



Research and
Development Center

被低估的物流仓储标的，光伏 REITs 潜在受益者

—南山控股 (002314.SZ)公司深度报告

2022 年 04 月 08 日

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

南山控股(002314.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业分析师

执业编号: S15005220100002

联系电话: +86 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

公司主要数据

收盘价(元) 5.80

52周内股价波动区间 2.70-5.27
(元)

最近一月涨跌幅(%) 33.33%

总股本(亿股) 27.08

流通股比例(%) 100%

总市值(亿元) 157.05

资料来源: 信达证券研发中心

被低估的物流仓储标的，光伏 REITs 潜在受益者

2022年04月08日

本期内容提要:

◆**背靠南山集团，深耕三大业务板块：**南山控股成立于2001年，是一家以房地产开发为主业，发展高端仓储物流和探索产城开发的综合性企业。公司实际控制人为南山开发集团，以国有资本为主体，是中国第一家国有控股混合所有制企业，拥有丰富、优质的土地资源，对公司形成潜在协同效应。

◆**物流地产行业：高标仓供不应求，行业格局一超多强。**需求端：消费升级和电商发展支撑物流仓储需求，消费体制扩容催生高标仓需求。供给端：物流仓储土地出让数量下降，仓储建设速度放缓，人均存量面积远低于美国等发达国家。未来供应链是新增长点，新零售线上线下场景融合也将驱动高标仓库市场。融资方面：公募 REITs 提供了物流仓储的退出渠道，有望释放估值压力。行业格局来看，目前形成了以普洛斯为一超，万维、宝湾、宇培等公司为多强的竞争格局。

◆**仓储物流业务：优势明显的战略性主业。**资产方面，布局主要物流节点城市，形成了完善的网络布局；融资方面，发行类 REITs 盘活存量资产，拓宽融资渠道满足外部筹资需求；运营能力方面，公司客户质量好稳定性高，标准化的管理体系形成了品牌影响力。此外公司定增中国核能，有望通过拓展光伏业务，提供能源供应保障，提升资产价值。

◆**房地产业务：稳健发展的支撑性业务。**公司2021年上半年房地产业务收入28.14亿元，同比增速639%，房地产业务注重拓展优质土地项目，公司目前主要开发区域位于一线和二线城市，整体盈利能力和回款情况较好，未来有望进一步提高盈利水平。

◆**产城综合开发业务：初具规模的培育性业务。**公司2021上半年产城综合开发业务实现收入1872万元，同比增长70.72%，毛利率保持在50.75%的较高水平，目前已经落地的项目有合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园、合肥岗集综合交通物流港、南京浦口智造园等。

◆**财务状况：营收增速较快，费用率有所上升。**得益于物流租金稳定和房地产业务的快速发展，总营收增速较快，2021Q3营业收入52.04亿元，同比增速43%，归母净利润同比增速351%。公司营业成本主要由于公司房地产业务项目结转面积增加和仓储物流业务新园区投入使用。

◆**预计公司2021-2023年EPS为0.27/0.31/0.37元/股。**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。首次覆盖，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

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,232	13,832	17,129	20,790
同比(%)	55.1%	23.1%	23.8%	21.4%
归属母公司净利润	1,301	720	844	992
同比(%)	222.4%	-44.6%	17.1%	17.6%
毛利率(%)	28.4%	28.7%	28.2%	27.8%
ROE(%)	13.7%	7.1%	7.6%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.48	0.27	0.31	0.37
P/E	8.63	8.63	21.80	18.61
P/B	1.18	1.18	1.54	1.42
EV/EBITDA	15.62	15.62	13.25	12.38

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年04月07日收盘价

投资聚焦	5
1. 背靠南山集团，深耕三大业务板块	6
2 物流地产行业：高标仓供不应求，行业格局一超多强	10
2.1. 物流仓储行业现状：数量上供不应求，质量上高标仓稀缺	10
2.1.1 需求：内需增长支撑物流仓储需求，消费提质扩容催生高标需求	10
2.1.2 供给：仓储用地出让减少，仓储建设增速放缓，高标仓供应不足	11
2.2 发展前景：第三方新零售驱动高标仓市场扩容，公募 REITs 打通退出渠道	13
2.3. 国内仓储物流地产一超多强格局	15
3 仓储物流业务：优势明显的战略性主业	15
3.1 资产优势：布局主要物流节点城市，形成完善网络布局	16
3.2 融资优势：发行类 REITs 盘活存量资产，拓宽融资渠道满足外部筹资需求	18
3.3 运营能力：客户质量好稳定性高，标准化管理体系形成品牌影响力	19
3.4 布局光伏：定增中国核能科技，降低成本提高利润率	20
4 房地产业务：稳健发展的支撑性业务	21
5 产城综合开发业务：初具规模的培育性业务	23
6 财务状况：营收增速较快，费用率有所上升	24
预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.27/0.31/0.37 元/股，给予“买入”评级	25
风险因素	27

图 表 目 录

图表 1：截至 2021Q3 公司股权结构	6
图表 2：公司 2017-2021Q3 营业收入及增速	7
图表 3：前海蛇口自贸区的区位优势	7
图表 4：前海深港现代服务业合作区规划	7
图表 5：公司发展历程	8
图表 6：公司 2017-2021Q3 营业收入及增速	8
图表 7：公司 2017-2021Q3 归母净利润及增速	8
图表 8：社会消费品零售额及同比增速	10
图表 9：实物商品网上零售额及占社会消费品零售额比重	10
图表 10：全国物流总费用及同比增速	10
图表 11：全国物流业保管费用及同比增速	10
图表 12：全国营业性通用仓储面积及同比增速	11
图表 13：仓储业固定资产投资完成额及同比增速（%）	11
图表 14：城市和县城物流仓储用地面积	11
图表 15：2003-2018 年土地出让结构（%）	11
图表 16：部分国家仓储物流设施总库存及人均库存	12
图表 17：中美日三国电子商务零售额同比增速（%）	12
图表 18：高标仓存量面积（万平）	12
图表 19：现代仓储物流库存占比（%）	12
图表 20：分区域高标仓空置率（%）	12
图表 21：分区域高标仓平均租金（元/平/月）	12
图表 22：中美第三方物流收入规模及同比增速	13
图表 23：阿里巴巴新零售供应体系	13
图表 24：仓储物流 REITs 基本情况	14
图表 25：中金普洛斯 REIT 基础架构	14
图表 26：红土盐田港 REIT 基础架构	14
图表 27：仓储物流行业 2020 年市场占有率（%）	15
图表 28：全国物流园区数量（家）	15
图表 29：物流地产运营核心要素及宝湾物流优势所在	15
图表 30：公司仓储物流业务收入及同比增速	16
图表 31：公司仓储物流业务已投入运营面积（万平）	16
图表 32：宝湾物流截至 2021Q3 主要物流园区经营情况	16
图表 33：公司业务布局	17
图表 34：公司仓储物流运营及待建面积按城市能级分布（%）	18
图表 35：公司仓储物流运营及待建面积按区域分布（%）	18
图表 36：公司截至 2021Q3 在建项目和拟建项目情况	18
图表 37：明江和广州宝湾物流园项目处置对价与账面价值	19
图表 38：明江和广州宝湾物流园项目 PE 和 PB	19
图表 39：宝湾物流前五位客户收入占比（%）	19

图表 40: 宝湾物流在运营项目平均出租率 (%)	19
图表 41: 公司房地产业务收入及同比增速.....	21
图表 42: 公司房地产业务收入占比 (%)	21
图表 43: 公司房地产业务销售金额及同比增速	21
图表 44: 公司房地产业务销售面积及同比增速	21
图表 45: 公司新增土储面积及同比增速	22
图表 46: 截至 2021H1 公司土地储备分布.....	22
图表 47: 2021H1 公司货值储备按城市能级划分占比 (%)	22
图表 48: 2021H1 公司货值储备按城市划分 (亿元)	22
图表 49: 公司产城综合开发业务收入及同比增速.....	23
图表 50: 公司产城综合开发业务毛利率 (%)	23
图表 51: 公司产城综合开发业务主要项目开发情况	23
图表 52: 公司营业收入及同比增速	24
图表 53: 公司归母净利润及同比增速.....	24
图表 54: 公司毛利率 (%)	24
图表 55: 公司净利率 (%)	24
图表 56: 营业总成本及同比增速	24
图表 57: 公司货币资金 (亿元)	24
图表 58: 公司业务预测	25
图表 59: 公司仓储物流板块盈利预测.....	26
图表 60: 可比估算估值预测	26

投资聚焦

报告亮点：

详细阐述公司所拥有的协同资源优势、所处物流地产行业发展前景和仓储物流、房地产开发、产城综合开发三大业务发展情况。

在盈利预测层面，采取分布估值法对公司各业务板块进行估值预测。

投资逻辑：

背靠南山集团，深耕三大业务板块。南山控股成立于 2001 年，是一家以房地产开发为主业，发展高端仓储物流和探索产城开发的综合性企业，公司持续深耕仓储物流、房地产开发和产城综合开发三大主营业务板块。公司实际控制人为南山开发集团，以国有资本为主体，是中国第一家国有控股混合所有制企业，南山开发集团拥有丰富、优质的土地资源，公司作为南山开发集团旗下唯一上市平台和地产开发平台，有望协同南山集团开发优质土地资源，同时受益于房地产开发和物流仓储业务板块的协同效应。

物流地产行业：高标仓供不应求，REITs 提供退出渠道释放估值压力。物流地产行业目前呈现出数量上供不应求、质量上高标仓稀缺的特点：需求端消费升级和电商发展支撑物流仓储需求，消费体制扩容催生高标仓需求。供给端物流仓储土地出让数量下降，仓储建设速度放缓，人均存量面积远低于美国等发达国家。未来随着第三方物流规模扩大、C2M 战略下制造业仓储需求爆发，以及新零售、社区团购、生鲜供应、医药等新消费场景的发展，将持续推动高标仓市场需求。此外，仓储物流类公募 REITs 上市打通了物流地产“投融管退”链条，有望吸引更多市场主体和资金参与，推动行业进一步发展。

仓储物流业务：优势明显的战略性主业。公司的仓储物流业务通过宝湾物流展开，宝湾物流在物流地产运营核心要素上具有明显优势：资产方面布局主要物流节点城市，截至 2020 年底拥有并管理 69 个智慧物流园区，运营和管理仓储面积共 460 万平米；融资方面，公司 2020 年将上海明江宝湾物流园、广州宝湾物流园资产证券化运作，发行 18.5 亿元类 REITs 盘活存量资产，并设立 AMC 资产管理平台，积极探索公募 REITs；运营能力方面，公司客户质量好稳定性高，标准化的管理体系形成了品牌影响力。此外公司定增中国核能，有望通过拓展光伏业务，提供能源供应保障，提升资产价值。

房地产业务：稳健发展的支撑性业务。公司 2021 年上半年房地产业务收入 28.14 亿元，同比增速 639%，房地产业务注重拓展优质土地项目，2021 年新增土地储备 52.65 万平，同比增长 197.51%，主要布局与苏州、武汉、东莞等城市，土储丰富，结构合理。公司目前主要开发区域位于一线和二线城市，整体盈利能力回款情况较好，未来有望进一步提高盈利水平。

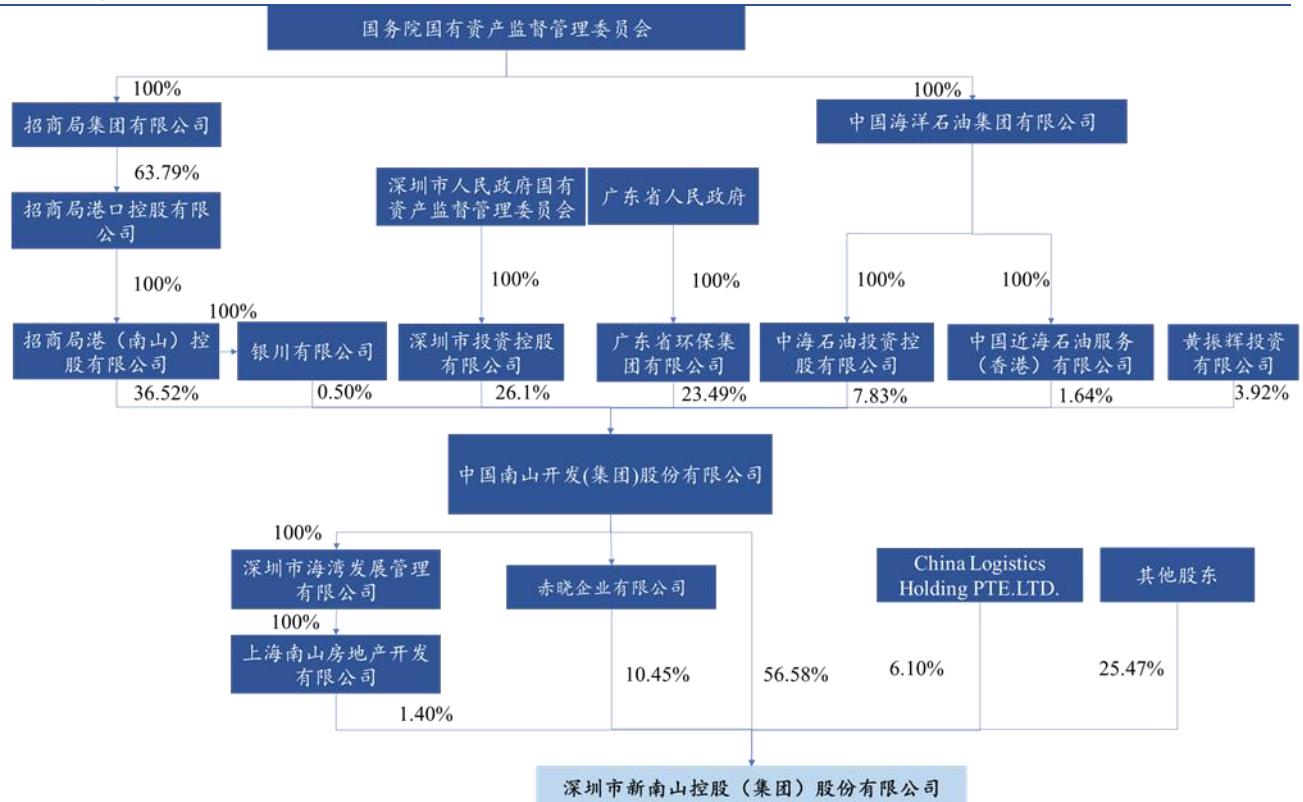
产城综合开发业务：初具规模的培育性业务。公司 2021 上半年产城综合开发业务实现收入 1872 万元，同比增长 70.72%，毛利率保持在 50.75% 的较高水平。公司积极布局重点区域，整合政府、股东及合作伙伴等优势资源，加强合作，增强优质项目获取能力。目前已经落地的项目有合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园、合肥岗集综合交通物流港、南京浦口智造园等。

财务状况：营收增速较快，费用率有所上升。得益于物流租金稳定和房地产业务的快速发展，总营收增速较快，2021Q3 营业收入 52.04 亿元，同比增速 43%，归母净利润同比增速 351%。公司营业成本主要由于公司房地产业务项目结转面积增加和仓储物流业务新园区投入使用。

1. 背靠南山集团，深耕三大业务板块

南山控股成立于2001年，是一家以房地产开发为主业，发展高端仓储物流和探索产城开发的综合性企业。公司前身为2009年在深交所上市的雅致股份。公司实际控制人为南山开发集团，以国有资本为主体，是中国第一家国有控股混合所有制企业。南山开发集团的主营业务是开发建设经营赤湾区的港口，提供海洋石油后勤服务。集团于1984年成立了房地产事业部，其房地产开发业务由此开始。2003年，集团进一步扩张房地产业务，收购雅致轻钢，并成立了南山开发实业有限公司（南山地产）。2015年，集团整合雅致股份业务并将其更名为南山控股。

图表 1：截至 2021Q3 公司股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

控股股东南山集团土地资源丰富，为公司带来潜在协同效应。公司实际控制股股东南山开发集团股份有限公司拥有丰富、优渥的土地资源，其中在深圳前海自贸区赤湾片区拥有3.4平方公里的土地。前海蛇口片区具有“自贸试验区+深港合作区+保税区”的三重叠加的经济区位发展优势和紧临香港国际机场和深圳机场两大空港、珠三角一小时交通圈和香港半小时交通圈内的交通区位优势，集深港合作、一带一路、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和改革开放战略优势。目前，前海蛇口自贸区按功能划分为1、前海金融商务区；2、以前海湾保税港区为核心的深圳西部港区；3、蛇口先导区：重点发展网络信息、科技服务、文化创意等新兴服务业，与前海区块形成产业联动、优势互补；4、蛇口赤湾港区：重点发展港口、物流和航运。2014年赤湾片区被划入前海蛇口片区后，前海管理局明确提出赤湾片区开发由中国南山集团主导，目前公司作为南山开发集团旗下唯一上市平台和地产开发平台，与控股股东之间存在避免同业竞争的承诺，有望优先承接、开发南山集团的优渥土地资源。为避免同业竞争，公司2016年增资入股南山开发集团房地产开发子公司赤湾房地产公司，获取赤湾房地产51%的股权，通过赤湾房地产，公司完成了南山开发集团向公司注入的赤湾片区土地储备山语海项目，项目计容建筑面积6.59万平，2019年南山开发集团又向公司注入城市更新西牛埔项目。未来南山开发集团丰富、优质的土地储备，

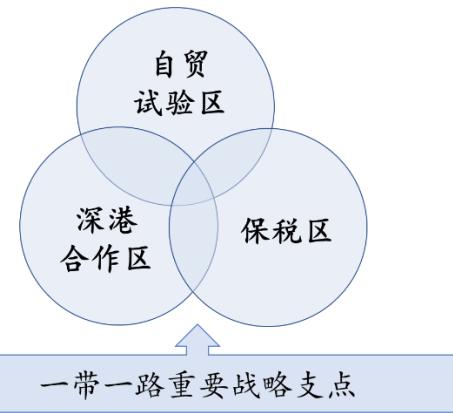
公司将在该类资源开发上充分受益，同时公司的物流仓储业务也有望在重点发展港口、物流和航运的赤湾片区开发中受益。

图表 2：公司 2017-2021Q3 营业收入及增速



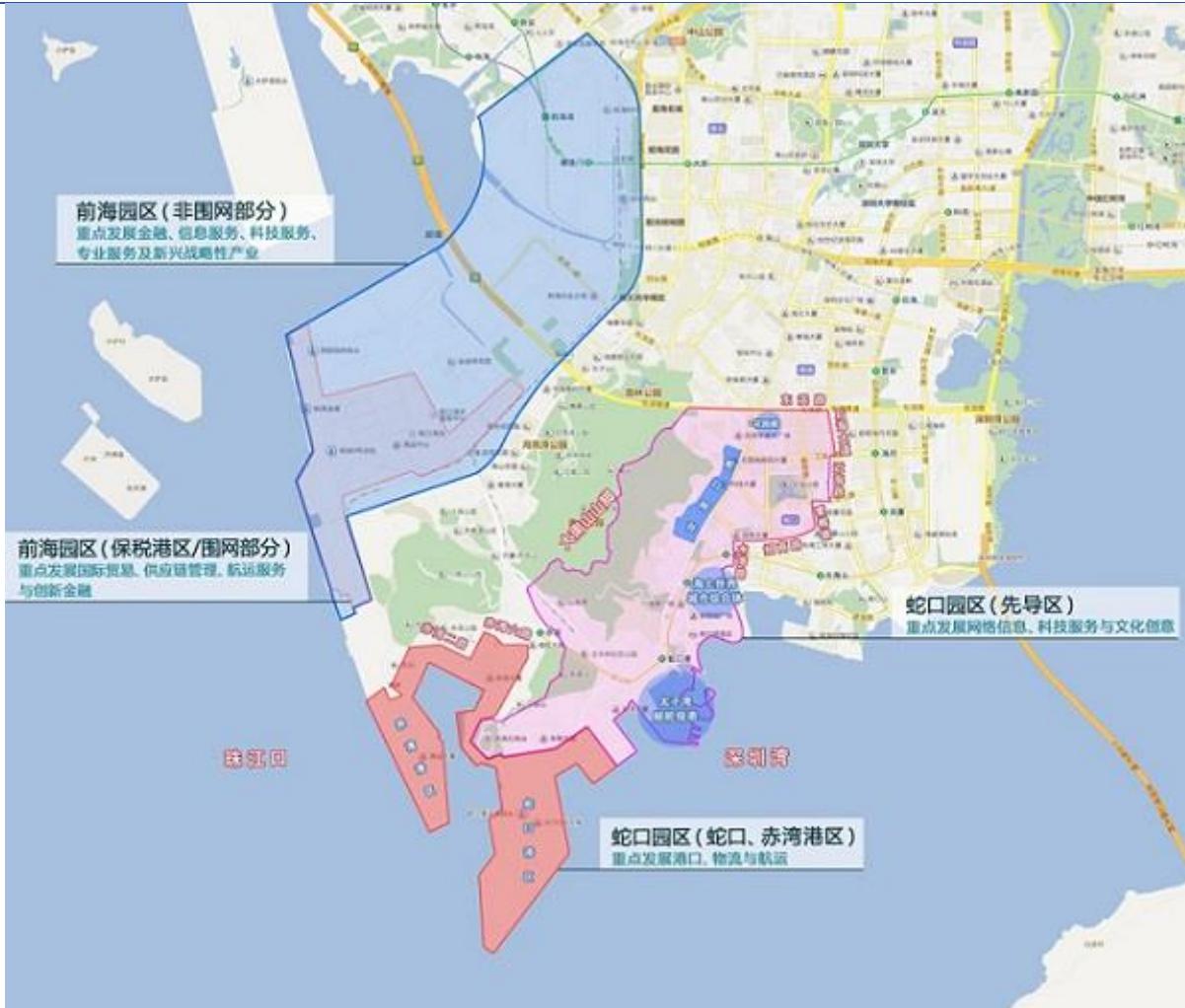
资料来源：前海管理局官网，信达证券研发中心

图表 3：前海蛇口自贸区的区位优势



资料来源：前海管理局官网，信达证券研发中心

图表 4：前海深港现代服务业合作区规划



资料来源：深圳前海蛇口自贸区官网，信达证券研发中心

公司经历三大发展阶段：

2001年至2014年，公司前身雅致股份以制作集成房屋为主业，不断发展。公司于2009年成功在深交所上市。2015年，公司通过发行股份，与南山开发集团地产业务子公司合并，收购了南山房地产开发有限公司、南通南山房地产开发有限公司和上海新南山房地产开发有限公司。公司由此正式更名为南山控股，其业务也转变为以房地产开发为核心，集成房屋、船舶舾装相结合的综合性企业。

2018年，公司以3.6004:1向换股股东交换深基地B股股票，实现了对深基地的吸收合并。这一重大的资产重组推进了公司业务板块的建设，依托于深基地旗下的宝湾物流，公司开始了基于智慧物流园区的高端仓储物流转型。公司的三大主营业务初具格局，形成了以房地产开发，仓储物流与产城综合发展为核心的业务模型。

2020年，公司开展资产证券化，将旗下的明江宝湾与广州宝湾与华泰资管对接，实施“华泰佳越-宝湾物流一期资产支持专项计划”并发行证券，标志着公司投融资管退全链条的打通。

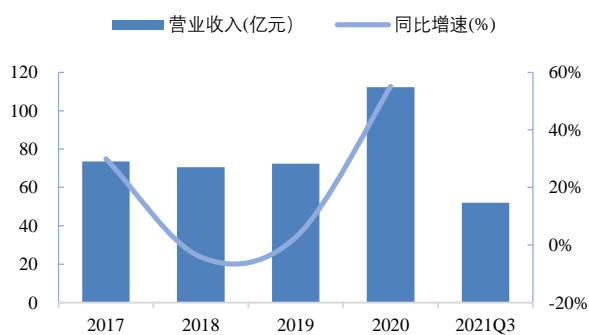
图表 5：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

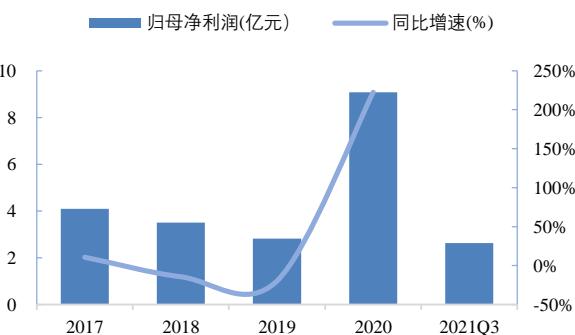
公司围绕经营计划，持续深耕主营业务。在2021年Q3取得了较好成绩。2021年Q3营业收入达52.04亿元，同比增长42.8%。归属于母公司的净利润达2.63亿元，同比增长351.9%。2021年公司为了进一步优化资本结构，拓宽融资渠道，控股子公司宝湾物流通过公开挂牌方式增资扩股，8月公司、中国南山集团、宝湾物流与杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司签署增资协议，基石贰号基金以现金方式向宝湾物流增资3.5亿元，增资完成后基石贰号基金持股宝湾物流31.4%。

图表 6：公司 2017-2021Q3 营业收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7：公司 2017-2021Q3 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

仓储物流业务板块：公司坚持以“打造国内领先的物流园区开发商和运营商”为发展目标，进一步发展现代化物流；同时，公司抓住政策机遇，不断优化宝湾物流商业模式，推进资产证券化，物流基金等类REITs等工作，培养“募投管退”的资产管理能力。2021年上半年，宝湾物流业务实现营业收入6.8亿元，同比增长26%；经营净现金流4.6亿元，同比增长38%，主要是新园区投入使用且运营情况良好，租金收入稳步提升。2021年，宝湾物

流获得“全国仓储地产企业二十强”、“最佳仓储管理企业奖”，在业内的品牌影响力不断增强。

房地产开发板块：公司房地产开发业务实施“区域深耕、布局重点城市”，探索“住宅+”转型业务发展模式；同时，依托开发业务基础能力，在风险可控的前提下，适度培育资产管理能力，探索在项目开发周期不同阶段的债权、股权及管理输出等多元化业务形态，推动业务转型和高质量增长。2021年上半年南山地产完成全口径销售金额67.3亿元，同比增长258%；权益销售金额55.8亿元，同比增长197%。

产城综合开发板块：公司业务初具规模，通过提供产业与城市的综合开发和运营服务，打造产城生态园区，在南京都市圈、成渝经济圈、贵阳等重点区域及城市积极布局，稳步推进合肥、上海、重庆、成都、南京等重点项目。2021年上半年，产城综合开发重点项目稳步推进，新都产业园、西安智造园已实现满租，进入稳定运营。在建中的德阳科技园、重庆汽车公园及上海长三角影视中心都已依照计划有序进行。

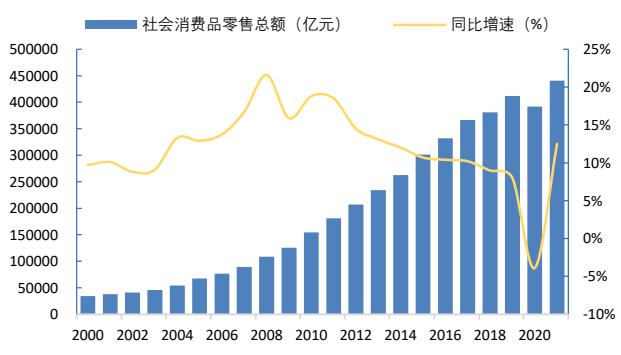
2 物流地产行业：高标仓供不应求，行业格局一超多强

2.1. 物流仓储行业现状：数量上供不应求，质量上高标仓稀缺

2.1.1 需求：内需增长支撑物流仓储需求，消费提质扩容催生高标需求

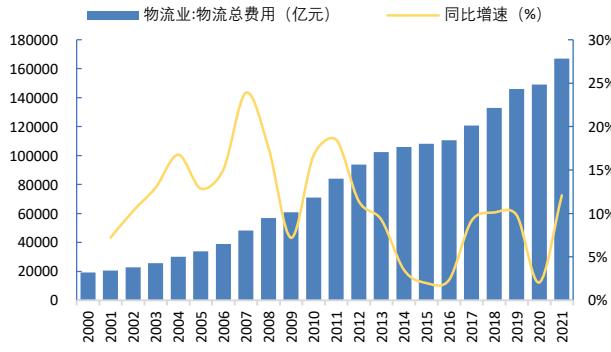
消费升级和电商发展支撑物流仓储需求。近年来，随着居民消费升级和电商发展，物流行业发展迅速。2021年全国社会消费品零售总额44.08万亿元，同比增长12.5%，近五年复合增速7.9%，其中实物商品网上零售额10.80亿元，占比24.5%，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重不断上升，互联网电商高速发展，带动物流行业高速发展。2021年全国社会物流总额335.2万亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，全国物流总费用16.7亿元，同比增速12.1%，即使在2020年受疫情影响，物流总费用也有2.1%的同比增速。物流的高速增长催生了对物流仓储的需求，同时线上服务、线下体验及现代物流深度融合的“新零售”也催生了对现代物流仓储的需求，2021年包含物流仓储费用在内的物流保管费用37.6亿元，同比增长9.9%。

图表 8：社会消费品零售额及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 10：全国物流总费用及同比增速



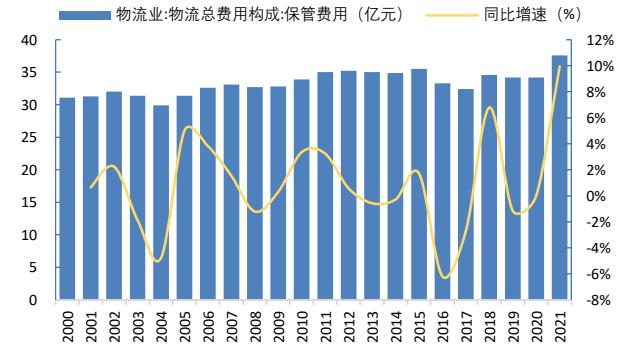
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 9：实物商品网上零售额及占社会消费品零售额比重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 11：全国物流业保管费用及同比增速



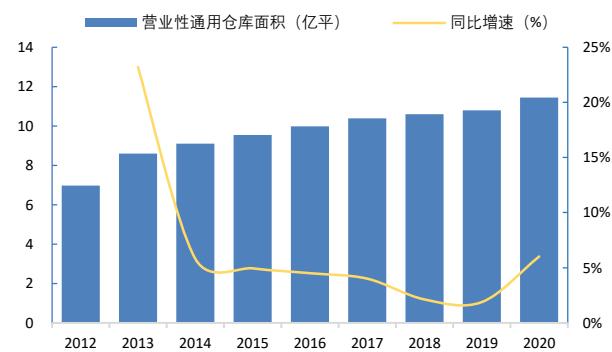
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

消费提质扩容催生高标仓储需求。中国物流仓储的需求不仅随着电商发展在总量上不断提升，从仓储质量来看，随着消费市场体制扩容衍生出了新的物流仓储需求，冷链物流、生鲜电商、医药医疗和社区团购等新型消费零售方式均以超过10%的复合增速高速增长，对物流仓储的质量提出了更高的要求，对高标物流仓储、冷链仓储、智能化物流仓储等现代化物流仓储的需求也日渐提升。

2.1.2 供给：仓储用地出让减少，仓储建设增速放缓，高标仓供应不足

建设层面：仓储建设增速放缓。2020年全国通用仓库总面积11.45亿平，同比增速6.1%，增速有所提升，此前连续六年增速下滑。2021年仓储业固定资产投资完成额同比增速7%，较2020年增速下降。整体来看，物流仓储建设增速放缓，特别是相较于高速发展的物流行业和仓储需求，物流仓储总量建设增速较缓。

图表 12：全国营业性通用仓储面积及同比增速



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

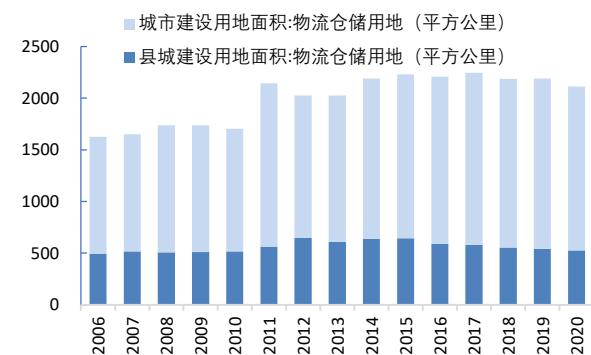
图表 13：仓储业固定资产投资完成额及同比增速 (%)



资料来源：统计局, 信达证券研发中心

供地层面：出让数量下降，土地端供不应求。2020年全国县城和城市物流仓储用地同比下降4%，土地出让结构方面物流仓储用地占比也逐年下降，呈现一定收缩态势。一方面由于物流仓储用地已经完成了大量出让阶段，另一方面物流用地出让价格较低，对地方税收、固定投资、经济增长和就业贡献较低，地方出让物流仓储用地意愿较弱。分区域来看，沿海发达区域紧缩仓储物流用地的供应，存在仓储物流用地供不应求的情况。2016年至2021年，华东区域、华南区域的仓储物流用地供应持续短缺，西南区域、华北区域的仓储用地供应较高，以满足逐年增长的用地需求。

图表 14：城市和县城物流仓储用地面积



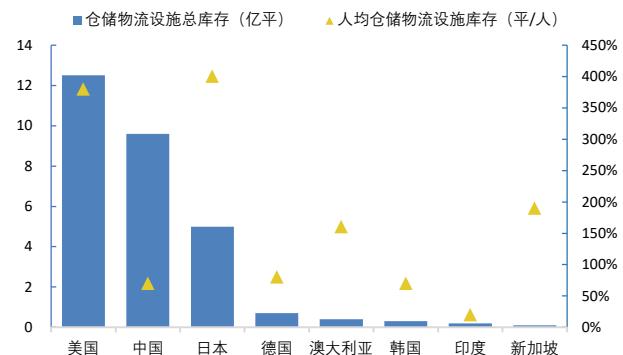
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图表 15：2003-2018年土地出让结构 (%)



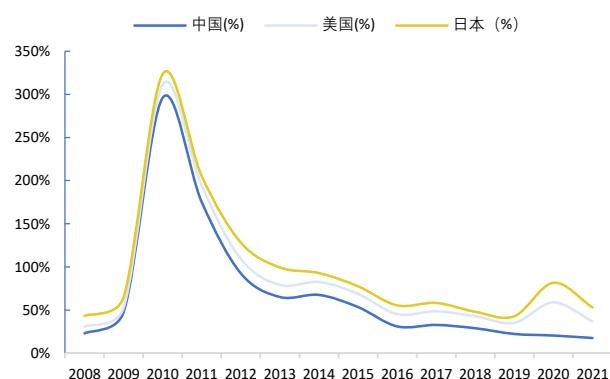
资料来源：地球信息科学学报, 信达证券研发中心

从存量面积来看：人均仓储面积与发达国家有较大差距。根据仲量联行数据，2018年我国营业性通用仓库面积9.6亿平，总量低于美国，但高于日本等其他发达国家，但从人均面积来看，中国人均仓储物流设施库存面积0.7平/人，远低于美国、日本、澳大利亚、新加坡等发达国家，仅为美国和日本的七分之一，但中、美、日三国电子商务零售额增速相近，因此中国人均仓储物流设施面积远远无法满足人均消费增加和互联网电商的进一步发展，总量上仍有较大缺口。

图表 16: 部分国家仓储物流设施总库存及人均库存


日本、韩国、中国和印度为 2018 年数据；美国、新加坡、澳大利亚和德国为 2019 年数据；人均仓储物流设施库存为仲量联行估算值

资料来源：世界银行，仲量联行，信达证券研发中心

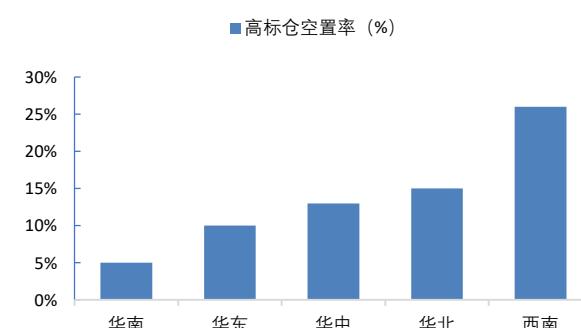
图表 17: 中美日三国电子商务零售额同比增速 (%)


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

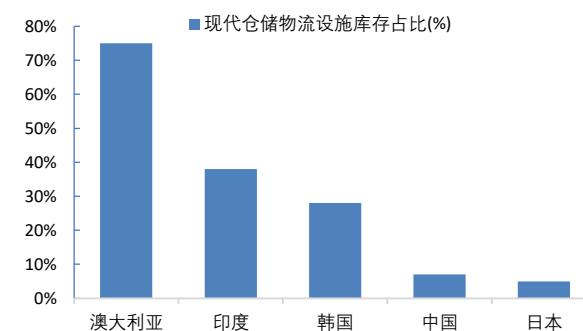
从区域和类型来看：高标仓稀缺，华南区供不应求。2021Q3 全国高标仓储存量面积 8200 万平，由于行业发展历史较短，空间利用率高、交通便捷、可实现高机械化和自动化作业的现代仓储物流设施高标仓占比较低，中国仅占 7%，人均高标仓面积仅为 0.05 平/人，而美国为 1.13 平/人，差距较大。从区域来看，其中华东、华北和华南地区均是仓储物流行业较为发达的区域，截至 2021 年第三季度末，华东区域高标库面积占全国总存量的约 39.2%，华北区域占比约 26.0%，华南区域占比约 12.0%。其中华南地区高标库供不应求，2020Q2 空置率仅为 5%，需求旺盛平均租金也相对更高为 40 元/平/月。

图表 18: 高标仓存量面积 (万平)


资料来源：戴德梁行，信达证券研发中心

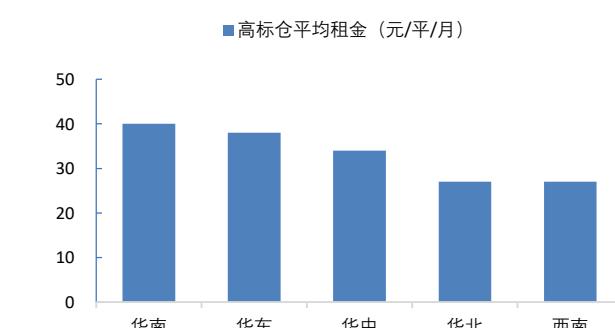
图表 20: 分区域高标仓空置率 (%)


资料来源：世界银行，仲量联行，信达证券研发中心

图表 19: 现代仓储物流库存占比 (%)


日本、韩国和印度为 2018 年数据；中国和澳大利亚为 2019 年数据；不同国家对现代仓储物流设施的定义不同，因此各国数据不完全可比；数据为仲量联行估算值。

资料来源：仲量联行，信达证券研发中心

图表 21: 分区域高标仓平均租金 (元/平/月)


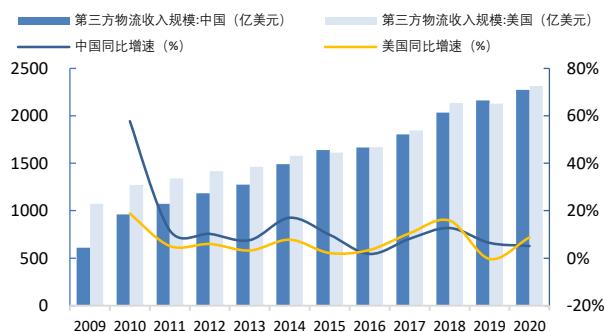
资料来源：仲量联行，信达证券研发中心

2.2 发展前景：第三方新零售驱动高标仓市场扩容，公募 REITs 打通退出渠道

供应链成为第三方物流新增长点，C2M 战略下制造业仓储需求将爆发增长。中国零售行业发展经历了“集贸式零售-连锁店零售-电子商务零售-新零售”四个阶段。从电子商务零售阶段开始，物流系统就成为零售消费中重要的一环，第三方物流以专业化、低成本、高效率的优势为电商发展提供了重要保障，2020 年中国第三方物流收入规模 2274 亿美元，与美国规模基本相当，近 12 年复合增速 12.7%。2020 年起，淘宝、京东、拼多多等电商启动 C2M 战略，一体化供应链服务成为除零售外的第三方物流新增长点，供应链推动制造业对高标、智能化仓库的需求。

新零售线上线下场景融合驱动高标仓库市场扩容。进入新零售时代，数字化供应链管理使商品生产、库存和销售更加精细化，线上线下场景加速融合催生前置仓需求，直播电商、跨境电商、社区团购、生鲜供应等对仓储物流地产的质量提出更高要求，冷链仓和智能化仓库的需求将逐渐增加。与发达国家相比，中国冷藏仓储存量的绝对数量较大，但由于中国人口基数较大，导致我国的人均冷藏仓储容量目前仍然处于较低水平。根据全球冷链联盟（GCCA）的数据显示，2018 年中国的人均冷藏仓储容量仅为 0.132 立方米，与发达国家人均 0.3-0.5 立方米的水平相距甚远，仍有较大增长空间。根据中国物流与采购联合会数据，2019 年医药物流总费用超过 677 亿元，同比增长 10.39%，医药仓储规模 2066.87 万平，同比增长 17.13%。根据 CBRE 统计，2021 年生鲜电商在主要城市新租高标仓超过 40 万平，同比增长 80% 以上。2019 年以来，社区团购复合增长率超过 44%，预计 2022 年社区团购市场规模将超过 1000 亿元。生鲜、社区团购和医药等新场景驱动高标仓市场需求不断增加。

图表 22：中美第三方物流收入规模及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 23：阿里巴巴新零售供应体系



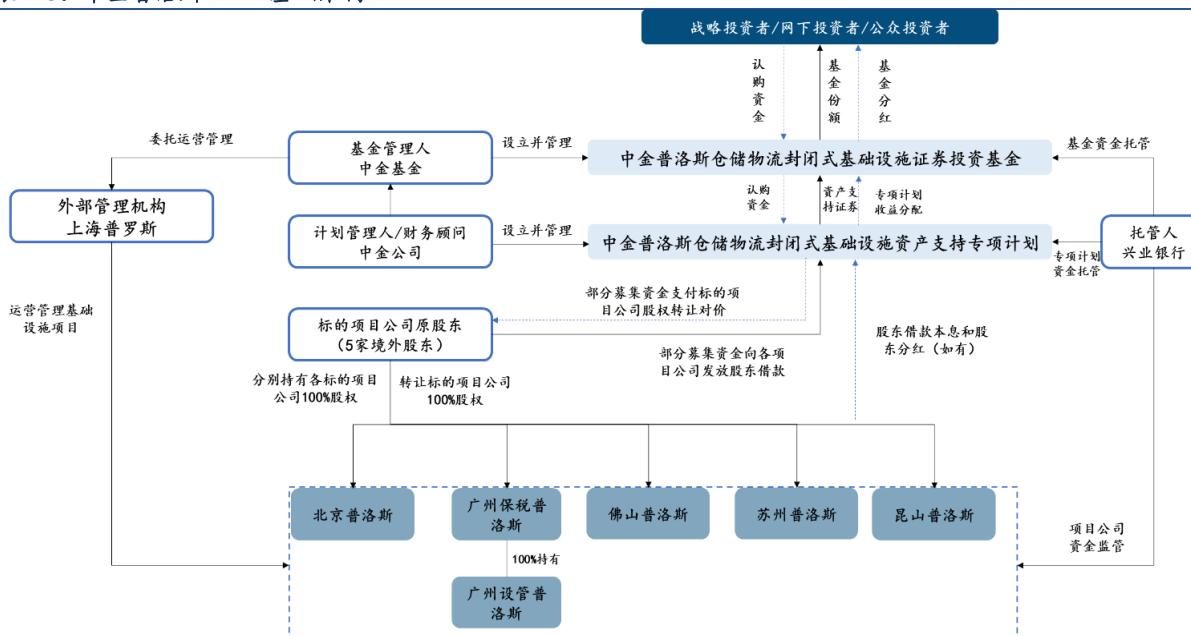
资料来源：阿里巴巴公司年报，信达证券研发中心

公募 REITs 提供退出渠道，释放估值压力。2021 年 6 月，中国首批 9 支基础设施 REITs 试点项目挂牌上市，中金普洛斯 REIT 和红土盐田港 REIT 均属于以仓储物流为底层资产的公募 REITs，其中中金普洛斯 REIT 底层资产由京津冀、长三角及大湾区的 7 个仓储物流园组成，建筑面积 70.5 万平，发行溢价率 9.17%，截至 2021 年底市场价值 54.20 亿元，总市值 73 亿元；盐田港 REIT 底层资产由深圳盐田综合保税区的现代物流中心，建筑面积 32.04 万平，发行溢价率 7.92%，截至 2021 年底市场价值 17.28 亿元，总市值 28 亿元。公募 REITs 属于权益型投资工具，仓储物流行业重得高标仓具有资产优质、经营模式成熟、租约较长、投资回报稳定和资产权属清晰等特点，特别是在疫情影响下，高标仓相较商业地产和写字楼等租金和投资回报稳定，是较好的 REITs 底层资产，有助于降低 REITs 的发行难度。从仓储物流行业来看，公募 REITs 为仓储物流引入长期流动性，中金普洛斯 REIT 和红土盐田 REIT 期限分别为 50 年和 36 年；同时相较并购整合和 ABS 等仓储物流的退出渠道，公募 REITs 提供了另外一种对单一投资人资金和专业门槛较低的退出渠道，打通“投融资退”的链条，有望吸引更多参与主体和资金，从而推动行业加速发展，同时对仓储物流的流动性释放，有望缓解仓储物流估值压力。

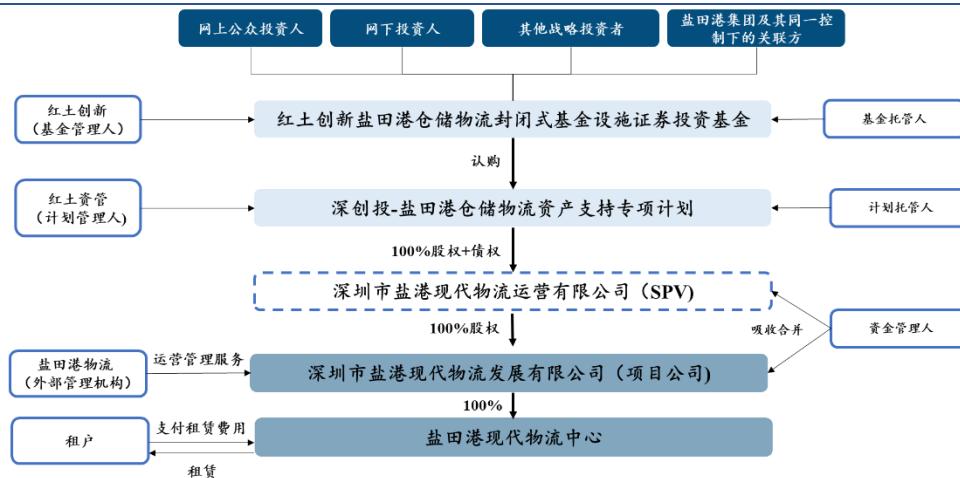
图表 24: 仓储物流 REITs 基本情况

名称	底层资产	建筑面积		出租率	2021 年租金	2020 年租金	估值价格 (亿元)
		(万平方米)			(元/平方米/月)	(元/平方米/月)	
中金普洛斯仓储物流 REIT	现代物流中心项目	32	100%	35-45	38.34	38.34	17.05
	普洛斯北京空港物流园	13	97.71%	69.58	67.38	67.38	16.37
	普洛斯通州光机电物流园	5	98.05%	70.26	74.35	74.35	4.89
	普洛斯广州保税物流园	4	100.00%	25.86	24.63	24.63	2.01
	普洛斯增城物流园	11	100.00%	42.61	40.13	40.13	8.89
	普洛斯顺德物流园	11	100.00%	35.89	33.05	33.05	5.87
	苏州望亭普洛斯物流园	9	100.00%	35.14	33.72	33.72	5.09
	普洛斯淀山湖物流园	18	97.24%	30.86	25.24	25.24	10.34
总计		70	98.72%	42.92	40.02	40.02	53.46

资料来源：中金普洛斯 REIT 招募说明书，红土盐田港 REIT 招募说明书，信达证券研发中心

图表 25: 中金普洛斯 REIT 基础架构


资料来源：中金普洛斯 REIT 招募说明书，信达证券研发中心

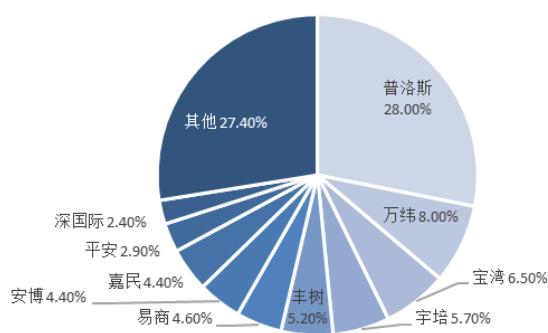
图表 26: 红土盐田港 REIT 基础架构


资料来源：红土盐田港 REIT 招募说明书，信达证券研发中心

2.3. 国内仓储物流地产一超多强格局

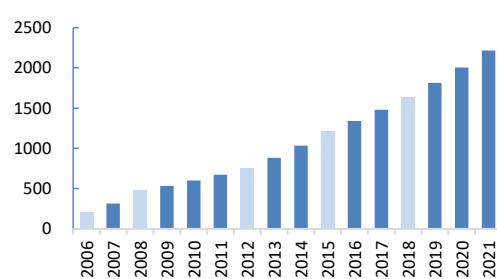
一超多强各据优势，市场参与者多元化，物流园区数量增加。目前中国物流地产市场的主要参与者呈现一超多强的竞争格局，一超为全球领先的专注于供应链、大数据及新能源领域新型基础设施的产业服务与投资管理的普洛斯，普洛斯中国于2003年开始在中国境内开展现代物流仓储开发业务，截至目前，普洛斯中国在70个城市有4900万平的物流及工业基础设施网络，2020年市占率高达28%。多强包括万维、宝湾、宇培、丰树、易商、安博、嘉民、平安、深国际等。随着物流仓储的发展，市场参与者不断增加，包括以万科为代表的房地产企业、以京东为代表的电商企业、以平安不动产为代表的金融机构等众多市场参与者正在持续增多，行业进入多元化发展阶段。根据2018年中国物流与采购联合会发布的《第五次全国物流园区(基地)调查报告》，全国包括运营、在建和规划的各类物流园区共计1638家，较2015年增长428家，复合增速10.6%，预计2021年全国将有2217家物流园区。

图表 27：仓储物流行业 2020 年市场占有率 (%)



资料来源：世界银行，仲量联行，信达证券研发中心

图表 28：全国物流园区数量 (家)



注：仅 2006/2008/2012/2015/2018 年为调查报告数据，其他数据按照复合增速估算。

资料来源：全国物流园区(基地)调查报，信达证券研发中心

3 仓储物流业务：优势明显的战略性主业

物流地产行业运营的核心要素主要由选址拿地、开发建设、招商运营、资产退出和低成本融资五个方面，宝湾物流分别在这五个方面展现出优势。选址拿地方面，公司倚靠国资背景，在拿地数量和区位上有一定优势；开发建设方面，公司本身是开发建设类房地产公司，具备较好的开发能力，能够建造标准化程度高的仓库；招商运营方面，公司为香港利丰、顺丰等第三方物理提供商提供运营服务平台，客户质量高、稳定性较强；资产退出方面，公司发行类 REITs 出表两座物流园，同时设立 AMC 资产管理公司为发行 REITs 扫清障碍，构建轻重资产分离的业务发展模式，打通退出渠道；融资成本方面，公司国企背景可以相对较低成本获得融资。

图表 29：物流地产运营核心要素及宝湾物流优势所在

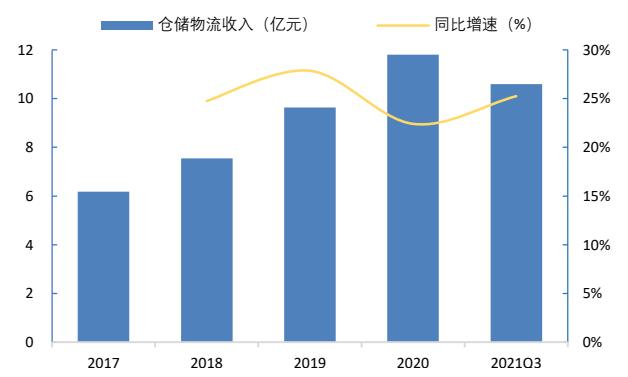


资料来源：园区中国，信达证券研发中心

3.1 资产优势：布局主要物流节点城市，形成完善网络布局

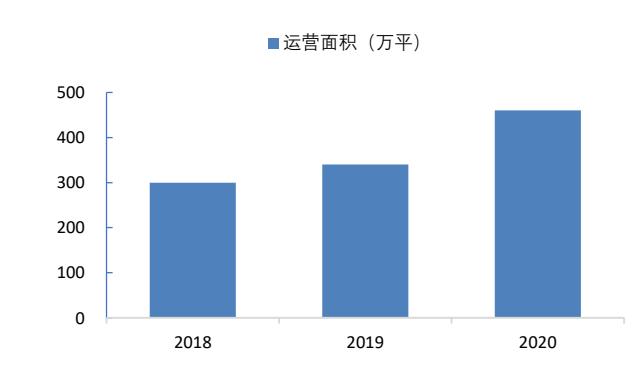
深耕主要物流节点城市，运营规模位居行业前列。宝湾物流2003年进入物流园区行业，凭借多年经营石油后勤服务基地的丰富经验快速发展，在国内物流园区开发商和运营商中均位居前列，在行业内具有一定的品牌知名度。截至2021Q3公司仓储物流业务收入10.59亿元，同比增长25.25%，2020年仓储物流收入11.8亿元，同比增速22%。公司深耕长三角、粤港澳大湾区及重要物流节点城市，形成完善的网络布局，截至2021上半年，公司运营、管理和规划待建仓储面积760万平，持有资产规模位居国内行业前列。从区域布局看，公司相继在长三角、珠三角和环渤海等区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区，服务内容包括物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流和医药物流等。目前，公司已基本覆盖全国核心城市的核心物流节点，包括北京、上海和广州一线城市和天津、南京、长沙、武汉和成都等核心二线城市。截至2020年底公司已投入运营的仓储面积460万平米共69个智慧物流园区，仓储业务基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，运营规模已位居国内行业前列。

图表 30：公司仓储物流业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 31：公司仓储物流业务已投入运营面积（万平）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 32：宝湾物流截至2021Q3 主要物流园区经营情况

园区名称	2018年			2019年			2020年			2021年1-9月		
	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	仓库出租率 (%)									
上海宝湾	1.06	0.52	100.00	1.08	0.56	100.00	1.13	0.57	100.00	0.88	0.38	100.00
肥东宝湾	--	--	--	0.38	0.02	99.00	1.12	0.05	97.50	0.68	0.02	100.00
昆山宝湾	0.69	0.25	100.00	0.70	0.24	100.00	0.69	0.19	100.00	0.52	0.15	100.00
廊坊宝湾	0.35	0.13	100.00	0.41	0.18	100.00	0.43	0.21	100.00	0.35	0.17	100.00
龙泉宝湾	0.70	0.11	100.00	0.69	0.08	99.00	0.40	0.12	99.50	0.30	0.09	100.00
南京宝湾	0.38	0.10	98.00	0.40	0.12	100.00	0.40	0.14	99.50	0.31	0.11	100.00
天津宝湾	0.51	0.05	93.00	0.31	-0.02	70.00	0.39	0.05	90.90	0.32	0.11	99.30
嘉善宝湾	--	--	--	0.40	0.07	100.00	0.39	0.10	100.00	0.31	0.09	100.00
无锡宝湾	0.28	0.07	100.00	0.35	0.03	100.00	0.38	0.09	100.00	0.30	0.08	100.00
胶州宝湾	0.29	0.08	88.00	0.33	0.09	91.00	0.35	0.09	96.60	0.25	0.07	94.20
武汉宝湾	0.38	0.05	99.00	0.34	0.06	82.00	0.34	0.06	89.00	0.23	0.01	72.20
咸阳宝湾	--	--	--	0.26	-	90.00	0.29	0.01	93.30	0.24	0.03	100.00
北京宝湾	0.23	0.10	100.00	0.24	0.11	100.00	0.27	0.10	100.00	0.22	0.08	100.00
绍兴宝湾	--	--	--	0.25	0.06	83.00	0.24	0.05	93.20	0.21	0.05	100.00
新都宝湾	0.26	0.09	100.00	0.25	0.07	100.00	0.23	0.06	100.00	0.17	0.04	100.00
嘉兴宝湾	0.18	0.05	100.00	0.21	0.04	92.00	0.22	0.06	91.40	0.17	0.05	96.20
双龙宝湾	--	--	--	0.17	0.03	100.00	0.22	0.03	95.70	0.17	0.03	95.50

镇江宝湾	0.28	-0.13	58.00	0.27	-0.06	60.00	0.22	-0.01	70.50	0.17	0.02	74.80
天津津南宝湾	0.19	0.07	98.00	0.17	0.06	85.00	0.19	0.07	96.70	0.16	0.02	98.90
南通宝湾	0.17	0.04	98.00	0.15	0.06	83.00	0.16	0.03	93.80	0.13	0.02	99.80
德清宝湾	--	--	--	0.12	0.02	87.30	0.16	0.03	100.00	0.12	0.02	100.00
锡通宝湾	--	--	--	0.13	0.02	83.70	0.16	0.04	89.30	0.14	0.04	99.40
江阴宝湾	--	--	--	0.14	0.02	63.90	0.16	-	83.20	0.14	0.01	88.60
鄂州宝湾	--	--	--	0.12	-	89.20	0.14	0.01	94.80	0.11	0.03	100.00
滨港宝湾	--	--	--	0.13	-0.05	100.00	0.14	-0.03	74.00	0.15	-0.02	74.60
广州宝湾	0.60	0.16	100.00	0.63	0.16	100.00	--	--	--	--	--	--
明江宝湾	0.61	0.25	100.00	0.64	0.28	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	7.15	1.99	93.20%	9.27	2.25	91.70%	8.82	2.12	92.70%	6.75	1.70	94.20%

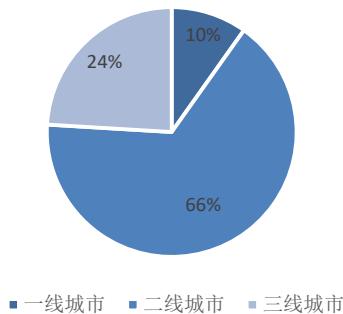
资料来源：宝湾物流控股有限公司 2022 年度第一期中期票据信用评级报告，信达证券研发中心

公司当前在建和拟建的物流园区项目较多，区域分布主要以二三线城市为主，区域位置较好，截至 2021 年 Q3，公司在建项目 14 个，拟建项目 4 个。公司坚持“稳健发展、优中选优”的原则，以完善网络布局、拓展业态类型、丰富合作模式为主攻方向加快项目开拓，重点聚焦长三角及粤港澳大湾区优质地块，确保“拿最合适、最有价值的地”。截至 2021 Q3，公司运营和在建的物流园区中有 47 个位于一二线城市，建筑面积共 550 万平，占比 75.95%。分区域来看，公司仓储物流主要位于华东地区，共 354.7 万平，占比 48.97%，其中浙江和江苏共 20 个，华南地区和西南地区分别占比 13% 和 16%，其中广东在广州和佛山共 5 个物流仓储。

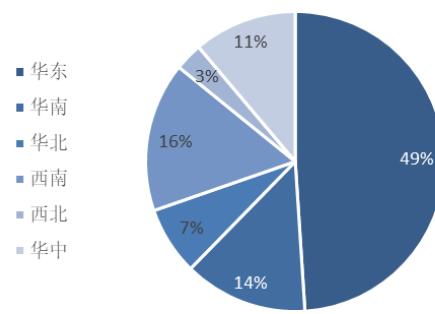
图表 33：公司业务布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 34：公司仓储物流运营及待建面积按城市能级分布 (%)


资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

图表 35：公司仓储物流运营及待建面积按区域分布 (%)


资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

图表 36：公司截至 2021Q3 在建项目和拟建项目情况

项目名称	建筑面积(万平)	截至 2021 年 9 月底公司主要在建项目情况			2022 年计划投资(亿元)
		预计总投资(亿元)	工程完成进度(%)	截至 2021 年 9 月已投资(亿元)	
宁波镇海宝湾	11.10	4.36	95.00	3.70	--
青白江蓉欧	12.59	3.80	20.00	0.94	2.70
宁波奉化宝湾	19.43	6.20	90.00	5.07	0.62
浙江余姚宝湾	16.14	6.70	70.00	5.35	0.86
漳州角美宝湾	16.58	4.70	66.00	3.13	0.50
浙江义乌宝湾	26.07	7.20	25.00	3.03	1.90
重庆两江宝湾	10.18	3.50	50.00	2.6	0.40
东西湖项目	5.51	2.50	19.50	1.62	0.30
太仓雅鹿项目	8.04	3.70	21.00	1.6	0.70
肥东二期	4.34	1.00	40.00	0.73	--
总计	129.98	43.66	--	27.77	7.98

项目名称	计划投资	截至 2021 年 9 月底公司拟建项目情况			2022 年计划投资(亿元)
		自有资金(亿元)	借款(亿元)	截至 2021 年 9 月底已投资(亿元)	
漳州龙海宝湾	3.10	1.00	2.10	1.80	0.90
佛山南海宝湾	12.20	3.60	8.60	4.40	3.00
吴江中旺	5.15	1.62	3.53	2.55	2.00
江门鹤山	8.00	2.40	5.60	1.60	3.10
总计	28.45	8.62	19.83	10.35	9.00

资料来源：宝湾物流控股有限公司 2022 年度第一期中期票据信用评级报告，信达证券研发中心

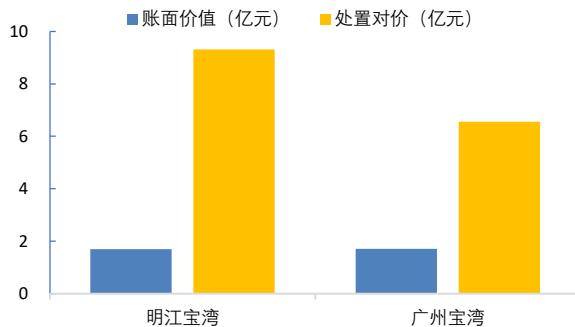
3.2 融资优势：发行类 REITs 盘活存量资产，拓宽融资渠道满足外部筹资需求

发行类 REITs 盘活存量资产，降低融资成本提升融资优势。宝湾物流的模式是自持的重资产物流地产模式，因此需要大量的资金来进行购地和项目建设，特别是近年来随着公司仓储物流拓展项目增加和在建、拟建工程的增多，公司存在较大的外部筹资需求，多样化的融资渠道和低廉的融资成本将成为公司拓展规模的核心优势。公司抓住国内政策机遇，2020 年公司发行全国首批疫情防控债 CMBN，发行规模 14 亿元，发行利率 3.17%，创同类产品行业新低，2021 年宝湾物流成功发行中期票据，发行额度 5 亿元，发行利率 4.13%，7 月成功发行永续中票，发行额度 7 亿元，发行利率 5.3%。此外，公司积极探索基金、REITs 等资本模式，2020 年将所持有的上海明江宝湾物流园、广州宝湾物流园进行资产证券化运作，首次发行 18.5 亿元类 REITs，明江和广州宝湾物流园重估后增置 482% 和 283.9%，出售市盈率分别为 33.28 和 41 倍，市净率分别为 5.49 和 3.86 倍，2020 年公司归母净利润大增 2137%。发行类 REITs 是公司对成熟运营的物流园进行产融结合的重要尝试，有利于盘活存量资产，优化资产结构，加快资金回笼，实现物流园区项目的滚动开发。

设立资产管理平台积极探索公募 REITs，建立“募投管退”资产管理能力。2021 年首批公募 REITs 上市，为仓储物流资产证券化提供新渠道，使得产业园区退出路径实现突破，产业园区“投融管退”模式得以打通。公司运营面积稳步增加，项目现金流稳定，并设立 AMC

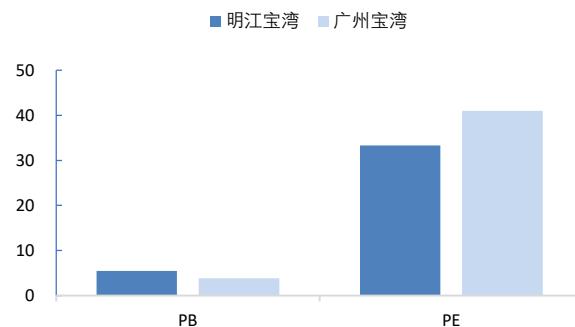
资产管理公司作为宝湾物流的统一资产管理平台，负责园区管理、推广实施资产运营指标体系、提升资产利用效能和运营效益，资产管理平台的设立为公司后续发行公募 REITs 扫清障碍，有望建立“募投管退”的资产管理能力，公募 REITs 有利于提升公司资产流动性，从而提升公司资产价值，增加未来发展潜力和增长空间。

图表 37：明江和广州宝湾物流园项目处置对价与账面价值



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 38：明江和广州宝湾物流园项目 PE 和 PB



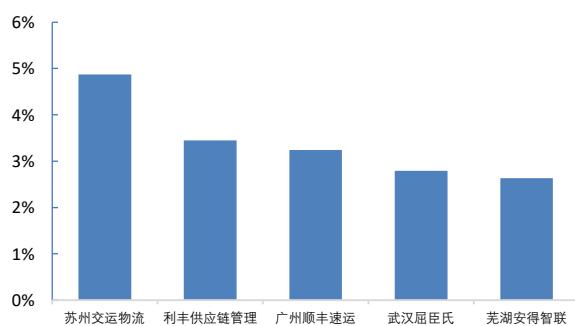
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 运营能力：客户质量好稳定性高，标准化管理体系形成品牌影响力

物流园区客户质量较好、稳定性较高、集中度低。宝湾物流的客户群体主要包括第三方物流企业、电子商务企业、商贸零售企业和制造业企业等，目前客户主要包括利丰供应链管理（中国）有限公司、广州顺丰速运有限公司和武汉屈臣氏个人用品商店有限公司等，2021Q3 前五大客户收入占比 16.98%。

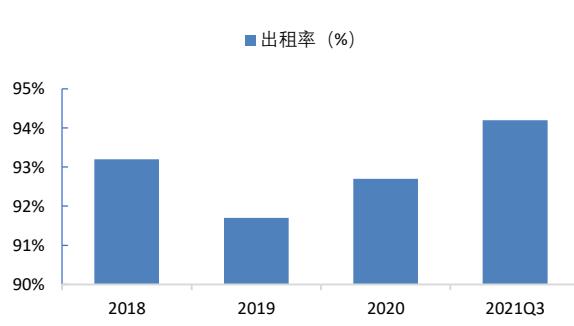
定制化服务、体系化增值服务彰显公司专业化优势。公司除了园区管理服务，还有定制化服务，按物流项目规划建设仓库或按客户要求定制仓库，建设完工验收后投入使用（即招商引资客户，出租仓库），为客户提供仓储服务、办公楼、宿舍使用、库内管理和库内操作及有关增值服务等，公司定制化和体系化的服务体现了公司的专业化优势。

图表 39：宝湾物流前五位客户收入占比（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 40：宝湾物流在运营项目平均出租率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

标准化管理体系形成品牌影响力。宝湾物流在物流园区选址、开发建设、商务管理、运营服务等方面形成标准化的管理体系，宝湾采用“五星级酒店”的管理标准，将物联网技术应用于物流园管理，通过自行研发“一览系统”，将园区内的供配电、消防系统、给排水系统、安防&周界防护系统、停车管理、电子巡更等设施通过传感器、通讯接口进行连接，形成覆盖整个园区的物联网。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，用数据保障园区安全、提升服务质量。同时借助园区运营能力和卓越的服务品质，持续开展对外管理输出业务。创新“仓库+”延伸业务模式，持续增强业务竞争力。在标准化管理体系下，公司保持较高的出租率水平，2021Q3 平均出租

率 94.2%。

3.4 布局光伏：定增中国核能科技，降低成本提高利润率

业态变化用电需求增加，“双碳”背景下定增中国核能科技。近几年，随着客户业态变化，用电需求显著增加。以物流园区为例，一方面，随着社区团购、生鲜配送的兴起，冷库的需求逐年上升；另一方面，电商、第三方物流客户库内分拣、操作的效率要求不断提升，库内投入大量自动化分拣设备，能耗加大。此外，工业园区的客户以生产制造企业为主，能耗也较大。

2021 年 11 月 14 日，公司拟通过参与香港联交所上市公司中国核能科技集团有限公司定向增发，以每股 0.882 港元认购 5.4 亿股股份获得其发行后 29.1% 的股权，并成为中国核能科技第一大股东。

中国核能科技在分布式光伏领域已深耕多年，拥有较完整的分布式光伏供应链，具备 EPC 资质，能够提供电站建设开发、配套材料供应、电站运维等全方位服务，拥有较强的经验优势和技术优势，公司希望通过定增中国核能科技快速切入新能源赛道，获得开展相关业务所需资质、技术、人才及品牌等。

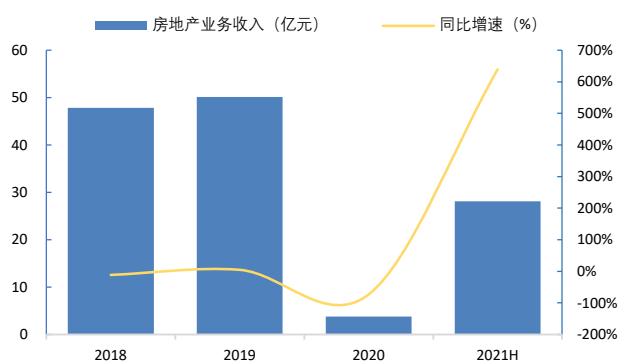
拓展光伏业务，提供能源供应保障，提升资产价值。目前，公司运营、管理和规划在建的仓储物流园区面积共 760 万平方米，规划在建、待建及运营产业园区面积约 162 万平方米。以物流园区为例，高标仓建设标准较高，屋顶面结构和承重情况较好，能够加装分布式光伏电站的面积大约在园区运营总体面积的六到七成。根据行业经验，每平方米可在地面和平面水泥屋顶安装 100 瓦左右的组件，按照 760 万方水平估算，公司分布式装机量大约能达到 0.5GW。后续公司有望借助中国核能科技在新能源发电领域的丰富经验，拓展对宝湾物流及产业园区屋顶分布式光伏业务的开发，为客户提供能源供应保障，在增强客户粘性同时增加业务收入，提升资产价值。

4 房地产业务：稳健发展的支撑性业务

2015年母公司中国南山集团将房地产开发业务注入公司，此后房地产开发业务成为公司的主营业务之一。目前，房地产业务是公司的支撑性业务，是公司收入和利润的重要来源。在“房住不炒”的政策总基调下，公司在房地产业务上保持稳健的发展态度，坚持“区域深耕，布局重点城市”的发展策略，

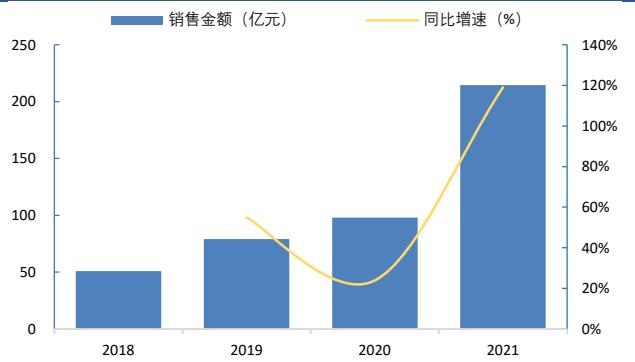
营收增速较快，销售金额翻倍成长。2021年上半年公司房地产业务收入28.14亿元，同比增速639%，主要得益于2020年疫情影响基数较小和2021年上半年房地产市场热度较高。受到仓储物流业务营收增加影响，2021年前公司的房地产业务营收占比逐年下降，但2021年上半年受到房地产业务发展较快，房地产业务收入占比达68.63%。2021全年公司实现销售面积53.1万平，同比增长10.1%，实现销售金额214.4亿元，同比增长118.9%，保持较高增速。

图表 41：公司房地产业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

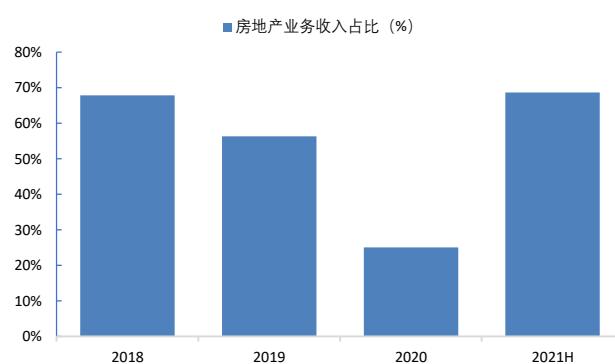
图表 43：公司房地产业务销售金额及同比增速



注：2021年为克而瑞百强房企销售全口径数据，其余年份为公司公告。

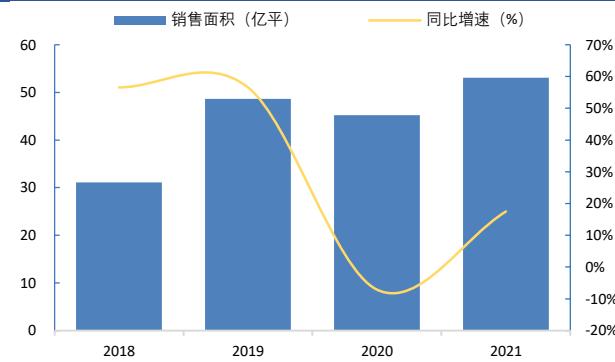
资料来源：公司公告，克而瑞，信达证券研发中心

图表 42：公司房地产业务收入占比（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 44：公司房地产业务销售面积及同比增速



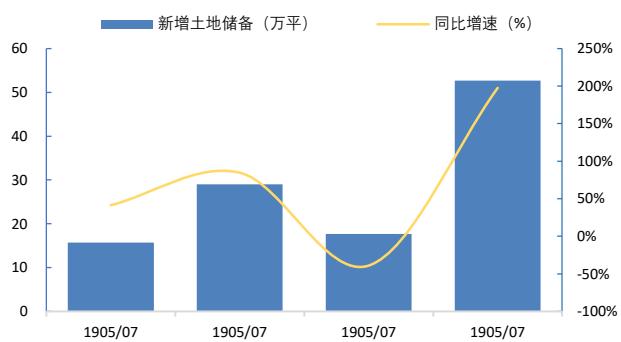
注：2021年为克而瑞百强房企销售全口径数据，其余年份为公司公告。

资料来源：公司公告，克而瑞，信达证券研发中心

注重于拓展优质土地项目，土地储备丰富。2021年公司通过招拍挂等方式，获得苏州、武汉、东莞、成都、南通、都江堰等地共11宗地块，合计新增土地储备面积52.65万平方米，同比增加197.51%，新增土地总价款80.05亿元，同比增长138%。公司结合地产实际去化速度进行资源布局，既保障可持续发展，又不轻易冒进，更加注重拓展优质土地项目。公司坚持“均衡、稳定、可持续”的规模化发展战略，抓住城市群发展契机，坚持深耕重点城市。近年来，公司通过招拍挂、收并购、合作开发等多种形式拿地，在长三角、粤港澳大湾区、华中及成渝地区的核心城市获取优质项目，目前主要开发区域位于上海、苏州、南通、无锡、武汉、成都、长沙、深圳、东莞等重点城市。截至2021年上半年公司累计土地储备建筑面积259.65万平，其中华东区域97.27万平，华东区域110.53万平，成都和东莞分别

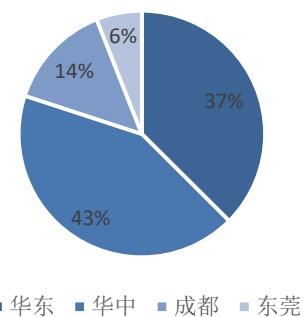
36.33 万平和 15.53 万平，土地储备丰富，布局合理。

图表 45：公司新增土储面积及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

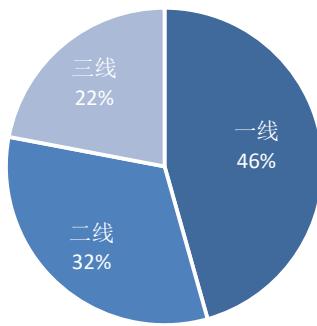
图表 46：截至 2021H1 公司土地储备分布



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

货值储备以一二线城市为主，盈利能力回款情况较好。公司目前房地产项目主要布局在上海、苏州、深圳等一线、准一线和二线城市。截至 2021 上半年，公司储备货值 427.49 亿元，其中一二线城市为主占比 78%。公司布局城市和项目整体盈利能力和回款情况较好，未来在重组的货值储备和合理的城市布局下，公司加快存货去化，将进一步提高盈利水平。

图表 47：2021H1 公司货值储备按城市能级划分占比 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 48：2021H1 公司货值储备按城市划分 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

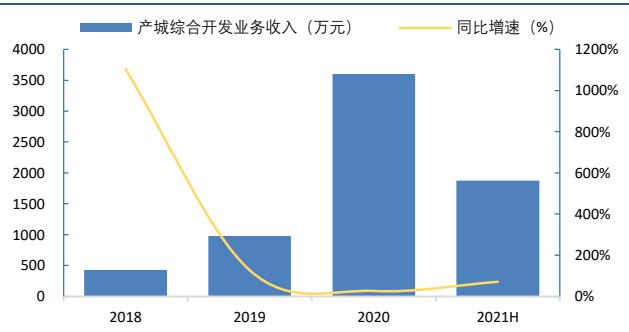
5 产城综合开发业务：初具规模的培育性业务

产城综合开发业务是公司的培育性业务，以打造“独具特色的产城综合开发运营平台”为目标，以“产业+城市的综合开发和运营”为主营业务，通过提供区域产业发展规划、城市配套建设、产业资源整合及智慧化运营等服务，打造具有全国影响力的产城生态园区，实现区域产业及人口的导入，提升区域价值，为城市发展与产业升级提供综合性的解决方案，为客户的生活和工作配套提供多元化的、覆盖全生命周期的产品与服务。

政策推动产业聚集开拓产城开发赛道。近几年来国家继续推动实体经济发展，产业聚集及产业创新成为了驱动产业相关配套设施建设的重要因素，随着产城综合开发商业模式逐渐清晰，除了原有传统产城运营商外，近 70%传统头部房地产企业也陆续进入到产城开发赛道当中。需求端方面，国内整体工业发展及区域产业结构调整，推动产业园区总需求增长。2015-2020 年，我国工业增加值自 23.5 万亿元增加至 31.3 万亿元，对应年均新增的厂房需求量约为 3.0 亿平方米，高端制造业对厂房载体的品质要求不断升级，高标产业园区备受高端制造企业青睐；同时随着核心城市土地资源稀缺性加强，“工业上楼”等新形态在核心城市备受推崇，高容积率工业园区或科技园受到了科技、医疗等新型产业的欢迎。同时公募 REITs 的发行，也为产业园区增加退出路径，有利于产业园区“投融管退”模式打通，未来产城开发赛道发展前景较好。

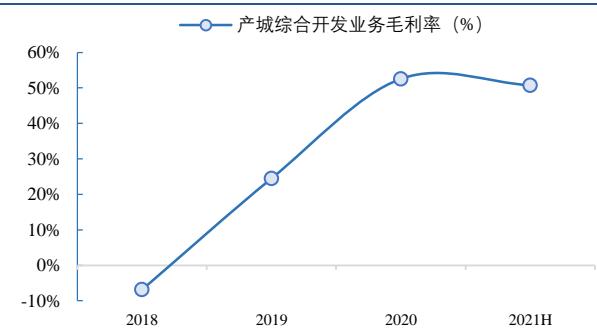
积极布局重点区域，业务初具规模。2021 上半年公司产城综合开发业务实现收入 1872 万元，同比大增 70.72%，毛利率也保持 50.75% 的较高水平。公司把握产业规律，整合政府、股东及合作伙伴等优势资源，与产业链龙头企业、高校院所、行业协会、政府机构等开展深度合作，获取优质项目能力持续增强。目前，公司已落地项目包括：合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园、合肥岗集综合交通物流港、南京浦口智造园、上海松江长三角国际影视中心等。同时，在拓展和规划中的项目分布在重庆、成都、贵阳、苏州、常州等核心城市。随着公司产城综合开发业务的不断拓展，产城综合开发业务已由点到面初步形成规模，品牌影响力也进一步扩大，公司将进一步优化智慧园区管理系统，通过科技手段赋能园区运营。

图表 49：公司产城综合开发业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 50：公司产城综合开发业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 51：公司产城综合开发业务主要项目开发情况

城市	项目名称	所在位置	项目业态	权益比例	开工时间	开发进度	土地面积 (m²)	规划计容建筑面积(m²)	累计投资总金额 (万元)
合肥	岗集综合交通物流港	长丰县	公路港	60%	2019.11	在建	368000	430000	22000
上海	长三角国际影视中心	松江区	科技园区	50%	2020.09	在建	51000	102000	14000
重庆	重庆汽车公园	高新区	综合开发类	100%	2021.05	在建	526000	759000	160000
成都	新都产业园	新都区	工业厂房	100%	2016.08	竣工	196001	115392	20775
德阳	德阳科技园（一期）	广汉市	工业厂房	100%	2019.1	竣工	93334	67257	11783
	德阳科技园（二期）	广汉市	工业厂房	100%	2021.04	在建	149000	103128	3700
西安	西安智造园	西安市	工业厂房	100%	2020.09	竣工	56402	42800	6101

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

6 财务状况：营收增速较快，费用率有所上升

得益于物流租金稳定和房地产业务快速发展，公司营收增速较快。公司2020年实现营业收入112.32亿元，同比增长55%，2020年归母净利润13.01亿元，同比增速222%，主要得益于发行类REITs，物流园出表实现投资收益。2021Q3实现营业收入52.04亿元，同比增长43%，归母净利润3.76亿元，同比增长351%，主要得益于仓储物流租金的稳定增长和房地产业务的收入大幅提升。

图表 52：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 53：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

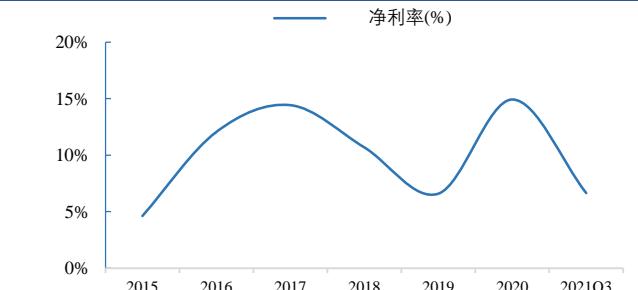
公司毛利率和净利率处于较高水平，但有下降趋势。公司2021Q3毛利率21%，净利率7%，均出现下滑，主要由于房地产业务毛利率下降所致，其中仓储物流的毛利率下降主要由于毛利率低的运输业务收入规模增长，但公司的毛利率水平仍处于较高水平，未来随着物流园区投入使用、租金提升和与中国核能科技在光伏产业方面的合作有望降低成本，提升利润率。

图表 54：公司毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 55：公司净利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

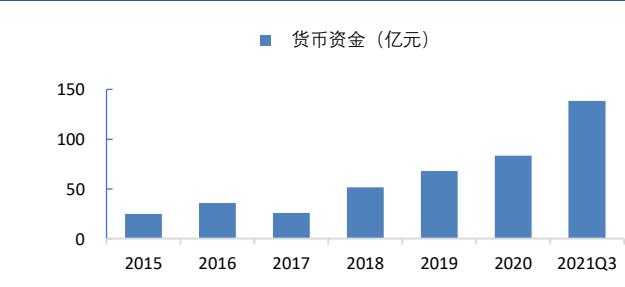
营业成本、费用率均上升。公司2021Q3营业总成本54.83亿元，同比增长65%，主要由于公司房地产业务项目结转面积增加和仓储物流业务新园区投入使用所致。货币资金大幅增加。公司截至2021Q3货币资金138.52，较2020年底增加66%，主要由于公司房地产业务预收房款所致。

图表 56：营业总成本及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 57：公司货币资金（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.27/0.31/0.37 元/股，给予“买入”评级

对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

地产业务方面，随着近年来公司销售规模不断增加，公司地产业务结算规模预计将同步保持提升，预计 2021 年-2023 年公司地产业务结算收入增速分别为 25%/25%/25%，毛利率分别为 26%/25%/25%。

物流业务方面，随着公司在建物流仓储项目逐步完工，运营仓储物流面积增加，租金收入有望保持同步增长，预计 2021 年-2023 年公司物流仓储业务收入增速分别为 29%/32%/8%，毛利率分别为 53%/53%/53%。

制造业务和其他业务方面，预计将保持稳定，两项业务 2021 年-2023 年收入增速预计分别保持在 5% 的水平，其毛利率分别为 17% 和 50%。

对于公司业务做出如下预测

图表 58：公司业务预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
房地产业					
收入（亿元）	50.13	87.57	109.46	136.83	171.04
成本（亿元）	33.38	65.00	81.0	102.6	128.3
毛利（亿元）	16.75	22.57	28.5	34.2	42.8
毛利率(%)	33%	26%	26%	25%	25%
仓储物流业务					
收入（亿元）	9.66	11.90	15.36	20.29	21.98
成本（亿元）	4.25	5.53	7.2	9.5	10.3
毛利（亿元）	5.41	6.37	8.1	10.8	11.6
毛利率(%)	56%	54%	53%	53%	53%
制造业业务					
收入（亿元）	10.87	10.50	11.03	11.58	12.16
成本（亿元）	9.80	8.71	9.1	9.6	10.1
毛利（亿元）	1.08	1.79	1.9	2.0	2.1
毛利率(%)	10%	17%	17%	17%	17%
其他业务					
收入（亿元）	1.71	2.36	2.48	2.60	2.73
成本（亿元）	1.15	1.19	1.2	1.3	1.4
毛利（亿元）	0.56	1.17	1.2	1.3	1.4
毛利率(%)	33%	50%	50%	50%	50%
收入（亿元）	72.37	112.33	138.32	171.29	207.90
成本（亿元）	48.57	80.43	98.62	123.07	150.07
毛利（亿元）	23.80	31.90	39.70	48.22	57.83
毛利率(%)	32.9%	28.4%	28.7%	28.2%	27.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值方面，采取分步估值法：

开发业务：截至到 2021 年 Q3 公司归母净资产规模 101.8 亿，其中宝湾物流净资产规模截至到 2021 年 Q3 为 86.3 亿，其中公司控股宝湾物流 77.36%，公司地产业务净资产 35 亿，根据公司现有项目净资产重估增加值 31 亿，公司地产业务估值 66 亿。

物流地产业务：在持有物业方面一般通用的估值方法为 EV/EBITDA，我们选取了同样做物流地产的 ESR 和中国物流资产为可比公司，由于 EV 包含了企业的权益价值和负债价值，因此宝湾物流的 EV 估值减去宝湾物流的净负债即为宝湾物流的权益价值。

ESR 的 EV/EBITDA 估值为 25 倍，中国物流资产的 EV/EBITDA 估值为 35 倍，我们取中值 30 倍，宝湾物流 2021 年 EBITDA 估算 8.7 亿，公司 EV 值约为 261 亿，对应宝湾物流权益价值为 185.3 亿，公司持有宝湾物流 77.36% 股份对应价值为 143.3 亿。

图表 59：公司仓储物流板块盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
运营面积(万平)	375.1	480	580	610
平均每平米租金(元/平/月)	28	28	29	30
平均出租率	93%	94%	94%	94%
运营收入(万元)	118085	153554	202877	219772
毛利率	53%	53%	53%	53%
税金及附加(万元)	9801	12745	16839	18241
销售管理费用(万元)	16532	21497	28403	30768
营业利润(万元)	36606	47141	62283	67470
折旧摊销(万元)	30967	39627	47882	50359
EBITDA(万元)	67573	86768	110166	117829

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 60：可比估值预测

	EBITDA (亿元)	市值 (亿元)	负债 (亿元)	货币资金 (亿元)	EV (亿元)	EV/EBITDA (倍)
ESR	42	860	314	104	1070	25
中国物流资产	7	123	132	6	249	35
平均						30
宝湾物流	8.6	184	117	41.6	260	30

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：公司市值为 2022 年 4 月 7 日数据

预计公司 2021 年-2023 年 EPS 分别为 0.27 / 0.31 / 0.37 元，对应股价对应 2021-2023 年 PE 估值分别为 21.8x、18.6x 和 15.8x。按照分步估值法，给予公司地产+物流业务估值共 209.3 亿，目标价 7.73 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险：公司地产开发业务和物流地产业务拓展不及预期

资产负债表		单位: 百万元		利润表		单位: 百万元					
会计年度		2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产		33,853	40,856	48,611	56,741	营业总收入		11,232	13,832	17,129	20,790
货币资金		8,351	9,896	10,365	10,449	营业成本		8,043	9,862	12,307	15,007
应收票据		52	65	80	97	营业税金及附加		550	677	838	1,018
应收账款		1,254	1,545	1,913	2,322	销售费用		282	348	431	523
预付账款		67	82	103	125	管理费用		800	985	1,220	1,480
存货		20,928	25,660	32,024	39,048	研发费用		27	34	42	51
其他		3,201	3,609	4,126	4,700	财务费用		596	713	873	1,045
非流动资产		18,445	20,688	23,698	26,745	减值损失合计		-55	0	0	0
长期股权投资		1,144	1,144	1,144	1,144	投资净收益		1,404	0	0	0
固定资产(合计)		2,603	3,424	5,193	6,909	其他		25	42	52	63
无形资产		5,263	5,263	5,263	5,263	营业利润		2,309	1,255	1,471	1,729
其他		9,435	10,856	12,098	13,430	营业外收支		58	0	0	0
资产总计		52,298	61,544	72,308	83,486	利润总额		2,367	1,255	1,471	1,729
流动负债		21,613	26,201	31,344	37,123	所得税		690	366	429	504
短期借款		3,234	3,234	3,234	3,234	净利润		1,677	889	1,042	1,225
应付票据		136	166	208	253	少数股东损益		376	169	198	233
应付账款		1,823	2,236	2,790	3,402	归属母公司净利润		1,301	720	844	992
其他		16,420	20,565	25,112	30,233	EBITDA		1,419	2,180	2,666	3,197
非流动负债		18,793	22,562	27,141	31,314	EPS(当年)(元)		0.48	0.27	0.31	0.37
长期借款		11,570	15,339	19,918	24,091						
其他		7,223	7,223	7,223	7,223	现金流量表					
负债合计		40,406	48,762	58,485	68,437	会计年度		2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益		2,406	2,575	2,773	3,006	经营活动现金流		-1,396	1,028	197	540
归属母公司股东权益		9,486	10,206	11,051	12,043	净利润		1,677	889	1,042	1,225
负债和股东权益		52,298	61,544	72,308	83,486	折旧摊销		473	253	375	485
						财务费用		665	755	922	1,097
重要财务指标		单位: 百万元				投资损失		-1,404	0	0	0
主要财务指标		2020A	2021E	2022E	2023E	营运资金变动		-2,996	-870	-2,141	-2,268
营业收入		11,232	13,832	17,129	20,790	其它		190	0	0	0
同比(%)		55.1%	23.1%	23.8%	21.4%	投资活动现金流		-1,811	-2,496	-3,385	-3,533
归属母公司净利润		1,301	720	844	992	资本支出		-4,534	-2,496	-3,385	-3,533
同比(%)		222.4%	-44.6%	17.1%	17.6%	长期投资		88	0	0	0
毛利率(%)		28.4%	28.7%	28.2%	27.8%	其他		2,635	0	0	0
ROE(%)		13.7%	7.1%	7.6%	8.2%	筹资活动现金流		4,615	3,014	3,657	3,077
EPS(摊薄)(元)		0.48	0.27	0.31	0.37	吸收投资		130	0	0	0
P/E		8.63	21.80	18.61	15.82	借款		21,323	3,769	4,579	4,174
P/B		1.18	1.54	1.42	1.30	支付利息或股息		-1,372	-755	-922	-1,097
EV/EBITDA		15.62	13.25	12.38	11.60	现金净增加额		1,401	1,545	469	83

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	hanqiyue@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	liruolin@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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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、意见及推測仅供参考，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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。