

仓储物流持续拓展, 地产销售逆势增长

投资要点

- 业绩点评:** 2021年公司实现收入111.8亿元, 同比-0.5%; 实现归母净利润9.8亿元, 同比-24.5%。业绩下滑一方面是由于房地产结算毛利率较上年下降11.7个百分点至14.1%, 另一方面是由于公司于2021年发行类REITs项目确认投资收益12.5亿元, 2021年投资收益有较大幅度下降。2022Q1实现收入约10.4亿元, 同比+22.9%; 归母净利润亏损1.26亿元, 上年同期亏损8293万元。
- 销售增长稳健, 土储量足质优。** 全年实现全口径销售金额218亿元, 同比增长122.7%, 其中并表口径销售金额125.3亿元, 同比+22.0%。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, 其中并表范围内新增11宗, 总规划建筑面积125.4万平方米, 主要布局在长三角、长江中游、成渝及粤港澳等地区的核心一线及强二线城市。截至期末公司总土储占地面积117.7万平方米, 总建筑面积263.5万平方米, 土地储备充足, 其中华东、华中、成都、大湾区占比分别为26%、33%、24%、17%。此外公司有权对赤湾3.4平方公里土地进行开发, 预计中长期可开发及城市更新面积超126万平方米。
- 仓储物流管理规模持续增长, 经营效率良好。** 2021年宝湾物流业务实现收入14.7亿元, 同比+24.7%, 经营净现金流10.9亿元, 同比+41.9%, 主要是原有园区稳定运营以及新园区投入使用且运营情况良好, 租金收入稳步提升, 报告期内平均使用率为94.5%。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, 物流网络不断完善, 保持行业领先地位, 并积极探索供应链服务、冷链和屋顶光伏等延伸业务。
- 财务健康, 现金流优化。** 公司资金充足, 宝湾物流成功发行两笔中票并引入投资者, 共融资47亿元。南山地产三道红线均处于健康状态, 公司注重加强回款, 经营活动现金流量净额为30.1亿元, 较2020年的-19.1亿元明显优化, 期内融资成本3.85%-4.99%, 较2020年进一步降低。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.8%, 综合考虑开发业务、物流仓储及光伏业务的分部估值, 公司总市值为197.9亿元, 对应目标价7.31元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竣工交付低于预期、地产调控风险、物流仓储出租不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11180.20	13636.07	16160.66	18000.44
增长率	-0.46%	21.97%	18.51%	11.38%
归属母公司净利润(百万元)	975.97	976.62	1160.04	1350.19
增长率	-24.97%	0.07%	18.78%	16.39%
每股收益EPS(元)	0.36	0.36	0.43	0.50
净资产收益率ROE	5.32%	5.57%	6.11%	6.79%
PE	12.7	12.7	10.7	9.2
PB	0.70	0.67	0.64	0.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@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)	13.38
52周内股价区间(元)	2.72-6.38
总市值(亿元)	124.02
总资产(亿元)	703.16
每股净资产(元)	3.76

相关研究

1. 南山控股(002314): 高端仓储物流标杆, 布局光伏开启新增长 (2022-02-18)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司房地产业务 2022-2024 年结算销售金额增速分别为 25%/20%/10%，毛利率分别为 15%/15%/15%。

假设 2：公司物流仓储业务 2022-2024 年租金收入增速分别为 24.9%/28.2%/23.2%，毛利率分别为 51.3%/51.3%/51.3%。

假设 3：公司产城综合开发业务 2022-2024 年收入增速分别为 20%/15%/10%，毛利率分别为 15%/15%/15%。

假设 4：公司制造业务 2022-2024 年收入增速分别为 10%/5%/3%，毛利率分别为 16%/16%/16%。

假设 5：公司其他业务 2022-2024 年收入增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 50%/50%/50%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入	11180	13636	16161	18000
	增速	-0.5%	22.0%	18.5%	11.4%
	营业成本	8838	10732	12665	14005
	毛利率	21.0%	21.3%	21.6%	22.2%
房地产	收入	6163	7704	9244	10169
	增速	-29.6%	25.0%	20.0%	10.0%
	成本	5292	6548	7858	8643
	毛利率	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
产城综合开发	收入	1836	2203	2533	2787
	增速	4998.0%	20.0%	15.0%	10.0%
	成本	1565	1873	2153	2369
	毛利率	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
仓储物流	收入	1538	1922	2464	3036
	增速	29.3%	24.9%	28.2%	23.2%
	成本	744	936	1200	1479
	毛利率	51.6%	51.3%	51.3%	51.3%
制造业务	收入	1260	1386	1456	1499
	增速	20.0%	10.0%	5.0%	3.0%
	成本	1062	1164	1223	1259
	毛利率	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%
其他	收入	383	421	463	510
	增速	91.3%	10.0%	10.0%	10.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
成本		175	211	232	255
毛利率		54.4%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源：Wind, 西南证券

估值与评级

分别对开发业务、物流仓储及光伏部分进行估值。

开发业务:采用 PE 估值方法,预计公司 2022 年开发业务可实现归母净利润 1.23 亿元。选取保利发展、金地集团、万科 A、华发股份等作为可比公司, 2022 年平均 PE 为 6.6 倍, 考虑到公司资源储备充足, 给予公司 2022 年开发业务 7 倍 PE, 对应市值为 8.6 亿元。

表 2: 开发业务归母净利润测算

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6163	7704	9244	10169
毛利率	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利润	871	1156	1387	1525
减：营业税及附加	154	193	231	254
费用率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
三项费用	616	770	924	1017
费用率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税	25	48	58	64
税率	25%	25%	25%	25%
净利润	75	144	173	191
少数股东损益	11	22	26	29
少数股东损益占比	15%	15%	15%	15%
归母净利润	64	123	147	162

数据来源：wind, 公司公告, 西南证券

表 3: 公司开发业务可比公司估值

代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600048.SH	保利发展	2,100	27388	29308	31232	34095	6.8	7.2	6.7	6.2
600383.SH	金地集团	618	9410	10169	10965	11689	6.2	6.1	5.6	5.3
000002.SZ	万科 A	2,185	22524	26479	29121	30455	10.2	8.3	7.5	7.2
600325.SH	华发股份	165	3195	3465	3737	3980	4.0	4.8	4.4	4.1
平均值							6.8	6.6	6.1	5.7

数据来源：Wind, 西南证券整理 (截止日期 2022 年 5 月 6 日)

物流仓储：仓储物流业务采用 EV/EBITDA 估值法进行估值，经测算 2022-2024 年宝湾物流的 EBITDA 分别为 10.9/14.0/17.2 亿元，核心假设包括：

- 1) 2022-2024 年每年新增仓储面积 120/150/150 万平；
- 2) 2021-2023 年租金单价分别为 310/320/330 元/平/年。

表 4：宝湾物流 EBITDA 测算

	2021	2022E	2023E	2024E
仓储面积 (万平)	500	620	770	920
新增仓储面积 (万平)		120	150	150
租金单价 (元/平/年)	294	310	320	330
租金收入 (万元)	147201	192200	246400	303600
毛利率	51.3%	51.3%	51.3%	51.3%
毛利润 (万元)	75514	98599	126403	155747
减：营业税及附加 (万元)	12562	15376	19712	24288
税率	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
减：销管费 (万元)	19920	26009	33344	41085
费用率	14%	14%	14%	14%
减：财务费用 (万元)	36111	42284	54208	66792
费用率	24.5%	22%	22%	22%
营业利润 (万元)	10198	14929	19139	23582
EBIT (万元)	46309	57213	73347	90374
加：折旧摊销 (万元)	39,744	51,894	66,528	81,972
EBITDA (万元)	82776	109107	139875	172346

数据来源：wind，公司公告，西南证券

我们选取上市物流地产公司 ESR 作为可比公司，按 2022 年宝湾物流估算 EBITDA 10.9 亿计算，给予 EV/EBITDA 倍数 25 倍，其 EV 估值约 272.8 亿元，截至 2022 年一季度末宝湾物流净负债为 71.0 亿元，则宝湾物流权益估值为 201.8 亿元，公司对宝湾物流权益比例 77.36% 部分对应估值为 156.1 亿元。

表 5：上市物流地产公司 EV/EBITDA 估值

代码	公司	EV/EBITDA
1821.HK	ESR	25.6
	平均	25.6

数据来源：wind，公司公告，西南证券整理。注：EBITDA 取 2021 年报披露值，EV 由 2022 年 5 月 6 日市值计算

光伏业务：采用 PE 法进行估值，目前公司运营、管理和规划在建的仓储面积共 900 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（截至 2021H1），合计 1062 万平方米。若按照分布式光伏平均 1000 万平方米装机 1GW 来计算，暂不考虑面积拓展，可实现装机 1.06GW，行业每 GW 装机可实现净利润约为 2 亿元，则公司光伏业务净利润约 2.12 亿元，考虑到公司光伏业务规模较小，且增速较头部公司相对较慢，给予 15 倍 PE，对应市值 33.2 亿元。

表 6：公司光伏业务利润测算

项目	
园区总面积 (万平)	922
单位面积装机量 (W/平米)	1062
可实现装机 (GW)	1.06
单位装机净利润 (亿元/GW)	2
净利润 (亿元)	2.12

数据来源: wind, 公司公告, 西南证券

表 7：公司光伏业务可比公司估值

代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000591.SZ	太阳能	205	1,181	1,669	2,175	2,694	28.52	12.29	9.43	7.61
600905.SH	三峡能源	1,663	5,642	8,101	9,986	12,088	38.03	20.53	16.65	13.76
平均值							33.28	16.41	13.04	10.68

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截止日期 2022 年 5 月 6 日)

综合考虑开发业务、物流仓储及光伏业务的分部估值，公司总市值为 197.9 亿元，对应目标价 7.31 元，维持“买入”评级。

风险提示

竣工交付低于预期、地产调控风险、物流仓储出租不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11180.20	13636.07	16160.66	18000.44	净利润	936.81	1024.66	1180.49	1387.90
营业成本	8837.92	10731.66	12665.38	14004.90	折旧与摊销	657.02	616.75	870.58	1222.49
营业税金及附加	268.48	340.90	404.02	450.01	财务费用	545.69	613.62	678.75	684.02
销售费用	300.74	368.17	436.34	486.01	资产减值损失	-8.14	-5.00	5.00	0.00
管理费用	856.60	1022.70	1212.05	1350.03	经营营运资本变动	3401.82	-5563.31	5664.80	3787.22
财务费用	545.69	613.62	678.75	684.02	其他	-2521.09	-714.02	-755.40	-759.83
资产减值损失	-8.14	-5.00	5.00	0.00	经营活动现金流净额	3012.10	-4027.30	7644.21	6321.81
投资收益	773.97	740.00	750.00	760.00	资本支出	-4341.21	-3000.00	-5000.00	-10000.00
公允价值变动损益	0.40	0.00	0.00	0.00	其他	-5954.52	-1258.89	-1758.90	-2254.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10295.73	-4258.89	-6758.90	-12254.07
营业利润	1110.08	1304.01	1509.13	1785.47	短期借款	-2173.56	-1060.38	0.00	0.00
其他非经营损益	71.82	62.21	64.86	65.07	长期借款	2772.74	5000.00	6000.00	6000.00
利润总额	1181.91	1366.21	1573.99	1850.54	股权融资	-618.48	0.00	0.00	0.00
所得税	245.10	341.55	393.50	462.63	支付股利	0.00	-224.52	-240.94	-270.72
净利润	936.81	1024.66	1180.49	1387.90	其他	9143.60	5622.93	5810.77	6103.40
少数股东损益	-39.16	48.04	20.45	37.72	筹资活动现金流净额	9124.30	9338.04	11569.82	11832.68
归母净利润	975.97	976.62	1160.04	1350.19	现金流量净额	1839.15	1051.84	12455.14	5900.41
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9919.93	10971.77	23426.91	29327.32	成长能力				
应收和预付款项	7151.46	4050.43	4799.32	5342.51	销售收入增长率	-0.46%	21.97%	18.51%	11.38%
存货	22470.31	26809.14	25310.76	25188.81	营业利润增长率	-51.92%	17.47%	15.73%	18.31%
其他流动资产	3213.29	2247.16	2654.57	2924.49	净利润增长率	-44.13%	9.38%	15.21%	17.57%
长期股权投资	3468.35	3468.35	3468.35	3468.35	EBITDA 增长率	-31.51%	9.58%	20.68%	20.71%
投资性房地产	7317.70	9147.13	11433.91	14292.39	获利能力				
固定资产和在建工程	9305.94	11850.32	16140.86	25079.49	毛利率	20.95%	21.30%	21.63%	22.20%
无形资产和开发支出	5932.70	5779.23	5625.75	5472.27	三费率	15.23%	14.70%	14.40%	14.00%
其他非流动资产	2466.52	2676.48	2862.23	3016.22	净利率	8.38%	7.51%	7.30%	7.71%
资产总计	71246.21	77000.00	95722.65	114111.86	ROE	5.32%	5.57%	6.11%	6.79%
短期借款	1060.38	0.00	0.00	0.00	ROA	1.31%	1.33%	1.23%	1.22%
应付和预收款项	5585.61	6018.86	7145.33	8086.22	ROIC	5.74%	5.24%	5.46%	5.98%
长期借款	14342.58	19342.58	25342.58	31342.58	EBITDA/销售收入	20.69%	18.59%	18.93%	20.51%
其他负债	32661.49	33246.96	43903.60	54234.73	营运能力				
负债合计	53650.05	58608.41	76391.51	93663.54	总资产周转率	0.18	0.18	0.19	0.17
股本	2707.78	2707.78	2707.78	2707.78	固定资产周转率	3.21	2.23	1.65	1.22
资本公积	1949.42	1949.42	1949.42	1949.42	应收账款周转率	10.86	15.50	15.50	15.06
留存收益	4901.52	5653.62	6572.72	7652.19	存货周转率	0.41	0.44	0.49	0.55
归属母公司股东权益	9563.43	10310.82	11229.92	12309.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	168.16%	—	—	—
少数股东权益	8032.73	8080.77	8101.22	8138.94	资本结构				
股东权益合计	17596.16	18391.59	19331.14	20448.32	资产负债率	75.30%	76.11%	79.81%	82.08%
负债和股东权益合计	71246.21	77000.00	95722.65	114111.86	带息债务/总负债	32.08%	41.21%	43.40%	45.00%
					流动比率	1.24	1.49	1.55	1.47
					速动比率	0.59	0.58	0.85	0.88
					股利支付率	0.00%	22.99%	20.77%	20.05%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.36	0.43	0.50
					每股净资产	6.50	6.79	7.14	7.55
					每股经营现金	1.11	-1.49	2.82	2.33
					每股股利	0.00	0.08	0.09	0.10
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2312.79	2534.38	3058.46	3691.98					
PE	12.71	12.70	10.69	9.19					
PB	0.70	0.67	0.64	0.61					
PS	1.11	0.91	0.77	0.69					
EV/EBITDA	0.57	1.11	-2.04	-2.73					
股息率	0.00%	1.81%	1.94%	2.18%					

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
	持有：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 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn