

长期发展后劲十足，坐拥物流+产业园 REIT 双赛道

股东资源丰富，房地产业务发展后劲十足。2021 年公司房地产收入达到 61.6 亿元，占公司总收入的 55.1%，是公司的支撑型业务。其控股股东为中国南山开发集团，深耕于深圳赤湾区域，未来将持续受益于深圳建设“全球海洋中心城市”三大示范区的规划。自 2018 年以来，公司销售规模持续增长，2021 年销售收入年达到 218 亿元，同比增长 122.7%。公司强劲的销售表现和公司自 2016 年以来拿地强度不断提升有关，充足的土储将助力公司地产销售持续高增长。

公司坐拥物流+产城 REIT 双赛道，REIT 大发展有利于公司轻资产运营及业务扩张。公司的仓储物流业务主要由旗下子公司宝湾物流开展。截至 2021 年，宝湾物流在国内拥有 75 个物流园区，仓储面积达 900 万方，市占率位于国内 Top3 水平。宝湾物流 2021 年营业收入为 15.38 亿元，同比增长 29.3%，自 2018 年以来复合增速达到 26.9%。除此以外，公司还有销售+自持双模式的产城综合开发业务，截至 2021 年底已有 3 个自持项目运营，综合出租率达到 98.1%。公司围绕 REIT 已有多项尝试：1. 曾在 2020 年成功发行类 REITs，当年给公司带来投资收益 12.5 亿元，增值率达到 379.8%；2. 公司于今年 4 月公布和中联基金成立 10 亿规模的 pre-REIT 投资基金，投资工业园区项目，未来可通过 REITs 方式实现退出。基础设施公募 REITs 的政策红利将推动公司发展。

入股中国核能科技，新能源业务整装待发。公司于近期完成入股在港股上市的中国核能科技（0611.HK），配股完成后公司持有 29.1% 的股权，成为其第一大股东。中国核能科技是以 EPC 工程业务为传统主业，风光发电业务为新型战略业务的公司，中国核能科技于 2013 年切入光伏发电业务，于 2020 年切入风电业务。截至 2021 年末共有装机容量总装机容量达到 405MW，其中光伏装机占比达到 65.4%。由于公司是传统的高标准仓库和产业园区运营商，拥有大量物业资源，因而有意在入股后将屋顶光伏业务作为公司增值业务发展，创造新业绩增长点。

重申买入评级，上调目标价至 6.71 元/股。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.44/0.50/0.54 元。根据分部估值法，我们给予公司房地产业务/产城综合开发业务 2022 年合理 PE 应该在 6.1X/12.5X，仓储物流业务合理 P/GFA 应当在 3485X，加总后对应总市值为 181 亿元，目标价 6.71 元/股。

风险提示：1. 物流园区开发受疫情影响减缓；2. 结算业绩不及预期。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,232	11,180	15,282	18,562	22,776
增长率(%)	55.2	-0.5	36.7	21.5	22.7
净利润(百万元)	1,301	976	1,191	1,358	1,459
增长率(%)	223.1	-25.0	22.0	14.0	7.4
EPS(元/股，摊薄)	0.48	0.36	0.44	0.50	0.54
P/E(倍)	9.7	13.0	10.6	9.3	8.7
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

南山控股 (002314)

维持

买入

强劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

发布日期：2022 年 05 月 11 日

当前股价：4.55 元

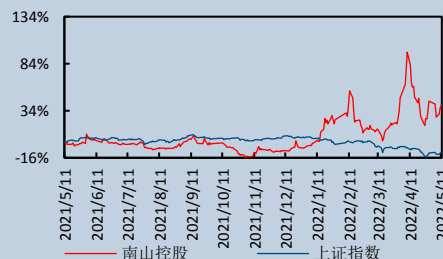
目标价格 6 个月：6.71 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-28.68/-22.74	-0.66/11.6	40.11/50.88
12 月最高/最低价 (元)			7.0/2.7
总股本 (万股)			270,778.25
流通 A 股 (万股)			133,814.93
总市值 (亿元)			123.2
流通市值 (亿元)			60.89
近 3 月日均成交量 (万股)			9,625.18
主要股东			
中国南山开发(集团)股份有限公司			57.99%

股价表现



相关研究报告

22.05.01	【中信建投房地产】南山控股(002314): 仓储物流业务持续成长, 房地产业务逆势上扬
21.04.10	【中信建投房地产】南山控股(002314): 业绩大幅增长, 资产证券化开启新篇章——2020 年报点评
20.08.30	【中信建投房地产】南山控股(002314): 开发结转低于预期, 物流板块逆势增长——2020 年中报点评

目录

1. 股东资源丰富，房地产业务发展后劲十足.....	1
1.1 公司股东为南山开发集团，将长期受益于赤湾发展规划.....	1
1.2 房地产业务逆势增长，是上市公司业绩的有力支撑.....	3
1.3 承接母公司优质土储，助力赤湾开发建设.....	5
2. 坐拥物流+产城 REIT 双赛道，REIT 大发展助力扩张.....	6
2.1 物流地产行业供需仍存在错配，发展空间巨大.....	6
2.2 公司作为仓储物流行业龙头，业绩稳定，增长快速.....	8
2.2.1 宝湾物流是高标仓领域龙头	8
2.2.2 宝湾物流资产质量优异，助力营收持续稳定高增长.....	9
2.2.3 打通各融资渠道，助力仓储物流业务发展.....	12
2.3 两大持有型业务齐发力，REITs 政策红利助力公司业务发展及价值重估.....	12
3. 入股中国核能科技，新能源业务整装待发.....	14
3.1 入股中国核能科技，布局新能源业务	14
3.2 公司在新能源领域探索已久，入股后业务协同值得期待.....	16
4. 盈利预测与投资建议：重申买入评级，目标价 6.71 元.....	18
4.1 盈利预测：2022-2024 年 EPS 分别为 0.44/0.50/0.54 元.....	18
4.2 投资建议：重申买入评级，目标价 6.71 元/股	19
风险提示	20
报表预测	21

图表目录

图表 1： 2021 公司营业收入达到 111.8 亿元.....	1
图表 2： 2021 公司归母净利润达到 9.8 亿元	1
图表 3： 2021 年公司持有型资产营收占比上升	2
图表 4： 2021 年房地产业务毛利率下滑带动整体毛利率下滑.....	2
图表 5： 南山控股股权结构（截至 2022 年一季度末）	2
图表 6： 蛇口国际海洋城规划情况	3
图表 7： 深圳湾文化走廊规划情况	3
图表 8： 2021 年房地产全口径销售额大幅增长	3
图表 9： 公司 2015-2019 年拿地面积/销售面积.....	3
图表 10： 2019 年来拿地拿地强度持续上升	4
图表 11： 2021 年公司华东地区销售占比达到 58.5%	4
图表 12： 2021 年公司各区域土储占比均衡	4
图表 13： 公司融资结构中银行贷款占比达到 84.9%	5
图表 14： 公司银行贷款还款时间均在 2 年以上	5
图表 15： 赤湾地产站城市综合体项目建面规划（万方）	5
图表 16： 开云府项目地理位置优越	5

图表 17: 社会物流总额两年年均增长 6.1%	6
图表 18: 单位与居民物品物流额增长支撑总物流额高增长.....	6
图表 19: 2021 全国社会消费品零售总额同比增长 12.5%	7
图表 20: 2021 全国网上零售额同比增长 14.1%	7
图表 21: 2021 全国快递业务收入同比增长 17.5%	7
图表 22: 2021 全国快递业务业务量同比增长 29.9%	7
图表 23: 仓储业固定资产投资额自 2020 年以来重回正增长.....	8
图表 24: 2020 年仓储物流市场呈现一超多强的局面, 普洛斯市占率最高.....	9
图表 25: 物流公司可比数据一览	9
图表 26: 宝湾物流的股权结构	10
图表 27: 宝湾物流管理层介绍	10
图表 28: 公司运营面积稳定增长	11
图表 29: 公司仓储物流项目近一半位于长三角地区	11
图表 30: 公司仓储物流营收维持高增长	11
图表 31: 宝湾物流整体出租率持续上升	11
图表 32: 主要物流园区项目出租率达到 95.7%	12
图表 33: 主要物流园区净利率达到 25.2%	12
图表 34: 公司现存债务一览	12
图表 35: 出表资产好于整体平均水平	13
图表 36: 明江和黄埔宝湾出表时取得较高增值率	13
图表 37: 中金普洛斯和红土创新盐田港 REIT 项目增值率分别达到 353.2%、71.0%	13
图表 38: 截至 2021 年底公司自持产城项目一览.....	14
图表 39: 中国核能科技股权结构图 (定增完成后)	15
图表 40: 2021 年中国核能科技营业收入同比增长 22.9%	15
图表 41: 中国核能科技发电业务收入持续增长	15
图表 42: 2021 年中国核能科技净利润同比增长 50.2%	16
图表 43: 两大主营业务营业利润率	16
图表 44: 中国核能科技光伏发电装机量占大头	16
图表 45: 中国核能科技发电业务中风光发电量各占一半.....	16
图表 46: 中国南山与中国能建开展座谈交流	17
图表 47: 分部收入和毛利率假设	18
图表 48: 地产业务可比公司估值表	19
图表 49: 产城综合开发业务可比公司估值表	19
图表 50: 分部估值表	19

1. 股东资源丰富，房地产业务发展后劲十足

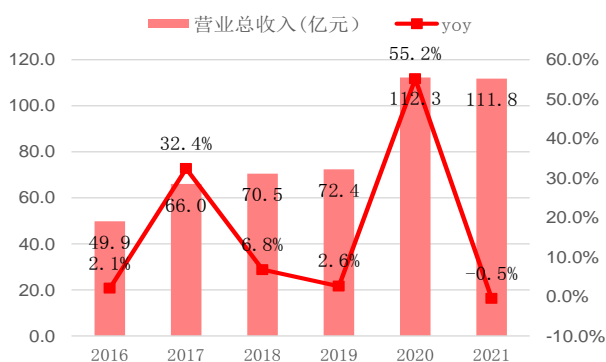
1.1 公司股东为南山开发集团，将长期受益于赤湾发展规划

南山控股是一家以资产开发运营为主体业务的综合性企业集团。其中以现代高端仓储物流为战略性主业，以房地产开发为支撑性主业，以产城综合开发为培育性主业，并刚刚进入新能源领域。2015 年南山集团通过发行股份购买资产的方式获得上市公司雅致集成房屋（集团）股份有限公司，并向其注入房地产开发业务，更名为南山控股。2018 年公司进入仓储物流行业，当年通过吸收合并深基地，并表原先深基地旗下宝湾物流。2019 年公司新增产城综合开发业务，当年完成禅城平台组织建设，首个产业园区项目成都新都产业园当年实现一期整体竣工及招商。2022 年，公司又通过入股中国核能科技，进入新能源领域。

2021 年，公司实现总营收 111.8 亿元，同比增长-0.5%；实现归母净利润 9.8 亿元，同比增长-25.0%。公司三大业务中占比最高的为房地产业务，2021 年营收达到 61.6 亿元，同比下降 29.6%，占收入的比重达到 55.1%，较 2018 年下滑 12.7 个百分点，是支撑公司收入和利润规模的重要组成部分。公司的战略性主业仓储物流业务 2021 年实现收入 15.4 亿元，同比增长 20.0%，占收入的比重达到 13.8%，较 2018 年提升 3.1 个百分点；产城综合开发业务步入增长快车道，2021 年实现收入 18.4 亿元，同比增长 4999.4%，占收入的比重从过往的不足 0.5% 大幅提升至 2021 年的 16.4%。产城综合开发业务收入高增长主要是由于旗下产业园项目经过 2 年建设销售时间，开始产生大额收入结转，其中无锡车联网小镇项目年内结转销售收入 14.8 亿元。

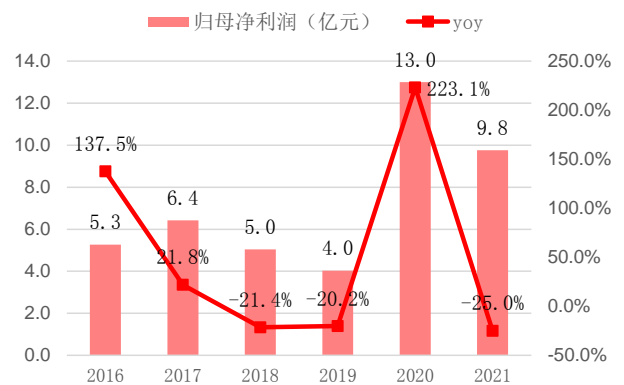
综合毛利率受地产拖累有所下滑，仓储物流保持高毛利。2021 年公司综合毛利率达到 20.9%，自 2018 年以来呈现逐年下降的趋势，主要是由于公司房地产业务的毛利率下滑，自 2018 年的 49.8% 下降至 2021 年的 14.1%。公司的仓储物流业务则始终保持 50% 以上的高毛利率。

图表1： 2021 公司营业收入达到 111.8 亿元



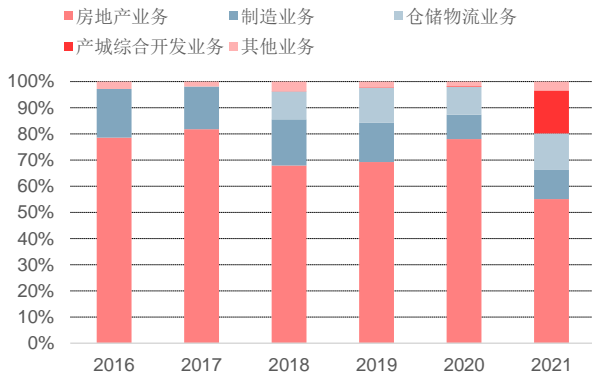
资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 2021 公司归母净利润达到 9.8 亿元



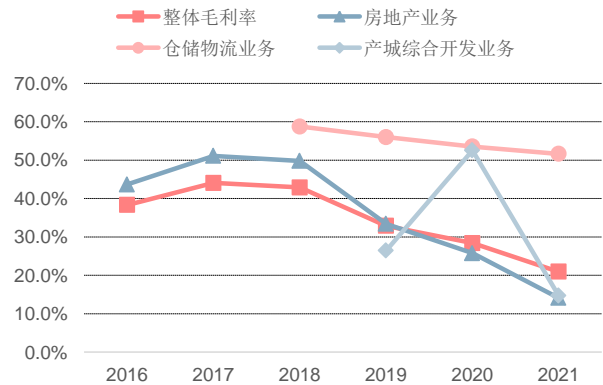
资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 2021 年公司持有型资产营收占比上升



资料来源：公司公告，中信建投

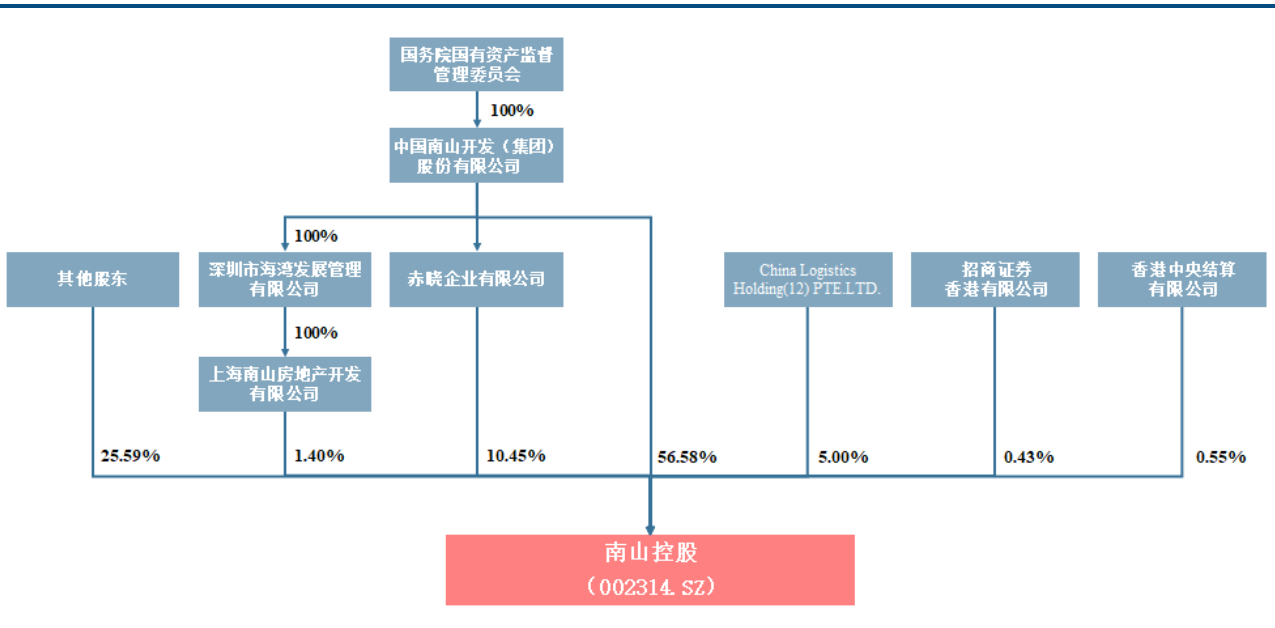
图表4： 2021 年房地产业务毛利率下滑带动整体毛利率下滑



资料来源：公司公告，中信建投

控股股东实力雄厚，深耕于深圳赤湾区域并拥有该片区开发权。公司第一大股东为母公司中国南山开发集团（后简称“南山集团”），直接和间接合计持有公司 68.43% 股份，公司实控人为国务院国资委。公司第二大股东为普洛斯，普洛斯原先持有深基地 B 股股份，在 2018 年深基地于南山控股吸收合并时置换成南山控股 A 股股份。截至 2022 年一季度末，普洛斯持有公司 5% 的股份。

图表5： 南山控股股权结构（截至 2022 年一季度末）



资料来源：公司公告，中信建投

根据公司信用评级报告，南山集团有权对赤湾 2.2 平方公里土地进行开发。2014 年 12 月，赤湾片区被划入广东省自贸区——前海-蛇口片区。赤湾片区是粤港澳大湾区的核心区域。2018 年 11 月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》。2021 年 12 月，《广东省海洋经济发展“十四五”规划》发布，深圳被定位为“全球海洋中心城市”，规划中提出要建设“蛇口-前海-海洋新城-光明”西部海洋科技创新走廊，其中蛇口-前海再度被提及。2022 年 3 月，深圳市发布南山区十四五规划，其中提到的建设三大示范工程中蛇口国际海洋城就是之一，蛇口国际海洋城以赤湾片区、太子湾片区、

蛇口片区为主要承载区，融入深圳“大空港-前海-蛇口”西部海洋科技创新走廊，意在打造深圳国家海洋中心城市的集中承载区和引领示范高地。赤湾片区未来在深圳及南山区的发展中有着重要的地位，相关规划和政策利好不断落地，而南山集团是该片区的开发主体。

图表6：蛇口国际海洋城规划情况



资料来源：新浪网，中信建投

图表7：深圳湾文化走廊规划情况

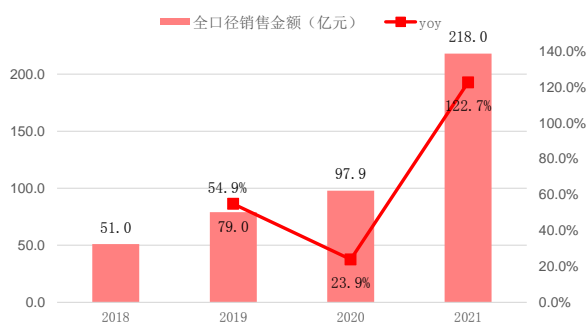


资料来源：深圳新闻网，中信建投

1.2 房地产业务逆势增长，是上市公司业绩的有力支撑

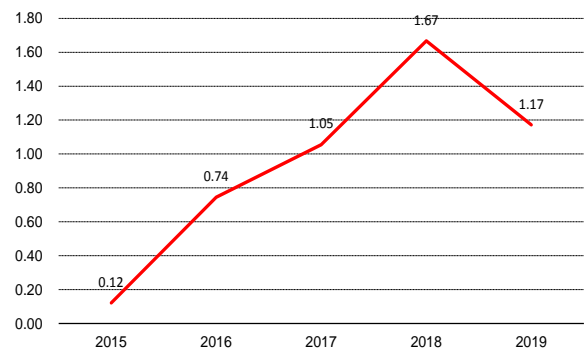
房地产开发业务是公司业绩的主要来源。2015 年以来公司房地产开发业务营收占比始终保持在 50% 以上。公司 2021 年实现全口径房地产销售金额 218 亿元，同比增长 122.7%，2018-2021 年复合增速达到 62.3%。公司近年来销售强劲表现和公司自 2016 年以来在拿地上开始发力有关。

图表8：2021 年房地产全口径销售额大幅增长



资料来源：公司公告，中信建投

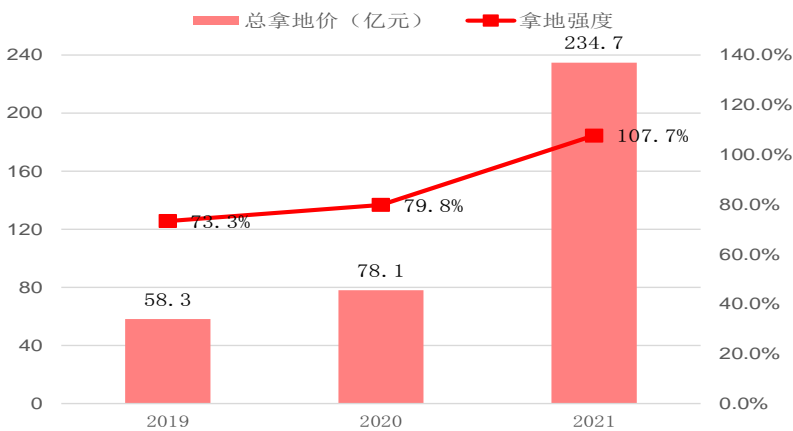
图表9：公司 2015-2019 年拿地面积/销售面积



资料来源：公司公告，中信建投

公司 2021 年逆势拿地，积极在一线及强二线城市布局。全年拿地计容建面共计 244.7 万方，其中在下半年地产基本面转冷的期间公司仍拿地 188.0 万方；全年拿地总价 234.7 亿元，同比增幅高达 274.9%。以金额衡量，公司 2021 年拿地强度为 107.7%，较 2020 年提升 43.7 个百分点，且自 2019 年以来拿地强度持续上升，土储得到有力补充，为后续销售增长奠定基础。

图表10： 2019 年来拿地拿地强度持续上升

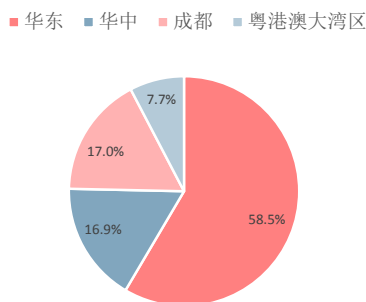


资料来源：公司公告，中信建投

区域布局具备优势，华东及高能级城市占比较高，后续销售增长将好于同业。2021 年华东地区销售规模达到 73.1 亿元，占比达到 58.5%（其中苏州、上海销售比例较高，分别达到 22.1% 和 31.6%）；华中销售规模达到 21.1 亿元，占比达到 16.9%（其中武汉销售比例较高，达到 16.5%）；成都销售规模达到 21.2 亿元，占比达到 17.0%；粤港澳地区销售达到 9.6 亿元，占比 7.7%。

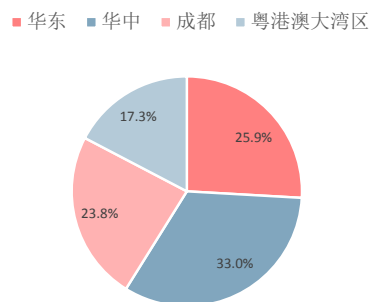
截至 2021 年末，公司未结算土储面积达 263.5 万方，其中 2021 年新增的投资项目主要布局在上海、深圳、苏州、无锡、武汉、成都、东莞等 9 个城市，均位于长三角、长江中游、成渝及粤港澳核心一线及强二线城市。从区域分布上看，公司土地储备分部较为均衡，其中华中区域土储面积占比为 33.0%，华东区域土储面积占比为 25.9%，成都土储占比为 23.8%，粤港澳大湾区的土储占比为 17.3%。

图表11： 2021 年公司华东地区销售占比达到 58.5%



资料来源：公司公告，中信建投

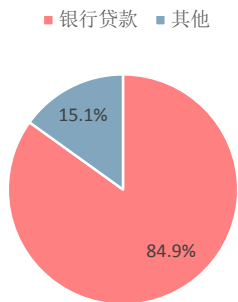
图表12： 2021 年公司各区域土储占比均衡



资料来源：公司公告，中信建投

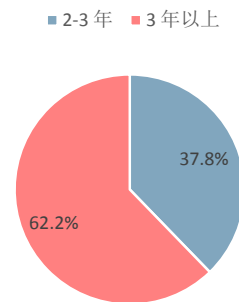
财务状况良好，融资成本较低。截至 2021 年末，南山地产融资余额达到 64.1 亿元，其中银行贷款为 54.4 亿元，占比达到 84.9%，公司银行贷款的平均融资成本为 3.9%-5.0%。除此之外，公司没有公开未偿付的债券。历史上公司没有对地产业务进行过多的融资，主要以销售回款支撑新项目的拿地及建设。公司在保持良好的融资结构的情况下，销售依然能维持健康的成长，未来地产仍将保持内生增长，支撑公司的收入利润的发展。

图表13： 公司融资结构中银行贷款占比达到 84.9%



资料来源：公司公告，中信建投

图表14： 公司银行贷款还款时间均在 2 年以上

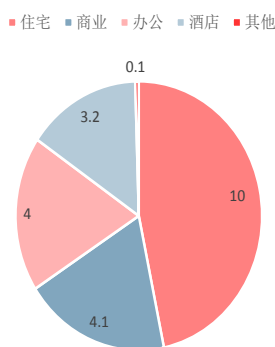


资料来源：公司公告，中信建投

1.3 承接母公司优质土储，助力赤湾开发建设

公司已经开始承接母公司土储进行赤湾片区的开发，意味着公司在深圳的销售和土储都有望扩大。2021 年 7 月，南山控股以自有资金 30.8 亿元向南山集团旗下海城锦实业发展有限公司增资，并取得其 51.02% 的股权。增资完成后，公司取得海城锦持有的赤湾地铁站城市综合体项目的实际控制权。赤湾地铁站城市综合体项目位于赤湾地铁站出口处，项目主体建筑物性质包括住宅、商业、办公、酒店，建筑面积共计 21.4 万方，包括住宅（开云府项目）10.0 万方，商业 4.1 万方，办公 4.0 万方以及酒店 3.2 万方等，项目于 2018 年开工建设，预计于今年开盘销售，住宅部分货值约为 69.8 亿元。承接该综合体项目将帮助公司提升综合体开发能力，也为公司后续承接更多集团的赤湾片区的土储奠定基础。

图表15： 赤湾地产站城市综合体项目建面规划（万方）



资料来源：公司公告，中信建投

图表16： 开云府项目地理位置优越



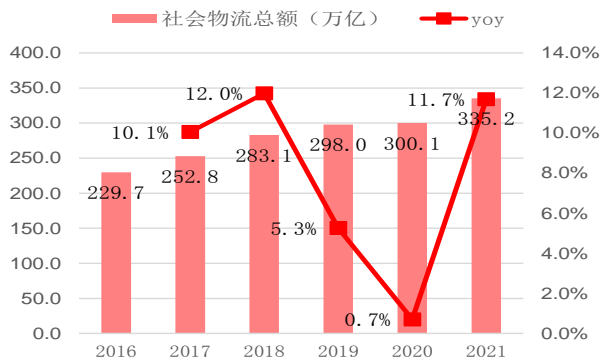
资料来源：公司新闻，中信建投

2. 坐拥物流+产城 REIT 双赛道，REIT 大发展助力扩张

2.1 物流地产行业供需仍存在错配，发展空间巨大

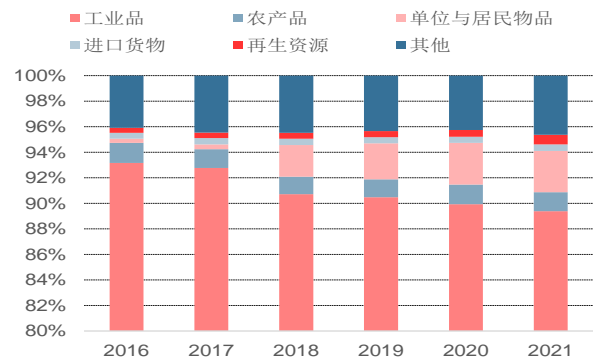
2021 年我国实体经济持续恢复拉动物流需求快速增长。根据国家统计局相关数据，全国社会物流总额为 335.2 万亿元，同比增长 11.7%，两年年均增长 6.1%。社会物流总额由包括工业品、单位与居民物品、农产品、再生资源及进口货物的物流额构成，2021 年各项的占比分别为 89.4%、3.2%、1.5%、0.7%、0.5%。占比最高的是工业品的物流额，2016 年以来受益于供给侧改革效益显现、工业品价格整体回暖，工业品物流总额增速较为稳定，2021 年增速达到 11.0%，两年年均增长 5.4%，低于社会物流总额增速。虽然工业品的物流额对社会物流总额有绝对的影响力，但社会物流总额的增长主要依赖于单位与居民物品，该项 2021 年增速达到 10.2%，两年复合增速达到 13.4%。

图表17： 社会物流总额两年年均增长 6.1%



资料来源: WIND, 中信建投

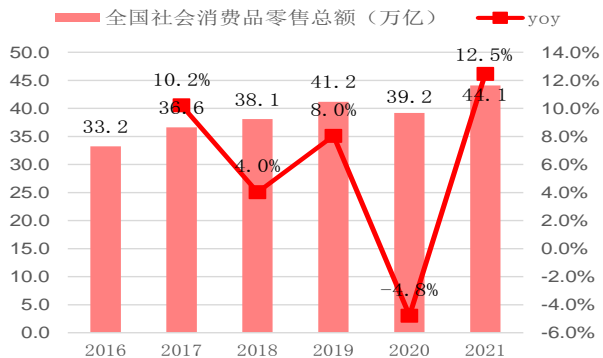
图表18： 单位与居民物品物流额增长支撑总物流额高增长



资料来源: WIND, 中信建投

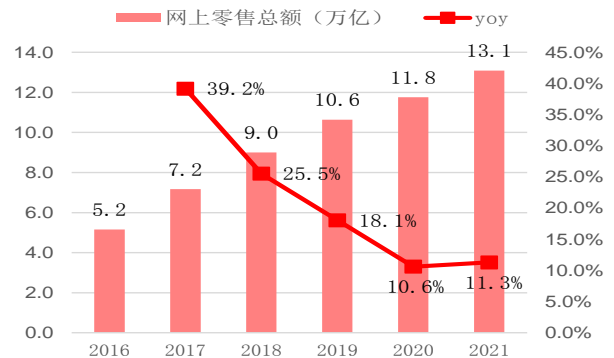
内需增长推动第三方物流的高速发展。2021 年全国社会消费品零售总额 44.1 万亿元，同比增长 12.5%，全国网上零售额 13.1 万亿元，同比增长 14.1%。根据商务部等 22 部门制定的《“十四五”国内贸易发展规划》，到 2025 年全国社会消费品零售总额达到 50 万亿元左右，对应 2021-2025 年复合增速为 2.5%；其中网上零售额达 17 万亿元左右，对应 2021-2025 年复合增速为 5.4%。线上零售额的持续增长也推动快递业务收入和业务量高增：2021 年我国快递业务收入和业务量分别完成 1.03 万亿元和 1,085 亿件，同比分别增长 17.5% 和 29.9%。

图表19： 2021 全国社会消费品零售总额同比增长 12.5%



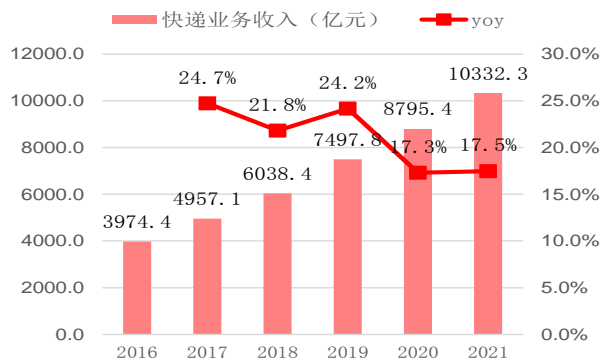
资料来源: WIND, 中信建投

图表20： 2021 全国网上零售额同比增长 14.1%



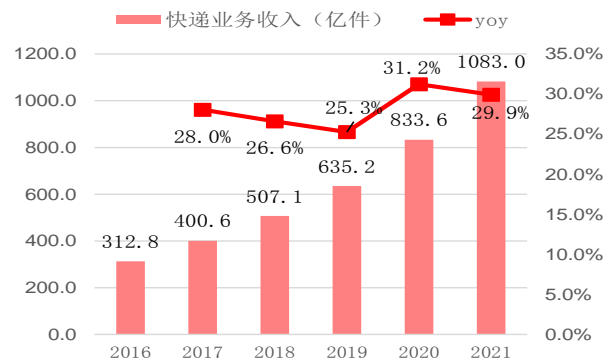
资料来源: WIND, 中信建投

图表21： 2021 全国快递业务收入同比增长 17.5%



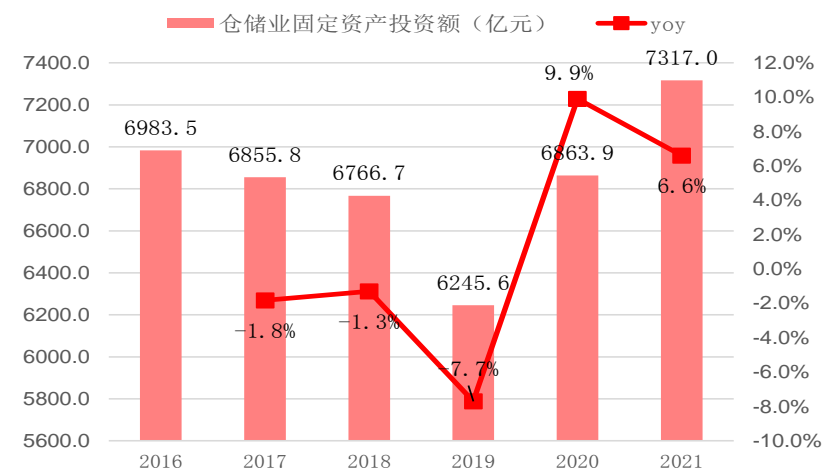
资料来源: 国家邮政局, 中信建投

图表22： 2021 全国快递业务量同比增长 29.9%



资料来源: WIND, 中信建投

尽管物流行业的需求景气度一直维持在较高的水平，但仓储业固定资产投资额却在 2018-2020 年中旬出现下滑。由于物流用地产生的税收贡献相对较少，土地利用率低，地方政府基于自身利益考量对物流用地供应态度并不积极，土地紧缺仍将为物流地产投资的一大瓶颈。

图表23： 仓储业固定资产投资额自 2020 年以来重回正增长


资料来源: WIND, 中信建投

从结构上看，高标仓的供需结构失衡更为严重。根据立鼎产业研究院的数据，相较于普通仓库，高标仓更为合理的设计使得仓库建设和使用成本低 20%，并极大提高了物流运转效率，深受消费、高端制造等行业青睐。自 2003 年普洛斯进入中国市场后，高标仓才逐渐在国内发展起来，目前高标仓的供给和占比仍处在较低水平：2020 年我国通用性仓储面积已达 11.5 亿平方米，但经营性高标仓存量面积约 7198 万平方米，占比仅为 6.3%；且由于土地供应不足、仓储行业成熟度有限、非高标仓升级改造难度大等原因，我国高标准仓储设施缺口较大。根据戴德梁行预计，2020 年中国高标仓供需缺口在 1 亿平方米左右。

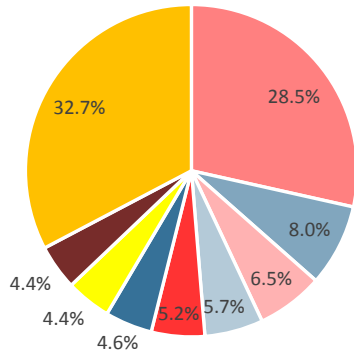
2.2 公司作为仓储物流行业龙头，业绩稳定，增长快速

2.2.1 宝湾物流是高标仓领域龙头

我国国内仓储物流市场呈现一超多强的局面。根据易观分析的数据，2020 年行业 CR10 为 77%，其中行业龙头为普洛斯，市占率达到 28.5%。国际巨头普洛斯于 2002 年进入中国市场，主要依靠轻资产扩张模式迅速再国内打开局面：公司通过募集私募基金的形式收购自己手中的成熟物业，自己只做项目的管理运营，再将回收的资金迅速开发新项目。普洛斯通过这样的 REITs 模式将资金回笼的时间由十年缩短到了一年之内，提高了项目周转率，解决了长期持有物业产生的资金沉淀问题，迅速打开了局面。

图表24： 2020 年仓储物流市场呈现一超多强的局面，普洛斯特市占率最高

■ 普洛斯 ■ 万纬 ■ 宝湾 ■ 宇培 ■ 丰树 ■ 易商 ■ 安博 ■ 嘉民 ■ 其他



资料来源：易观分析，中信建投

位于第二梯队的分别是万纬、宝湾、宇培、丰树四家公司，市占率均在 5% 以上。其中丰树是外资物流商，于 2005 年进入中国；万纬则是万科于 2015 年创办的物流公司，并于 2018 年收购太古冷链，实现业务拓展；宇培是上市公司中国物流资产的运营主体，在于京东长期合作后，京东在 2022 年 1 月成为公司最大股东。宝湾则是南山控股旗下物流公司。这几家由于均采用自持重资产运营模式。

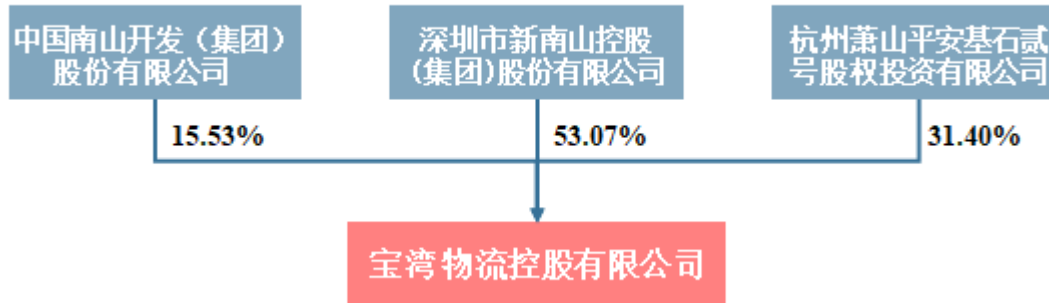
图表25： 物流公司可比数据一览

	经济性质	进入中国/ 成立时间	进驻城市数 量	项目数量	2021 年运营 面积 (万方)	增速	收入 (亿人民币)	出租率	每平米租金收入 (元 /平方米/月)
普洛斯中国	外资	2003	70	400+	3700	2.8%	84.8	84%	22.73
万纬	中资 (民营)	2015	42	152	828	18.3%	31.6	93%	34.20
宝湾	中资 (国有)	2011	28	51	564	22.1%	14.7	95%	23.02
丰树	外资	2005	38	67	441				NA
中国物流资产 (宇培)	中资 (民营)	2000	33	41	400	11.1%	9.1	93%	20.30
嘉民	外资	2001	15	38	380		94.1	98%	20.50
ESR (易商)	中资 (民营)	2012	15	35	330	43.5%	26.9	94%	NA

资料来源：公司公告，中信建投

2.2.2 宝湾物流资产质量优异，助力营收持续稳定高增长

公司控股的物流地产商便是 Top3 的宝湾物流。宝湾物流以 100% 自持仓储资产模式为主，是南山集团和深基地在 2011 年共同投资设立的高端物流设施投资平台。2019 年 4 月，南山控股与深基地吸收合并，其持有股份由南山控股继承。2021 年 8 月，公司引入战略投资人杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司。截至目前，南山控股是宝湾物流的第一大股东，持股比例达到 53.07%。

图表26： 宝湾物流的股权结构


资料来源：公司公告，中信建投

公司的 7 名董事及高管中有 3 人来自南山控股，并在南山控股兼职，其中包括公司现任董事长舒谦，兼任南山控股总经理；公司的财务总监同时也是南山控股的财务总监。另外三位其中一位在公司任职多年，从区域总经理晋升上来，另外两位则来自中信证券投行委、平安集团等外部机构，拥有丰富的基础设施领域投资经验。

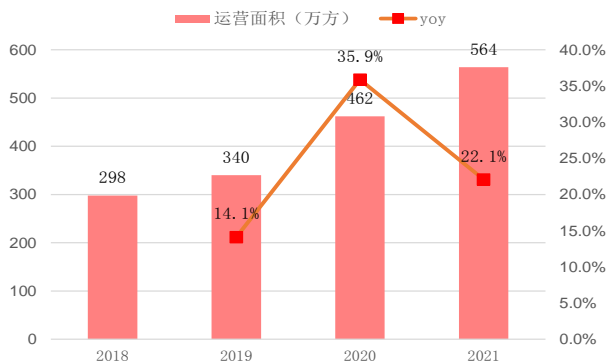
图表27： 宝湾物流管理层介绍

姓名	加入本公司时间	现任职位	经历
舒谦	2015 年 6 月	董事长	历任深圳赤湾港航股份有限公司经营部业务主管，集团总部研究发展部总经理，深圳赤湾石油基地股份有限公司董事兼副总经理等多个职位。现兼任南山控股副董事长、总经理。
冯海虹	2020 年 9 月	总经理	历任诺万五金（上海）有限行政人事部经理，上海宝湾国际物流有限公司总经理，宝湾物流上海大区总经理等多个职位。
沈启盟	2020 年 9 月	财务总监	历任深圳航空有限责任公司风险内控室经理，集团总部财务部副总经理，南山控股副总经理、董事会秘书等多个职位。现兼任南山控股财务总监。
吕峰	2020 年 9 月	董事	历任上海毓丰投资管理有限责任公司总经理、中信证券企业金融服务部总经理、中信证券投资银行委员会综合 IBS 组高级副总裁等多个职位。现兼任赤晓企业有限公司总经理。
卢忠宝	2020 年 9 月	董事	历任中国南山开发(集团)股份有限公司研究发展部总经理等多个职位。现兼任南山控股副总经理。

资料来源：公司公告，中信建投

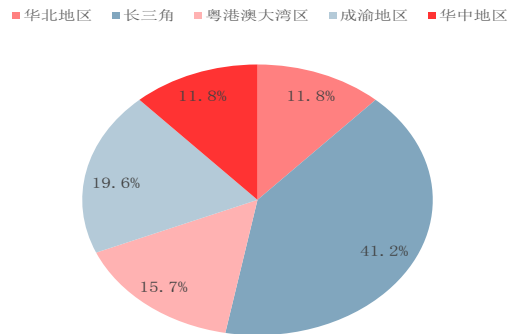
截至 2021 年，宝湾物流在国内拥有并管理 75 个智慧物流园区，其中投运项目达到 51 个；共有仓储面积达 900 万方，其中运营面积达到 564 万平方米。从区域位置来看，公司在运营项目基本处于长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝、长江中游等一线城市及周边辐射核心区域。51 个项目中有 21 个位于长三角，占比达到 42.2%，另外有 10 个位于成渝地区。从运营方式上看，公司 51 个项目中 48 个项目以自持方式运营，另有 3 个项目为轻资产管理输出模式，分别是广州时代宝湾、宁波镇海宝湾和广州番禺宝湾项目。

图表28： 公司运营面积稳定增长



资料来源：公司公告，中信建投

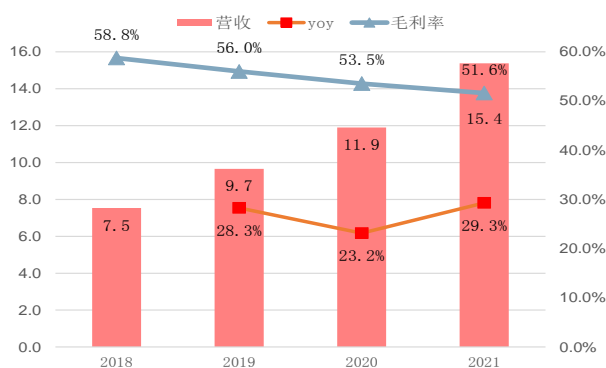
图表29： 公司仓储物流项目近一半位于长三角地区



资料来源：公司公告，中信建投

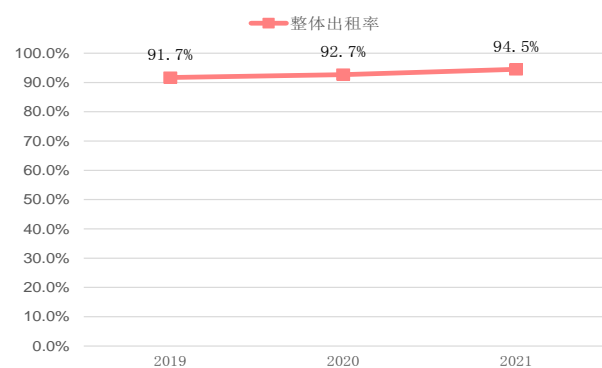
宝湾物流 2021 年营业收入为 15.38 亿元，同比增长 29.3%，增速较 2020 年提升 6.1 个百分点，占公司总营收的比重达到 13.8%。营收维持高增长主要是由于公司存量项目的运营水平进一步得到提升，以及新项目招租情况良好，公司 2021 年整体出租率由 2020 年的 92.7% 提升至 2021 年的 94.5% 且其中位于长三角、京津冀等核心地区的仓库出租率保持在 98% 以上。同时公司毛利率维持在 50% 以上的高水平，2021 年毛利率达到 51.6%。

图表30： 公司仓储物流营收维持高增长



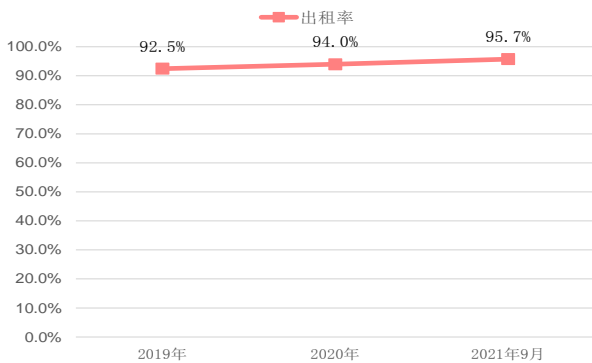
资料来源：公司公告，中信建投

图表31： 宝湾物流整体出租率持续上升

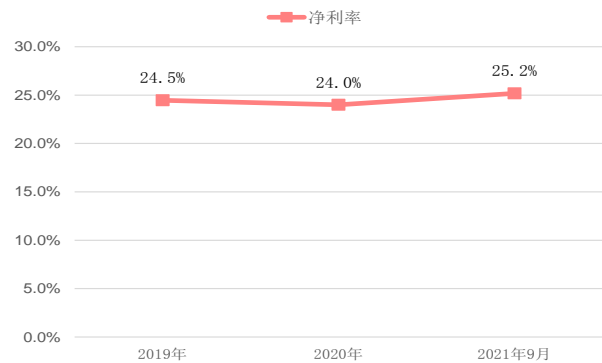


资料来源：公司公告，中信建投

从主要物流园区的运营数据来看，截至 2021 年 9 月公司主要物流园区的净利率达到 25.2%，较 2020 年提升 1.2 个百分点；出租率达到 95.7%，较 2020 年提升 1.7 个百分点。其中运营情况最好的四个项目为廊坊宝湾、上海宝湾、北京宝湾和南京宝湾，出租率均为 100%，四个项目净利率水平均在 35% 以上。由于四个项目均在 2017 年前竣工，所处区位充分享受到先发优势的红利，随着京津冀和长三角两大核心城市辐射圈逐步完善基础设施和交通网络，四个项目的运营情况逐步得到提升。

图表32： 主要物流园区项目出租率达到 95.7%


资料来源：2022 年度第一期中期票据信用评级报告，中信建投

图表33： 主要物流园区净利率达到 25.2%


资料来源：2022 年度第一期中期票据信用评级报告，中信建投

2.2.3 打通各融资渠道，助力仓储物流业务发展

历史上宝湾进行过 6 次债权融资，其中有一笔已经到期，还有 5 笔尚未偿还，金额共计 36.2 亿元，其中包括中票 17 亿元以及 ABS18.5 亿元。公司历史上债务评级没有低于 AA+ 过，发行利率在 3.2%-5.3% 之间，说明资本市场对宝湾物流资产质量非常认可。

2021 年 8 月公司为了进一步优化资本结构，拓宽融资渠道，与杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司签署增资协议，该基金以现金方式向宝湾物流增资 35 亿元，换取公司 31.4% 的股权。

图表34： 公司现存债务一览

证券代码	证券名称	证券类别	发行日期	到期日期	发行期限	最新债项评级	票面利率(当期)	发行规模(亿元)
102280496.IB	22 宝湾物流 MTN001	中期票据	2022-03-09	2025-03-11	3	AA+	3.4	5
102101351.IB	21 宝湾物流 MTN002	中期票据	2021-07-21	2023-07-22	2	AA+	5.3	7
102100210.IB	21 宝湾物流 MTN001	中期票据	2021-01-27	2024-01-29	3	AA+	4.13	5
121531.SZ	20 宝湾 A	证监会主管 ABS	2020-12-18	2056-12-18	36.0247	AAA	4.8	18.5
082000170.IB	20 宝湾物流(疫情防控债)ABN001	交易商协会 ABN	2020-04-13	2038-04-15, 优先级 2023-04-15 回售	18.011	AAA	0	0.7

资料来源：公司公告，中信建投

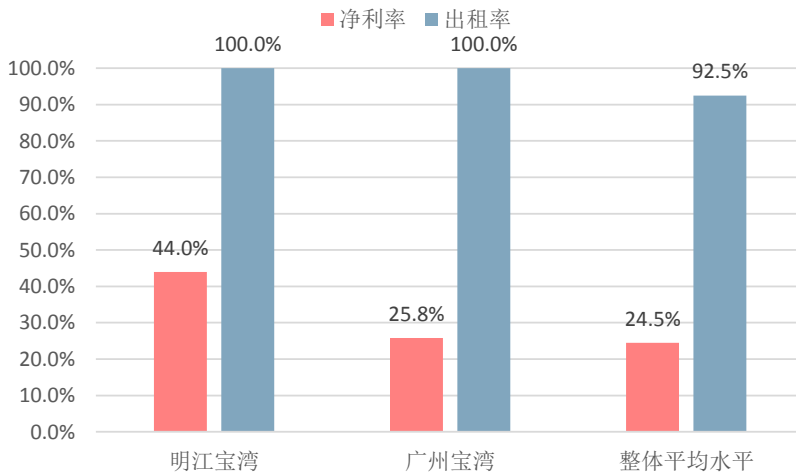
2.3 两大持有型业务齐发力，REITs 政策红利助力公司业务发展和价值重估

公司拥有物流+产城 REIT 双赛道，REIT 大发展有利于公司轻资产运营及业务扩张。目前公司已经在仓储物流和产业园的开发运营商具备了长远的优势，而基础设施公募 REIT 在这两类资产上，也已经有了成功的发行案例，仓储物流有 2 个 REIT，产业园有 3 个 REIT。REIT 的大发展将给公司带来新的发展机遇，而公司在 REIT 等资产证券化产品上的尝试很早就开始了。

公司于 2020 年发行 18.5 亿元类 REITs，即以上海松江宝湾、广州黄埔宝湾两个项目作为底层资产发行资产支持证券。从资产质量看，明江项目、黄埔项目在 2019 年均实现 100% 出租率（公司综合出租率在 92.5%），2019 年净利率分别达到 44.0%，25.8%；当年公司披露的主要的物流园区项目的综合净利率为 24.5%。两个项目的资

产质量好于整体平均水平。

图表35： 出表资产好于整体平均水平



资料来源：2022 年度第一期中期票据信用评级报告，中信建投

两个项目的出售共计作价 15.9 亿元，两个项目的账面净资产为 3.4 亿元（公司的仓储物流项目在报表中使用成本法核算），出表时则用公允价值（市场价值）进行评估，差额计投资收益，最终报表确认投资收益 12.5 亿元，两个项目增值率合计达到 379.8%。

图表36： 明江和黄埔宝湾出表时取得较高增值率

	净资产账面价值（亿元）	评估值（亿元）	评估增值（亿元）	增值率
上海明江宝湾	1.60	9.31	7.71	482.1%
广州黄埔宝湾	1.71	6.55	4.84	283.9%
合计	3.31	15.86	12.55	379.8%

资料来源：公司公告，中信建投

类 REITs 的成功发行是公司对于成熟运营的物流园区进行产融结合的重要尝试，对公司有以下三点好处：1. 项目出表的过程可以直接增厚公司利润；2. 募集得到的现金也可以用于新园区的开发建设运营，扩大资产管理规模；3. 项目出表后，公司仍将获得出表后的园区少数股权对应的权益性利润，且园区管理一般情况下仍然由宝湾团队负责，会产生对应的运营管理收入。

2021 年，国内仓储物流资产的公募 REITs 的发行工作在年内也有了实质性的落地。2021 年首批上市的 9 只公募 REITs 中有两只以仓储物流基础设施为底层资产的，分别是中金普洛斯仓储物流 REIT 和红土创新盐田港的 REIT，两只项目的增值率分别达到 353.2% 和 71.0%。

图表37： 中金普洛斯和红土创新盐田港 REIT 项目增值率分别达到 353.2%、71.0%

	净资产账面价值（亿元）	评估值（亿元）	评估增值（亿元）	增值率
中金普洛斯仓储物流 REIT	11.796	53.46	41.664	353.2%
红土创新盐田港的 REIT	9.97	17.05	7.08	71.0%

资料来源：募集说明书，中信建投

请参阅最后一页的重要声明

公司的持有型资产不仅包括仓储物流园区，也包括 2021 年增长迅猛的产城综合开发业务。公司于 2020 年布局产城综合开发业务，2021 年业绩进入增长爆发期，公司的产城项目以销售和出租两种模式运营。公司目前已有 3 个自持项目，综合出租率达到 98.1%，并表租金收入约为 3.2 亿元。其中公司首个产城项目成都新都科技园项目目前已经达到满租运营，且年内成功申报成都市小企业创业基地项目。

图表38：截至 2021 年底公司自持产城项目一览

项目名称	所在城市	权益比例	计容建面（万方）	出租类型	可出租面积（万方）	已出租面积	平均出租率
岗集综合交通物流港	合肥	60%	39.3	公路港	7.1	6.7	94.4%
新都产业园	成都	100%	19.9	工业园区	10.8038	10.8038	100.0%
西安智造园	西安	100%	6.64	工业园区	3.0426	3.0426	100.0%

资料来源：公司公告，中信建投

自 2021 年底以来，发改委、财政部、税务总局纷纷发文优化税收环节降低发行成本，推动基础设施 REITs 试点工作。作为国家目前重点鼓励的基础设施融资方式，公司的仓储物流板块未来也将受益于公募 REITs 试点的不断扩大。截至 2021 年底，公司账上拥有投资性房地产共计 13.3 亿元，有充足的祖产可供公司后续的 REITs 安排。

公司也在积极尝试相关新型投资方式，扩大自身项目规模。公司于 2022 年 4 月 30 日公告与中联基金共同投资设立南联壹号股权投资（丽水）合伙企业。该基金第一期目标规模为 10 亿元，其中公司出资 2.5 亿元，持有 25% 的股份。该投资基金主要投资于长三角、大湾区城市群、北京及其他核心一二线城市的工业园区项目，后可以通过发行境内公募 REITs、境外 REITs、境内类 REITs、大宗交易等方式实现投资项目退出。

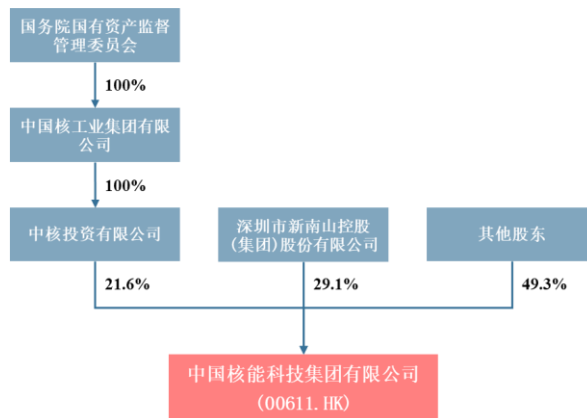
3. 入股中国核能科技，新能源业务整装待发

3.1 入股中国核能科技，布局新能源业务

2021 年 11 月南山控股拟以 0.882 港元认购 5.4 亿股中国核能科技集团（0611.HK）定向增发的股份，完成后预计持股比例达到 29.1%，成为其第一大股东。该定增已于 2022 年 5 月完成。

中国核能科技是以 EPC 工程业务为传统主业，风光发电业务为新型战略业务的公司，是中国核能新技术产业化和实施核电海外发展战略的境外投融资股服务平台。公司目前由中国核工业集团有限公司持有 30.46% 的股权，实控人为国务院国资委。南山控股定增中国核能科技后，中国核工业集团有限公司预计持有公司 21.6% 的股权。

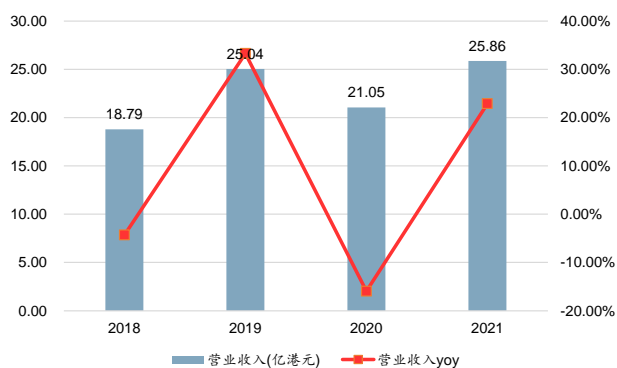
图表39：中国核能科技股权结构图（定增完成后）



资料来源: Wind, 中信建投

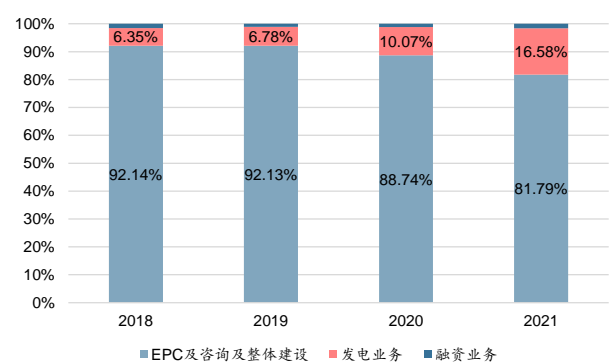
2021 年中国核能科技实现营收 25.86 亿港币（折合人民币 21.46 亿元），同比增长 22.89%；净利润 1.06 亿港币（折合人民币 0.88 亿元），同比增长 50.17%。公司的业务主要分为三大块，分别为 EPC 及咨询及整体建设业务、发电业务、融资业务；其中 EPC 及咨询及整体建设业务为公司的第一大收入来源，2021 年营收达到 21.15 亿港币，同比增长 13.27%，占营收比重达到 81.8%，是支撑公司发展的传统主业；发电业务为公司目前重点发展的业务，2021 年营收达到 4.29 亿港币，同比增长 102.25%，占营收比重达到 16.58%，营业利润率达到 48.1%，得益于高营业利润率率，发电业务是公司目前的战略发展重点。

图表40：2021 年中国核能科技营业收入同比增长 22.9%



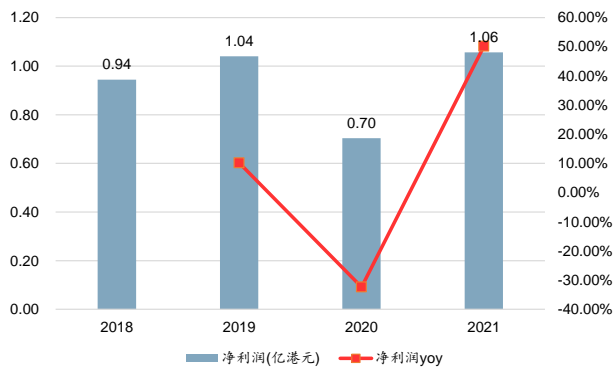
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表41：中国核能科技发电业务收入持续增长



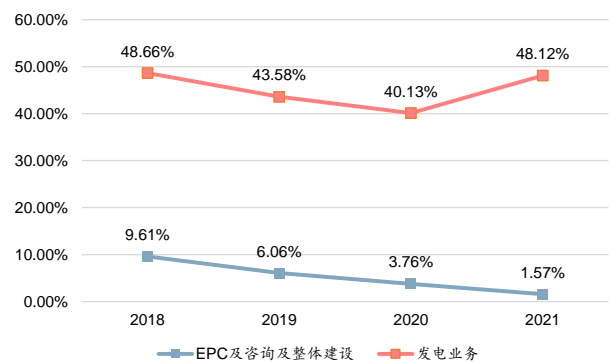
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表42： 2021 年中国核能科技净利润同比增长 50.2%



资料来源：公司公告，中信建投

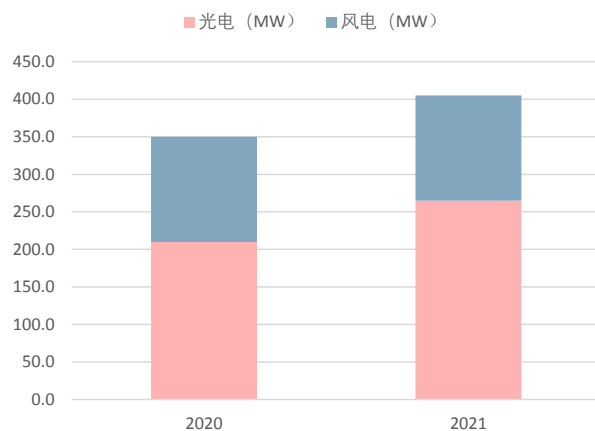
图表43： 两大主营业务营业利润率



资料来源：公司公告，中信建投

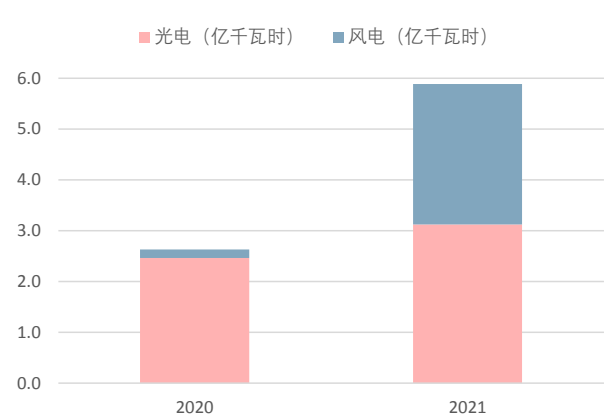
2013 年，公司以光伏发电为切入点，开始发展发电业务，并于 2020 年正式推进风电业务。在发电业务上，公司目前光伏和风电发电量共计 5.89 亿千瓦时，同比增长 123.95%，总装机容量达到 405MW，同比增长 15.71%。其中光电装机共计 265MW，占比为 65.4%，占发电业务的大头；风电业务发展迅速，2021 年装机容量共计 140MW 占比为 34.6%。

图表44： 中国核能科技光伏发电装机量占大头



资料来源：公司公告，中信建投

图表45： 中国核能科技发电业务中风光发电量各占一半



资料来源：公司公告，中信建投

3.2 公司在新能源领域探索已久，入股后业务协同值得期待

公司在新能源领域积极探索发展的意愿由来已久。南山集团缘起于国家南海石油开发战略，在深圳创立时就从开发建设赤湾港口、石油基地起步，与外资合资成立的深圳赤湾石油基地股份有限公司在南海从事石油后勤保障服务、海洋工程服务和物流后勤服务，在创立之初就聚焦能源业务。深圳赤湾石油基地作为中国四大海洋石油后勤基地之一，始终肩负为南海海洋石油和天然气勘探、开发、生产搭建完整产业链平台的责任。

今年 4 月，公司还曾于中国能建在新能源、片区开发、智能制造等领域商讨合作的可能性，此次交流的高层有公司总经理舒谦，中国南山集团总经理兼南山控股董事长王世云、运营总监李鸿卫；以及中国能建总经济师周小能，华南区域总部党工委书记、总经理胡德明，执行总经理胡庆，葛洲坝华南分公司总经理刘勇等。

图表46： 中国南山与中国能建开展座谈交流



资料来源：公司官网，中信建投

在新能源业务方面，公司明确屋顶光伏业务作为公司增值业务重点布局。随着“双碳”以及《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》等重要文件的发出，国家对特定公共建筑及农村居民建筑屋顶可安装光伏发电的比例做出最低要求，希望通过布局分布式光伏项目来构建绿色城市、乡镇、园区的态度非常明确。

公司园区主要为单层仓，屋顶平坦广阔，为公司光伏发电业务发展提供优质条件。屋顶光伏是国家能源局政策支持的方向，而高标仓、工业厂房等占地面积大、屋顶平整的建筑更是重点关注对象。从资源供给上看，公司在物流园区和产业园区深耕多年，区域分布上主要位于核心城市。截至 2021 年末，宝湾物流在全国范围内拥有并管理 75 个智慧物流园区，运营、管理和规划在建（含待建项目）仓储面积达 900 万平方米，为公司的屋顶光伏发展奠定良好的试点条件。公司希望在现有主业资源基础上增加分布式光伏建设，与中国核能科技协同拓展屋顶分布式光伏业务实现区域商业资源共享。中国核能科技在发电业务建设、运营经验和公司广阔的屋顶资源储备具有潜在协同效应。

4. 盈利预测与投资建议：重申买入评级，目标价 6.71 元

4.1 盈利预测：2022-2024 年 EPS 分别为 0.44/0.50/0.54 元

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.97/13.58/14.88 亿元，对应 EPS0.44/0.50/0.54 元。盈利预测关键假设如下：

1、根据公司目前房地产开发业务销售和结转情况，假设 2022-2024 年房地产开发业务增速分别达到 40%/15%/15%；产城综合开发业务增速分别达到 50%/50%/50%；根据公司物流地产项目在建和储备情况，假设 2022-2024 年在营项目面积 664/764/864 万方，单位面积收入维持 25 元/平/月的水平；

2、毛利率稳中有升：2022-2024 年综合毛利率达到 20.42%/20.93%/21.03%；

3、销售费用率和管理费用率维持稳定，其中，2022-2024 年销售费用率维持 2.65%，管理费用率维持 7.39%；

4、综合所得税率维持稳定，2022-2024 年维持 20.74%。

图表47： 分部收入和毛利率假设

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入假设				
房地产开发	6162.80	8627.92	9922.11	11410.42
yoy	-29.62%	40.00%	15.00%	15.00%
仓储物流	1538.30	1991.09	2290.96	2590.82
yoy	29.30%	29.43%	15.06%	13.09%
产城综合开发业务	1835.80	2753.70	4130.55	6195.83
yoy	4997.73%	50.00%	50.00%	50.00%
制造业	1260.20	1449.23	1666.61	1916.61
yoy	20.05%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	383.00	459.60	551.52	661.82
yoy	91.30%	20.00%	20.00%	20.00%
收入合计	11,180.10	15,281.54	18,561.75	22,775.50
yoy	-0.46%	36.68%	21.47%	22.70%
毛利率假设				
房地产	14.13%	14.00%	14.50%	15.00%
仓储物流	51.63%	51.63%	54.63%	54.63%
产城综合开发业务	14.76%	14.76%	15.31%	16.16%
制造业	15.72%	15.72%	15.72%	15.72%
其他业务	54.35%	54.35%	54.35%	54.35%
综合毛利率	20.95%	20.42%	20.93%	21.03%

资料来源：公司公告，中信建投

4.2 投资建议：重申买入评级，目标价 6.71 元/股

我们采用分部估值法对公司房地产开发、仓储物流、产城综合开发三块业务进行分部估值。目前尚未考虑中国核能科技以及潜在 REITs 项目投资收益带来的持续性估值增厚。

房地产开发业务方面，2021 年房地产开发业务营业利润为 9.01 亿元，净利润约为 5.23 亿元（考虑权益比例约为 73.2%，有效税率为 20.74%），根据我们前述收入增速假设（2022E+40%），再假设净利率保持不变，给予 2022E 地产业务 6.3 倍 PE，地产板块估值在 46.6 亿元。

图表48：地产业务可比公司估值表

公司代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			P/E		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	18.56	2,158	1.94	2.13	2.29	9.6	8.7	8.1
600048.SH	保利发展	16.45	1,969	2.29	2.47	2.66	7.2	6.7	6.2
600383.SH	金地集团	12.96	585	2.08	2.36	2.69	6.2	5.5	4.8
002244.SZ	滨江集团	8.52	265	0.97	1.21	1.43	8.8	7.0	5.9
600325.SH	华发股份	7.37	156	1.51	1.67	1.85	4.9	4.4	4.0
600153.SH	建发股份	13.30	381	2.13	2.38	2.70	6.2	5.6	4.9
平均							7.1	6.3	5.7

资料来源: wind, 中信建投

仓储物流业务方面，我们选取中国物流资产（1589.HK）作为公司物流板块的可比公司（规模相近且均为重资产模式），可比公司当前 P/GFA 在 3485.3X，我们给予公司物流板块同样的估值水平（宝湾物流面积、出租率、每平方米租金收入均略高于中国物流资产），得到物流板块估值在 122.8 亿元。

产城综合开发业务方面，2021 年房地产开发业务营业利润为 6800 万元，对应营业利润率为 3.7%；净利润约为 4800 万元（考虑权益比例约为 89%，有效税率为 20.74%），根据我们前述收入增速假设（2022E+50%），假设营业利润率提升至 5.0%，2022 年公司产城综合开发业务净利润约为 9800 万元，给予该业务 2022 年 12.5 倍 PE，产城综合开发板块合理估值在 12.3 亿元。

图表49：产城综合开发业务可比公司估值表

公司代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			P/E		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600663.SH	陆家嘴	10.28	415	1.07	1.10	1.21	9.6	9.4	8.5
600848.SH	上海临港	13.09	330	0.61	0.84	0.96	21.5	15.6	13.7
平均							15.56	12.49	11.08

资料来源: wind, 中信建投

三项业务加总得到合理市值在 181.6 亿元，对应目标价 6.71 元/股。

图表50：分部估值表

	2022 年归母净利润 (亿元)	估值方法	对应 2022 年估值	对应市值 (亿元)
房地产	7.37	PE	6.31	46.55

	2022 年归母净利润（亿元）	估值方法	对应 2022 年估值	对应市值（亿元）
产城综合开发	0.98	PE	12.49	12.25
	2022 年投运面积（万方）	估值方法	对应 2022 年估值	对应市值（亿元）
仓储物流	664.00	P/GFA	3485.27	122.82
		目标市值（亿元）		181.61
		股本		27.08
		目标价（元/股）		6.71

资料来源: wind, 中信建投

风险提示

- 1、 物流园区开发受疫情影响减缓；
- 2、 结算业绩不及预期。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	33853	42755	71376	78550	103561
现金	8351	9920	26160	31775	38988
应收票据及应收账款合计	1307	833	0	0	0
其他应收款	1740	5924	4552	8173	7441
预付账款	67	482	269	643	476
存货	20928	22470	37249	34824	53497
其他流动资产	1461	3126	3147	3135	3159
非流动资产	18445	28491	33537	38554	43543
长期投资	1144	3468	5867	8266	10665
固定资产	2603	4358	6267	7844	9536
无形资产	5263	5922	6885	8043	8709
其他非流动资产	9435	14743	14519	14401	14634
资产总计	52298	71246	104914	117104	147104
流动负债	21613	34606	69912	78927	110441
短期借款	3234	1060	42654	49155	78531
应付票据及应付账款合计	1959	4164	0	0	0
其他流动负债	16420	29381	27258	29772	31910
非流动负债	18793	19044	17776	16107	14039
长期借款	11570	14343	13074	11406	9337
其他非流动负债	7223	4702	4702	4702	4702
负债合计	40406	53650	87688	95035	124480
少数股东权益	2406	8033	8057	8085	8115
股本	2708	2708	2708	2708	2708
资本公积	2568	1949	1949	1949	1949
留存收益	4205	4902	5935	7062	8347
归属母公司股东权益	9486	9563	9169	13984	14509
负债和股东权益	52298	71246	104914	117104	147104

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1396	3012	-15405	6384	-13995
净利润	1677	937	1215	1386	1488
折旧摊销	473	657	704	946	1156
财务费用	596	546	632	803	1092
投资损失	-1404	-774	-774	-774	-774
经营性应收项目的减少	-512	-1272	1046	-375	168
经营性应付项目的增加	1132	7841	-3350	2114	1738
其他经营现金流	-2225	2919	-18229	4397	-17125
投资活动现金流	-1811	-10296	-5111	-5091	-5273
资本支出	4592	4238	44473	9119	31966
长期投资	401	-2414	-2399	-2399	-2399
其他投资现金流	3181	-8471	36964	1629	24294
筹资活动现金流	4615	9124	-4838	-2179	-2894
短期借款	1281	-2174	0	0	0
长期借款	5389	2773	-1269	-1669	-2069
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-102	-618	0	0	0
其他筹资现金流	-1954	9144	-3570	-510	-826
现金净增加额	1401	1839	-25354	-886	-22162

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11232	11180	15282	18562	22776
营业成本	8043	8838	12162	14677	17986
营业税金及附加	550	268	367	446	547
销售费用	282	301	405	492	604
管理费用	800	857	1129	1372	1683
研发费用	27	40	46	61	72
财务费用	596	546	632	803	1092
资产减值损失	-55	-8	16	-9	-29
公允价值变动收益	-1	0	-1	-1	-1
其他收益	34	26	30	28	29
投资净收益	1404	774	774	774	774
营业利润	2309	1110	1469	1680	1811
营业外收入	66	78	72	75	74
营业外支出	8	7	7	7	7
利润总额	2367	1182	1533	1748	1878
所得税	690	245	318	363	389
净利润	1677	937	1215	1386	1488
少数股东损益	376	-39	24	28	30
归属母公司净利润	1301	976	1191	1358	1459
EBITDA	3097	2058	2610	3349	4012
EPS (元)	0.48	0.36	0.44	0.50	0.54

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	55.2	-0.5	36.7	21.5	22.7
营业利润(%)	209.4	-51.9	32.3	14.4	7.8
归属于母公司净利润(%)	223.1	-25.0	22.0	14.0	7.4
获利能力					
毛利率(%)	28.4	21.0	20.4	20.9	21.0
净利率(%)	11.6	8.7	7.8	7.3	6.4
ROE(%)	14.1	5.3	6.5	6.9	6.9
ROIC(%)	13.0	10.7	5.0	6.6	4.7
偿债能力					
资产负债率(%)	77.3	75.3	83.6	81.2	84.6
净负债比率(%)	96.7	77.3	184.7	171.0	255.8
流动比率	1.6	1.2	1.0	1.0	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	10.2	10.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.2	3.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.36	0.44	0.50	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.60	1.02	-5.69	2.36	-5.17
每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.53	3.97	4.43	4.92
估值比率					
P/E	9.7	13.0	10.6	9.3	8.7
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.6	16.5	21.2	16.4	18.8

分析师介绍

竺劲：房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

研究助理

丁希璞 18317013679 dingxipu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk