

## 基本面拐点确认, 关注 REITs 进展

### 投资要点

- **事件:** 2020年7月14日, 公司发布业绩预告, 2020年上半年预计归属于上市公司股东净利润亏损1.45亿-2.89亿, 相比去年同期下降193.2%-285.8%。
- **业绩最大利空释放, 下半年将显著改善, 基本面迎来拐点。** 公司预告2020H1业绩中位数为亏损2.17亿, 下降240%(同期为盈利1.56亿)。上半年业绩下滑比较大的原因: 地产项目结转太少, 公司地产开发体量并不大, 季度波动性较大, 大量项目在四季度结算, 而同期分摊的财务费用较高(预计在2-3个亿), 我们暂时维持全年业绩(不考虑出售REITs项目)预测不变, 如果考虑到上海明江和广州宝湾两个物流园区的股权出售, 业绩或将增厚7个亿左右。
- **宝湾物流年末在营规模或达500万方, 将持续受益公募REITs推进。** 2018年9月, 公司换股吸收深基地, 成功并表宝湾物流。截止2019年末, 公司已运营的物流项目337万方, 在建待建项目约300万方。2019年物流仓储板块实现收入9.6亿(+28.0%, 优质项目平均年租金达400元每平方米), 物流仓储毛利率为56.0%。公司目标为2020年底运营物流项目达500万方, 2020年和2021年预计分别有160万方/150万方在建转在营, 2021年物流收入有望显著增长。2020年4月30日证监会和发改委发布《关于推进基础设施领域REITs试点相关工作的通知》, 宝湾物流有望借助公募REITs大力改善负债结构, 提高开发速度, 专注资产运营管理效率提升, 打造网络化、滚动化、可持续的资本闭环发展模式。
- **地产销售大幅增长, 业务协同优势显现。** 2019年公司地产销售额79.5亿(+55.9%), 增长显著, 地产项目布局长三角和大湾区核心城市, 去化率较好。2019年末公司未竣工口径土储合计建面144万方, 对应总货值约337亿。公司培育的产城综合开发业务与地产开发业务协同效应开始显现。2019年公司拿地建面53.6万方(成都德阳、重庆汽车港和合肥岗集, 含商业用地60亩)。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.20元、0.28元、0.34元, 考虑到公司持续受益流动性改善和公募REITs推进, 可以突破地产开发的估值约束, 我们上调目标价至6.98元, 维持“买入”评级不变。
- **风险提示:** 地产结算或拿地低于预期、公募REITs落地或不及预期等。

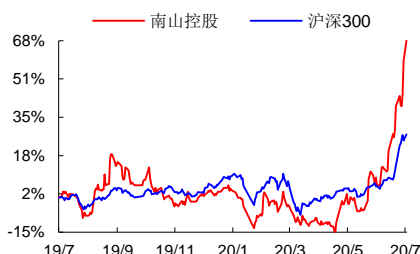
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7237.98	8623.93	10846.81	12508.00
增长率	2.64%	19.15%	25.78%	15.32%
归属母公司净利润(百万元)	402.55	528.52	758.30	919.97
增长率	-20.22%	31.29%	43.48%	21.32%
每股收益EPS(元)	0.15	0.20	0.28	0.34
净资产收益率ROE	4.17%	5.59%	7.32%	8.31%
PE	34	26	18	15
PB	1.18	1.13	1.05	0.98

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)	2.54-5.0
总市值(亿元)	135.39
总资产(亿元)	453.41
每股净资产(元)	3.09

### 相关研究

1. 南山控股(002314): 物流地产持续上量, 受益公募REITs推进 (2020-05-06)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7237.98	8623.93	10846.81	12508.00	净利润	476.94	672.54	941.70	1151.72
营业成本	4857.83	5034.08	6249.89	7148.83	折旧与摊销	402.36	518.10	520.00	522.37
营业税金及附加	353.54	862.39	1193.15	1250.80	财务费用	385.77	379.02	229.55	339.30
销售费用	250.79	405.32	509.80	587.88	资产减值损失	-9.49	-9.49	10.00	10.00
管理费用	663.15	793.40	997.91	1138.23	经营营运资本变动	-1426.11	3584.22	-1087.84	-831.38
财务费用	385.77	379.02	229.55	339.30	其他	-2176.15	71.33	31.62	35.70
资产减值损失	-9.49	-9.49	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-2346.69</b>	<b>5215.71</b>	<b>645.03</b>	<b>1227.71</b>
投资收益	38.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5992.83	101.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	-1.07	-0.53	-0.80	-0.67	其他	2660.91	1048.74	914.03	914.16
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>-3331.92</b>	<b>1150.04</b>	<b>1110.63</b>	<b>1112.86</b>
<b>营业利润</b>	<b>746.25</b>	<b>1158.67</b>	<b>1655.71</b>	<b>2032.30</b>	短期借款	138.55	-822.01	-130.54	314.56
其他非经营损益	35.24	21.22	25.90	24.34	长期借款	2148.50	311.45	0.00	118.49
<b>利润总额</b>	<b>781.49</b>	<b>1179.89</b>	<b>1681.61</b>	<b>2056.64</b>	股权融资	-73.99	0.00	0.00	0.00
所得税	304.55	507.35	739.91	904.92	支付股利	0.00	-80.51	-105.70	-151.66
净利润	476.94	672.54	941.70	1151.72	其他	4956.56	-2392.37	-318.79	401.72
少数股东损益	74.39	144.02	183.40	231.75	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7169.62</b>	<b>-2983.43</b>	<b>-555.04</b>	<b>683.11</b>
归属母公司股东净利润	402.55	528.52	758.30	919.97	<b>现金流量净额</b>	<b>1497.60</b>	<b>3382.31</b>	<b>1200.63</b>	<b>3023.69</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6805.54	10187.85	11388.48	14412.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2571.12	2991.92	3783.88	4355.05	销售收入增长率	2.64%	19.15%	25.78%	15.32%
存货	16613.52	15086.76	18733.06	22145.34	营业利润增长率	-37.90%	55.26%	42.90%	22.74%
其他流动资产	2059.57	1400.48	2296.70	2339.84	净利润增长率	-36.72%	41.01%	40.02%	22.30%
长期股权投资	1040.81	1040.81	1040.81	1040.81	EBITDA 增长率	-11.59%	33.98%	17.00%	20.32%
投资性房地产	3567.20	3567.20	3567.20	3567.20	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4634.02	4408.80	4088.29	3760.67	毛利率	32.88%	41.63%	42.38%	42.85%
无形资产和开发支出	4298.64	3909.43	3518.32	3129.83	三费率	17.96%	18.29%	16.02%	16.51%
其他非流动资产	1425.07	505.27	-414.53	-1334.32	净利率	6.59%	7.80%	8.68%	9.21%
<b>资产总计</b>	<b>43015.50</b>	<b>43098.53</b>	<b>48002.21</b>	<b>53416.59</b>	ROE	4.17%	5.59%	7.32%	8.31%
短期借款	1952.55	1130.54	1000.00	1314.56	ROA	1.11%	1.56%	1.96%	2.16%
应付和预收款项	9185.46	10968.77	13658.78	15717.90	ROIC	6.49%	8.89%	13.06%	15.67%
长期借款	6180.74	6492.19	6492.19	6610.68	EBITDA/销售收入	21.20%	23.84%	22.17%	23.14%
其他负债	14262.86	12486.36	13994.57	15916.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>31581.61</b>	<b>31077.86</b>	<b>35145.54</b>	<b>39559.87</b>	总资产周转率	0.19	0.20	0.24	0.25
股本	2707.78	2707.78	2707.78	2707.78	固定资产周转率	3.03	3.94	5.67	7.87
资本公积	2669.74	2669.74	2669.74	2669.74	应收账款周转率	6.42	7.07	7.19	6.93
留存收益	3028.72	3476.73	4129.33	4897.64	存货周转率	0.35	0.32	0.37	0.35
归属母公司股东权益	8411.50	8854.25	9506.85	10275.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	129.86%	—	—	—
少数股东权益	3022.40	3166.42	3349.82	3581.56	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11433.90</b>	<b>12020.67</b>	<b>12856.66</b>	<b>13856.72</b>	资产负债率	73.42%	72.11%	73.22%	74.06%
负债和股东权益合计	43015.50	43098.53	48002.21	53416.59	带息债务/总负债	32.34%	31.62%	27.58%	26.75%
					流动比率	1.40	1.55	1.56	1.57
					速动比率	0.57	0.76	0.75	0.77
					股利支付率	0.00%	15.23%	13.94%	16.49%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.15	0.20	0.28	0.34
					每股净资产	4.22	4.44	4.75	5.12
					每股经营现金	-0.87	1.93	0.24	0.45
					每股股利	0.00	0.03	0.04	0.06
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1534.38	2055.78	2405.26	2893.97					
PE	33.63	25.62	17.85	14.72					
PB	1.18	1.13	1.05	0.98					
PS	1.87	1.57	1.25	1.08					
EV/EBITDA	4.79	1.15	0.77	0.32					
股息率	0.00%	0.59%	0.78%	1.12%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn