

## 期权激励提振信心，物流地产发力在即

### 投资要点

- **业绩总结:** 2018年、2019年一季度公司分别实现营业收入71亿元(-4%)和6亿元(-24%)，分别实现归母净利润5亿元(-13.9%)和亏损1亿元(-175%)。
- **毛利率维持平稳，推出首次股权激励计划。** 2018年及2019年一季度，公司收入规模增速放缓的原因主要是地产结算不均匀，2018年结算规模同比下滑11.5%，而仓储物流业务同比增长24.8%，截至2019年一季度末预收账款53.5亿元，同比增长35%，未来可结算资源充沛，对于房地产开发企业，结算高峰期在二季度和四季度。2018年公司毛利率为43%，同比下降了1个百分点，净利率为11%，较上年下降了3个百分点，主要由于公司吸收合并深基地带来的债务利息费用增加，管理费用率及财务费用率均同比增长3个百分点为3%和4%，补缴土地增值税及递延税影响2018年有效所得税率37%。2019年3月，公司公布首次股票期权激励计划，向管理层及公司骨干授予2650万股股票期权，授予数量占公司总股本的0.98%，分别于自授权日起的36个月、48个月、60个月分三批生效，每批生效时，前一个完整会计年度ROE不得低于7%、8%及9%，前一个完整会计年度对2018年营业总收入复合增速不低于18%、19%及20%，三年主营业务收入占营业总收入比例不低于95%。
- **地产销售受市场下行影响同比下滑，回款良好并积极补库存。** 2018年地产业务增长速度相比去年有所下降，销售面积31万平方米，同比下降12%，销售金额51亿元，同比下降2%，2018年销售商品提供劳务收到的现金74亿元，同比增长18%。土地获取方面，2018年公司在苏州和武汉各新增一个项目，新增待开发土储计容建面51.8万方，而截至2018年末，公司共计持有121.57万方待开发土储，分布在武汉、南通、合肥、长沙和苏州核心二线城市。
- **宝湾物流园区收入业绩稳健，仓储运营面积近300万方，在建及待开发200万方。** 截至2018年末，公司共计拥有及管理58个物流园区，仓储面积近300万方，规划及在建共计200万方。2018年得益于成熟园区租金的增长以及新投入园区的投入，公司物流园区业务实现收入7.5亿元，同比增长24.8%，实现归母净利润0.7亿元，同比增长22.5%，而2017年末深基地归母净利润为亏损4300万元，合并后公司经营情况得以明显改善。2018年公司完成石家庄、杭州等多个城市的签约以及淮安、漳州、德阳等多个城市的物流地产土地获取。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.22元、0.25元、0.29元，归母净利润未来三年将保持16.1%的复合增长率，市值比NAV有显著的安全边际，我们给予公司2019年17倍估值，对应目标价3.74元，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 市场或进一步偏好大市值标的，公司业绩及业务协同性或低于预期。

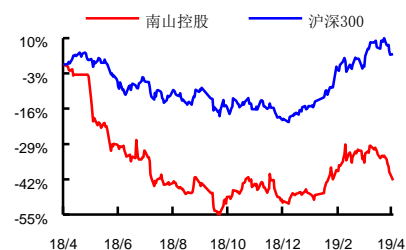
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7051.68	8519.46	9549.19	10572.00
增长率	6.82%	20.81%	12.09%	10.71%
归属母公司净利润(百万元)	504.57	606.72	681.26	789.68
增长率	-21.39%	20.25%	12.29%	15.91%
每股收益EPS(元)	0.19	0.22	0.25	0.29
净资产收益率ROE	6.98%	7.80%	8.14%	8.71%
PE	18	15	13	11
PB	1.11	1.04	0.98	0.92

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)	2.59-5.71
总市值(亿元)	89.63
总资产(亿元)	328.09
每股净资产(元)	2.92

### 相关研究

1. 南山控股(002314): 三季度业绩如期释放，静待物流地产发力 (2018-10-31)
2. 南山控股(002314): 三季度释放业绩，物流地产可期 (2018-08-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7051.68	8519.46	9549.19	10572.00	净利润	753.65	904.22	1016.06	1177.47
营业成本	4027.55	4913.24	5513.51	6080.47	折旧与摊销	252.47	484.94	486.84	489.22
营业税金及附加	752.09	908.63	1018.46	1127.54	财务费用	281.37	361.92	395.99	382.24
销售费用	221.18	400.41	448.81	496.88	资产减值损失	24.40	24.40	24.40	24.40
管理费用	564.25	477.09	534.75	592.03	经营营运资本变动	805.81	-3063.18	1474.28	-1781.06
财务费用	281.37	361.92	395.99	382.24	其他	-1280.20	43.63	5.75	12.74
资产减值损失	24.40	24.40	24.40	24.40	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>837.50</b>	<b>-1244.07</b>	<b>3403.33</b>	<b>305.01</b>
投资收益	8.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2386.95	101.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	444.56	-324.87	-352.23	-352.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1942.40</b>	<b>-223.57</b>	<b>-155.63</b>	<b>-153.53</b>
<b>营业利润</b>	<b>1201.63</b>	<b>1433.77</b>	<b>1613.27</b>	<b>1868.43</b>	短期借款	1314.00	-683.46	79.92	104.10
其他非经营损益	-6.81	-0.23	-2.42	-1.69	长期借款	2073.24	311.45	222.93	118.49
<b>利润总额</b>	<b>1194.82</b>	<b>1433.54</b>	<b>1610.84</b>	<b>1866.74</b>	股权融资	768.34	0.00	0.00	0.00
所得税	441.17	529.32	594.78	689.27	支付股利	0.00	-100.91	-121.34	-136.25
净利润	753.65	904.22	1016.06	1177.47	其他	-1490.45	-2334.82	-140.23	358.78
少数股东损益	249.08	297.50	334.80	387.79	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2665.14</b>	<b>-2807.74</b>	<b>41.27</b>	<b>445.12</b>
归属母公司股东净利润	504.57	606.72	681.26	789.68	<b>现金流量净额</b>	<b>1572.06</b>	<b>-4275.38</b>	<b>3288.97</b>	<b>596.59</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5160.92	885.53	4174.50	4771.09	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2341.07	3386.30	3588.45	4047.16	销售收入增长率	6.82%	20.81%	12.09%	10.71%
存货	11047.88	14472.83	14319.97	16797.37	营业利润增长率	-12.66%	19.32%	12.52%	15.82%
其他流动资产	476.59	369.86	511.45	512.60	净利润增长率	-20.87%	19.98%	12.37%	15.89%
长期股权投资	980.76	980.76	980.76	980.76	EBITDA 增长率	13.66%	31.41%	9.45%	9.77%
投资性房地产	2871.41	2871.41	2871.41	2871.41	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3027.61	2790.14	2457.37	2117.50	毛利率	42.89%	42.33%	42.26%	42.49%
无形资产和开发支出	3832.50	3487.57	3140.74	2796.53	三费率	15.13%	14.55%	14.45%	13.92%
其他非流动资产	1784.93	2133.32	2481.71	2830.09	净利率	10.69%	10.61%	10.64%	11.14%
<b>资产总计</b>	<b>31523.67</b>	<b>31377.71</b>	<b>34526.36</b>	<b>37724.51</b>	ROE	6.98%	7.80%	8.14%	8.71%
短期借款	1814.00	1130.54	1210.46	1314.56	ROA	2.39%	2.88%	2.94%	3.12%
应付和预收款项	7667.52	8597.21	9976.73	10871.78	ROIC	11.96%	10.63%	11.63%	13.60%
长期借款	4032.24	4343.69	4566.62	4685.11	EBITDA/销售收入	24.61%	26.77%	26.14%	25.92%
其他负债	7214.41	5716.39	6287.95	7327.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>20728.17</b>	<b>19787.83</b>	<b>22041.76</b>	<b>24198.70</b>	总资产周转率	0.29	0.27	0.29	0.29
股本	2707.78	2707.78	2707.78	2707.78	固定资产周转率	4.52	3.62	4.61	6.09
资本公积	2743.72	2743.72	2743.72	2743.72	应收账款周转率	7.63	7.14	7.15	7.02
留存收益	2620.51	3126.32	3686.23	4339.66	存货周转率	0.43	0.38	0.38	0.39
归属母公司股东权益	8080.94	8577.82	9137.74	9791.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.98%	—	—	—
少数股东权益	2714.56	3012.06	3346.86	3734.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10795.50</b>	<b>11589.88</b>	<b>12484.59</b>	<b>13525.81</b>	资产负债率	65.75%	63.06%	63.84%	64.15%
负债和股东权益合计	31523.67	31377.71	34526.36	37724.51	带息债务/总负债	30.06%	30.23%	30.08%	30.19%
					流动比率	1.36	1.50	1.53	1.55
					速动比率	0.57	0.36	0.56	0.55
					股利支付率	0.00%	16.63%	17.81%	17.25%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.22	0.25	0.29
					每股净资产	2.98	3.17	3.37	3.62
					每股经营现金	0.31	-0.46	1.26	0.11
					每股股利	0.00	0.04	0.04	0.05
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1735.47	2280.62	2496.10	2739.89					
PE	17.76	14.77	13.16	11.35					
PB	1.11	1.04	0.98	0.92					
PS	1.27	1.05	0.94	0.85					
EV/EBITDA	1.21	1.62	0.24	0.23					
股息率	0.00%	1.13%	1.35%	1.52%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn