9.8 万方，项目主要位于苏州、南通及合肥等长三角二线城市，成熟运营项目出租率超过 80%。

图表 19: 公司主要项目出租情况

项目名称	所在位置	项目业态	可出租面积 (平方米)	平均出租率
赤湾物业	深圳南山区	综合楼、幼儿园	4,200	81%
维乐邻里生活广场	苏州吴中区	集中商业	26,919	94%
金城 1958	苏州姑苏区	会所	852	100%
南山国际社区	南通港闸区	公寓	525	100%
南山国际社区	南通港闸区	街铺	4,192	22%
南山·三食六巷	合肥庐江县汤池镇	商业	17,882	86%
南山光谷自贸港	武汉东湖开发区	办公	43,510	84%

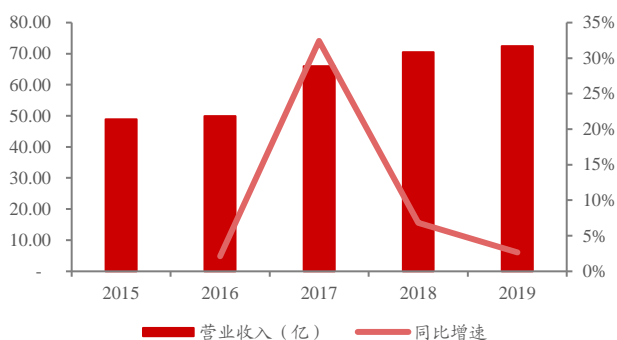
资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

财务表现: 现金充足, 负债率维持在低位

2015、2018 年两次资产重组后, 公司收入稳健增长, 伴随前期房地产项目及物流仓储项目拓展增长, 公司经营进入上行周期, 业绩蓄势待发。

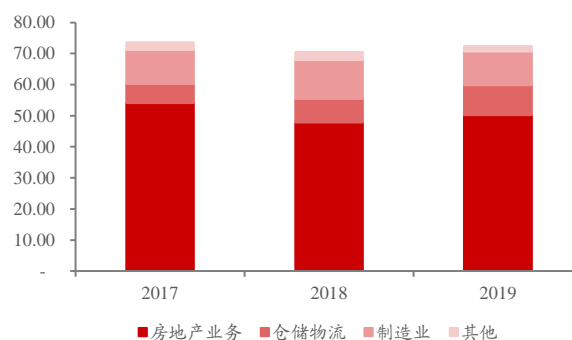
2019 年, 公司实现营业收入 72.38 亿, 同比增长 2.6%, 增速相比 2018 年小幅下降 4.2pct。其中, 房地产业务、仓储物流业务分别实现收入 50.13 亿及 9.66 亿, 同比增长 4.7% 及 28.2%。制造业及其他业务分别实现收入 10.87 亿及 1.71 亿, 同比下滑 12.6% 及 36.1%。

图表 20: 公司近五年营业收入



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: 公司收入结构拆分



资料来源: Wind、中泰证券研究所

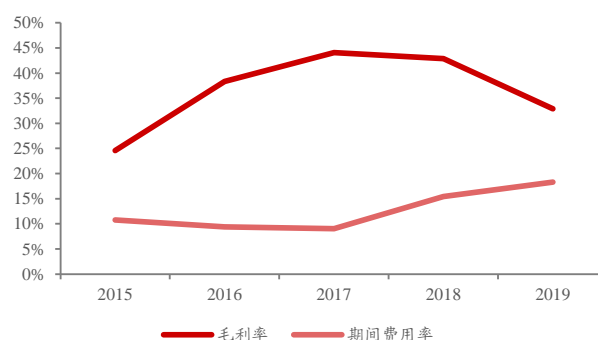
利润方面, 2019 年公司实现归母净利润 4.03 亿, 同比下滑 20.2%, 下滑幅度相比 2018 年收窄 1.2pct。受房地产业务结算毛利率下降, 以及物流仓储业务快速扩张, 财务费用上升, 公司净利润在规模扩张前期阶段性下滑。

图表 22: 公司近五年归母净利润



资料来源: Wind、中泰证券研究所

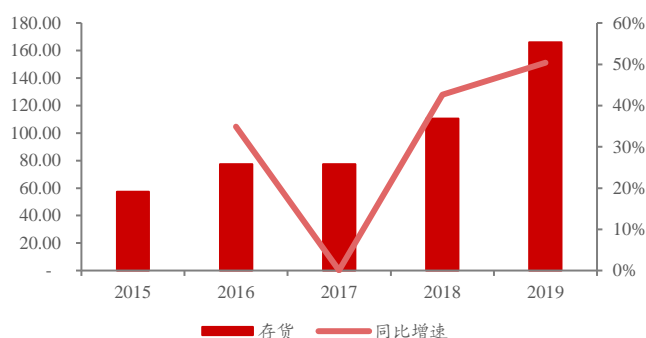
图表 23: 公司毛利率及期间费用率



资料来源: Wind、中泰证券研究所

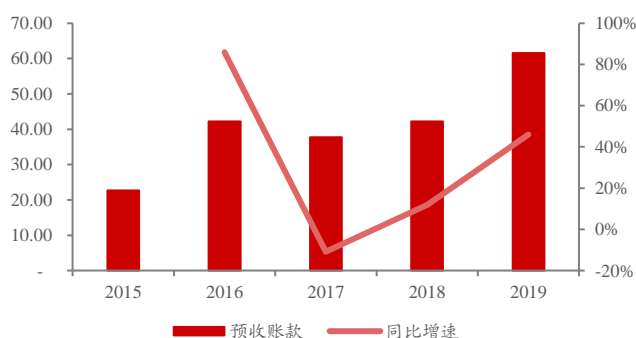
伴随房地产业务销售拿地的快速增长, 公司存货及预收账款增长显著, 资产负债表规模快速扩张。2019年, 公司存货科目合计166.14亿, 同比增长50.4%, 其中开发成本大幅增长, 房地产开发规模快速提升。2019年, 公司预收账款61.56亿, 同比增长45.9%, 预收账款对房地产业务收入覆盖倍数由2018年0.88升至1.23, 收入覆盖倍数大幅提高。

图表 24: 公司存货及同比增速



资料来源: Wind、中泰证券研究所

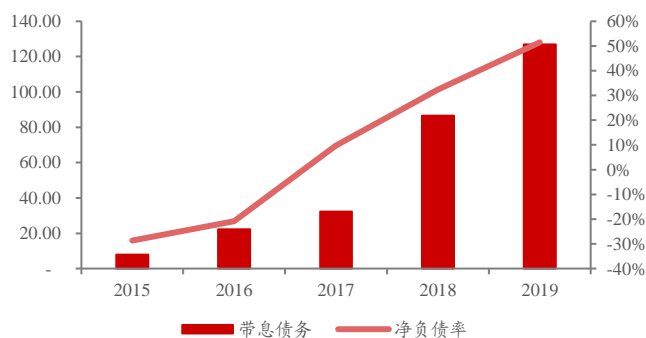
图表 25: 公司预收账款及同比增速



资料来源: Wind、中泰证券研究所

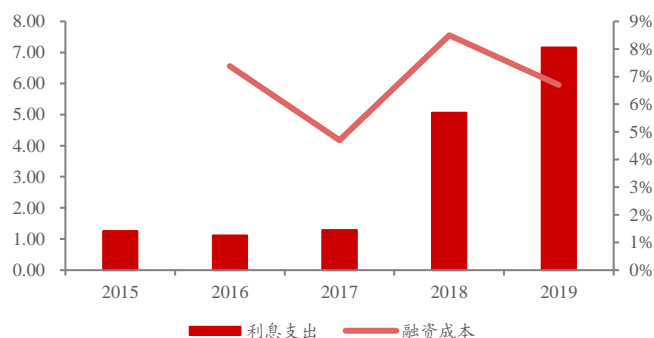
在过去三年行业集中度不断向龙头房企提升的过程中, 公司抓住机会, 利用自身综合实力优势, 逆周期加杠杆, 在保持安全边际的前提下, 带息债务及净负债率快速上升。截至2019年末, 公司货币资金68.06亿, 短期借款及一年内到期的非流动性负债之和44.29亿, 现金短债比1.54; 带息债务合计126.89亿, 同比增长46.5%, 净负债率为51.5%, 同比增加19.1pct。

图表 26: 公司带息债务及净负债率



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: 利息支出及融资成本



资料来源: Wind、中泰证券研究所

我们按照包含资本化的利息支出与公司期末期初平均带息负债之比, 衡量公司的平均债务成本, 2019 年带息债务平均融资成本为 6.7%, 相比 2018 年融资成本 8.5% 下降 179BP。融资成本下降主要两个原因, 一方面, 2019 年市场利率整体下行, 公司资质较好, 融资成本下行显著; 另外一方面, 2018 年公司负债全年匀速提升, 2019 年主要在四季度集中增加负债。因此, 通过含资本化利息的利息支出除以期初期末平均带息债务计算的融资成本, 在 2019 年降低幅度较大。

盈利预测及投资建议

伴随公司新增物流地产项目投入使用、房地产项目交付结算, 公司业绩进入景气上行周期, 预计 2020 至 2022 年, 公司实现营业收入 88.91 亿、108.45 亿、132.49 亿, 同比增长 19.89%、21.99% 及 22.17%, 实现归属母公司净利润 5.57 亿、7.55 亿及 10.51 亿, 同比增长 30.72%、35.42 及 39.30%; 摊薄后每股收益 0.21、0.28 及 0.39, 对应 PE 为 14.09 倍、10.4 倍及 7.47 倍。

核心假设:

1. 物流仓储业务: 仓储物流行业稳定发展, 高端物流园区需求旺盛, 行业集中度不断提升; 公募 REITs 试点政策推进, 物流园开发商“募投管退”链条打通, 项目投资周期缩短, 行业投资效率快速提升。
2. 房地产业务: 行业调控背景延续“房住不炒”、“房不刺经”、“稳房价、稳地价、稳预期”基调, 市场整体量价平稳, 去化率维持稳定, 公司存量未售项目保持稳定的销售去化速度, 并在报告期内均匀结算。
3. 制造业及其他业务: 规模及盈利能力保持稳定, 公司集成房屋和船舶舾装两大制造业业务利润率维持在近三年平均水平, 作为公司主业物流仓储及房地产业务的补充。

图表 28: 公司主要业务拆分 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
房地产业务	5,013.35	6266.68	7833.35	9791.69
毛利率	33%	35%	37%	38%
YoY	4.74%	25.00%	25.00%	25.00%
仓储物流	965.99	1255.79	1632.53	2122.28
毛利率	56%	58%	58%	57%
YoY	28.22%	30.00%	30.00%	30.00%
制造业	1,087.43	1140.46	1157.25	1128.38
毛利率	10%	10%	9%	9%
YoY	-12.58%	4.88%	1.47%	-2.49%
其他	171.22	227.73	222.35	207.10
毛利率	33%	35%	38%	35%
YoY	-36.14%	33.01%	-2.36%	-6.86%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

目前申万园区开发指数 PE 在 18.1 倍交易, 公司 2020 年业绩对应目前股价 PE 为 14.09 倍。公司仓储物流业务板块, 2019 年新增物流园区较多, 伴随佛山、重庆西彭、珞璜、嘉兴、成都等项目竣工集中投入使用, 物流园区运营面积稳健提升。房地产业务方面, 2019 年公司结算项目主要为 2018 年销售项目 (苏州南山维拉、南山楠, 长沙十里天池, 武汉十里星空等), 2019 年公司房地产预售、拿地大幅增长, 公司房地产业务结算增长可期。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 29: 可比公司估值 (市盈率)

代码	简称	2020E	2021E	2022E
600639.SH	浦东金桥	11.75	9.39	7.52
002314.SZ	南山控股	14.09	10.40	7.47
600658.SH	电子城	15.35	12.59	12.26
600648.SH	外高桥	15.83	13.79	12.10

资料来源: Wind、中泰证券研究所 注: 预测估值来自 wind 一致预期

风险提示

- **公募 REITs 政策推进不及预期:** 公司仓储物流业务属于典型的重资产行业, 项目资金投入量大, 经营培育期长, 资金回收期长, 公募 REITs 政策的试点运行, 完善了公司的融资渠道, 加速了资金周转速度与项目扩张。如果公募 REITs 试点政策推进速度不及预期, 将导致公司融资渠道受限, 物流园区项目扩张速度放缓, 进一步导致业绩增速不及预期。
- **房地产调控政策超预期:** 房地产业务方面, 南山控股 2019 年土地储备扩张显著, 如果房地产调控政策超预期收紧, 公司储备项目销售去化速度将收到冲击; 如果调控政策导致需求被抑制, 房价下滑将导致公司存货计提减值准备, 进一步冲击未来业绩释放。

图表 30: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	28,050	21,970	25,544	29,290	营业收入	7,238	8,891	10,845	13,249
现金	6,806	5,467	7,222	8,979	营业成本	4,858	5,781	6,824	8,137
交易性金融资产	-	-	-	-	营业税金及附加	354	846	1,079	1,290
应收账款	1,018	1,285	1,561	1,896	营业费用	251	293	358	444
其它应收款	1,462	2,431	2,353	3,058	管理费用	663	653	886	1,090
预付账款	91	77	105	129	研发费用	25	31	38	46
存货	16,614	11,803	13,155	13,857	财务费用	386	401	413	480
其他	2,060	907	1,148	1,371	资产减值损失	(9)	-	-	-
非流动资产	14,966	15,174	17,796	19,323	公允价值变动损益	(1)	0	0	0
金额资产类	-	-	-	-	投资净收益	38	23	23	28
长期投资	1,041	1,021	1,027	1,025	其他经营收益	22	15	19	18
固定资产	2,299	3,248	4,417	5,240	营业利润	770	923	1,290	1,808
无形资产	4,288	4,685	5,062	5,442	营业外收支	35	35	35	35
在建工程	2,335	2,490	2,821	3,216	利润总额	805	959	1,325	1,844
其他	5,003	3,730	4,467	4,400	所得税	305	339	486	676
资产总计	43,016	37,144	43,340	48,613	净利润	501	619	839	1,168
流动负债	19,997	14,816	18,105	20,196	少数股东损益	74	62	84	117
短期借款	1,953	1,422	1,730	1,701	归属母公司净利润	426	557	755	1,051
应付款项	2,233	2,187	2,857	3,409	EBITDA	1,597	1,778	2,298	2,965
预收账款	6,156	4,715	5,030	5,301	EPS (最新摊薄)	0.16	0.21	0.28	0.39
其他	9,655	6,492	8,489	9,785	主要财务比率				
非流动负债	11,585	10,275	12,343	14,357	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	6,181	8,058	10,091	12,110	成长能力				
其他	5,404	2,217	2,252	2,247	营业收入增长率	2.64%	22.83%	21.99%	22.17%
负债合计	31,582	25,091	30,448	34,553	营业利润增长率	-35.91%	19.89%	39.70%	40.21%
少数股东权益	3,022	3,084	3,168	3,285	归属于母公司净利润增长率	-15.49%	30.72%	35.42%	39.30%
归属母公司股东权益	8,412	8,969	9,724	10,775	获利能力				
负债和股东权益	43,016	37,144	43,340	48,613	毛利率	32.88%	34.98%	37.08%	38.58%
					净利率	6.92%	6.97%	7.73%	8.82%
					ROE	3.84%	4.75%	6.05%	7.80%
					ROIC	3.35%	4.86%	5.17%	6.01%
					偿债能力				
					资产负债率	73.42%	67.55%	70.25%	71.08%
					净负债比率	33.59%	44.68%	46.09%	46.16%
					流动比率	1.40	1.48	1.41	1.45
					速动比率	0.57	0.69	0.68	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.22	0.27	0.29
					应收账款周转率	7.68	8.41	8.38	8.39
					应付账款周转率	3.25	3.12	3.59	3.31
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.21	0.28	0.39
					每股经营现金流 (最新摊薄)	(0.87)	(0.52)	0.84	0.87
					每股净资产 (最新摊薄)	3.11	3.31	3.59	3.98
					估值比率				
					P/E	18.42	14.09	10.40	7.47
					P/B	0.93	0.88	0.81	0.73
					EV/EBITDA	11.44	9.38	7.76	6.11

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
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；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）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。