

南京高科 (600064.SH) 地产业务深耕南京，投资业务积极布局

2022 年 10 月 17 日

——公司首次覆盖报告

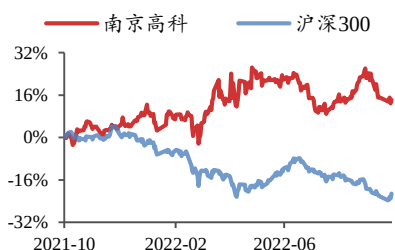
投资评级：买入（首次）
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/10/14
当前股价(元)	6.85
一年最高最低(元)	11.50/6.50
总市值(亿元)	118.53
流通市值(亿元)	118.53
总股本(亿股)	17.30
流通股本(亿股)	17.30
近 3 个月换手率(%)	44.75

股价走势图



数据来源：聚源

● 地产业务深耕南京，投资业务积极布局

公司坚持深耕区域市场，已逐渐形成了房地产、市政、股权投资三大业务板块。受益行业供给侧改革，公司 2022 年拿地力度有所提升，保障后续销售规模；公司股权投资业务持续发展，多个投资项目上市进程有序推进，投资收益业绩贡献有望持续提升；公司市政业务稳健发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 24.7、27.6、30.9 亿元，当前股价对应 P/E 估值分别为 4.8、4.3、3.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 深耕区域市场，房地产及市政业务稳健发展

南京高科深耕南京市场，房地产及市政业务坚持打造优质产品与服务，持续进行市场开拓。2021 年公司房地产开发销售业务营业收入为 39.04 亿元，较上年同比增长 79.85%。市政基础设施承建业务收入达 5.80 亿元，较上年同比增长 114.58%，近 5 年复合增长率为 17.70%。2022 年，公司积极拿地，28.7 亿竞得南京市两宗地块，支撑公司未来几年业绩打下坚实基础。

● 投资业务转向科技创新领域，核心业务地位逐步显现

股权投资业务由原来的金融、房地产业逐步转向医疗健康、信息技术等科技创新领域，兼顾环保科技、新基建、新材料等领域，业务布局广泛。公司累计实现投资收益超 110 亿元，2021 年投资收益达 23.33 亿元，继 2019 年大幅增长后再创新高，未来投资收益将进一步发力，成为公司核心价值的重要组成部分。

● 利润水平保持 19 年连续增长，盈利能力稳步提升

公司经营业绩持续提升，净利润水平再创新高。2021 年公司归属于母公司所有者的净利润为 23.52 亿元，较上年同期增长 16.68%，主要由于 2021 年长期股权投资确认的投资收益增加，到目前为止，公司归母净利润连续 19 年保持增长，盈利能力稳步提升。

风险提示：南京市场销售恢复不及预期，公司股权投资业务发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,904	4,919	4,968	5,216	5,477
YOY(%)	-0.2	69.4	1.0	5.0	5.0
归母净利润(百万元)	2,016	2,352	2,471	2,764	3,088
YOY(%)	9.4	16.7	5.1	11.8	11.7
毛利率(%)	39.9	22.8	21.0	22.0	23.0
净利率(%)	72.5	48.8	50.8	54.1	57.6
ROE(%)	14.9	15.0	14.2	14.3	14.3
EPS(摊薄/元)	1.16	1.36	1.43	1.60	1.78
P/E(倍)	5.9	5.0	4.8	4.3	3.8
P/B(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 定位城市运营商和价值创造者，推动未来高质量发展	4
1.1、 城市运营商和价值的创造者	4
1.2、 股权结构稳定，国资背景助力公司发展	4
2、 深耕区域市场，业务发展实现产业联动、产投互动	5
2.1、 房地产业务：坚持谨慎发展策略，持续深耕核心市场	5
2.1.1、 坚持公司发展策略，核心城市市场稳健	5
2.1.2、 存量土储较丰富，支撑未来业绩发展	6
2.2、 市政业务：深度融入产业联动 抓住机遇稳步提升	7
2.3、 股权投资业务：聚焦科技创新，有序滚动发展	8
2.3.1、 坚持市场化运作 四大平台协同发展	8
2.3.2、 投资收益持续走高，核心业务地位逐步显现	9
2.3.3、 投资项目成功上市，多项并举优化配置	9
3、 经营业绩显著提升，利润水平再创新高	11
3.1、 房地产及市政业务为核心，营业收入增幅较大	11
3.2、 资产规模持续增长，负债水平保持低位	12
3.3、 现金流结构基本健康，经营活动造血能力强	12
3.4、 利润保持数年持续增长，盈利能力持续提升	13
4、 盈利预测与估值	14
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 公司业务协同发展	4
图 2： 公司第一大股东为南京新港开发有限公司	5
图 3： 公司 2021 年合同销售金额 14.73 亿元	5
图 4： 公司 2021 年合同销售面积 4.67 万平方米	5
图 5： 2021 年商品房销售面积占比为 84%	6
图 6： 2021 年公司房地产业务结算毛利率为 21.58%	6
图 7： 南京 2021 年销售金额达 4063.84 亿元，销售面积达 1510.95 万方	6
图 8： G34 地块位于栖霞区燕子矶街道	7
图 9： G38 地块位于仙林湖板块中心地带	7
图 10： 公司 2021 年市政业务收入 5.80 亿元	8
图 11： 公司的四大投资平台协同发展	8
图 12： 公司股权投资业务由金融、房地产领域逐渐转向医疗健康、信息技术等领域	9
图 13： 公司 2021 年投资收益达 23.33 亿元	9
图 14： 2021 年房地产开发营收占比 79.38%	12
图 15： 公司 2021 年营业总收入达 49.35 亿元	12
图 16： 2021 年公司总资产达 330.29 亿元	12
图 17： 2021 年公司资产负债率为 51.63%	12
图 18： 公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额为 5.01 亿元	13
图 19： 2021 年公司归母净利润达 23.52 亿元	13
图 20： 公司 2021 年毛利率为 22.78%	13

表 1： 公司逆周期拿地，补充优质地块	7
表 2： 公司商品房剩余货值预计 150.06 亿元.....	7
表 3： 公司投资项目中赛特斯科创板上市委已通过.....	10
表 4： 2021-2022 年上半年公司重大的股权投资情况	10
表 5： 2022 半年度末公司持有主要上市股权目前市场价值 130.8 亿元.....	11
表 6： 预计公司 2022-2024 年业绩保持增长	14
表 7： 公司估值水平低于可比公司平均估值.....	14

1、定位城市运营商和价值创造者，推动未来高质量发展

1.1、城市运营商和价值的创造者

南京高科股份有限公司成立于 1992 年 8 月，经过了 30 年的建设与发展，公司坚持深耕区域市场，已逐渐形成了房地产、市政、股权投资三大业务板块。公司未来将基于自身的资源禀赋与竞争优势，致力于成为卓越的“城市运营商和价值创造者”。

(1) 房地产业务主要以南京高科置业有限公司为运作平台。高科置业多次荣获“江苏省房地产综合实力 50 强”称号，是南京地区最具实力的房地产开发企业之一。公司先后成功开发了山水风华、新城邻里、左右阳光、荣域、荣境、紫薇堂等高品质楼盘，累计开发面积超过 600 万平方米，多个项目荣获“国家优秀工程奖”、“扬子杯”、“金陵杯”等奖项。公司还积极拓展 PPP、旧城改造、乡建古建等政府合作项目，推动业务向产业链纵深及上下游协同发展。公司房地产业务积极推动产业联动与业务模式升级，力争在城市更新、综合开发运营领域有所突破，实现业务的持续发展与市场竞争力的不断提升。

(2) 市政业务是公司传统的主营业务，涵盖了房建市政工程建设及监理、园林绿化施工及养护、污水处理及供水等，形成了较强的项目管理能力与区域竞争优势。公司市政业务积极把握区域城市功能品质提升及产城融合加速的发展机遇，切实发挥房地产市政业务产业协同效应，持续加强市场开拓。

(3) 股权投资业务是公司核心价值的重要组成部分。公司建立了涵盖“南京高科、高科新创、高科科贷、高科新浚”四大专业股权投资平台体系。截至 2021 年，公司累计投资了八十余个优质项目，其中南京银行、栖霞建设、中信证券、南京证券、硕世生物等多家公司已上市，累计实现投资收益超 110 亿元。

图1：公司业务协同发展

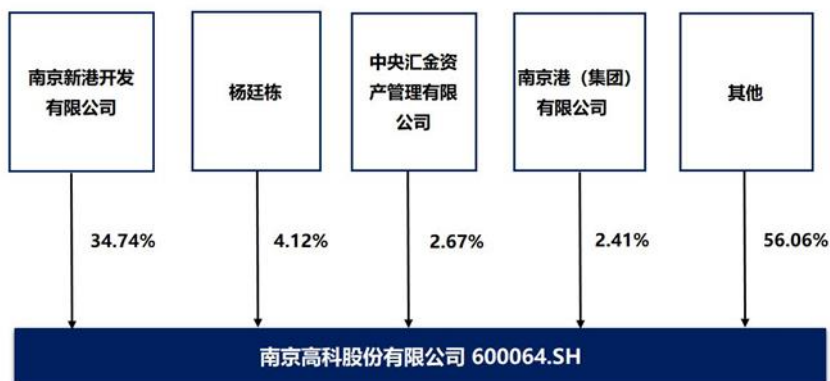


资料来源：公司官网

1.2、股权结构稳定，国资背景助力公司发展

截止 2022 年 6 月末，公司股权结构保持基本稳定。第一大股东为南京新港开发有限公司，持有南京高科 34.74% 的股份，且近 5 年保持股份占比稳定不变。南京新港开发有限公司为公司的控股股东，实际控制人为南京市国资委，国资背景为公司的发展提供了助力。

图2：公司第一大股东为南京新港开发有限公司



资料来源：公司公告、开源证券研究所

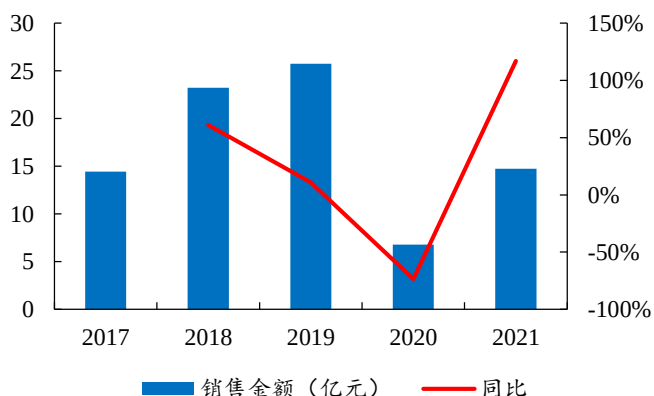
2、深耕区域市场，业务发展实现产业联动、产投互动

2.1、房地产业务：坚持谨慎发展策略，持续深耕核心市场

2.1.1、坚持公司发展策略，核心城市市场稳健

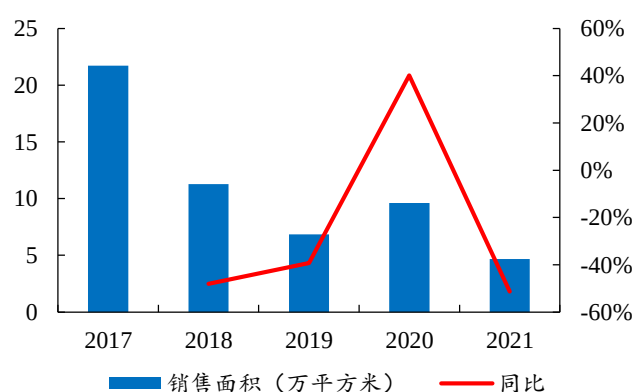
公司坚持稳健的发展策略，有序推动公司项目开发建设。2021 年公司合同销售金额为 14.73 亿元，同比增长 116.92%；合同销售面积为 4.67 万平方米，同比下降 51.35%。受公司项目开发及推盘节奏影响，公司销售金额波动较大。2021 年，公司推出紫星荣院项目，项目开盘热销 3.32 万方，占 2021 年总销售面积约七成，而 2020 年销售面积中经济适用房项目占比超八成，因此 2020 年整体销售均价远低于 2021 年销售均价，造成了公司 2021 年合同销售面积下降，销售金额反而大幅上升的情况。公司 2021 年房地产业务结算毛利率为 21.58%，受结算项目中经济适用房项目占比多的影响，结算毛利率低于 2020 年毛利率 43.39%。

图3：公司 2021 年合同销售金额 14.73 亿元

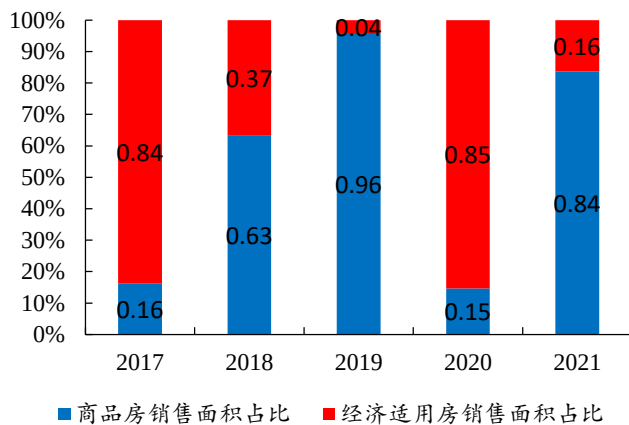


数据来源：公司公告、开源证券研究所

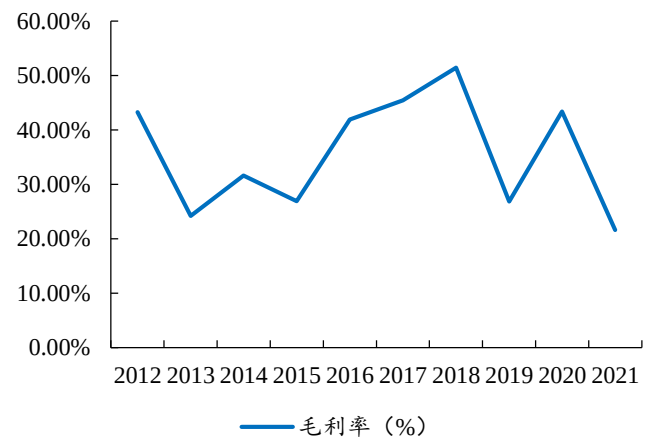
图4：公司 2021 年合同销售面积 4.67 万平方米



数据来源：公司公告、开源证券研究所

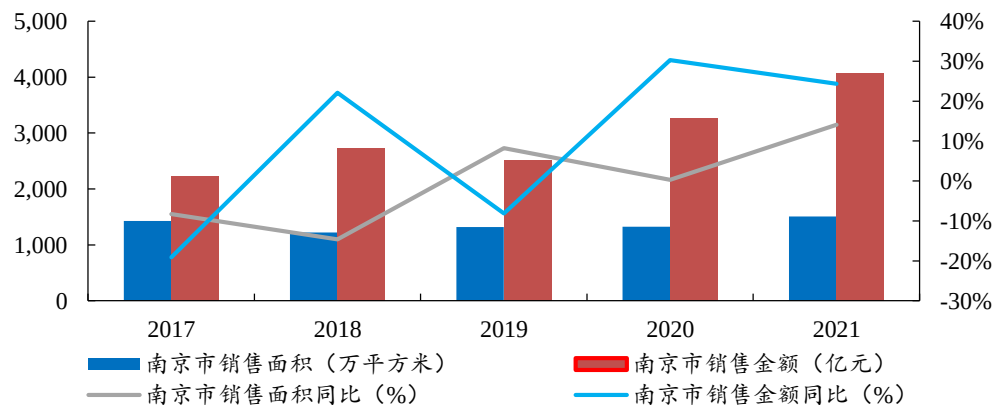
图5：2021 年商品房销售面积占比为 84%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2021 年公司房地产业务结算毛利率为 21.58%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司坚持深耕南京市场，南京作为长三角城市群的核心城市，市场韧性较强，整体市场较为稳健。2021 年南京商品房销售金额为 4063.84 亿元，较上年同比增长 24.30%；商品房销售面积为 1510.95 万平方米，较上年同比增长 14.10%。2022 年，公司有序推动项目，迈上品院已于 5 月底开盘销售；我们预计紫尧星院、紫麟景院两个项目有望在 2022 年底开盘销售。公司在区域项目的开发和管理上积累了丰富的经验，具有良好的品牌形象，公司的品牌优势叠加稳健的核心市场，公司 2022 年的销售或将有有望放量，未来营收有较稳定预期。

图7：南京 2021 年销售金额达 4063.84 亿元，销售面积达 1510.95 万方


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、存量土储较丰富，支撑未来业绩发展

2021 年，公司保持谨慎的经营策略，加强地块研究与市场研判，未在拿地高点参与土拍。2022 年，顺应国家政策导向，积极参与政府土地集中出让，在自身风险可控的条件下，公司先后以 16.00 亿元成功竞得南京市 NO.2022G34 地块，以 12.70 亿元成功竞得 NO.2022G38 地块。两幅低密优质地块均位于发展较成熟板块，资源优势显著，具有较大的开发价值：1) G34 地块位于栖霞区燕子矶街道，项目周边教育资源丰富，紧邻南京师范大学附属学校、南京泰晤士学校、南京外国语学校仙林

分校等知名学校，涵盖了小学到高中一站式名校资源；2) G38 地块位于仙林湖板块中心地带，自然景观资源丰富。项目四周配套成熟完善，北侧紧邻小红花艺术学校和万达茂大型商业综合体；西侧即为三甲医院江苏省中医院紫东院区，距离地铁 4 号线仙林湖站约 900 多米。

图8: G34 地块位于栖霞区燕子矶街道



资料来源：公司官网

图9: G38 地块位于仙林湖板块中心地带



资料来源：公司官网

G34 和 G38 地块均属于南京第二批集中供地中取消限价的地块，能够充分发挥公司品质优势，为实现公司业务持续发展奠定基础。G34 地块周边项目均价约为 3.50 万元/平方米，G38 地块周边项目均价约为 4.50 万元/平方米。公司新增土储对应货值约为 54.23 亿元。截至 2022 年 6 月末，公司商品房剩余货值约 150.06 亿元，公司存量土储较丰富，能够支撑公司未来 2-3 年的发展需求。

表1: 公司逆周期拿地，补充优质地块

地块名称	预计可售面积(万 m ²)	拿地楼面价(万元/m ²)	周边项目均价(万元/m ²)	测算货值(亿元)	测算毛利率(%)
NO.2022G34	9.25	1.73	3.50	32.38	29.16%
NO.2022G38	4.86	2.61	4.50	21.86	18.01%
合计				54.23	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2: 公司商品房剩余货值预计 150.06 亿元

经营业态	剩余可售面积(万 m ²)	累计销售面积(万 m ²)	已售未结面积(万 m ²)	剩余货值(亿元)
商品房	45.97	69.06	2.46	150.06

数据来源：公司公告、开源证券研究所

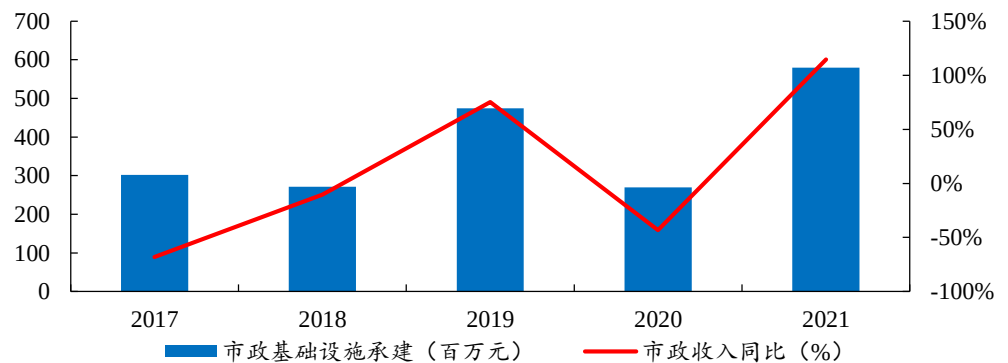
2.2、市政业务：深度融入产业联动 抓住机遇稳步提升

根据南京市政府公布的《2022 年南京市城乡建设计划》，2022 年南京市围绕交通基础设施建设、生态保护建设等 6 项任务，列出了 485 项计划项目，年度计划实施 399 项、投资 771.9 亿元，全年将新开工各类保障性住房 400 万平方米，建成 300 万平方米，加快完善住房保障体系；筹建 180 万平方米保障性租赁住房；新开工 9 个水环境整治提升项目、16 个污水收集处理项目。在南京拥江发展、向东发展的机遇下，公司所在区域市政业务发展前景广阔。

2017-2021 年，公司市政基础设施建设相关业务收入在保持相对稳定的基础上有所增加，2017 年市政基础设施承建相关业务为 3.02 亿元，2021 年增长至 5.80 亿元，年复合增长率为 17.70%，2021 年公司市政基础设施承建业务收入达到新高，同比增

长 114.58%。在南京市未来市政发展向好的机遇下，公司将把握机会，努力扩大业务范围，深耕南京市政市场，市政业务是可以预见的在未来几年会稳步发展向好。

图10：公司 2021 年市政业务收入 5.80 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、股权投资业务：聚焦科技创新，有序滚动发展

2.3.1、坚持市场化运作 四大平台协同发展

公司不断完善“南京高科、高科新创、高科科贷、高科新浚”四大投资平台的体系建设。公司目前主要通过与地方科创平台、科研院所、银行、券商及专业投资机构的多方位合作，持续稳定获得新的投资机会，实现增值收益择机退出的同时积极探索延伸产业链布局。

图11：公司的四大投资平台协同发展



资料来源：公司官网

为了适应时代的新趋势、新方向，公司投资业务也在逐渐实现转型与发展。上市后至 2015 年之间，公司投资领域主要聚焦于金融业、房地产行业，曾先后参股投资了中信证券、栖霞建设、南京银行等多家金融类、地产类公司，2016 年开始，公司的股权投资业务逐步聚焦于医疗健康、信息技术等科技创新领域，并兼顾环保科技、新基建、新材料等领域，业务布局更加全面。

图12：公司股权投资业务由金融、房地产领域逐渐转向医疗健康、信息技术等领域

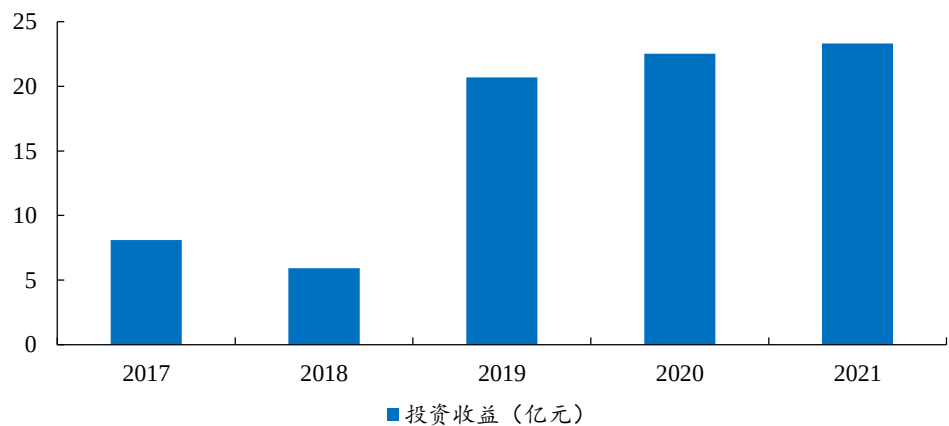


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.2、投资收益持续走高，核心业务地位逐步显现

股权投资业务是公司核心价值的重要组成部分。截至 2022 年上半年，公司累计投资了八十余个项目，账面价值超 180 亿元，其中南京银行、栖霞建设、中信证券、南京证券、硕世生物、艾力斯等多家上市，实现增值超 100 亿元，累计实现投资收益超 110 亿元。其中 2019 年投资收益有较大幅度增长，达到了 20.69 亿元，此后两年投资收益在创新高的基础上也一直保持了稳定增长，2021 年投资收益又创新高，达到了 23.33 亿元。

图13：公司 2021 年投资收益达 23.33 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.3、投资项目成功上市，多项并举优化配置

2021 年，公司首先新增投资麦普奇、中科凡语、安帝科技、翼方健数、卡替医疗、赛宁网安、达康医疗、诺源医疗、量准实业、昌郁医药 10 个项目，对安天科技、健耕医药、纽瑞特、阿依瓦、一脉阳光、易鲸捷实施了追加投资，在股权投资业务方面开始了进一步的深化布局。公司投资项目中，多家企业已在创业板上市。百普赛斯、华兰股份、金埔园林在创业板发行上市，诺唯赞、仁度生物在科创板发行上市，赛特斯已通过科创板上市委审议，原力数字等项目申请 A 股上市工作均在进程中。

表3：公司投资项目中赛特科创板上市委已通过

项目	公司股权比例（%）	上市进程
赛特斯	7.82	已提交证监会注册
原力数字	0.53	准备中
华昊中天	1.27	科创板上市委已问询
健耕医药	6.07	准备中
博科资讯	6.94	准备中
正雅齿科	4.07	准备中
安天科技	3.1	准备中
海纳医药	2.44	准备中

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2021 年，公司出资 10 亿元认购南京银行可转债，并择机出资 8.72 亿元增持了南京银行股份，截至 2022 年 6 月末持有其 10% 的股份。2021 年公司持有的南京银行股权确认的投资收益为 14.77 亿元，占 2021 年公司总投资收益的 62.4%。截至 2022 年上半年，公司合计持有南京高科新浚成长一期股权投资合伙企业（有限合伙）68.96% 的份额，2021 年公司持有的高科新浚一期基金的投资收益为 2.38 亿元，进一步夯实了公司投资收益基础。

公司适时处置所持有的厦门钨业、艾力斯等股权，及时兑现投资收益；高科皓熙定增基金于 7 月成功实现退出，累计实现投资收益 3.65 亿元，2021 年收益 2.25 亿元。公司通过丰富的投后管理经验，敏锐地市场研判力，实现有序进退，成功取得了较大的收益。随着公司未来聚焦资源发展优势主业，公司以 1.83 亿元的价格公开挂牌转让了臣功制药 51% 股权，加大了对非核心资产的处置力度，进一步优化产业结构和资源配置。

表4：2021-2022 年上半年公司重大的股权投资情况

被投资的项目名称	主要经营活动	2021-2022 上半年 实际投资金额(万 元)	截至 2022 年上半 年占被投资项目权 益的比例(%)	备注
南京高科新浚创新股权投资合伙企业（有限合伙）	股权投资；为创业企业提供创业管理服务业务	46,665.50	68.96	公司共认缴出资 69650.00 万元，报告期末公司已累计实际出资 65471.00 万元
南京银行股份有限公司	存、贷款，结算及其他经批准的代理业务	87,178.65	10.01	公司通过集中竞价交易进一步增持
南京高科创业投资合伙企业（有限合伙）	股权投资；以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动；创业投资	26,487.00	99.80	截至 2022 年上半年公司对高科创投基金累计出资 32435 万元，该基金实际对外投资 30640.29 万元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

截至 2022 年 6 月 30 日，公司仍持有南京银行、栖霞建设、中信证券、南京证券等多家上市公司股份，合计对应市值 130.8 亿元，为公司未来的投资业务进一步发展奠定了基础。

表5：2022 半年度末公司持有主要上市股权目前市场价值 130.8 亿元

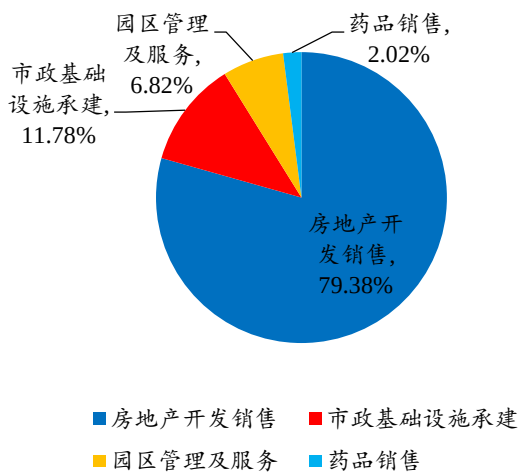
项目名称	公司市值（亿元）	南京高科享有权益比例（%）	对应市值（亿元）
南京银行	1,084.2	10.0%	108.4
栖霞建设	44.6	12.0%	5.4
中信证券	2,581.7	0.1%	2.8
南京证券	281.3	0.8%	2.3
硕世生物	61.6	4.3%	2.6
百普塞斯	102.4	3.1%	3.2
华兰股份	35.6	1.0%	0.4
金埔园林	19.0	7.1%	1.4
仁度生物	18.5	1.7%	0.3
天士力	146.4	0.1%	0.2
厦门钨业	321.0	0.3%	0.9
金字火腿	38.4	2.9%	1.1
诺唯赞	247.3	0.4%	1.0
北信源	53.5	1.7%	0.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：市值数据截至 2022 年 9 月 30 日

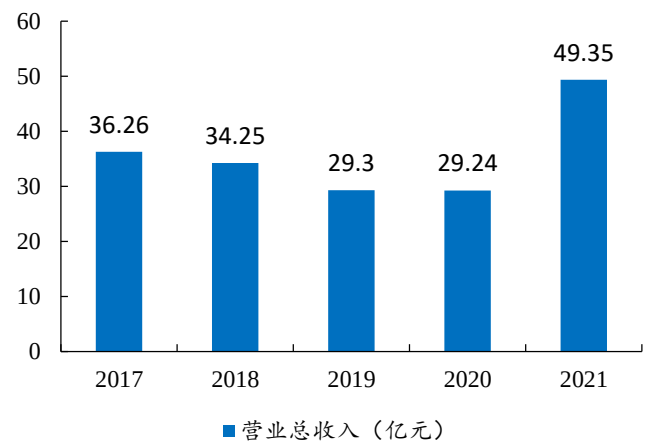
3、经营业绩显著提升，利润水平再创新高

3.1、房地产及市政业务为核心，营业收入增幅较大

近 5 年，南京高科的营业总收入基本保持在 30 亿元左右，2021 年营业收入有较大的增长，达到了 49.35 亿元，同比增长了 68.78%，达到公司近 5 年来营业总收入的峰值，2021 年的营业总收入增长幅度较大主要是因为该年房地产项目的经适房项目结款增多以及市政项目建设增多。公司主营业务中房地产开发销售以及市政基础设施承建为核心业务，2021 年分别占主营业务收入的 79%以及 12%。随着未来南京市政府公布的《2022 年南京市城乡建设计划》，2022 年南京市围绕交通基础设施建设、生态保护建设等 6 项任务，将新开工各类保障性住房，加快完善住房保障体系；新开工水环境整治提升项目、污水收集处理项目，逐步补齐生态环境设施短板。在南京拥江发展、向东发展的机遇下，公司所在区域房地产以及市政业务发展前景广阔。

图14：2021 房地产开发营收占比 79.38%


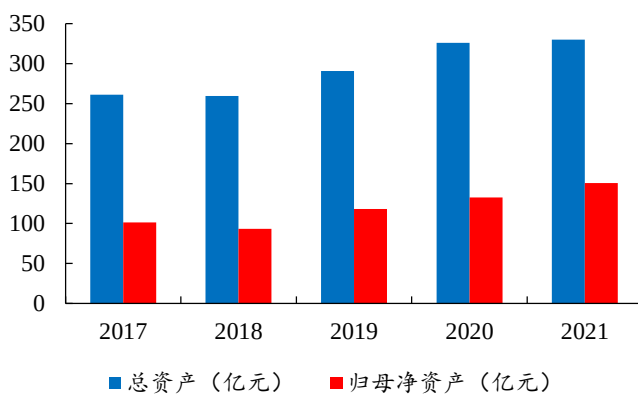
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司 2021 年营业总收入达 49.35 亿元


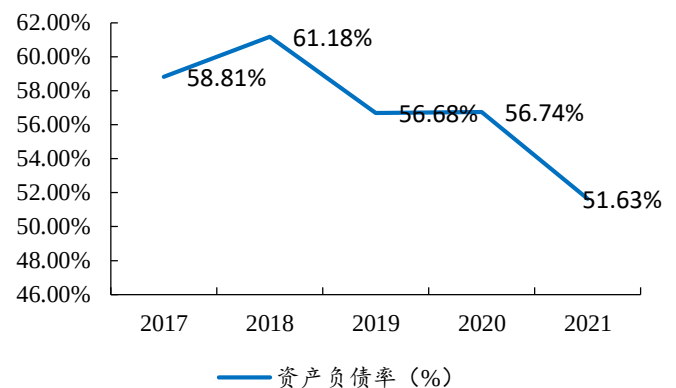
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、资产规模持续增长，负债水平保持低位

近5年来，公司的总资产基本保持持续增长的趋势，由2017年的261.21亿元增长至2021年的330.29亿元，复合增长率为6%。公司的资产负债率持续处于低位，近5年来始终保持在“三道红线”以下，基本处于50%-60%的区间内，整体的资产负债水平较为适宜。2021年公司资产负债率一度降至51.63%，达到近5年最低水平。2021年公司有息负债总额为49.90亿元，占总资产的比例为15.11%，公司经营一直以来处于较为稳健状态。

图16：2021 年公司总资产达 330.29 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2021 年公司资产负债率为 51.63%


数据来源：Wind、开源证券研究所

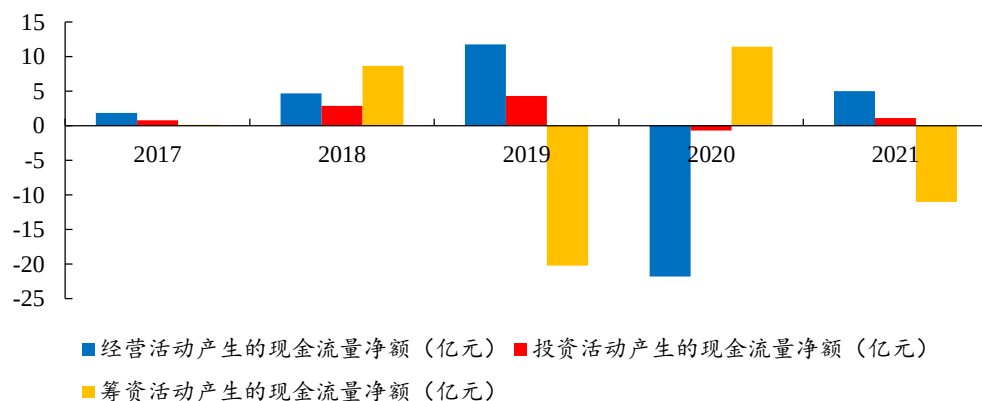
3.3、现金流结构基本健康，经营活动造血能力强

公司的经营活动产生的现金流量基本保持正向流入状态，主要是由于房地产项目以及市政业务收款增加，2020年受开盘节奏影响，公司2020年房地产业务销售同比下降使得回笼的资金同比减少以及购买土地使用权的现金支出增加，经营活动产生的现金流量净额为-21.78亿元，随着房地产以及市政业务回款增加以及房地产业务

支付的土地款减少，2021 年经营活动产生的现金流量净额达到了 5.01 亿元。

随着公司股权投资业务的深入展开，投资活动产生的现金流量净额逐渐增加，2020 年由于公司股权投资进一步拓宽，相应的公司股权投资支出的现金增加，2020 年投资活动产生的现金流量净额为-0.7 亿元，随着公司对于核心业务投资集中度增加，在 2021 年公司处置高科皓熙基金及部分厦门钨业股票、转让臣功制药控股权使得投资活动产生的现金流量净额增加，达到了 1.11 亿元。随着公司进一步拓宽业务的发展需要，公司增加了一些短期借款，2021 年为了偿还债务支付的现金增加，筹资活动产生的现金流量净额为-11.01 亿元。

图18：公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额为 5.01 亿元

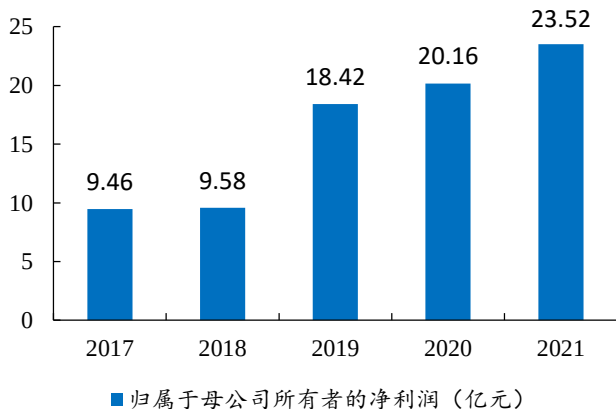


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、利润保持数年持续增长，盈利能力持续提升

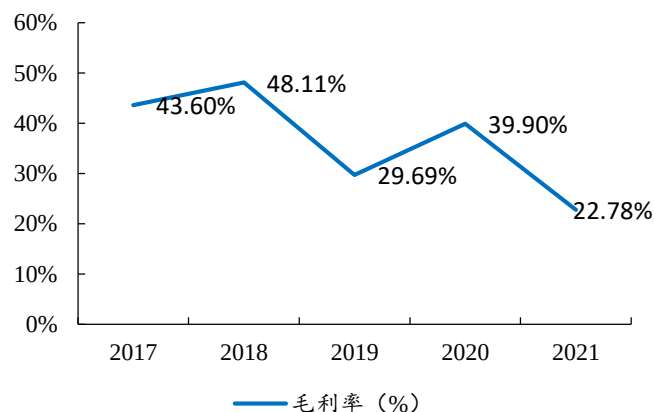
2021 年公司归属于母公司所有者的净利润为 23.52 亿元，较上年同期增长 16.67%，主要由于 2021 年长期股权投资确认的投资收益增加，到目前为止，公司归属于母公司所有者的净利润连续 19 年保持增长，可见公司仍处于成长较快的阶段。2021 年由于公司结转的低毛利率的经济适用房的项目占比增加，导致公司毛利率由 2020 年的 39.90% 降至 2021 年的 22.78%，其中房地产开发销售业务毛利率为 21.58%，2022 年第一季度公司毛利水平提升至 33.51%。

图19：2021 年公司归母净利润达 23.52 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：公司 2021 年毛利率为 22.78%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

- (1) 公司目前在手已售未结算资源相对偏低，综合考虑地产结算周期，假设公司 2022-2024 年住宅开发业务结算收入增速分别为 0%、5%、5%。
- (2) 公司市政业务与其他业务 2022 年-2024 年营收增速分别为 5%、5%、5% 和 2%、5%、5%。
- (3) 公司股权投资业务持续发展，投资受益持续兑现，假设公司 2022 年-2024 年投资收益与公允价值合计变动增长 15%、10%、10%
- (4) 公司结算经济适用房占比有所提高，结算毛利率预计短期承压，假设公司 2022-2024 年结算毛利率分别为 20%、20%、20%。
- (5) 除投资收益与公允价值变动外，其他各项费用占比收入 25%并保持稳定。

表6：预计公司 2022-2024 年业绩保持增长

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产开发（亿元）	18.9	21.7	39	39	41	43
YOY	-24%	15%	80%	0%	5%	5%
市政业务（亿元）	4.7	2.7	5.8	6.1	6.4	6.7
YOY	75%	-43%	115%	5%	5%	5%
其他业务（亿元）	5.7	4.8	4.5	4.6	4.8	5.1
YOY	-15%	-15%	-7%	2%	5%	5%
总营业收入（亿元）	29.3	29.2	49.4	49.7	52.2	54.8
YOY	-14%	0%	69%	1%	5%	5%
毛利率	30%	40%	23%	20%	20%	20%
投资收益&公允价值变动（亿元）	20.7	22.5	23.3	26.8	29.5	32.5
YOY	250%	9%	4%	15%	10%	10%
其他费用占比	25%	30%	18%	25%	25%	25%
投资收益&公允价值占比	71%	77%	47%	54%	57%	60%
归母净利润（亿元）	18.4	20.2	23.5	24.7	27.6	30.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选择上市房企陆家嘴、上海临港、浦东金桥、中新集团进行估值比较，公司 2022 年业绩对应 PE 估值 4.8 倍，低于可比公司平均水平。

表7：公司估值水平低于可比公司平均估值

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（摊薄/元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600663.SH	陆家嘴	347.9	9.7	1.1	1.0	1.1	1.6	9.1	9.7	9.1	6.0
600639.SH	浦东金桥	108.8	10.7	1.5	1.8	2.2	2.6	7.4	6.1	4.9	4.2
600848.SH	上海临港	297.8	12.1	0.6	0.8	0.9	1.1	19.8	16.1	13.1	11.0
601512.SH	中新集团	122.0	8.1	1.0	1.2	1.4	1.6	8.0	6.9	6.0	5.2
平均值								11.1	9.7	8.3	6.6

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（摊薄/元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600064.SH	南京高科	118.5	6.9	1.36	1.43	1.6	1.78	5.0	4.8	4.3	3.8

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期，股价数据截至 2022 年 10 月 14 日

南京高科住宅业务深耕南京市场，受益行业供给侧改革，公司 2022 年拿地力度有所提升，保障后续销售规模；公司股权投资业务持续发展，多个投资项目上市进程有序推进，投资收益业绩贡献有望持续提升；公司市政业务稳健发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 24.7、27.6、30.9 亿元，当前股价对应 P/E 估值分别为 4.8、4.3、3.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

南京市场销售恢复不及预期，公司股权投资业务发展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18611	16616	17971	18572	19715
现金	1393	892	1068	1472	2012
应收票据及应收账款	601	281	558	480	439
其他应收款	77	81	79	89	87
预付账款	267	82	354	109	338
存货	11822	11252	11922	12359	12811
其他流动资产	4450	4028	3991	4063	4028
非流动资产	14147	16413	18326	20439	22773
长期投资	11096	13693	15633	17766	20113
固定资产	317	202	187	173	158
无形资产	56	44	39	33	27
其他非流动资产	2679	2474	2467	2467	2475
资产总计	32758	33029	36297	39011	42488
流动负债	16860	15204	16185	16845	18024
短期借款	3549	3344	3344	3344	3344
应付票据及应付账款	3156	3030	3090	3092	3071
其他流动负债	10155	8830	9750	10408	11609
非流动负债	1788	1849	1859	1869	1879
长期借款	0	140	150	160	170
其他非流动负债	1788	1709	1709	1709	1709
负债合计	18648	17053	18043	18713	19902
少数股东权益	855	906	959	1018	1084
股本	1236	1236	1730	1730	1730
资本公积	123	123	123	123	123
留存收益	11902	13636	15374	17325	19499
归属母公司股东权益	13254	15071	17295	19280	21502
负债和股东权益	32758	33029	36297	39011	42488

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-2178	501	27	632	775
净利润	2105	2402	2524	2823	3154
折旧摊销	77	31	18	10	0
财务费用	138	203	290	299	304
投资损失	-1462	-2367	-2722	-2994	-3294
营运资金变动	-2550	81	-121	453	564
其他经营现金流	-485	151	38	42	46
投资活动现金流	-70	111	754	830	913
资本支出	6	11	-9	-11	-12
长期投资	-621	-1098	-1939	-2133	-2347
其他投资现金流	557	1220	2684	2952	3248
筹资活动现金流	1143	-1101	-605	-1058	-1148
短期借款	1787	-205	0	0	0
长期借款	0	140	10	10	10
普通股增加	0	0	494	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-644	-1036	-1109	-1068	-1158
现金净增加额	-1104	-488	176	404	540

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2904	4919	4968	5216	5477
营业成本	1745	3798	3925	4069	4217
营业税金及附加	395	298	301	316	332
营业费用	86	79	134	141	148
管理费用	245	291	169	175	183
研发费用	13	20	20	22	23
财务费用	138	203	290	299	304
资产减值损失	-29	-73	0	0	0
其他收益	6	2	3	3	4
公允价值变动收益	792	-34	-40	-44	-48
投资净收益	1462	2367	2722	2994	3294
资产处置收益	2	3	1	2	2
营业利润	2382	2679	2816	3151	3521
营业外收入	3	3	4	3	3
营业外支出	14	2	5	6	7
利润总额	2371	2679	2815	3148	3517
所得税	266	277	291	325	364
净利润	2105	2402	2524	2823	3154
少数股东损益	89	50	53	59	66
归属母公司净利润	2016	2352	2471	2764	3088
EBITDA	2622	2895	3123	3457	3822
EPS(元)	1.16	1.36	1.43	1.60	1.78

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-0.2	69.4	1.0	5.0	5.0
营业利润(%)	15.9	12.5	5.1	11.9	11.7
归属于母公司净利润(%)	9.4	16.7	5.1	11.8	11.7
获利能力					
毛利率(%)	39.9	22.8	21.0	22.0	23.0
净利率(%)	72.5	48.8	50.8	54.1	57.6
ROE(%)	14.9	15.0	14.2	14.3	14.3
ROIC(%)	2684.5	1173.6	-1189.3	-403.0	-243.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	51.6	49.7	48.0	46.8
净负债比率(%)	15.3	16.9	13.9	10.5	7.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	4.2	11.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.6	1.2	1.3	1.3	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.36	1.43	1.60	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.26	0.29	0.02	0.37	0.45
每股净资产(最新摊薄)	7.66	8.71	9.71	10.86	12.14
估值比率					
P/E	5.9	5.0	4.8	4.3	3.8
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.5	4.3	3.9	3.5	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn