

南山控股(002314)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号: S1500522010002

联系电话: 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

地产业务拓展优质地块, 物流仓储开启 REITs 运作

2022年11月03日

◆ **结转影响营收同比下降, 净利润承压。**公司 2022 年前三季度营业收入 49.21 亿元, 同比下降 5.45%, 归母净利润亏损 2.71 亿元, 同比下降 174.05%, 扣非后归母净利润亏损 3.3 亿元, 同比下降 330.25%, 毛利率 22.78%, 较去年同期上升 2.05pct。公司营收同比下降主要受到公司项目结算周期影响。净利润同比大幅下降主要由于: 1) 费用率上升: 公司销售费用率、管理费用率分别为 4.12%和 13.65%, 同比上升 0.55pct 和 2.00pct; 2) 公司 2022 年制造业研发投入增加, 研发费用上升 77.4%, 同时 2021 年同期赤湾房地产出表及胜宝旺并表产生投资收益, 今年投资收益大幅下降 72.18%。

◆ **物流仓储业务: 拟开展公募 REITs 运作。**公司 8 月发布《关于控股子公司开展基础设施公募 REITs 运作的议案》, 拟将天津宝湾、廊坊宝湾、南京空港宝湾和嘉兴宝湾作为底层基础设施项目, 发行基础设施公募 REITs。目前基础设施项目的初步估值是 19.97 亿元, 按照资产基础评估法, 公司四个项目的价值分别为 4.7 亿元、6.2 亿元、4.9 亿元和 2.6 亿元, 较账面价值分别增值 154.12%、389.79%、215.60%和 140.28%。通过实施基础设施公募 REITs 项目, 公司实现自持物业资产出表, 经公司初步评估预计可为公司实现归母净利润约 4.9 亿元。就公司过去出表物流园的情况来看, 2020 年公司出表的上海明江宝湾、广州宝湾重估增值达到了 448.0%和 286.5%, 为公司当年带来 12.48 亿投资收益。除了出表带来的资产收益之外, 项目出表之后, 公司通过持有 REITs 的部分股权还能够享受项目利润。

◆ **房地产业务: 保持拿地节奏, 积极拓展优质地块。**根据克尔瑞口径, 公司 2022 年前三季度累计实现销售金额 64 亿元, 同比下降 18.54%, 降幅优于大市, 排名有所提升。同时, 公司保持拿地节奏, 前三季度公司在上海、成都获三宗地块, 总规划建筑面积 9.62 万平米, 考虑 2022 年市场整体下行, 房企大多谨慎拿地, 公司能保持在公开市场拿地已属不易。且公司获取地块城市能级较高, 其中分别在 6 月和 10 月在上海获得两宗地块, 考虑到后续市场在筑底恢复的过程中, 基本面较好的核心城市有望率先受益于政策放松销售回暖, 公司在核心城市获取的地块有望受益。

◆ **维持公司“买入”评级。**随着公司地产业务销售规模增加, 地产业务结算规模有望提升, 在建物流仓储项目完工, 运营面积增加, 租金收入有望保持增长, 制造业及其他业务发展稳定, 给予公司“买入”评级, 目标价 7.73 元。

◆ **风险因素:** 房地产调控政策收紧或放松不及预期, 地产行业销售下行幅度超预期, 公司地产开发业务和物流地产业务拓展不及预期

重要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A
营业总收入(百万元)	11,232	11,180	14,438	17,076	20,277
增长率 YoY %	55.1%	-0.5%	29.1%	18.3%	18.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,293	976	1,015	1,102	1,263
增长率 YoY%	220.5%	-24.5%	4.0%	8.6%	14.6%
毛利率%	28.4%	21.0%	22.8%	23.6%	23.2%
净资产收益率 ROE%	13.2%	10.2%	9.6%	9.4%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.48	0.36	0.37	0.41	0.47
市盈率 P/E(倍)	6.39	8.46	8.14	7.49	6.54
市净率 P/B(倍)	0.84	0.86	0.78	0.71	0.64

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 11 月 03 日收盘价

资产负债表					利润表				
		单位: 百万元					单位: 百万元		
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	42,755	46,591	48,727	54,201	营业总收入	11,180	14,438	17,076	20,277
货币资金	9,920	6,621	8,303	6,090	营业成本	8,838	11,144	13,053	15,569
应收票据	28	60	35	78	营业税金及附加	268	347	410	487
应收账款	805	920	1,073	1,293	销售费用	301	419	495	568
预付账款	482	1,114	653	778	管理费用	857	967	1,110	1,318
存货	22,470	33,250	32,016	37,182	研发费用	40	52	61	73
其他	9,050	4,626	6,649	8,780	财务费用	546	466	691	740
非流动资产	28,491	31,272	35,004	38,624	减值损失合计	-8	0	0	0
长期股权投资	3,468	3,468	3,468	3,468	投资净收益	774	433	256	304
固定资产(合计)	4,358	5,541	7,712	9,856	其他	14	69	81	97
无形资产	5,922	6,736	7,464	8,230	营业利润	1,110	1,546	1,593	1,923
其他	14,743	15,526	16,359	17,070	营业外收支	72	0	0	0
资产总计	71,246	77,863	83,730	92,825	利润总额	1,182	1,546	1,593	1,923
流动负债	34,606	36,197	38,302	43,373	所得税	245	321	330	399
短期借款	1,060	1,060	1,060	1,060	净利润	937	1,225	1,263	1,524
应付票据	148	81	137	209	少数股东损益	-39	110	114	137
应付账款	4,016	3,413	3,839	4,811	归属母公司净利润	976	1,015	1,102	1,263
其他	29,381	31,643	33,266	37,292	EBITDA	1,507	2,012	2,610	3,084
非流动负债	19,044	22,847	25,347	27,847	EPS(当年)(元)	0.36	0.37	0.41	0.47
长期借款	14,343	17,143	19,143	21,143					
其他	4,702	5,705	6,205	6,705					
负债合计	53,650	59,045	63,649	71,220					
少数股东权益	8,033	8,243	8,404	8,665					
归属母公司股东权益	9,563	10,575	11,677	12,940					
负债和股东权益	71,246	77,863	83,730	92,825					
重要财务指标									
主要财务指标									
营业总收入	11,180	14,438	17,076	20,277	现金流量表				
同比(%)	-0.5%	29.1%	18.3%	18.7%					
归属母公司净利润	976	1,015	1,102	1,263	单位: 百万元				
同比(%)	-24.5%	4.0%	8.6%	14.6%	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率(%)	21.0%	22.8%	23.6%	23.2%	经营活动现金流	3,012	-3,554	4,129	319
ROE(%)	10.2%	9.6%	9.4%	9.8%	净利润	937	1,225	1,263	1,524
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.37	0.41	0.47	折旧摊销	719	469	625	775
P/E	8.46	8.14	7.49	6.54	财务费用	686	763	889	989
P/B	0.86	0.78	0.71	0.64	投资损失	-774	-433	-256	-304
EV/EBITDA	14.69	14.44	11.44	11.21	营运资金变动	1,363	-5,543	1,651	-2,616
					其它	82	-36	-42	-50
					投资活动现金流	-10,296	-2,781	-4,058	-4,042
					资本支出	-3,782	-3,214	-4,314	-4,346
					长期投资	-2,613	0	0	0
					其他	-3,900	433	256	304
					筹资活动现金流	9,124	3,037	1,611	1,511
					吸收投资	3,589	-3	0	0
					借款	17,642	2,800	2,000	2,000
					支付利息或股息	-1,813	-763	-889	-989
					现金净增加额	1,839	-3,299	1,682	-2,213

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liuolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。