

## 南山控股

002314

审慎增持 (维持)

南山控股 2021 年报及 2022 一季报点评：  
物流地产较快增长，地产受益供给侧改革

2022 年 5 月 5 日

## 市场数据

市场数据日期	2022/4/29
收盘价 (元)	4.68
总股本 (百万股)	2708
流通股本 (百万股)	1338
总市值 (百万元)	12672
流通市值 (百万元)	6263
净资产 (百万元)	9440
总资产 (百万元)	73450
每股净资产 (元)	3.49

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11180	15555	18968	22276
同比增长	-0.5%	39.1%	21.9%	17.4%
归母净利润(百万元)	976	1040	1234	1518
同比增长	-24.5%	6.5%	18.7%	23.0%
毛利率	21.0%	23.9%	25.6%	26.4%
净利率	8.7%	6.7%	6.5%	6.8%
净资产收益率	10.2%	9.8%	10.4%	11.4%
每股收益(元)	0.36	0.38	0.46	0.56
每股经营现金流(元)	1.11	0.70	1.28	1.40

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

**2021 年、2022 年一季度业绩有所下滑，高基数及结转影响业绩表现。**2021 年、2022 年一季度公司分别实现营收 111.80 亿元、10.42 亿元，同比-0.46%、+22.93%；归母净利润 9.76 亿元、-1.26 亿元，同比-24.54%、-51.76%。**业绩有所下滑主因：1) 房地产业务结转规模及利润率有所下降。**2021 年公司房地产业务营收 61.63 亿元，同比-29.62%，占营收的 55.12%，毛利率 14.13%，同比下降 11.64pct。一季度单季有所亏损主要受结转节奏影响，过往一季度通常为全年业绩低点，对全年影响不大。**2) 物流地产业务投资收益减少。**2020 年宝湾物流成功发行类 REITs 确认较高投资收益而 2021 年无此事项，2021 年投资收益 7.7 亿元，较 2020 年少 6.3 亿元。

**物流地产受益行业格局改善，规模快速扩张，经营持续提升，核心资产价值凸显。**2021 年宝湾物流实现营收 14.72 亿元，同比增长 25%；经营净现金流 10.86 亿元，同比增长 42%；测算 2021 年 EBITDA 8.96 亿元。宝湾物流受益当前物流行业需求快速增长及行业竞争格局优化，公司园区规模快速增长。截至 2021 年末，公司运营、在建、待建和代管共 75 个物流园区，总仓储面积达 900 万方，同比增长 25%，2018 年至 2021 年复合增速 22%，未来随公募 REITs 快速发展，看好公司规模持续扩张。且公司项目布局优异，核心资产吸引力持续提升。长三角、大湾区等核心区域项目占比超 65%，仓库平均使用率 94.5%，同比上升 1.8pct。

**房地产业务受益供给侧改革，销售逆势增长，拿地积极。**2021 年公司实现全口径销售额 218 亿元，同比增长 123%，并表口径销售额 125 亿元，同比增长 22%。开发业务是公司的支撑性业务，是收入和利润的重要来源，公司将保持现有房地产业务发展规模，持续布局成都、苏州、武汉等一二线城市及粤港澳大湾区。且**公司受益地产供给侧改革趋势，拿地积极，力度较以往大幅度提升。**2021 年并表口径拿地力度 65%，全口径拿地力度估算 94%。地产结算利润率已有一定改善，2021 年末地产毛利率较半年报提升 4.56pct 至 14.13%，拿地利润率也有边际改善，2021 年下半年拿地溢价率降至 4.55%。

**三道红线达标，融资优势明显。**截至 2021 年末，公司资产负债率 75.3%，三道红线处于绿档。有息负债 234 亿，其中长期借款占比 69%，财务稳健。公司国企背景，融资渠道畅通且融资成本较低，2021 年综合融资成本 3.85%-4.99%。

**投资建议：**公司业务有较好发展前景。物流地产业务总需求快速爆发，行业竞争格局也有利于南山控股，并且南山控股自身拓展积极，未来能有较快增长。地产开发业务拿地力度较以往明显提升，受益供给侧改革。根据年报，我们维持盈利预测，预计 2022 年、2023 年 EPS 分别为 0.38、0.46 元，按 2022 年 4 月 29 日收盘价计算，对应 PE 分别为 12.2 倍、10.3 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：第三大股东继续减持风险、物流地产业务发展不及预期、房地产业务改善不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 相关报告

《南山控股：基本面边际改善，拓展物流地产相关业务》  
2022-02-18

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

研究助理：

王沁雯

wangqinwen@xyzq.com.cn

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

宋词

songci@xyzq.com.cn

## 报告正文

## 事件

公司发布 2021 年报和 2022 年一季报。2021 年、2022 年一季度公司分别实现营收 111.80 亿元、10.42 亿元，同比-0.46%、+22.93%；实现归母净利润 9.76 亿元、-1.26 亿元，同比-24.54%、-51.76%，实现归母扣非净利润 5.33 亿元、-1.52 亿元，同比-54.79%、-12.78%。

## 点评

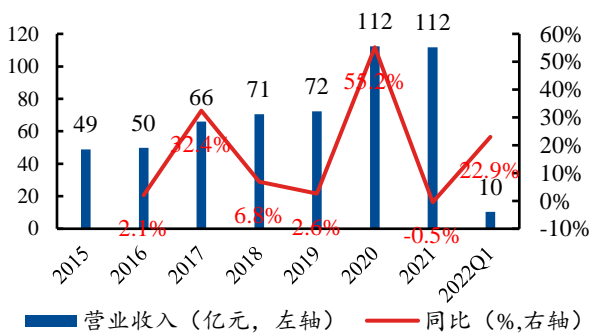
## 1、高基数及结转节奏影响业绩表现

2021 年、2022 年一季度业绩有所下滑，高基数及结转影响业绩表现。2021 年、2022 年一季度公司分别实现营收 111.80 亿元、10.42 亿元，同比-0.46%、+22.93%；实现归母净利润 9.76 亿元、-1.26 亿元，同比-24.54%、-51.76%，实现归母扣非净利润 5.33 亿元、-1.52 亿元，同比-54.79%、-12.78%。业绩有所下滑主因：

1) 受结转及市场下行影响，地产业务规模及利润率有所下降。2021 年公司地产业务营收 61.63 亿元，同比-29.62%，占营收的 55.12%，毛利率 14.13%，同比下降 11.64pct，一定程度影响 2021 年业绩。一季度单季有所亏损主要受结转节奏影响，过往一季度通常为全年业绩低点，对全年业绩影响不大。

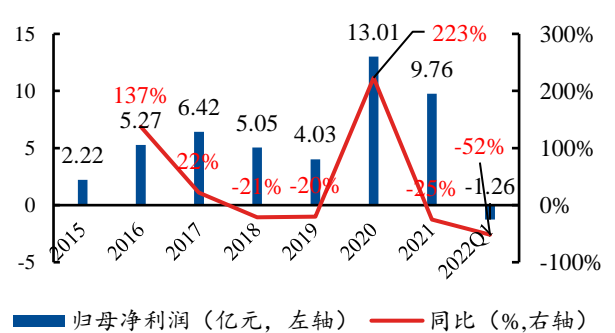
2) 物流地产投资收益减少。2020 年宝湾物流成功发行类 REITs 确认较高投资收益而 2021 年无此事项，2021 年投资收益 7.74 亿元，较 2020 年少 6.3 亿元，高基数效应影响 2021 年业绩。

图 1、南山控股营收及同比增速



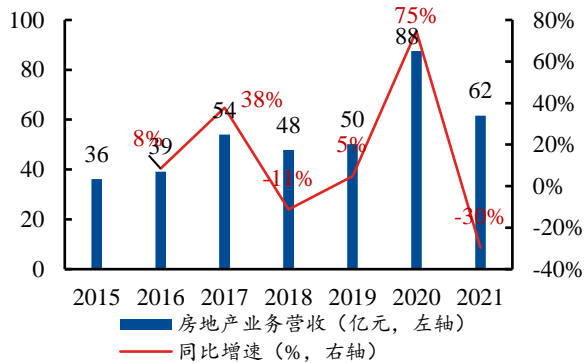
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、南山控股归母净利润及同比增速



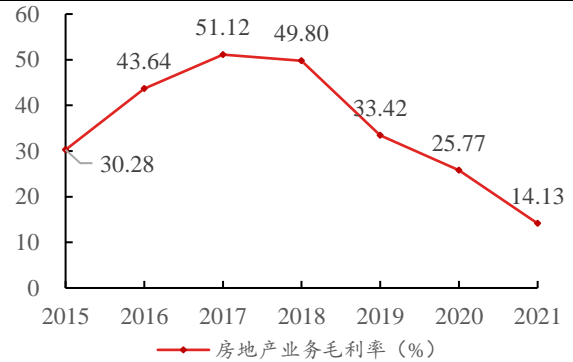
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、地产业务营收及同比增速



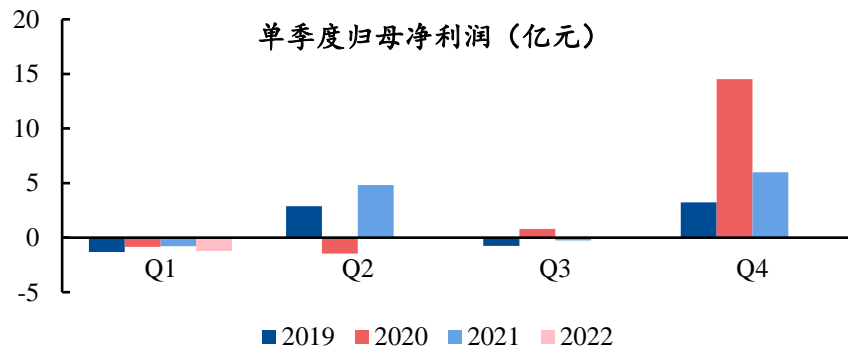
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、地产业务毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、一季度对全年业绩贡献较小

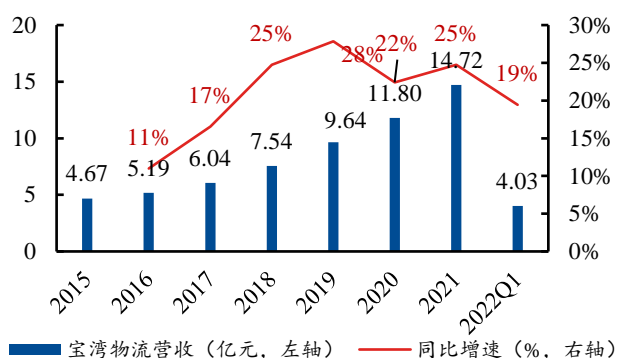


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

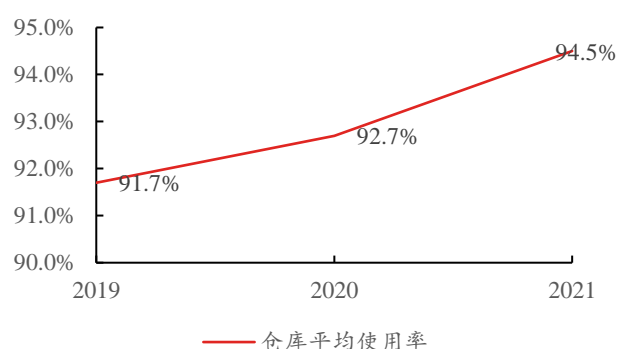
## 2、物流地产业务规模较快增长，核心资产价值凸显

物流地产业务表现优异，持续贡献稳定现金流。2021 年宝湾物流实现营收 14.72 亿元，同比增长 25%；经营净现金流 10.86 亿元，同比增长 42%；测算 2021 年 EBITDA 8.96 亿元。

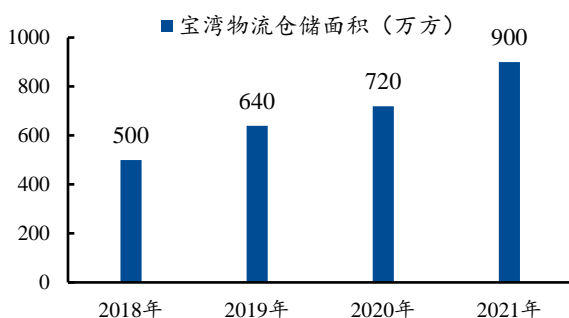
宝湾物流受益当前物流行业需求快速增长及行业竞争格局优化，公司园区规模快速增长。2021 年，公司物流园区新增竣工面积 102.1 万方，新增获取土地面积 668 亩，新增东莞管理输出项目。截至 2021 年末公司运营、在建、待建和代管共 75 个物流园区，总仓储面积达 900 万方，同比增长 25%，2018 年至 2021 年复合增速 22%，未来随公募 REITs 快速发展，看好公司规模持续扩张。且公司项目布局优异，核心资产吸引力持续提升，长三角、大湾区等核心区域项目占比超 65%，仓库平均使用率 94.5%，同比上升 1.8pct。

**图 6、宝湾物流营收快速增长**


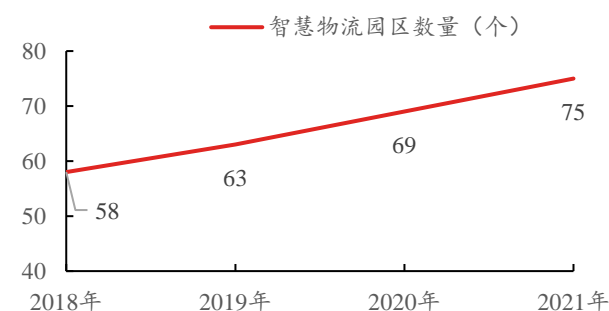
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 7、宝湾物流使用率**


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 8、宝湾物流规模快速增长**


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 9、宝湾物流在管园区数量**


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、地产业务受益供给侧改革，销售逆势增长，拿地积极

房地产开发业务是公司的支撑性业务，是公司收入和利润的重要来源，公司将保持现有房地产业务发展规模，后续也将持续受益于当前供给侧改革趋势。

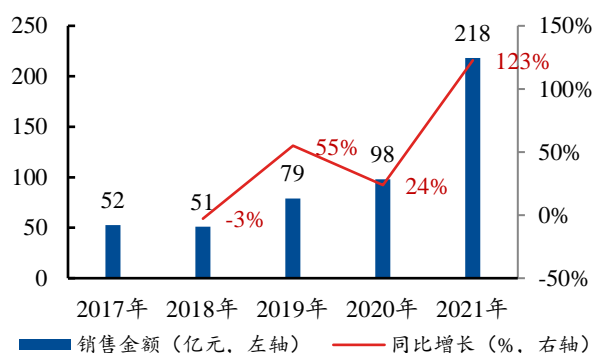
**销售逆势增长。**2021年公司实现全口径销售额218亿元，同比增长123%，并表口径销售额125亿元，同比增长22%，销售保持快速增长。

**拿地积极，持续布局一二线核心城市及长三角、湾区等核心区域。**2021年公司通过招拍挂、联合竞拍、收并购等方式累计获取土地21宗，总建面244.7万平方米，权益建面156.8万平方米，权益地价总额约150.4亿，按权益比例估算拿地总额206亿，拿地力度94%；其中，并表口径地块11宗，新增拿地建面125.4万方，拿地金额81亿元，按并表口径估算拿地力度65%，始终保持较高拿地力度。新增投资的项目主要布局在上海、深圳、苏州、无锡、武汉、成都、东莞等9个城市，均位于长三角、长江中游、成渝及粤港澳等地区的核心一线及强二线城市。截至2021年末，公司剩余

可开发建面 125.88 万方。

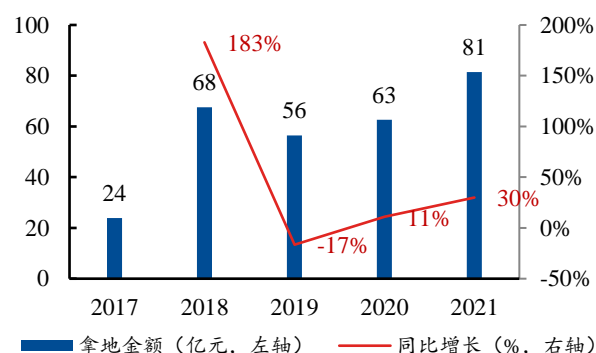
**利润率边际改善。**地产结算利润率已有一定改善，2021 年末地产毛利率较半年报提升 4.56pct 至 14.13%。拿地利润率也有边际改善，2021 年下半年来公司拿地溢价率降至 4.55%，2020 及 2021 上半年为 55.64%。

图 10、地产销售金额快速增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、拿地金额快速增长（并表口径）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、累计土地储备（2021 年末）

项目/区域名称	总占地面积 (万㎡)	总建筑面积 (万㎡)	剩余可开发建筑面积 (万㎡)
华东区域	33.60	68.27	17.09
华中区域	49.40	86.86	33.88
成都	23.92	62.74	44.80
粤港澳大湾区	10.82	45.64	30.11
总计	117.74	263.52	125.88

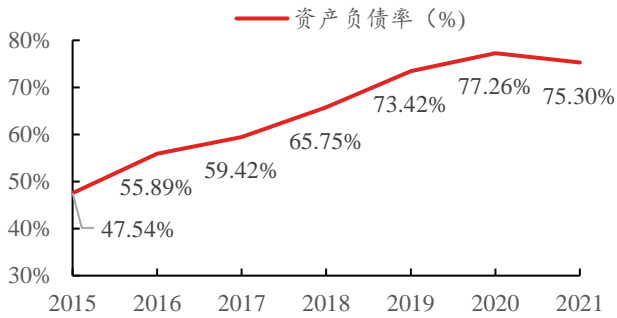
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、三道红线达标，融资优势明显

**三道红线达标，财务结构稳健。**2021 年末，公司资产负债率 75.3%，三道红线达标，在手货币资金 99 亿元，现金流充裕。年末有息负债 234 亿，其中长期贷款占比 69%，财务相对稳健。

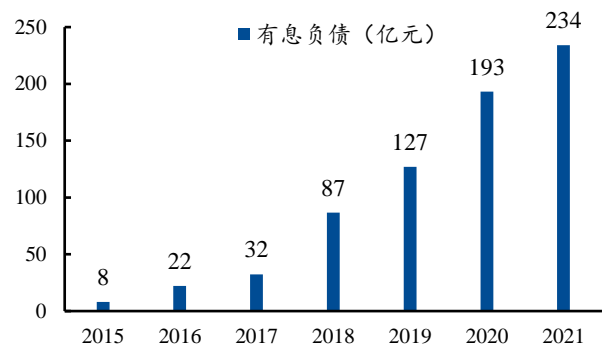
**国企背景，融资优势明显。**公司国企背景，融资渠道畅通且融资成本较低，2021 年南山地产通过加强回款、优化现金流、多元融资（如发行反向保理供应链 ABN）等多种方式，保障公司现金流安全垫，控制融资成本，全年综合融资成本 3.85%-4.99%。且宝湾物流也具备融资优势，2021 年发行 5 亿 3 年期中票、7 亿永续中票利率分别为 4.13%、5.3%，2022 年 5 亿 3 年期中票利率 3.4%。

图 12、南山控股资产负债率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、南山控股有息负债



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**公司业务有较好发展前景。物流地产业务总需求快速爆发，行业竞争格局也有利于南山控股，并且南山控股自身拓展积极，未来能有较快增长。地产开发业务拿地力度较以往明显提升，受益供给侧改革。根据年报，我们维持盈利预测，预计 2022 年、2023 年 EPS 分别为 0.38、0.46 元，按 2022 年 4 月 29 日收盘价计算，对应 PE 分别为 12.2 倍、10.3 倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**第三大股东继续减持风险、物流地产业务发展不及预期、地产业务改善不及预期

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	42755	38869	39396	43089	<b>营业收入</b>	11180	15555	18968	22276
货币资金	9920	13827	17582	20354	营业成本	8838	11837	14119	16401
交易性金融资产	242	242	242	242	税金及附加	268	374	748	878
应收票据及应收账款	833	1804	1484	2351	销售费用	301	418	510	599
预付款项	482	463	553	642	管理费用	857	1192	1453	1707
存货	22470	14992	10995	9995	研发费用	40	33	35	35
其他	8807	7540	8539	9504	财务费用	546	1231	1212	1177
<b>非流动资产</b>	28491	25929	24214	23901	其他收益	26	22	25	26
长期股权投资	3468	3468	3468	3468	投资收益	774	739	972	828
固定资产	4358	6054	6557	6415	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	4948	2721	1497	823	信用减值损失	-111	-68	-77	-80
无形资产	5922	6439	6957	7474	资产减值损失	-8	0	0	0
商誉	11	12	13	13	资产处置收益	98	58	67	69
长期待摊费用	76	65	50	36	<b>营业利润</b>	1110	1220	1878	2322
其他	9708	7170	5672	5671	营业外收入	78	46	50	58
<b>资产总计</b>	71246	64798	63610	66990	营业外支出	7	7	10	9
<b>流动负债</b>	34606	27459	25156	27224	<b>利润总额</b>	1182	1259	1918	2371
短期借款	1060	1785	1543	1624	所得税	245	261	761	940
应付票据及应付账款	4164	4,620.40	5,548.0	6,644.4	净利润	937	998	1157	1431
其他	29381	21053	18065	18956	少数股东损益	-39	-42	-77	-87
<b>非流动负债</b>	19044	18750	18707	18588	<b>归属母公司净利润</b>	976	1040	1234	1518
长期借款	14343	14220	14097	13974	<b>EPS(元)</b>	0.36	0.38	0.46	0.56
其他	4702	4530	4610	4614					
<b>负债合计</b>	53650	46208	43863	45812					
股本	2708	2708	2708	2708	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	1949	1949	1949	1949	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	4567	5602	6829	8339	<b>成长性</b>				
少数股东权益	8033	7991	7914	7827	营业收入增长率	-0.5%	39.1%	21.9%	17.4%
<b>股东权益合计</b>	17596	18590	19747	21178	营业利润增长率	-51.5%	9.9%	54.0%	23.7%
<b>负债及权益合计</b>	71246	64798	63610	66990	归母净利润增长率	-24.5%	6.5%	18.7%	23.0%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	21.0%	23.9%	25.6%	26.4%
					净利率	8.7%	8.7%	6.7%	6.5%
					ROE	10.2%	9.8%	10.4%	11.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	75.3%	71.3%	69.0%	68.4%
					流动比率	1.24	1.42	1.57	1.58
					速动比率	0.59	0.87	1.13	1.22
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	18.0%	22.9%	29.5%	34.1%
					应收帐款周转率	884.5%	951.8%	941.8%	938.7%
					存货周转率	40.0%	63.2%	108.6%	156.2%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.36	0.38	0.46	0.56
					每股经营现金	1.11	0.70	1.28	1.40
					每股净资产	3.53	3.91	4.37	4.93
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	13.0	12.2	10.3	8.3
					PB	1.3	1.2	1.1	0.9

## 现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	976	1040	1234	1518
折旧和摊销	657	715	889	984
资产减值准备	119	121	-4	190
资产处置损失	-98	-58	-67	-69
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	686	1231	1212	1177
投资损失	-774	-739	-972	-828
少数股东损益	-39	-42	-77	-87
营运资金的变动	1528	1192	720	1045
<b>经营活动产生现金流量</b>	3012	1893	3479	3779
<b>投资活动产生现金流量</b>	-10296	2645	1852	212
<b>融资活动产生现金流量</b>	9124	-630	-1576	-1219
现金净变动	1839	3908	3755	2771
现金的期初余额	8044	9920	13827	17582
现金的期末余额	9883	13827	17582	20354

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn