

南山控股(002314)深度研究报告

物流地产核心标的，公募 REITS 助力发展

强推(首次)

目标价: 6.56 元

当前价: 5.25 元

❖ 背靠大股东南山集团和二股东普洛斯，明确定位物流地产为战略主业

南山控股的前身为雅致股份，2015 年集团地产业务注入雅致股份，2017 年南山控股成功吸收合并深基地 B(含宝湾物流)，成为第一家 A 股上市物流地产公司，形成了“房地产开发+物流地产+产城开发”多元业务格局。目前大股东南山集团持股 68%，二股东普洛斯持股 6%，同时董事会及高管团队多出身于物流仓储条线，公司物流地产方面优势明显。激励方面，2019 年公司首次推出股权激励计划，激励占总股本 1%，覆盖员工 2%，并行权要求 21-23 年收入同比增速 18%/22%/18%，较严格行权条件彰显发展信心。

❖ 物流地产行业空间巨大，物流地产核心标的，积极参与 REITs 加速发展

我们认为，物流地产行业发展空间巨大，物流仓储供需关系趋紧推动仓储租金持续上升，公募 REITs 将推动行业加速发展。公司物流仓储业务主体为宝湾物流，目前其市场份额市占率 4.6%，全国排名第七。2019 年末已布局全国 34 城，管理园区 63 个，运营仓储面积 340 万方，储备面积 300 万方，公司持续积极扩张；2019 年宝湾物流营收 9.6 亿元，同比+28%，营收规模持续高增。2020 年 6 月，公司拟将上海明江宝湾和广州宝湾进行资产证券化运作，平均出售估值达 PE36.5 倍、PB4.8 倍，预计可贡献 7 亿元利润，也为后续公募 REITs 对接做好准备，进一步加速公司资源盘活，助力公司跨越式发展。

❖ 开发业务积极扩张，销售改善、预收高增，集团优质资源助力利润率改善

地产方面，公司 2019 年销售额 80 亿元，同比+56%，销售创历史新高，并推升预收款至 62 亿元，同比+46%，可覆盖地产结算 123%。拿地端，2016-19 年新增建面同比为 +27%/+40%/+10%，拿地占比销售面积比为 105%/167%/114%，拿地持续积极。2019 年末，合计拥有总可售建面 108 万方，集中分布于一二线，并可覆盖 2019 年销售面积 2.2 倍。此外，南山集团在深圳赤湾拥有大量优质土储，并曾承诺避免同业竞争，预计后续将持续向公司注入高毛利优质项目，进一步助力地产业务利润率改善。

❖ 财务结构健康，融资成本优化，估算公司价值 178 亿元、现价折价 20%

2019 年末公司净负债率 52%，长短债比 1.9 倍、现金短债比 1.5 倍，分别较 2018 年 1.0、1.2 倍明显改善。公司融资渠道多样，融资成本逐年优化，鉴于公司积极推动旗下资产证券化，预计将助力资产负债表进一步优化。此外，我们在绝对和相对估值法下分别测算公司重估价值为 195 亿、160 亿，鉴于公司业务处于快速拓展期、经营能力改善空间仍较大，后者相对估值较保守，因而取两者平均值作为重估价值 178 亿元，对应每股为 6.56 元，现价较之折价 20%。

❖ 投资建议：物流地产核心标的，公募 REITs 助力发展，首覆、给予“强推”

南山控股属于 A 股物流地产核心标的，近年来仓储面积快速增长，市场份额排名全国第七，并且将受益于公募 REITs 加速资源盘活、优化财务报表；公司地产业务积极扩张，销售改善，集团优质资源助力利润率改善。我们预测公司 2020-22 年每股收益分别为 0.43、0.24 和 0.28 元，并按绝对和相对估值法的平均值 178 亿元作为目标市值、对应 6.56 元/股，相当于 20PE15 倍、扣非归母净利润口径 20PE 37 倍，首次覆盖、并给予“强推”评级。

❖ 风险提示：新冠肺炎疫情超预期影响、公司拓展速度不及预期

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	7,238	9,013	10,717	12,645
同比增速(%)	3	25	19	18
归母净利润(百万)	403	1,165	639	763
同比增速(%)	-20	189	-45	19
扣非归母净利润(百万)	393	480	618	743
同比增速(%)	-22	22	29	20
每股盈利(元)	0.15	0.43	0.24	0.28
市盈率(倍)	35.3	12.2	22.3	18.6
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 08 月 07 日收盘价

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

联系人：鲁星泽

电话：021-20572575

邮箱：luxingze@hcyjs.com

总股本(万股)	270,778
已上市流通股(万股)	113,749
总市值(亿港元)	142.16
流通市值(亿港元)	59.72
资产负债率(%)	74.7
每股净资产(港元)	3.1
12 个月内最高/最低价	5.4/2.48



《房地产产业链深度研究报告：地产产业链赋能，房企定价权凸显》

2020-06-09

《房地产行业周报：房企融资成本持续下行，物管配售不改上行趋势》

2020-06-14

《房地产 1-5 月月报：基本面超预期改善，行业投资价值凸显》

2020-06-15

《6 月房企销售数据点评：销售改善屡超预期，逆市坚韧更显价值》

2020-07-01

投资主题

报告亮点

公司为第一家 A 股上市物流地产公司，形成了“房地产开发+物流地产+产城开发”多元业务格局。在行业高速发展背景下，公司物流仓储业务主体为宝湾物流，目前其市场份额市占率 4.6%，全国排名第七。2019 年末已布局全国 34 城，管理园区 63 个，运营仓储面积 340 万方，储备面积 300 万方，公司持续积极扩张；2019 年宝湾物流营收 9.6 亿元，同比+28%，营收规模持续高增。2020 年 6 月，公司拟将上海明江宝湾和广州宝湾进行资产证券化运作，平均出售估值达 PE36.5 倍、PB4.8 倍，预计可贡献 7 亿元利润，也为后续公募 REITS 对接做好准备，进一步加速公司资源盘活，助力公司跨越式发展。

投资逻辑

物流地产端，公司坐拥核心物流资产，受益行业供需关系紧张下租金稳定增长，未来有望实现营收和利润率同步提升。同时公司积极推动旗下优质资产证券化，有利于盘活存量资产，加速对外拓张，优化财务报表。地产业务端，公司 2019 年销售额 80 亿元，同比+56%，销售创历史新高，并推升预收款至 62 亿元，同比+46%，可覆盖销售营收 123%，助力业绩释放。此外，南山集团在深圳赤湾拥有大量优质土储，并曾承诺避免同业竞争，预计后续将持续向公司注入高毛利优质项目，进一步助力地产业务利润率改善。

投资逻辑、关键假设、估值与盈利预测

南山控股属于 A 股物流地产核心标的，近年来仓储面积快速增长，市场份额排名全国第七，并且将受益于公募 REITs 加速资源盘活、优化财务报表；公司地产业务积极扩张，销售改善，集团优质资源助力利润率改善。我们预测公司 2020-22 年每股收益分别为 0.43、0.24 和 0.28 元，并按绝对和相对估值法的平均值 178 亿元作为目标市值、对应 6.56 元/股，相当于 20PE15 倍、扣非归母净利润口径 20PE 37 倍，首次覆盖、并给予“**强推**”评级。

目录

一、公司概况：背靠大股东南山集团和二股东普洛斯，明确定位物流地产为战略主业	9
（一）发展历程：第一家 A 股上市物流地产公司，积极拓展高端仓储物流业务	9
（二）股权结构：大股东南山集团持股约 68%，二股东普洛斯持股约 6%	9
（三）管理架构：高管团队多出身仓储物流条线，并在宝湾物流兼任要职	10
（四）股权激励：股权激励深度绑定员工利益，较严格行权条件彰显发展信心	11
（五）业务板块：以房地产开发业务为主，仓储物流业务营收占比明显扩大	14
二、物流地产行业：物流地产行业发展空间巨大，公募 REITs 将推动行业加速发展	14
（一）全球供应链建立、消费物流崛起、高端制造升级共同推动现代物流仓储快速发展	14
（二）供需关系趋紧推动仓储租金上升，行业处于量价齐升态势	16
（三）外企国资物流地产企业同台竞争，行业仍处于群雄逐鹿时代	17
（四）公募 REITs 即将问世，重点支持物流地产，将推动行业加速发展	18
三、仓储物流业务：优质资产、快速成长，积极对接公募 REITs 加速资源盘活	21
（一）仓储物流业务快速发展，产品定位高端，初步实现全国化布局	21
（二）出租率低位改善，管理面积快速增长，推动营收持续高增	23
1、营收&业绩：出租率改善、管理面积快增，推动营收持续高增	23
2、利润率：成熟运营园区租金持续上行，净利率保持在较高水平	24
（三）积极推动旗下优质资产证券化，为后续公募 REITs 对接做好准备	26
四、住宅开发业务：集团资源优质、布局优异、成本优化，销售改善、预收高增	29
（一）开发业务：项目布局优异，销售改善明显，预收高增保障后续业绩	29
1、销售：起步深圳、坚持一二线深耕，2019 年销售额创历史新高	29
2、结转：销售改善推动营收同步改善，预收账款创新高助力未来营收稳增	31
（二）土储分析：集团优质资源充裕，布局城市优异，成本控制略有优化	32
1、拿地：拿地保持积极，成本控制略有优化，布局集中一二线	32
2、土储：优异布局助力销售稳定增长，但总土储略有下行	35
3、集团资源：大股东深圳赤湾土储充裕，低成本资源注入助力利润率改善	36
五、财务分析：开发物业销售改善、物流业务快速发展，共同助力未来业绩稳定释放	38
（一）盈利能力：营收保持稳增，拿地优化及旗下优质资产证券化将推动未来业绩改善	38
（二）负债水平：物流仓储业务扩张推动负债率指标提升，但仍处于可控水平	40
（三）债务结构：有息负债增长，但债务结构优化	41
（四）融资能力：公司融资渠道多样，新增融资成本持续下行	42
（五）杜邦分析：利润率改善、存量资源盘活加速综合助力后续 ROE 改善	43
（六）盈利预测：预收充裕、销售改善、物流业务快速发展共同助力未来业绩稳定释放	44
六、公司估值：公司整体重估价值 178 亿元、对应每股 6.56 元、现价较之折价 20%	47

（一）绝对估值法：公司重估价值 195 亿，对应每股价值 7.2 元，现价较之折价 27%.....	47
1、房地产业务 NAV 估值法估值：房地产业务重估价值 67 亿元，对应每股为 2.47 元.....	47
2、物流仓储类比重估法估值：宝湾物流重估价值约 139 亿元，对应每股为 5.15 元.....	48
3、物流仓储 FCFF 估值法估值：宝湾物流重估价值 118 亿元，对应每股为 4.34 元.....	48
4、绝对估值法下公司重估价值 195 亿元、对应每股 7.2 元，现价较之折价 27%.....	50
（二）相对估值法：公司重估价值 160 亿元、对应每股 5.9 元，现价较之折价 11%.....	50
（三）整体估值：公司整体估值 178 亿元、对应每股 6.56 元、现价较之折价 20%.....	51
七、投资建议：物流地产核心标的，公募 REITS 助力发展，首次覆盖、并给予“强推”评级.....	52
八、风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、公司拓展速度不及预期.....	52

图表目录

图表 1、公司发展历程.....	9
图表 2、截至 2020Q1 末公司股权结构.....	10
图表 3、公司管理层团队.....	11
图表 4、公司股票期权激励计划授予激励对象名单.....	12
图表 5、股权激励行权时间及行权条件.....	12
图表 6、两种情景下对 2020-23 年扣非归母净利润的估算.....	13
图表 7、股权激励约束条件下公司 20-23 年营收稳增.....	13
图表 8、预计 20 年开始公司扣非 ROE 持续回升.....	13
图表 9、假设 1 下 2021-2023 年承诺扣非归母净利润.....	13
图表 10、假设 2 下 2021-2023 年承诺扣非归母净利润.....	13
图表 11、公司旗下业务板块.....	14
图表 12、公司营收及同比.....	14
图表 13、2018-19 年公司各业务营收占比（%）.....	14
图表 14、我国网上零售交易额持续增长.....	15
图表 15、网络用户购物规模快速提升.....	15
图表 16、我国电商零售额排名世界第一.....	15
图表 17、我国计算机、通讯、电子产业发展速度较快.....	15
图表 18、我国年度社会物流总额及增速.....	16
图表 19、我国人均物流地产面积相对较低.....	16
图表 20、我国现代物流地产面积占比仍较低.....	16
图表 21、一二线城市物流仓储租金走势.....	17
图表 22、其他城市物流仓储租金走势.....	17
图表 23、重点城市物流仓储租金持续上行.....	17
图表 24、2019 年主流物流地产公司市场份额占比（%）.....	18
图表 25、中国主流物流地产公司及其客户构成.....	18
图表 26、我国 REITS 及相关政策出台情况.....	19
图表 27、20 年 4 月证监会和发改委关于公募 REITS 的五大规定.....	20
图表 28、截至 2020Q1 末宝湾物流股权结构图.....	21
图表 29、宝湾物流管理园区数量持续上升.....	21
图表 30、目前宝湾物流布局的城市.....	22
图表 31、嘉善宝湾智慧物流园区项目.....	22
图表 32、长沙宝湾国际电商物流港项目.....	22
图表 33、公司历年运营仓储面积及同比.....	23

图表 34、公司规划及在建仓储面积.....	23
图表 35、宝湾物流总资产&净资产规模.....	23
图表 36、公司仓储面出租率有所改善.....	23
图表 37、宝湾物流近年来营收规模快速上升.....	24
图表 38、宝湾物流历年净利润及同比.....	24
图表 39、宝湾物流营业利润率有所下行.....	24
图表 40、宝湾物流净利率持续下行.....	24
图表 41、上海宝湾净利率水平持续保持高位.....	25
图表 42、廊坊宝湾净利率水平低位有所改善.....	25
图表 43、公司成熟运营的物流园区租金持续上行.....	25
图表 44、公司主要园区仓储面积及使用率情况.....	25
图表 45、公司将上海明江、广州宝湾物流园区进行类 REITs 资产证券化.....	27
图表 46、上海明江物流园区历年营收及同比.....	27
图表 47、上海明江物流园区历年净利润及同比.....	27
图表 48、广州宝湾物流园区历年营收及同比.....	28
图表 49、广州宝湾物流园区历年净利润及同比.....	28
图表 50、上海明江物流园毛利率&净利率.....	28
图表 51、广州宝湾物流园毛利率&净利率.....	28
图表 52、上海明江物流重估后增值 482%.....	29
图表 53、广州宝湾物流重估后增值 284%.....	29
图表 54、明江、宝湾项目及平均出售 PE.....	29
图表 55、明江、宝湾项目及平均出售 PB.....	29
图表 56、公司历年销售金额及同比.....	30
图表 57、公司历年销售面积及同比.....	30
图表 58、公司历年销售均价走势.....	30
图表 59、公司历年可售面积及去化率.....	30
图表 60、公司销售面积按城市分布（%）.....	30
图表 61、公司销售面积按区域分布（%）.....	30
图表 62、公司历年结转金额及同比.....	31
图表 63、公司历年结转面积及同比.....	31
图表 64、公司结转金额占比销售金额快速下行.....	31
图表 65、公司历年结转均价与销售均价.....	31
图表 66、公司销售金额增速 VS 结转金额增速.....	32
图表 67、预收账款对商品房销售营收覆盖率持续上升.....	32

图表 68、19 年公司预收账款创历史新高	32
图表 69、公司历年拿地建面及同比	33
图表 70、公司历年拿地金额及同比	33
图表 71、公司拿地面积占比销售面积保持高位	33
图表 72、公司拿地均价占比销售均价略有下行	33
图表 73、公司历年拿地面积按区域分布	33
图表 74、近年来公司拿地成本持续优化	34
图表 75、公司 2017-2020 年新增地块毛利率分析	34
图表 76、公司历年总可售建面及同比	35
图表 77、公司 2019 年库销比明显下降	35
图表 78、公司可售面积按城市分布	35
图表 79、各城市可售面积概览	35
图表 80、公司未结转建面按城市分布占比（%）	36
图表 81、公司布局城市未结转建面概览	36
图表 82、公司截至 2019 年末土地储备表项目的毛利率水平	36
图表 83、公司控股股东旗下资源丰富	37
图表 84、南山开发集团旗下高毛利率资源持续注入公司	37
图表 85、山语海项目开发进程	38
图表 86、南山开发集团赤湾资源位置	38
图表 87、公司历年营收及同比	39
图表 88、公司历年净利润及同比	39
图表 89、公司历年毛利率&净利率	39
图表 90、商品房销售毛利率明显下行	39
图表 91、近年来财务及管理费用明显上升	40
图表 92、19 年少数股东权益占比明显下降	40
图表 93、剔除预收款后公司资产负债率处于正常水平	40
图表 94、净负债率快速上行但仍属可控水平	40
图表 95、近年来公司产房设备投资高增	41
图表 96、近年来公司在建工程高速增长	41
图表 97、公司有息负债快速上行	41
图表 98、2019 年公司有息负债按类型分布（%）	41
图表 99、公司长债占比低位有所优化	42
图表 100、公司现金短债比低位有所优化	42
图表 101、公司历年应付债券融资成本	42

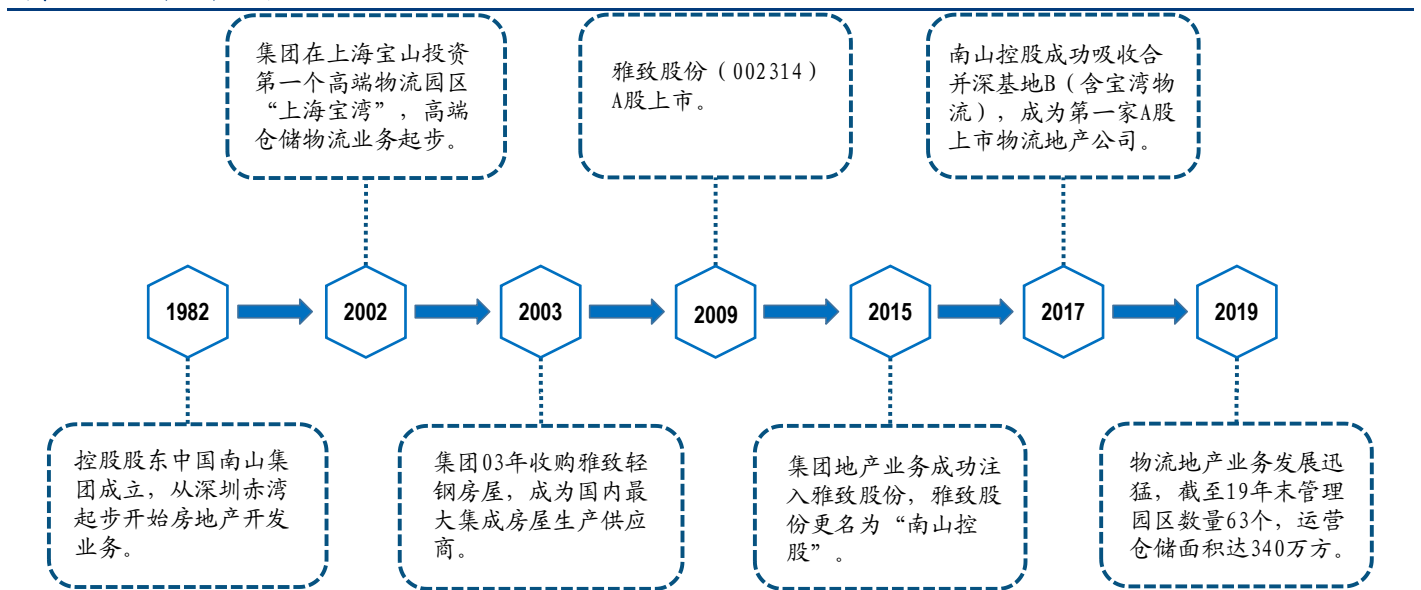
图表 102、公司 2018-2020 年票据融资情况概览.....	42
图表 103、公司历年净资产收益率.....	43
图表 104、公司历年权益乘数.....	43
图表 105、公司总资产周转率持续下行.....	43
图表 106、公司存货周转率持续下行.....	43
图表 107、公司营业收入及预测.....	44
图表 108、20 年投资性收益大增推动公司业绩放量.....	44
图表 109、公司扣非归母净利润及预测.....	45
图表 110、公司三费费率及预测.....	45
图表 111、公司少数股东损益占比及预测.....	45
图表 112、类 REITs 项目出售推动 20 年投资收益大增.....	45
图表 113、公司毛利率&净利率及预测.....	46
图表 114、公司分业务收入及毛利率预测汇总.....	46
图表 115、公司 WACC 及参数假设.....	47
图表 116、NAV 估值法房地产开发业务重估价值 67 亿元.....	47
图表 117、类比重估法下物流仓储业务重估价值 139 亿元.....	48
图表 118、FCFF 估值法下物流仓储业务重估价值 118 亿元.....	48
图表 119、FCFF 测算过程.....	49
图表 120、绝对估值法下公司重估价值 195 亿元.....	50
图表 121、主流上市物流地产公司 EV/EBITDA 估值.....	50
图表 122、相对估值法下公司重估价值 160 亿元.....	51
图表 123、综合相对估值法和绝对估值法公司平均估值 178 亿元.....	51

一、公司概况：背靠大股东南山集团和二股东普洛斯，明确定位物流地产为战略主业

（一）发展历程：第一家 A 股上市物流地产公司，积极拓展高端仓储物流业务

南山控股集团股份有限公司（以下简称“南山控股”）于 1982 年在深圳成立，从深圳赤湾起步开始房地产开发业务，2003 年收购雅致轻钢，并推动其于 2009 年 A 股上市，2015 年集团地产业务注入雅致股份，公司正式更名南山控股，2017 年南山控股成功吸收合并深基地 B（含宝湾物流），成为第一家 A 股上市物流地产公司，近年来公司物流地产业务发展迅猛，截至 2019 年末公司管理园区数量 63 个，运营仓储面积达 340 万方。历经近 40 载发展，公司已形了以现代高端仓储物流为战略主业，以房地产开发为支撑主业，并辅以产城开发和其他业务的企业集团。

图表 1、公司发展历程



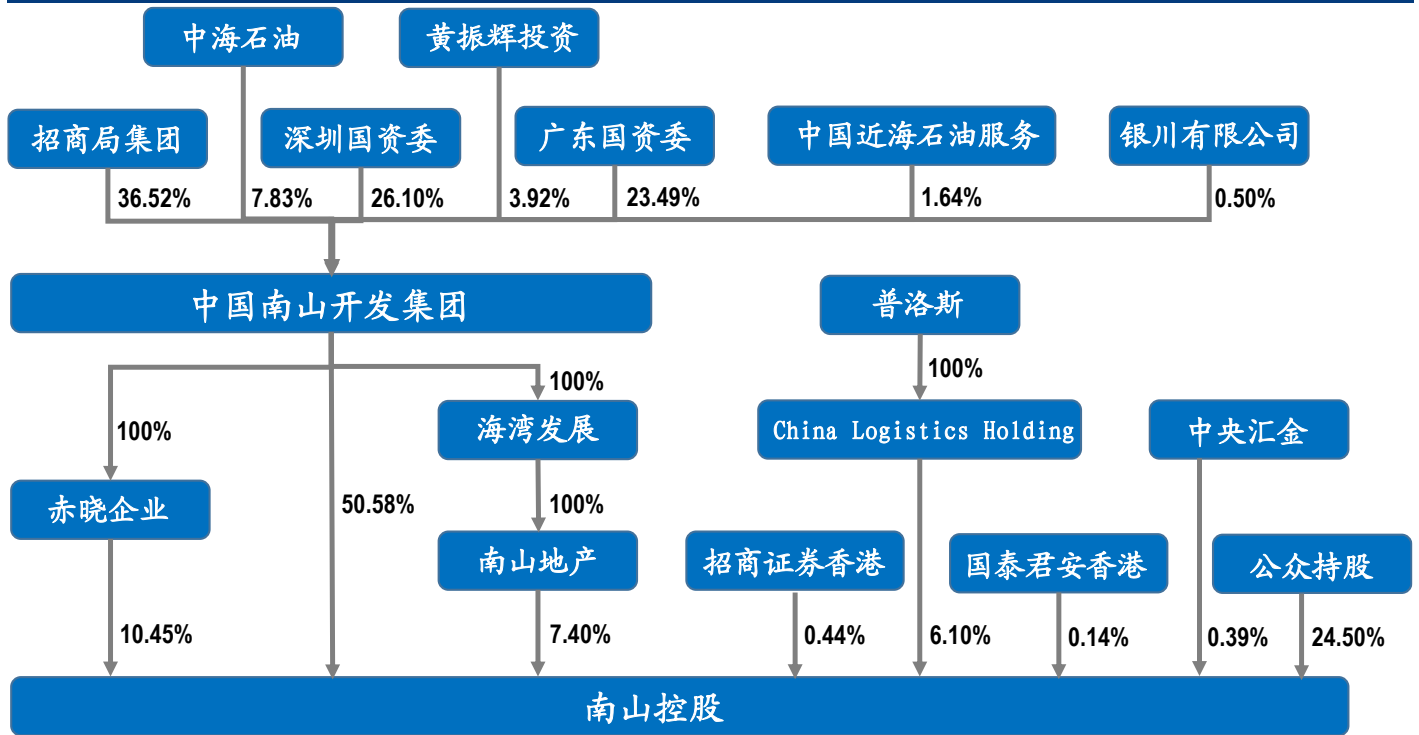
资料来源：公司公告，华创证券

（二）股权结构：大股东南山集团持股约 68%，二股东普洛斯持股约 6%

公司大股东为中国南山开发集团，其由招商局集团、中海油总公司、广东省国资委、深圳市国资委、黄振辉投资公司等联合控股，属于国有资本占主体、个人资本参与、无绝对控股股东的混合所有制股权框架。南山集团直接持有南山控股股权比例 50.58%，通过赤晓企业和南山地产间接持有南山控股股权比例 17.85%，合计持股比例达 68.43%；第二大股东 China Logistics Holding（普洛斯全资子公司）持有公司股权比例 6.10%。

分红方面，公司在 2017-2018 年连续两年没有分红后，2019 年分红率达 39%，重回积极态度，每股派息 0.058 元，按 2019 年年末股价计算，对应股息率 1.9%。

图表 2、截至 2020Q1 末公司股权结构

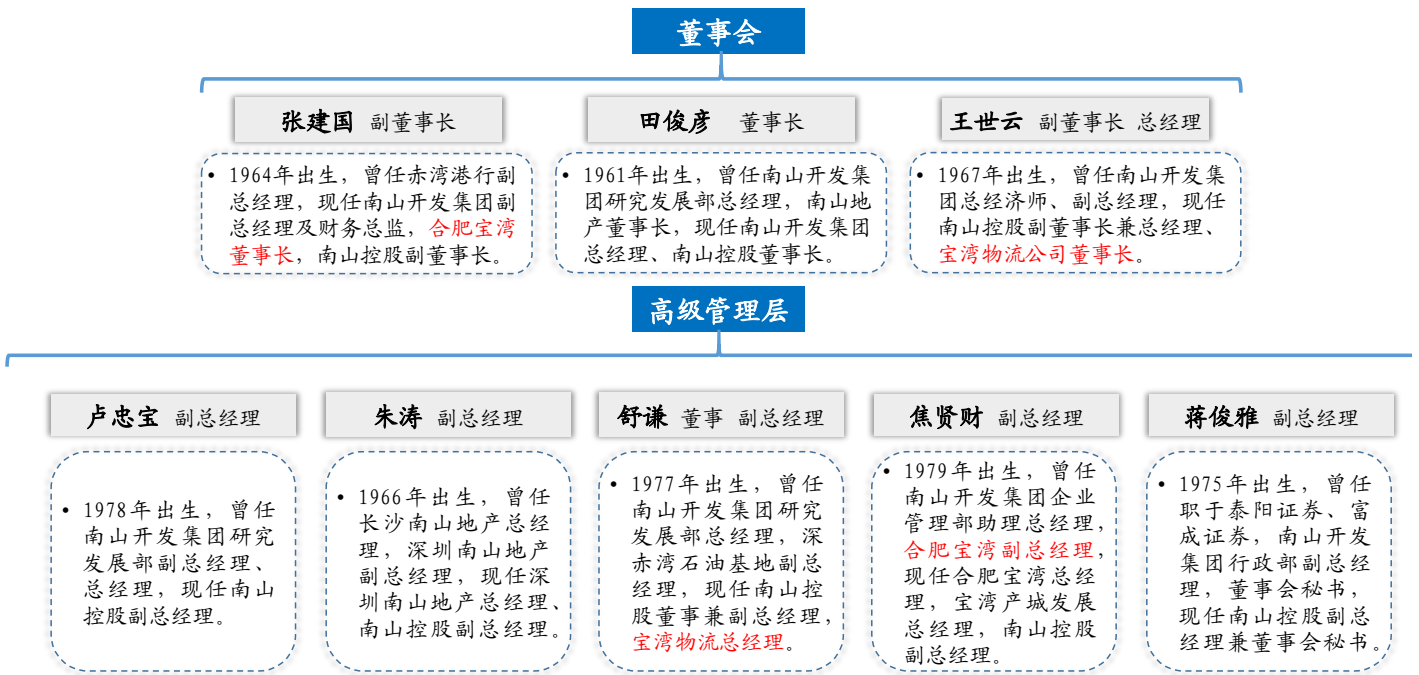


资料来源：公司公告，华创证券

（三）管理架构：高管团队多出身仓储物流条线，并在宝湾物流兼任要职

管理架构方面，公司董事长田俊彦曾任南山地产董事长，在房地产业务条线经验丰富，但临近退休。公司副董事长兼总经理王世云、副董事长张建国分别兼任宝湾物流公司董事长、合肥宝湾董事长。高管团队中，董事兼副总经理舒谦、副总经理焦贤财分别兼任宝湾物流总经理、合肥宝湾总经理。可以看到，无论是董事会还是管理层，多数高管均出自于仓储物流业务条线，并且仍在宝湾物流中兼任重要职位。公司的管理架构安排充分的凸显出公司对物流仓储业务的重视。

图表 3、公司管理层团队



资料来源：公司公告，华创证券

（四）股权激励：股权激励深度绑定员工利益，较严格行权条件彰显发展信心

吸收合并宝湾物流后，为了进一步激发企业活力，公司 2019 年 4 月推出了首轮股权激励计划，向公司董事、高管以及对公司发展有直接影响的关键管理人员等 63 人，合计授予 2,650 万股股票期权，授予数量占总股本的 0.98%，授予人员占比当时公司总人数的 1.8%。

本次授予股票期权行权价为 3.91 元/股，较当前股价 5.25 元/股（2020 年 8 月 7 日）折价 25%；行权期为授权日开始计算分别满三、四、五周年。行权条件为：

1) 2021-2023 年营业收入较 2018 年营业收入的复合增长率分别不低于 18%、19%、20%；估算对应年度营业收入分别为 115.9 亿元、141.4 亿元、175.5 亿元，分别同比+18.0%、+22.1%、+24.1%；

2) 2021-2023 年扣除非经常性损益的净资产收益率 (ROE) 分别不低于 7%、8%、9%；假设 1: 保守假设 2021-2023 年公司归母净资产保持恒定，估算的扣除非经常性损益的归母净利润为 5.9、6.7、7.6 亿元，分别同比+1.0%、+14.3%、+12.5%；假设 2: 在我们盈利预测中归母净资产的假设下，估算的扣除非经常性损益的归母净利润为 6.4、7.6、9.0 亿元，分别同比+9.0%、+19.8%、+17.9%。

3) 每年主营业务收入占比营业总收入均不低于 95%。

通过本次股权激励，公司利益和员工利益得以更深度绑定、并进一步激发公司活力，并且较为严格的行权条件彰显了公司对未来发展的信心。

注：在我们的理解中，如果后续 REITs 有效嵌入到公司经营中，在设立 REITs 过程中形成的出售收入或可以理解为经常性收入，上述行权条件中营业收入中或可包含上述在设立 REITs 过程中形成的出售收入。不过，出于谨慎考虑，在我们目前的测算模式中，上述在设立 REITs 过程中形成的出售收入以及利润暂时仍作为非经常性科目计算。

图表 4、公司股票期权激励计划授予激励对象名单

序号	姓名	职务	股权数量 (万份)	股权占比授予 总量比例	占股本总额 比例
1	田俊彦	董事长	200	7.66%	0.07%
2	王世云	副董事长、总经理	160	6.13%	0.06%
3	张建国	副董事长	120	4.60%	0.04%
4	赵建潮	董事	120	4.60%	0.04%
5	陈波	董事	120	4.60%	0.04%
6	李红卫	董事	100	3.83%	0.04%
7	舒谦	董事、副总经理	100	3.83%	0.04%
8	朱涛	副总经理	100	3.83%	0.04%
9	焦贤财	副总经理	80	3.07%	0.03%
10	卢忠宝	副总经理	65	2.49%	0.02%
11	蒋俊雅	副总经理、董事会秘书	65	2.49%	0.02%
12	沈启盟	财务总监	65	2.49%	0.02%
公司部门领导及子公司高级管理人员（30人）			995	38.12%	0.37%
业务骨干（19人）			320	12.26%	0.12%
合计			2,610	100.00%	0.96%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 5、股权激励行权时间及行权条件

	行权时间及行权比例	条件一	条件二	条件三
第一批生效	自授权日起，满三周年（36个月）后，本激励计划授予股票期权总数的 30% 生效，行权期为 1 年。	本批生效时，前一个完整会计年度的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）（摊薄）不低于 7%	本批生效时，前一个完整会计年度较 2018 年营业总收入复合增长率不低于 18%	本批生效时，前一个完整会计年度主营业务收入占营业总收入比例不低于 95%
第二批生效	自授权日起，满四周年（48个月）后，本激励计划授予股票期权总数的 30% 生效，行权期为 1 年。	本批生效时，前一个完整会计年度的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）（摊薄）不低于 8%	本批生效时，前一个完整会计年度较 2018 年营业总收入复合增长率不低于 19%	本批生效时，前一个完整会计年度主营业务收入占营业总收入比例不低于 95%
第三批生效	自授权日起，满五周年（60个月）后，本激励计划授予股票期权总数的 40% 生效，行权期为 1 年。	本批生效时，前一个完整会计年度的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）（摊薄）不低于 9%	本批生效时，前一个完整会计年度较 2018 年营业总收入复合增长率不低于 20%	本批生效时，前一个完整会计年度主营业务收入占营业总收入比例不低于 95%

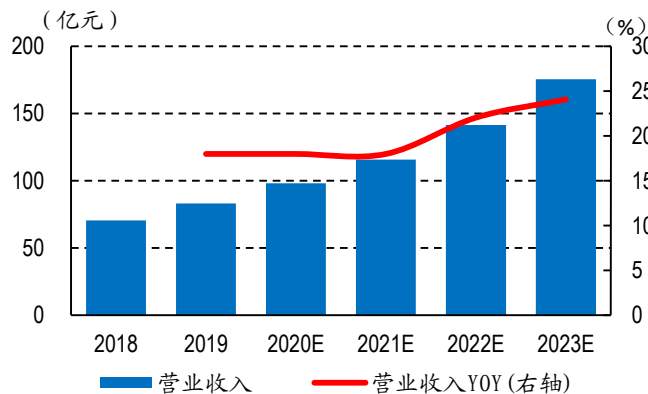
资料来源：公司公告，华创证券

图表 6、两种情景下对 2020-23 年扣非归母净利润的估算

	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
假设 1: 在归母净资产保持恒定的保守假设下	百万元	5,890	8,081	8,412	8,412	8,412	8,412	8,412
扣非归母净利润	百万元	5.99	4.93	3.70	5.83	5.89	6.73	7.57
扣非归母净利润 YOY	%		-17.7	-25.1	57.7	1.0	14.3	12.5
假设 2: 在我们盈利预测中归母净资产的假设中	百万元	5,890	8,081	8,412	8,711	9,072	9,507	9,963
扣非归母净利润	百万元	5.99	4.93	3.70	5.83	6.35	7.61	8.97
扣非归母净利润 YOY	%		-17.7	-25.1	57.7	9.0	19.8	17.9

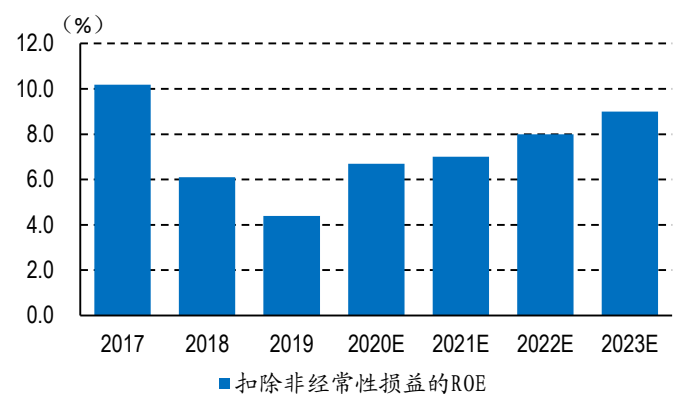
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7、股权激励约束条件下公司 20-23 年营收稳增



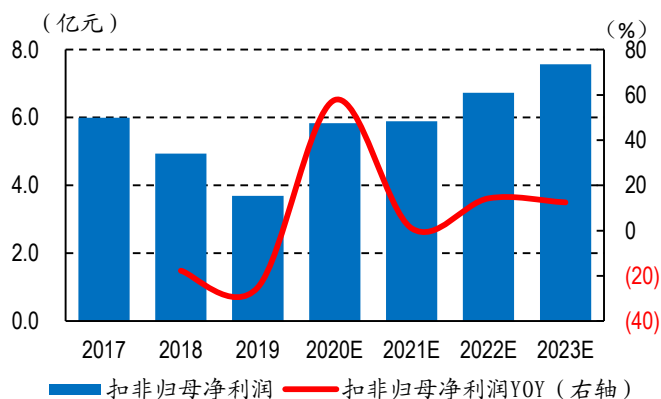
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 8、预计 20 年开始公司扣非 ROE 持续回升



资料来源: 公司公告, 华创证券

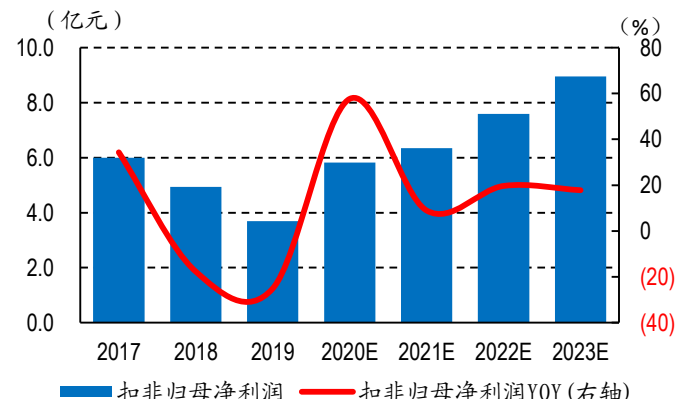
图表 9、假设 1 下 2021-2023 年承诺扣非归母净利润



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 假设 2020-2023 年归母净资产保持 2019 年水平不变。

图表 10、假设 2 下 2021-2023 年承诺扣非归母净利润



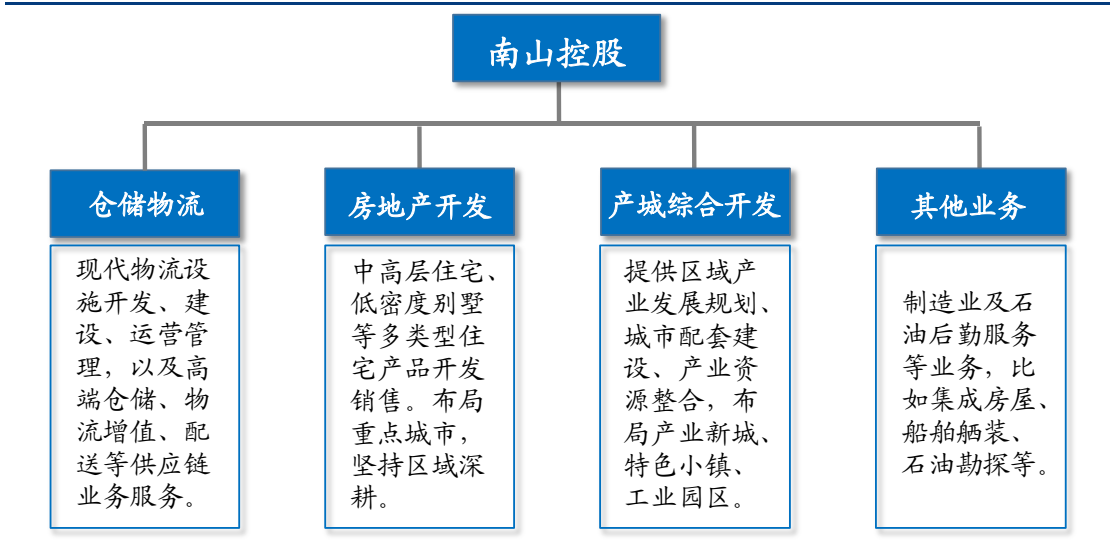
资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 按我们估算的盈利模型, 假设 2020-23 年分红比率和 2019 年持平, 公司净资产增速约 4-5%, 根据 ROE 约束条件测算。

(五) 业务板块：以房地产开发业务为主，仓储物流业务营收占比明显扩大

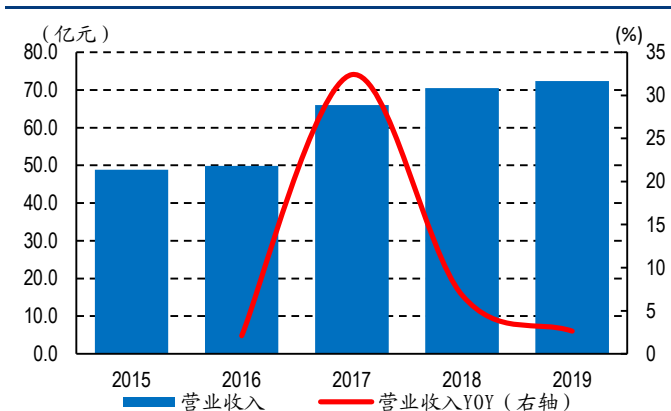
公司旗下业务板块包括仓储物流、房地产开发、产城综合开发以及制造业、石油后勤等其他业务。2019 年公司实现营收 72.4 亿元，同比+2.6%，其中房地产开发、仓储物流、其他业务分别实现营收 50.1、9.7、12.6 亿元，分别占比总营收 69.3%（同比+3.1pct）、13.3%（同比+2.9pct）、17.4%（同比-3.5pct），仓储物流营收占比明显扩大。

图表 11、公司旗下业务板块



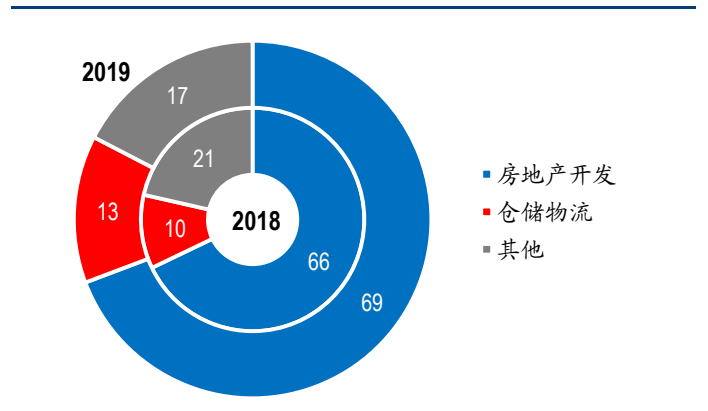
资料来源：公司公告，华创证券

图表 12、公司营收及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13、2018-19 年公司各业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

二、物流地产行业：物流地产行业发展空间巨大，公募 REITS 将推动行业加速发展

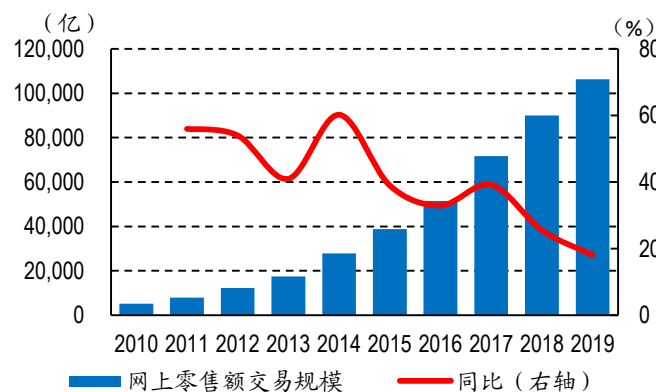
(一) 全球供应链建立、消费物流崛起、高端制造升级共同推动现代物流仓储快速发展

伴随 20 世纪下半叶以来经济全球化加速以及科技迅猛发展，全面带动了人流、信息流和物流的高速发展。其中全球化供应链的建立、消费物流的崛起、高端制造的飞速发展对现代物流提出了新的要求。以电子商务为例，我国

2019 年网上零售额人民币 10.6 万亿元，同比+18.1%。并且随着中西部地区和广大农村消费潜力进一步释放，以及移动互联网的普及、5G 网络进一步赋能人工智能、大数据、云计算及物联网等新兴技术在各行业的运用，电子商务未来仍将实现较快速度发展，并推动高标物流设施需求的激增。

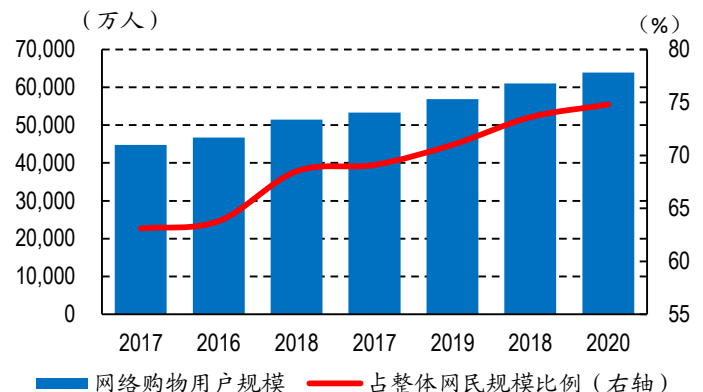
2008 年我国社会物流总额为 89.9 万亿元，到 2019 年年末增长至 300.7 万亿元，年复合增速 11.6%。并且伴随我国经济继续发展，物流行业需求仍将继续高增，据我国物流与采购联合会预测，预计到 2024 年，我国社会物流总额将超过 430 万亿元，较 2019 年末+43%。

图表 14、我国网上零售交易额持续增长



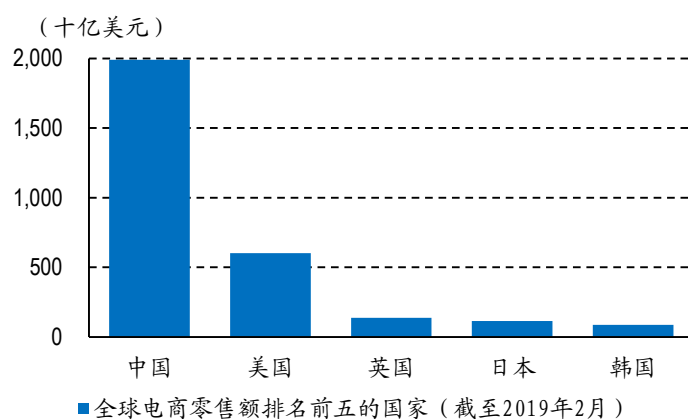
资料来源：统计局，华创证券

图表 15、网络用户购物规模快速提升



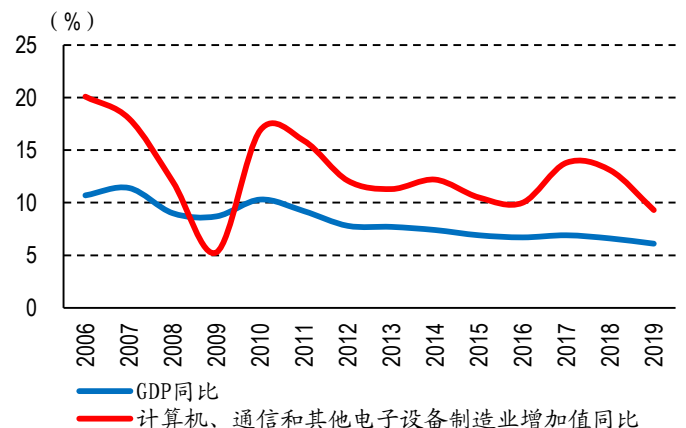
资料来源：中国网信院，华创证券

图表 16、我国电商零售额排名世界第一



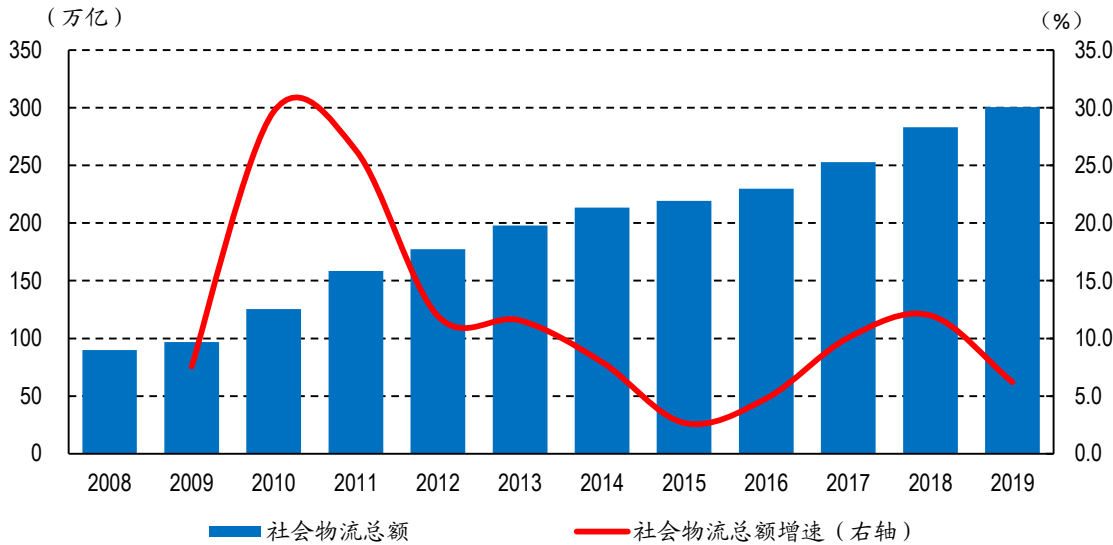
资料来源：eMarketer，华创证券

图表 17、我国计算机、通讯、电子产业发展速度较快



资料来源：Wind，华创证券

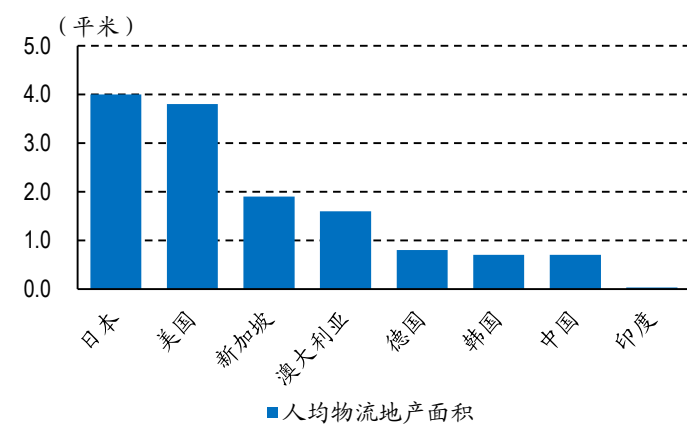
图表 18、我国年度社会物流总额及增速



资料来源：中国物流与采购联合会，华创证券

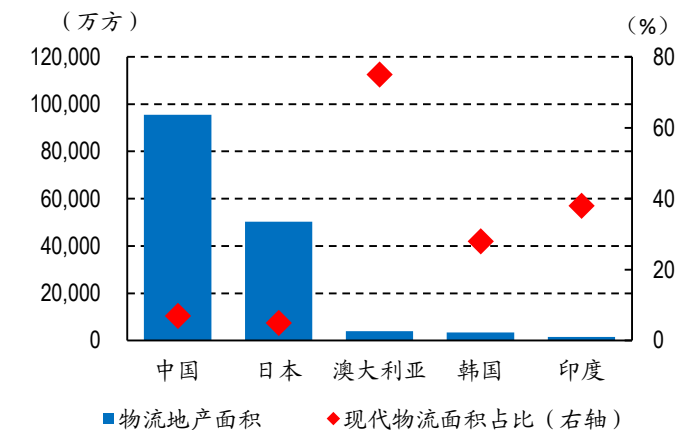
我国物流设施近年来虽已取得长足发展，但和发达国家相比，整体规模相较我国庞大经济体量和人口规模而言仍然很小，截至 2019 年我国人均物流地产面积仅 0.7 平米，横向对比日本（4.0 平米）、美国（3.8 平米）、新加坡（1.9 平米）、澳大利亚（1.6 平米），人均设施面积与欧美、日本等发达市场相比差距仍较大。从结构来看，截至 2019 年我国拥有现代高标物流面积 6,685 万方，占比总物流地产面积仅 7%，大幅落后于澳大利亚的 75%、韩国的 28%、甚至印度的 38%，相对于我国巨大的电商销售体量，高标物流设施供需关系更为紧张。

图表 19、我国人均物流地产面积相对较低



资料来源：仲量联行，华创证券

图表 20、我国现代物流地产面积占比仍较低



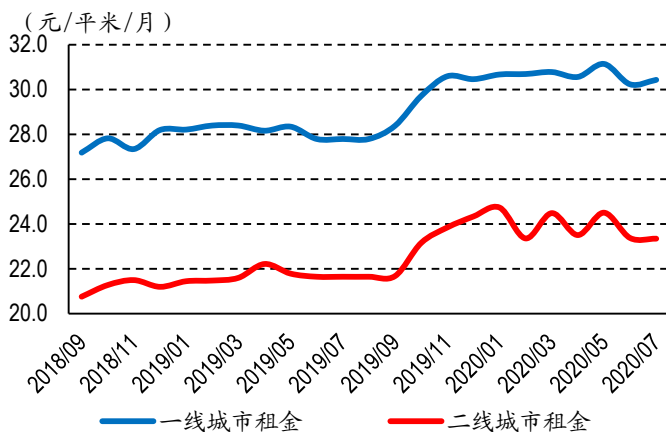
资料来源：仲量联行，华创证券

（二）供需关系趋紧推动仓储租金上升，行业处于量价齐升势态

现代物流仓储面积的供需关系趋紧，推动物流仓储租金持续上行。据中国仓储与配送协会月频数据，一线城市

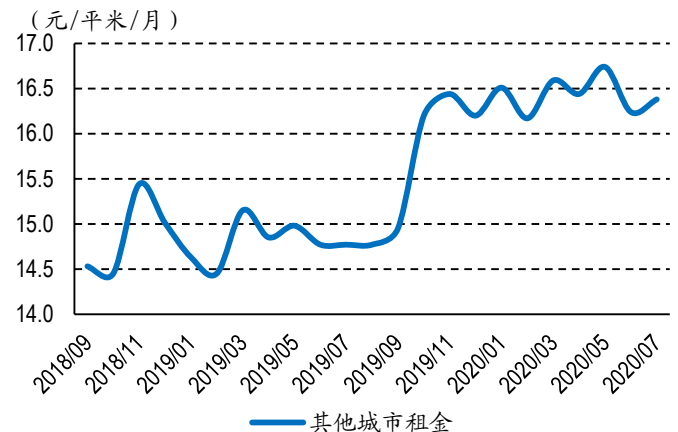
由于需求旺盛、供应稀缺，其租金多年来持续处于上涨通道，即使在新冠疫情最为紧张的 2 月，其租金也保持平稳。二线和三线城市，物流仓储租金也多年处于上升势态，虽然今年 2-3 月受疫情短暂影响租金略有回落，但伴随疫情受控，租金重回稳定增长势态。拉长时间维度来看，物流地产行业仍处于量价齐升势态。

图表 21、一二线城市物流仓储租金走势



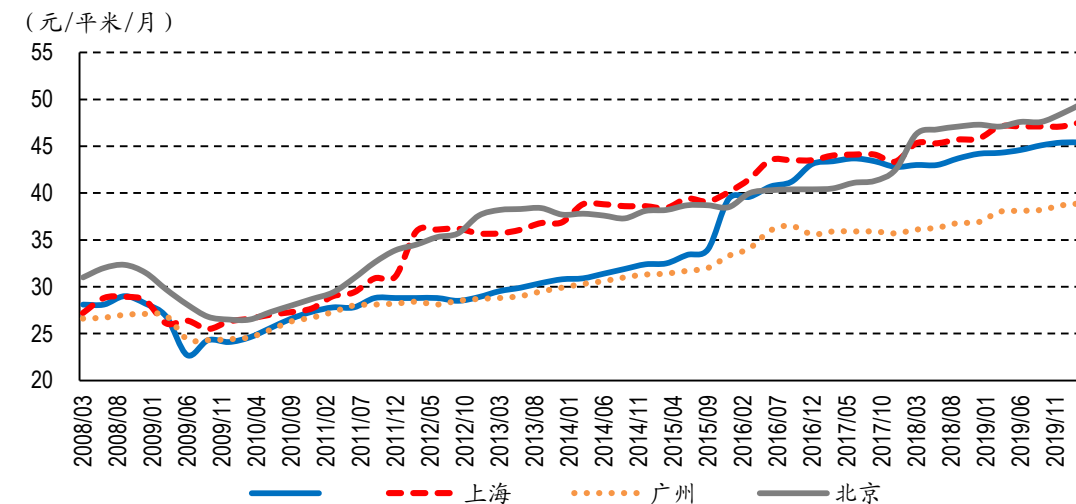
资料来源：中国仓储与配送协会，华创证券

图表 22、其他城市物流仓储租金走势



资料来源：中国仓储与配送协会，华创证券

图表 23、重点城市物流仓储租金持续上行

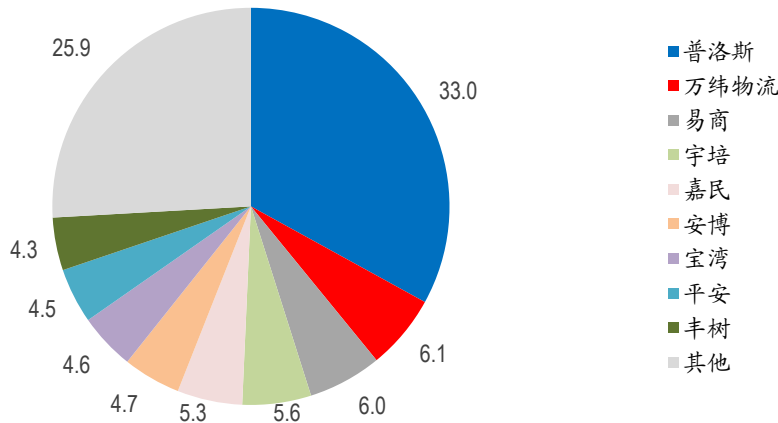


资料来源：wind，华创证券

(三) 外跨国资物流地产企业同台竞争，行业仍处于群雄逐鹿时代

目前我国物流地产行业已形成了以普洛斯、安博、嘉民为代表的外资企业和以宝湾、宇培、易商等为代表的国内物流地产商同台竞争的格局。在规模排名上，截至 2019 年末，普洛斯市场份额占比达 30.7%，处于行业领先地位。万纬、宇培、嘉民、ESR、宝湾等市场份额占比在 5-7% 左右，行业仍处于群雄逐鹿时代。

图表 24、2019 年主流物流地产公司市场份额占比（%）



资料来源：江宏《物流地产新发展与新方向》，转引自中商产业研究院：《2019-2024 年中国物流地产市场前景及投资机会研究报告》，华创证券

图表 25、中国主流物流地产公司及其客户构成

公司名称	客户构成
普洛斯	1、零售业包括：快消品行业；电子商务、零售与快餐连锁业； 2、制造业包括：汽车与配件；电子与高科技产业；机械制造业；医药与医疗器械制造业； 3、第三方物流
嘉民	物流、汽车、零售和电子零售
ESR	电子商务企业、第三方物流供应商、实体店零售商、制造商、冷链物流供应商
宝湾	第三方物流提供商、电子商务企业、零售商和批发商
中国物流资产	速运&零担、制造业、第三方物流、电商&零售业

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

（四）公募 REITs 即将问世，重点支持物流地产，将推动行业加速发展

我国较早提出了开展房地产信托投资基金试点，但真正政策支持力度加大开始于 2016 年，多次强调有序开展企业资产证券化，通过发展房地产信托投资基金推动企业向轻资产经营模式转型。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》以及《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》，首次明确指出，公募 REITs 的投资范围包括仓储物流、收费公路、机场港口等基础设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，并对产品定义、专业胜任、发售安排和基金运作等重要方面进行了界定。

2020 年 8 月 3 日，国家发展改革委发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》；8 月 7 日，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引》。再次强调了准确把握试点项目的地区和行业范围，即 REITs 基础资产聚焦京津冀、雄安、长三角和珠三角等重点战略区域，包括仓储物流、收费公路、数据中心等业态，鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点。

在这次政策积极突破后，仓储物流设施优先进入了公募 REITs 的投资范围，同时考虑到物流仓储行业发展空间巨大，仓储物流设施投资回报率较为稳定，属于未来物流网络的核心资产，本次公募 REITs 政策的推出将有利于仓

储物流公司的融资渠道打开，存量资产盘活，将推动物流地产行业加速发展。

图表 26、我国 REITs 及相关政策出台情况

时间	发布部门	文件名称	简要内容
2004-1-31	国务院	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	健全资本市场体系，丰富证券投资品种。研究开发与股票和债券相关的新品种及其衍生产品。加大风险较低的固定收益类证券产品的开发力度，为投资者提供储蓄替代型证券投资品种。积极探索并开发资产证券化品种。
2008-12-13	国务院	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	在“创新融资方式，拓宽企业融资渠道”方面，提出“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。发挥债券市场避险功能，稳步推进债券市场交易工具和相关金融产品创新。开展项目收益债券试点”。
2010-6-12	住建部等 7 部门	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》	鼓励金融机构发放公共租赁住房中长期贷款，支持符合条件的企业通过发行中长期债券等方式筹集资金，探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道。
2012-5-22	央行、银监会	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》	鼓励金融机构选择符合条件的国家重大基础设施项目贷款、涉农贷款、中小企业贷款、经清理合规的地方政府融资平台公司贷款、节能减排贷款、战略性新兴产业贷款、文化创意产业贷款、保障性安居工程贷款、汽车贷款等多元化信贷资产作为基础资产开展信贷资产证券化，丰富信贷资产证券化基础资产种类。
2014-5-16	证监会	《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》	推动资产管理业务发展。研究建立房地产投资信托基金（REITs）的制度体系及相应的产品运作模式和方案。拓宽集合资产管理计划投资范围，允许投资于未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利。
2014-9-30	央行	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。
2016-6-3	国务院	《关于加快培育和发展的住房租赁市场的若干意见》	提供金融支持。鼓励金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，向住房租赁企业提供金融支持。支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2016-10-10	国务院	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	有序开展企业资产证券化。按照“真实出售、破产隔离”原则，积极开展以企业应收账款、租赁债券等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型。
2016-12-27	发改委、证监会	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	明确重点推动资产证券化的 PPP 项目范围；优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化；积极做好 PPP 项目管理和配合资产证券化尽职调查等工作；着力优化 PPP 项目资产证券化审核程序；引导市场主体建立合规风控体系；鼓励中介机构依法合规开展 PPP 项目资产证券化业务。
2018-4-24	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债券性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITs）。
2020-4-30	发改委、证监会	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。按照市场化、法治化原则，充分依托资本市场，积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展 REITs 试点。
2020-4-30	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》征求意见	规范公开募集基础设施证券投资基金设立、运作等相关活动。公开募集基础设施证券投资基金是指，80%以上基金资产投资于单一基础设施资产支持证券，通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特

时间	发布部门	文件名称	简要内容
			许经营权，同时积极运营管理基础设施项目以获取稳定现金流，并将 90%以上可供分配利润按要求分配给投资者的封闭式基金产品。
2020-8-3	发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	聚焦重点行业，优先支持基础设施补短板项目，鼓励新型基础设施项目开展试点。主要包括：数据中心、人工智能、智能计算中心项目；5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目等。
2020-8-7	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引》	《指引》明确基金份额发售方式，采取网下询价的方式确定基金份额认购价格，公众投资者以询价确定的认购价格参与基金份额认购。范基金投资运作，加强风险管控，夯实投资者保护机制。明确基金投资限制、关联交易管理、借款安排、基金招募、信息披露等要求，全面落实“以信息披露为中心”，确保投资者充分知情权。明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责，强化违规行为约束。

资料来源：相关政府网站，华创证券

图表 27、20 年 4 月证监会和发改委关于公募 REITs 的五大规定

界定范围	具体内容
投资范围	优先六大区域、六大行业。
	（1）六大区域：京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲。
	（2）六大行业：基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。
产品定义及结构	“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构，需同时符合下列特征：
	（1）80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；
	（2）基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；
	（3）基金管理人积极运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的；
基金管理人及托管人专业胜任要求	（4）采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。
	（1）应当配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目投资管理或运营经验的主要负责人员；具有相关研究经验，并配备充足的专业研究人员；具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验，且同类产品或业务不存在重大未决风险事项；具备健全有效的投资与风险管理制度和流程。
定价方式和发售安排	（2）同时，要求基金托管人应当具有基础设施领域资产管理产品托管经验，并为开展基础设施基金托管业务配备充足的专业人员。
	（1）战略配售：原始权益人必须参与战略配售，比例不少于基金份额发售总量的 20%，且持有期不少于 5 年；其他专业机构投资者可以参与战略配售，持有期限不少于 1 年。
	（2）网下询价对象：限于证券公司、基金管理公司、保险公司、政府专项基金、产业投资基金等专业投资者。
基金投资与运作	（3）发售比例分配：扣除向战略投资者配售部分后，网下发售比例不低于本次公开发行数量的 80%。
	（1）投资限制：基金应当将 80%以上资产投资于单一资产支持证券全部份额，且基金管理人与资产支持证券管理人存在实际控制关系或受同一控制人控制；其余基金资产应当投资于利率债，AAA 级信用债，或货币市场工具。
	（2）借款安排：基金可直接或者间接对外借款，但不得超过基金资产 20%，且借款用途限于项目维修、改造等。
	（3）收益分配：每年不得低于 1 次，分配比例不得低于年度可供分配利润的 90%。

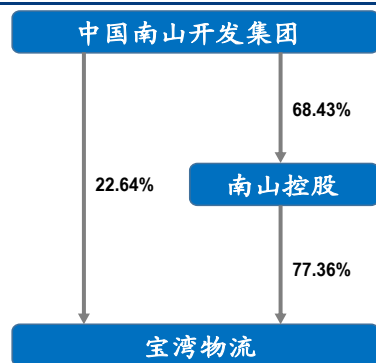
资料来源：证监会，发改委，华创证券

三、仓储物流业务：优质资产、快速成长，积极对接公募 REITs 加速资源盘活

（一）仓储物流业务快速发展，产品定位高端，初步实现全国化布局

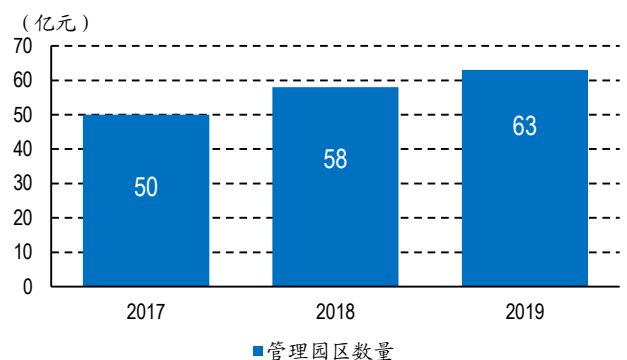
公司仓储物流业务主要依托控股子公司宝湾物流展开，目前其市场份额市占率 4.6%，全国排名第七。宝湾物流成立于 2011 年，属于南山控股（持宝湾物流股权占比 77.36%）与中国南山开发集团（持宝湾物流股权占比 22.64%）共同成立的高端仓储物流平台，历经十年快速发展，公司已实现全国 34 个重点城市的布局，初步打造出综合化、专业化、标准化、网络化的物流服务体系，客户包括京东、顺丰、中远、DHL、TOLL、瑞士德迅、美国智傲物流、香港利丰、法国 SDV 等知名企业。截至 2019 年末，公司管理的高端物流园区达 63 个，运营仓储面积 340 万方。

图表 28、截至 2020Q1 末宝湾物流股权结构图



资料来源：公司官网，华创证券

图表 29、宝湾物流管理园区数量持续上升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 30、目前宝湾物流布局的城市



资料来源：公司官网，华创证券

图表 31、嘉善宝湾智慧物流园区项目



资料来源：公司官网，华创证券

图表 32、长沙宝湾国际电商物流港项目



资料来源：公司官网，华创证券

(二) 出租率低位改善, 管理面积快速增长, 推动营收持续高增

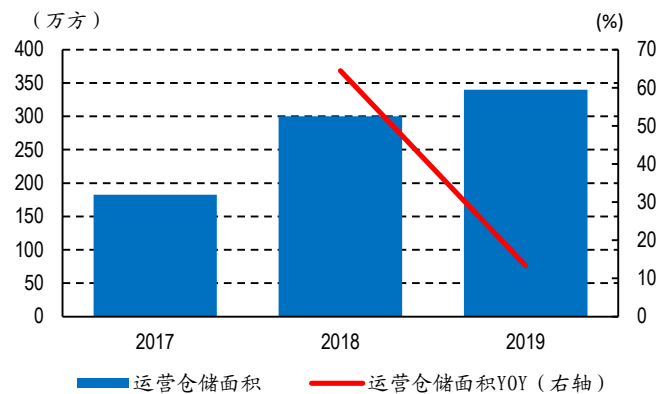
1、营收&业绩: 出租率改善、管理面积快增, 推动营收持续高增

公司仓储物流业务依托宝湾物流展开, 截至 2019 年末, 公司在运营仓储面积 340 万方, 同比+13.3%; 另外公司还拥有规划在建 (含待建) 的仓储面积 300 万方, 同比+50%, 可覆盖 2019 年运营面积 88%; 2019 年公司仓储面积使用率 92%, 较 2018 年提升 2.0pct, 有所优化。

伴随运营仓储面积快速提升, 2019 年宝湾物流实现营业收入 9.6 亿元, 同比+27.8%; 实现净利润 4,144 万元, 同比-42.0%; 2019 年公司总资产约 120.4 亿元, 同比+24.3%。

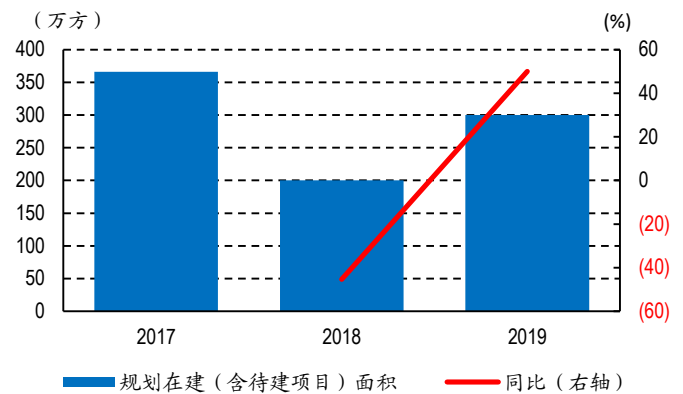
公司营收增长、但利润下降主要源于: 1) 近年来宝湾物流快速发展, 融资额同步增加, 导致财务费用增长较快; 2) 新投入运营园区较多, 目前尚未成熟, 仍处于成本消耗阶段。

图表 33、公司历年运营仓储面积及同比



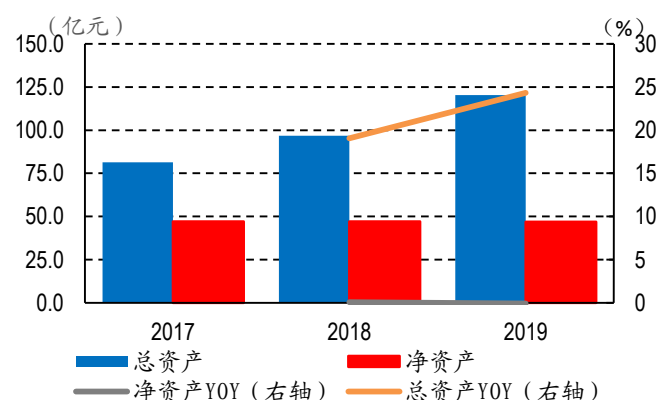
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34、公司规划及在建仓储面积



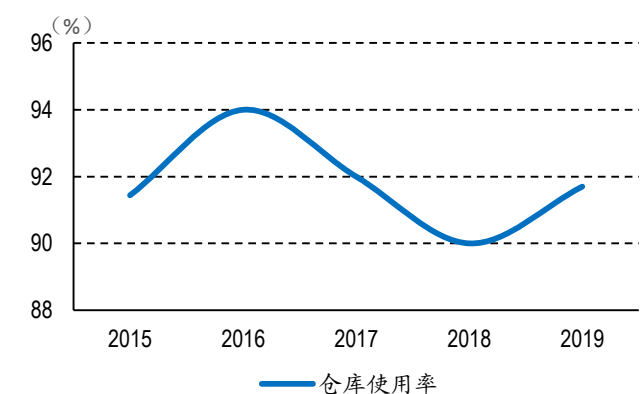
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35、宝湾物流总资产&净资产规模



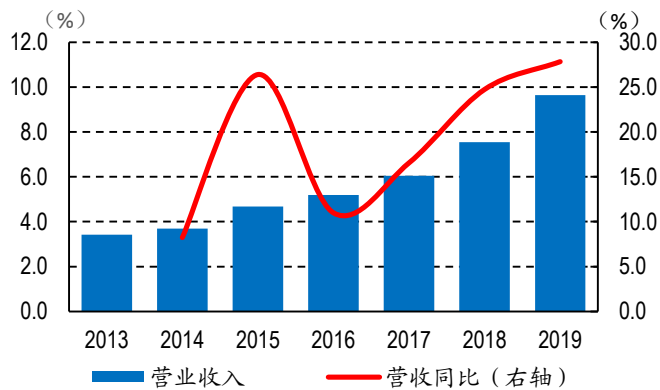
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 36、公司仓储面出租率有所改善



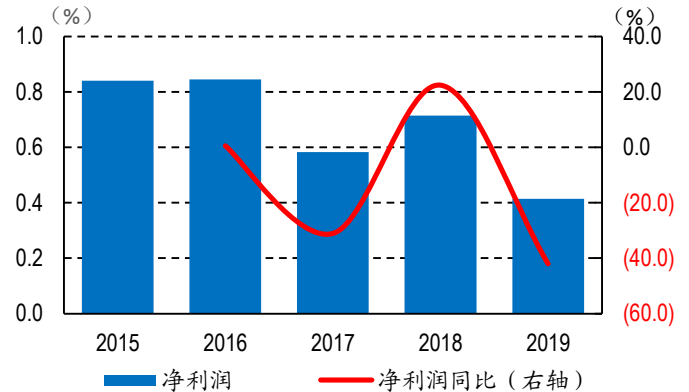
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 37、宝湾物流近年来营收规模快速上升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38、宝湾物流历年净利润及同比

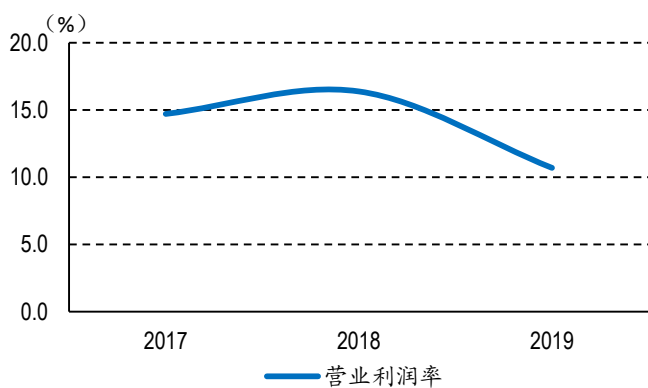


资料来源：公司公告，华创证券

2、利润率：成熟运营园区租金持续上行，净利率保持在较高水平

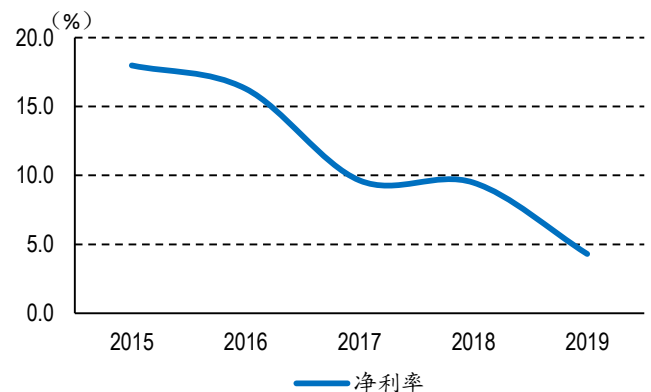
利润率方面，2019 年宝湾物流营业利润率和净利率分别为 10.7%、4.3%，分别较 2018 年-5.7pct、-5.2pct，利润率降幅较大主要源于：1) 公司物流仓储业务扩张下财务和管理费用增长较快；2) 新园区成本开支刚性，但收入爬坡需要时间。但拆分来看，公司成熟运营的物流园区，比如上海宝湾、廊坊宝湾等，其净利率水平持续保持在较高水平。并且考虑到成熟运营的物流园区每平方米租金持续上行，园区经营管理水平持续优化，后续净利率优化空间较大。

图表 39、宝湾物流营业利润率有所下行



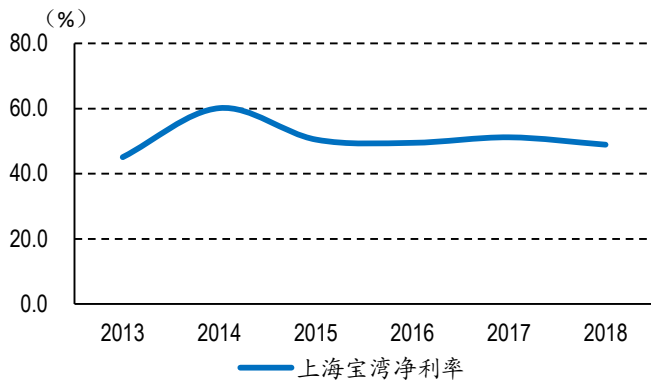
资料来源：公司公告，华创证券

图表 40、宝湾物流净利率持续下行



资料来源：公司公告，华创证券

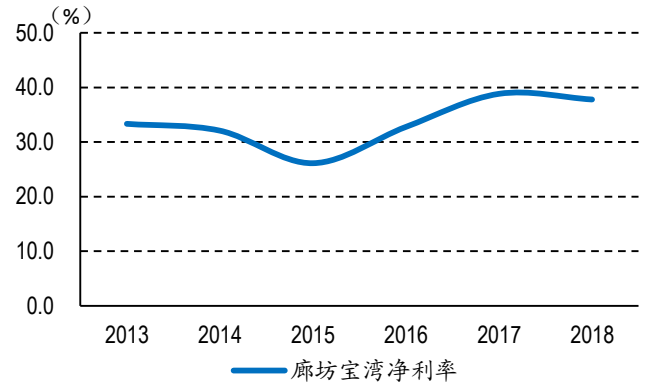
图表 41、上海宝湾净利润率水平持续保持高位



资料来源：公司公告，华创证券

注：净利润中未扣除利息费用的影响。

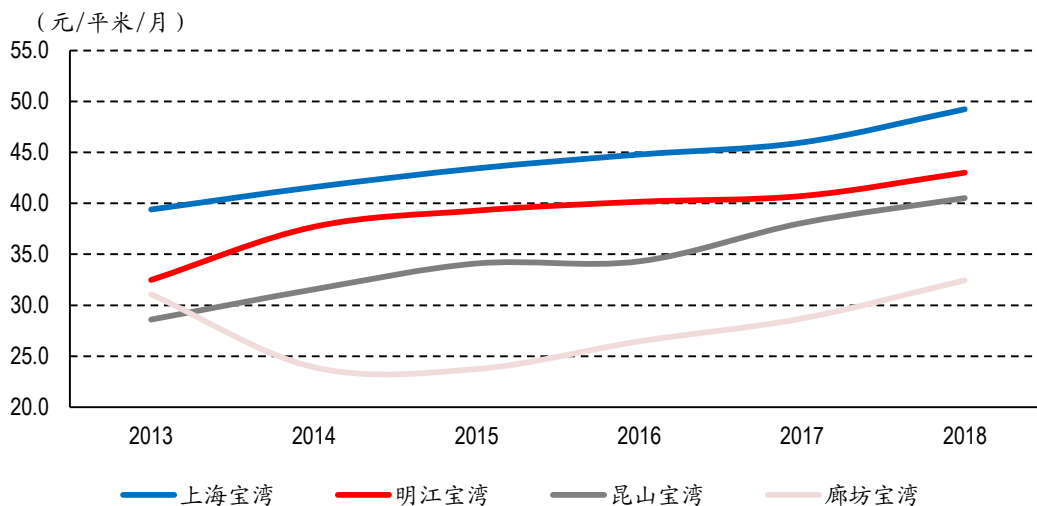
图表 42、廊坊宝湾净利润率水平低位有所改善



资料来源：公司公告，华创证券

注：净利润中未扣除利息费用的影响。

图表 43、公司成熟运营的物流园区租金持续上行



资料来源：公司公告，华创证券

图表 44、公司主要园区仓储面积及使用率情况

园区	城市	园区面积	仓储面积	仓库使用率		
				2017 年	2018 年	2019 年
单位		(亩)	(万方)	(%)	(%)	(%)
上海宝湾	上海	533	17.9	100	100	100
明江宝湾	上海	321	11.8	100	100	100
昆山宝湾	昆山	400	14.1	100	100	100
广州宝湾	广州	217	13.1	99	100	100
廊坊宝湾	廊坊	260	9.1	99	100	100

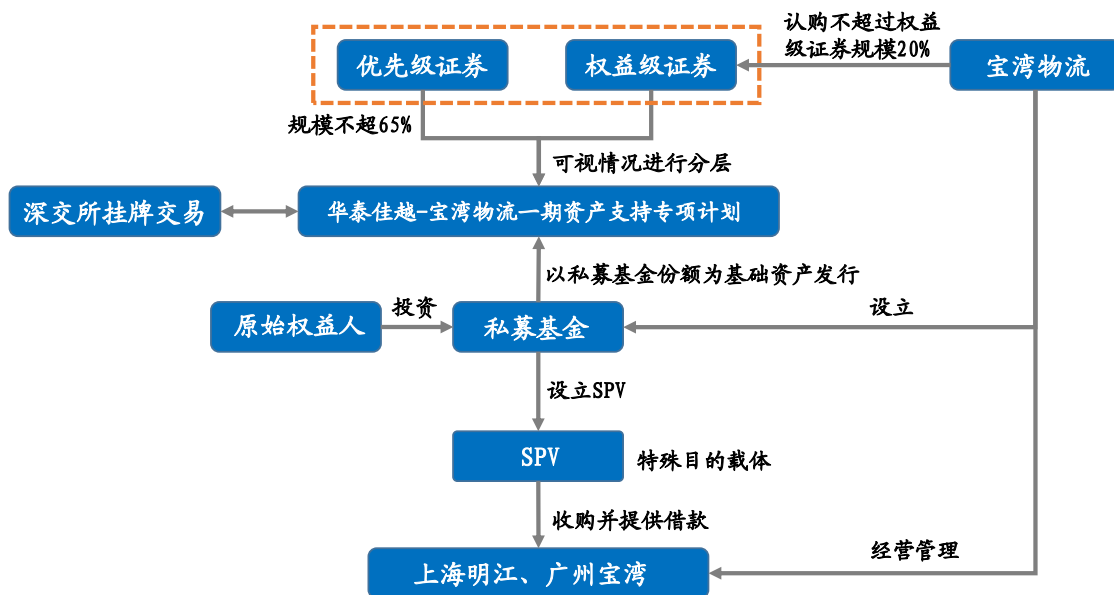
龙泉宝湾	成都	348	12.6	95	100	99
南京宝湾	南京	288	10.6	74	98	100
北京宝湾	北京	125	5	100	100	100
新都宝湾	成都	189	6.7	92	100	100
胶州宝湾	青岛	398	16.7		88	91
津南宝湾	天津	193	6.5	93	98	85
无锡宝湾	无锡	296	11.4	43	100	100
嘉兴宝湾	嘉兴	155	2.4	75	100	92
武汉宝湾	武汉	422	14.4	96	99	82
天津宝湾	天津	480	15.1	61	93	70
南通宝湾	南通	162	5.5	98	98	83
镇江宝湾	镇江	386	13.8	20	58	60
咸阳宝湾	咸阳	520	18.6		56	90
绍兴宝湾	绍兴	300	11		51	83
嘉善宝湾	嘉兴	250	9.2			100
肥东宝湾	合肥	280	10.3			99
双龙宝湾	贵阳	201	13.4			100

资料来源：公司公告，华创证券

（三）积极推动旗下优质资产证券化，为后续公募 REITs 对接做好准备

在公募 REITs 新规推出后，公司积极响应，于 2020 年 6 月 2 日发布公告，拟将上海明江宝湾物流园和广州宝湾物流园进行资产证券化运作，并拟于合适时机对接公募 REITs 产品。流程上，宝湾物流作为原始权益人拟设立私募基金，其将直接或者通过特殊目的载体（SPV）间接收购上海明江和广州宝湾的全部股权，然后以私募基金份额为基础资产发行专项资产支持计划，改计划预计募集资金不低于 18.5 亿元，并视情况将分为优先级和权益级证券，其中优先级规模占比预计不高于 65%，并且宝湾物流认购份额预计不超过权益级证券规模的 20%。

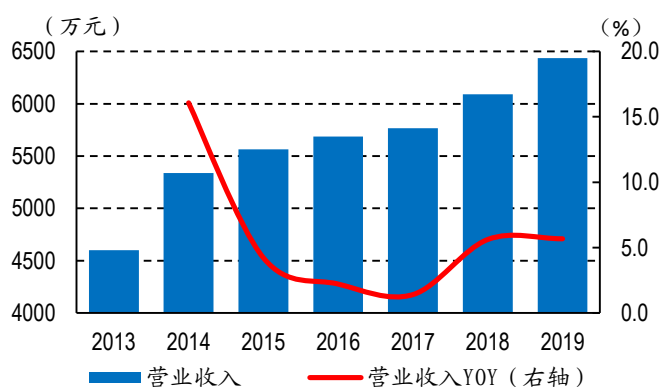
图表 45、公司将上海明江、广州宝湾物流园区进行类 REITs 资产证券化



资料来源：公司公告，华创证券

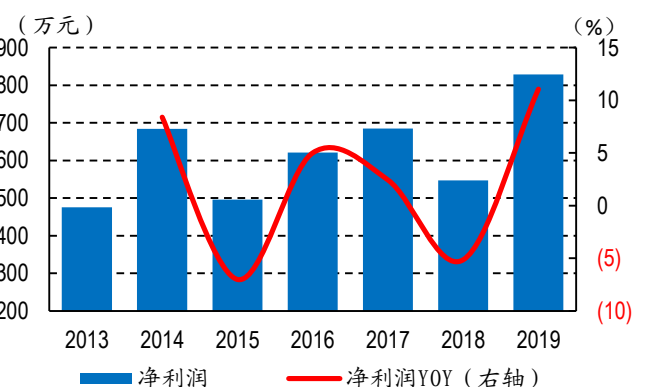
本次资产证券化资产均为公司最优质的物流资产，其中明江宝湾物流园位于上海，园区面积 21.4 万方，仓储面积 11.8 万方，长期以来仓库使用率保持在 100% 的高水平，2019 年实现营收 6,435.7 万元，同比+5.7%，净利润 2,828.8 万元，同比+11.1%；广州宝湾物流园位于广州经济开发区，园区面积 14.5 万方，仓储面积 13.1 万方，2017-2019 年仓储使用率高达 99%、100%、100%，2019 年实现营收 6,337.8 万元，同比+5.3%，净利润 1,635.6 万元，同比+2.0%。

图表 46、上海明江物流园区历年营收及同比



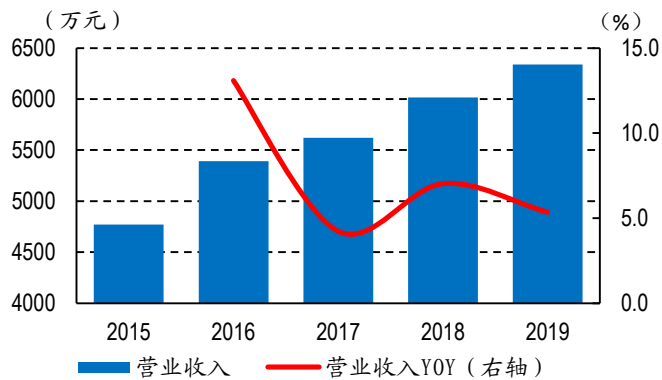
资料来源：公司公告，华创证券

图表 47、上海明江物流园区历年净利润及同比



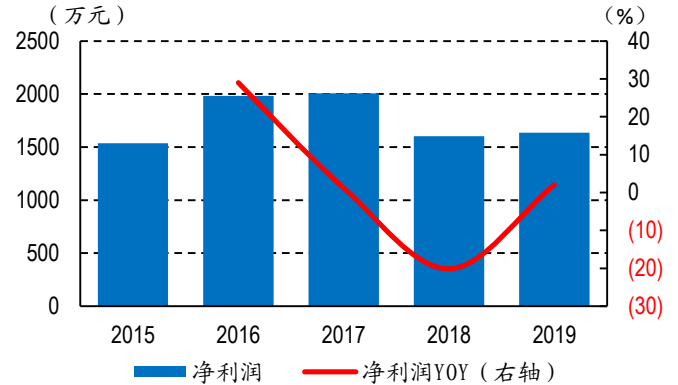
资料来源：公司公告，华创证券

图表 48、广州宝湾物流园区历年营收及同比



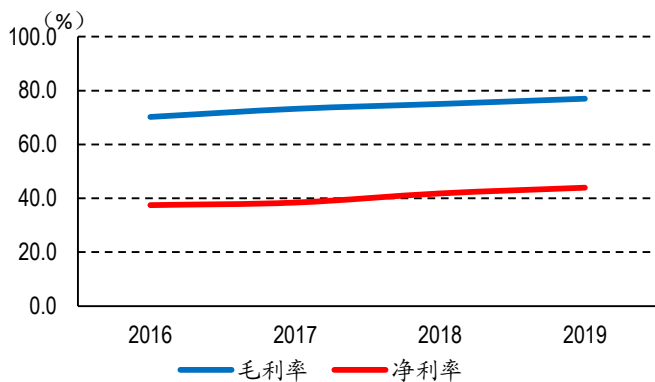
资料来源：公司公告，华创证券

图表 49、广州宝湾物流园区历年净利润及同比



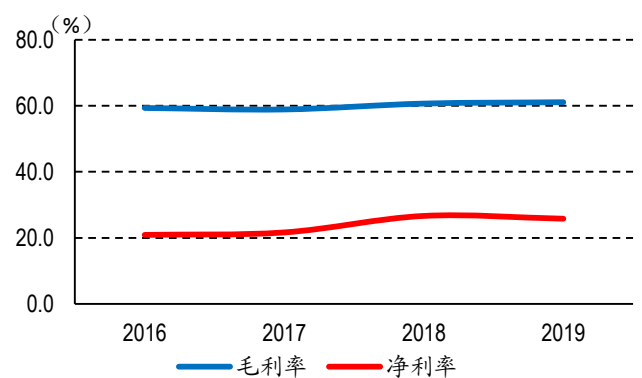
资料来源：公司公告，华创证券

图表 50、上海明江物流园毛利率&净利率



资料来源：公司公告，华创证券

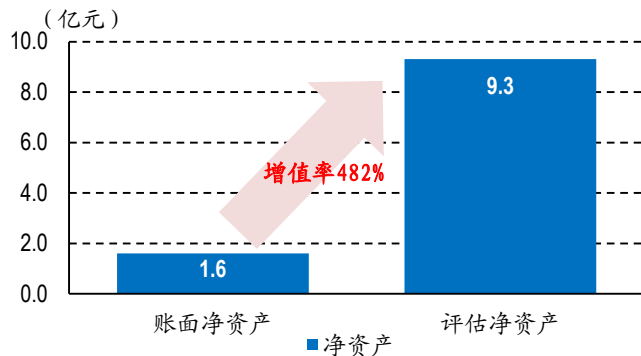
图表 51、广州宝湾物流园毛利率&净利率



资料来源：公司公告，华创证券

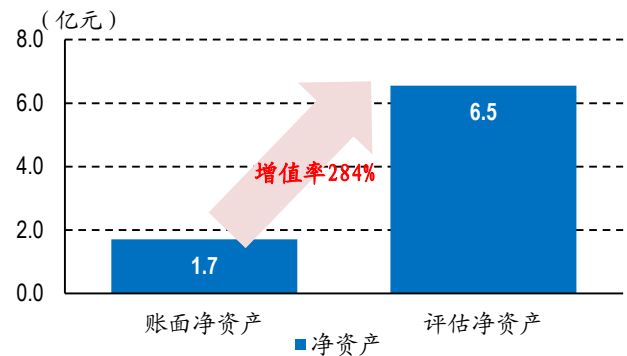
从出售估值来看：1) PE 角度，上海明江宝湾物流的出售 PE 为 32.9 倍，广州宝湾物流的出售 PE 为 40.0 倍，两者平均出售 PE 为 36.5 倍；2) PB 角度，上海明江宝湾物流的出售 PB 为 5.8 倍，广州宝湾物流的出售 PE 为 3.8 倍，两者平均出售 PE 为 4.8 倍。PE 和 PB 的高估值均反映了公司物流地产项目的高增值率（两项目平均重估增值率高达 383%）。

图表 52、上海明江物流重估后增值 482%



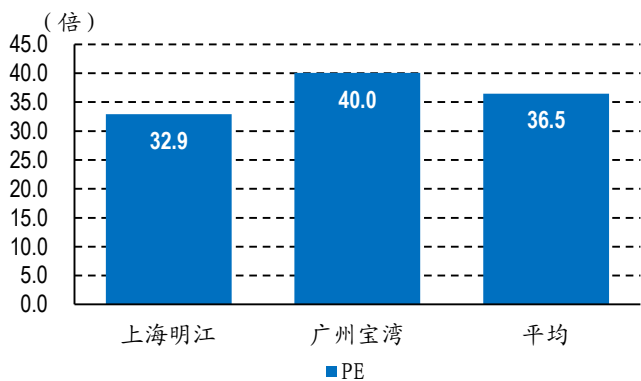
资料来源：公司公告，华创证券

图表 53、广州宝湾物流重估后增值 284%



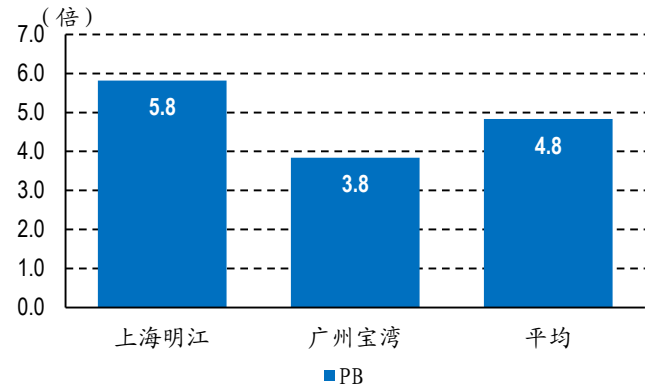
资料来源：公司公告，华创证券

图表 54、明江、宝湾项目及平均出售 PE



资料来源：公司公告，华创证券

图表 55、明江、宝湾项目及平均出售 PB



资料来源：公司公告，华创证券

本次资产证券化的实施属于宝湾物流轻重资产并行发展模式的重要探索，并为后续政策框架下的目标资产对公募 REITs 的接入做好准备。公司打开了权益性融资渠道，降低了财务费用、提升了资产效益，有利于其物流业务的持续循环发展，并加速拓张速度。本次交易完成后，预计可为公司实现归母净利润 7 亿元左右。

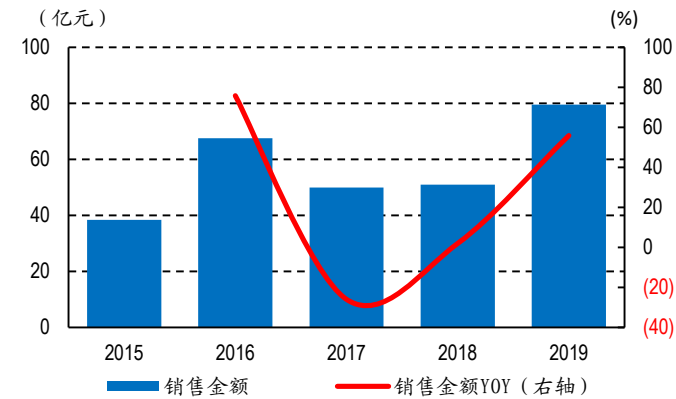
四、住宅开发业务：集团资源优质、布局优异、成本优化，销售改善、预收高增

（一）开发业务：项目布局优异，销售改善明显，预收高增保障后续业绩

1、销售：起步深圳、坚持一二线深耕，2019 年销售额创历史新高

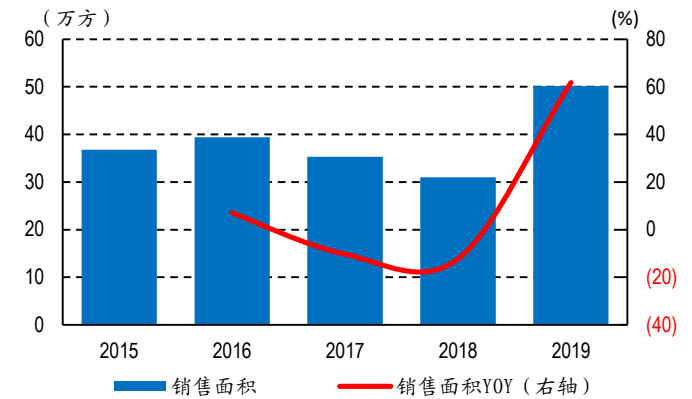
公司控股股东南山开发集团的房地产开发业务起步于 1984 年，一直坚持在一二线重点城市深耕，2015 年集团将旗下地产业务注入南山控股，历经多年发展，公司已形成了中高层住宅、低密度多层、别墅、商业地产等多类型产品。2019 年公司实现销售金额 79.5 亿元，同比+55.9%；实现销售面积 50.2 万方，同比+61.8%，销售额和销售面积均创历史新高；对应销售均价 15,852 元/平米，同比-3.6%。分城市来看，2019 年公司在长沙、苏州、合肥分别实现销售面积 23.7、17.4、5.2 万方，分别占比 47.3%、34.8%、10.5%。

图表 56、公司历年销售金额及同比



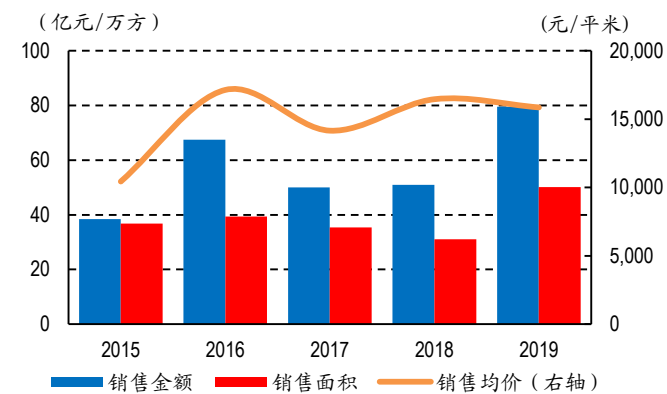
资料来源：公司公告，华创证券

图表 57、公司历年销售面积及同比



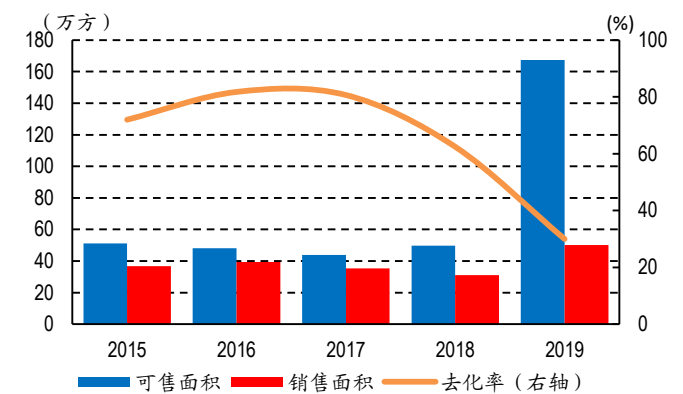
资料来源：公司公告，华创证券

图表 58、公司历年销售均价走势



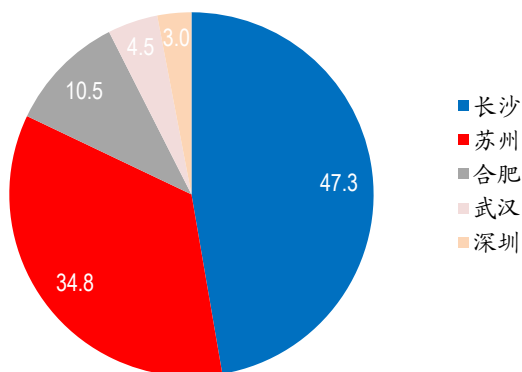
资料来源：公司公告，华创证券

图表 59、公司历年可售面积及去化率



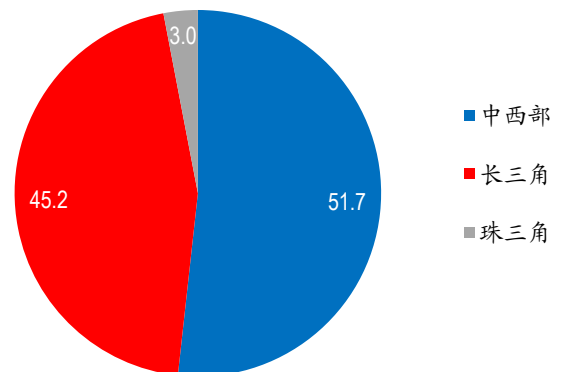
资料来源：公司公告，华创证券

图表 60、公司销售面积按城市分布 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 61、公司销售面积按区域分布 (%)



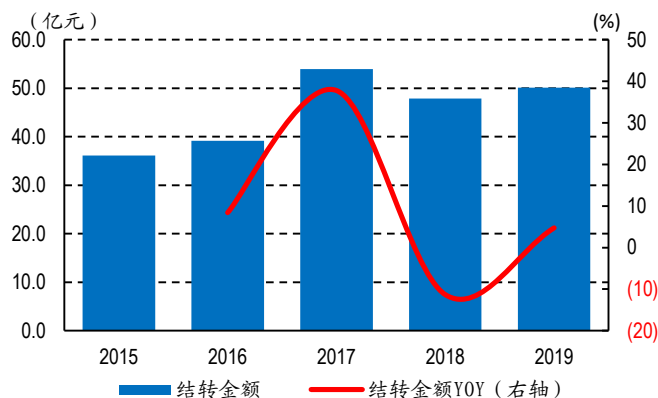
资料来源：公司公告，华创证券

2、结转：销售改善推动营收同步改善，预收账款创新高助力未来营收稳增长

公司 2018 年销售改善推动 2019 年结转同步改善，2019 年公司商品房结转金额 50.1 亿元，同比+4.7%；结转面积 32.9 万方，同比+1.8%；结转节奏上，公司 2017-2018 年销售金额增速分别为-25.9%、+2.0%，对应 2018-2019 年的结转金额增速分别为-11.3%、+4.7%，由于公司项目布局均位于预售条件较高的一二线城市，销售到结转周期大约一年。

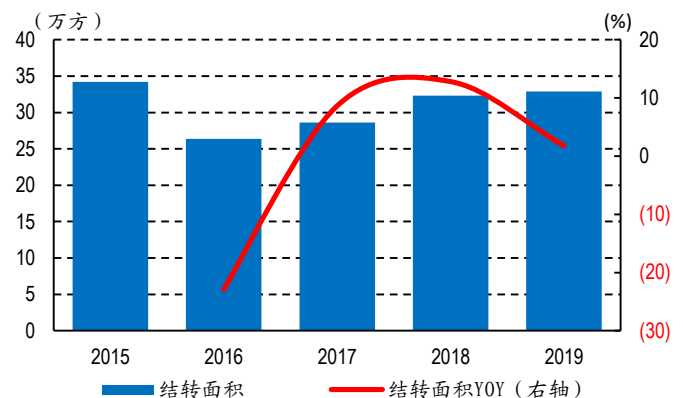
考虑到：1) 公司 2017-2019 年结转金额占比销售金额分别为 108%、94%、63%，快速下行；2) 2018-2019 年公司销售均价高位运行预示着 2019-2020 年结转均价仍处高位；综合推动公司预收账款快速上行。2019 年公司预收账款 61.6 亿元，同比+45.9%，并创历史新高。预收账款对商品房销售营收覆盖率 122.8%，较 2018 年+34.7pct，进一步助力未来营收稳增长。

图表 62、公司历年结转金额及同比



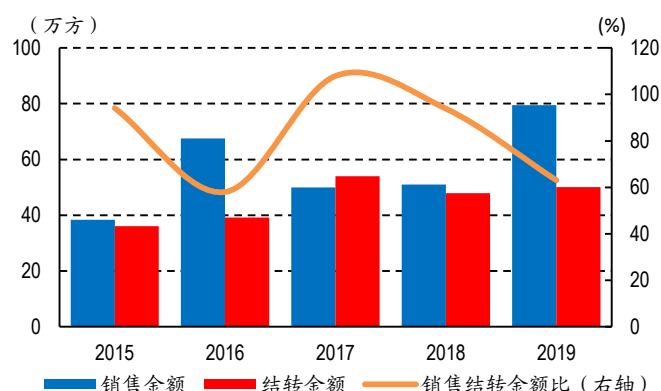
资料来源：公司公告，华创证券

图表 63、公司历年结转面积及同比



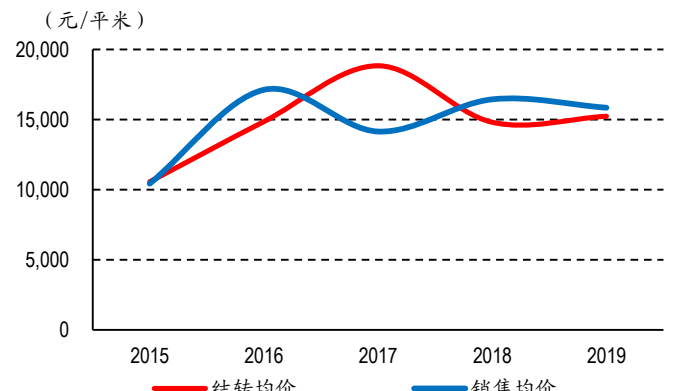
资料来源：公司公告，华创证券

图表 64、公司结转金额占比销售金额快速下行



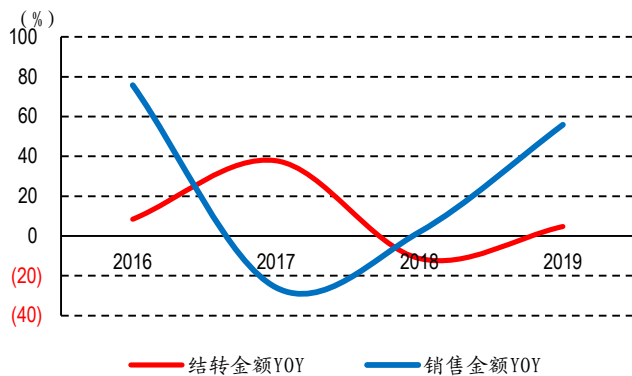
资料来源：公司公告，华创证券

图表 65、公司历年结转均价与销售均价



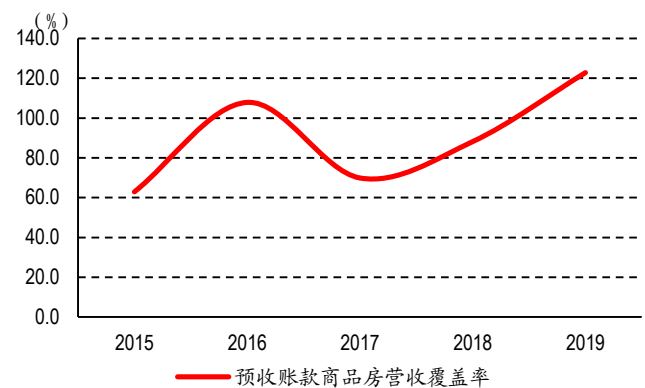
资料来源：公司公告，华创证券

图表 66、公司销售金额增速 VS 结转金额增速



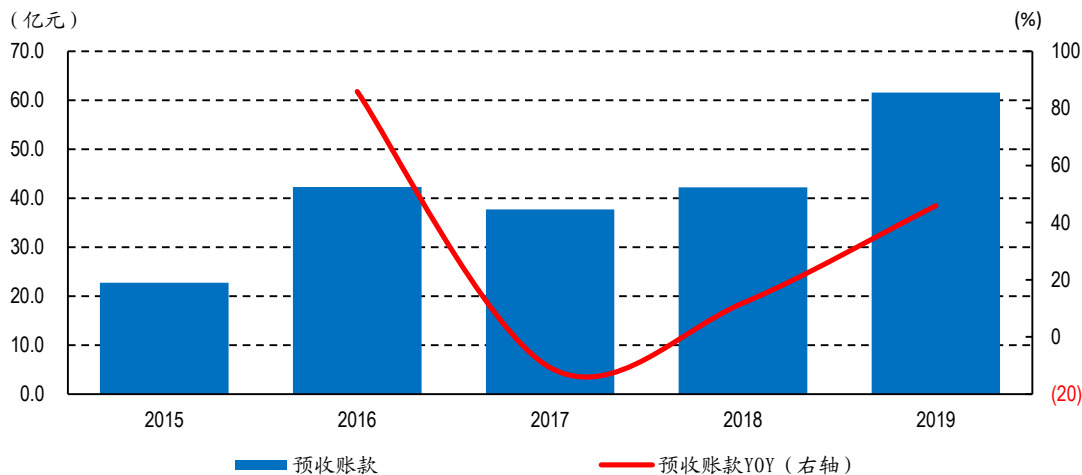
资料来源：公司公告，华创证券

图表 67、预收账款对商品房销售营收覆盖率持续上升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 68、19 年公司预收账款创历史新高



资料来源：公司公告，华创证券

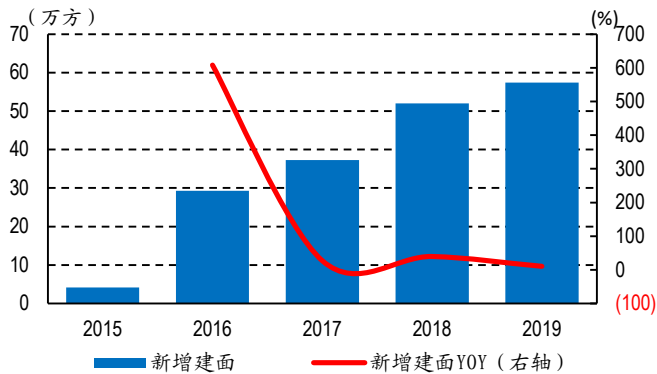
(二) 土储分析：集团优质资源充裕，布局城市优异，成本控制略有优化

1、拿地：拿地保持积极，成本控制略有优化，布局集中一二线

集团地产业务于 2015 年注入公司后，公司拿地持续呈现较积极势态。2016-2019 年公司新增建面分别为 37.2、52.0、57.4 万方，分别同比+27.1%、+39.6%、+10.4%；对应拿地金额分别为 23.9、67.6、56.4 亿元，分别同比-11.2%、+182.9%、-16.5%；拿地面积占比销售面积分别为 105.4%、167.1%、113.7%，拿地态度较为积极。结构来看，公司拿地城市能级持续集中于一二线城市，区域主要分布于长三角和中西部重点城市。

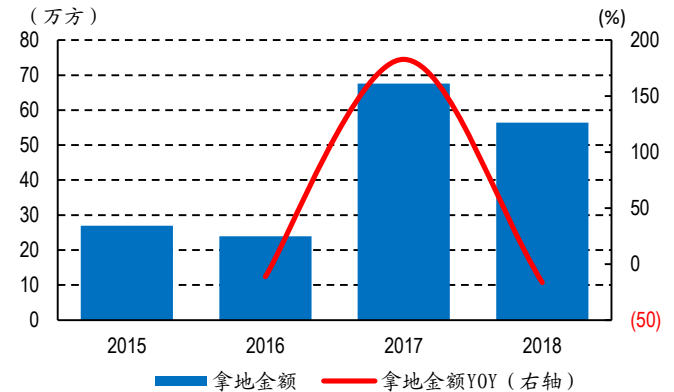
同时，公司更加注重拿地成本优化，2019 年公司拿地均价占比销售均价 62%，较上年-17.0pct。并且从公司 2016 年至今所有的拿地来看，无论是拿地房价比，还是拿地溢价率，均呈现震荡下行势态，其中 2019-2020 年的下行趋势更为明显。

图表 69、公司历年拿地建面及同比



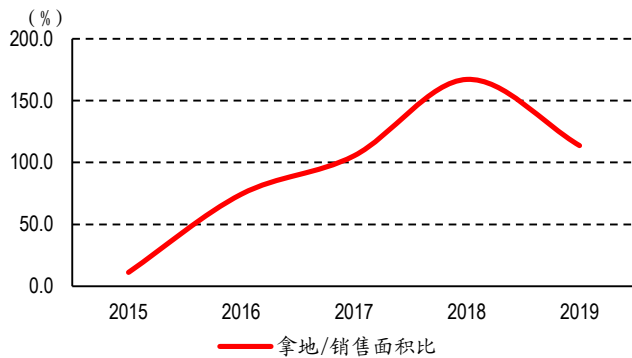
资料来源：公司公告，华创证券

图表 70、公司历年拿地金额及同比



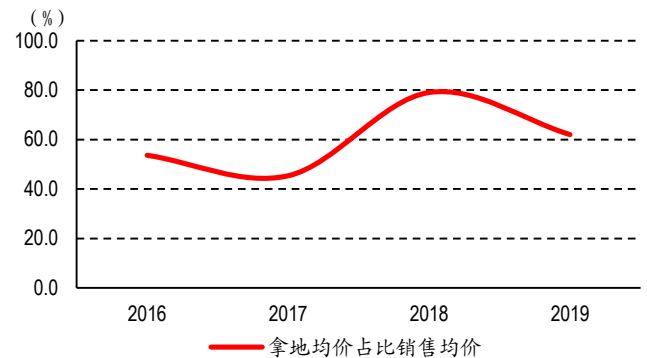
资料来源：公司公告，华创证券

图表 71、公司拿地面积占比销售面积保持高位



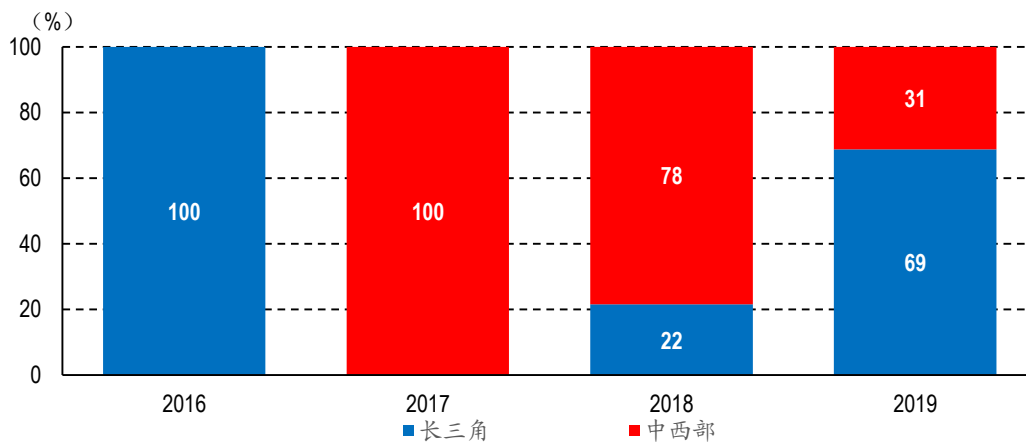
资料来源：公司公告，华创证券

图表 72、公司拿地均价占比销售均价略有下行



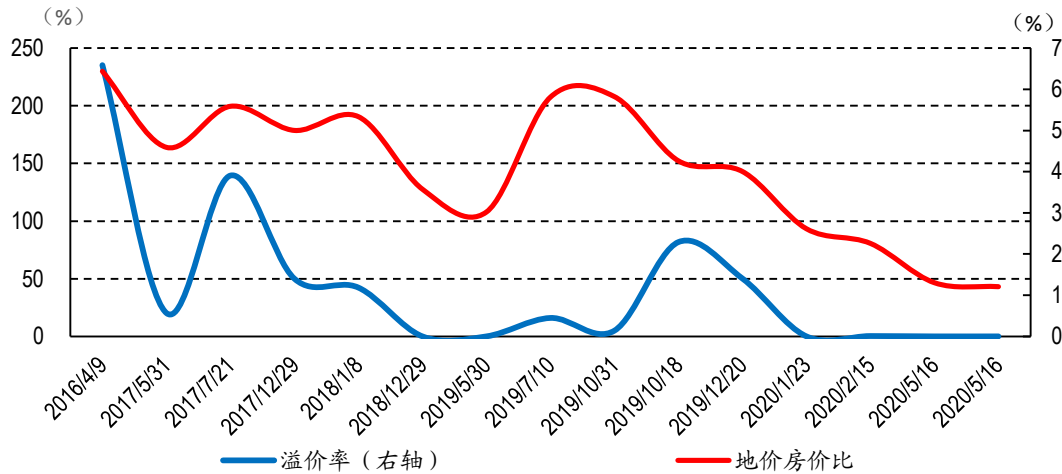
资料来源：公司公告，华创证券

图表 73、公司历年拿地面积按区域分布



资料来源：公司公告，华创证券

图表 74、近年来公司拿地成本持续优化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 75、公司 2017-2020 年新增地块毛利率分析

拿地时间	项目名称	楼面价 (元/平方米)	建安成本 (元/平方米)	成本 (元/平方米)	营业税 (元/平方米)	土增税额 (元/平方米)	利息成本 (元/平方米)	房价 (元/平方米)	地价/房价比 (%)	毛利率 (%)
2017	武汉南山十里星空	6,015	3,000	9,735	721	-	661	13,100	45.9	20.6
2017	合肥南山柠檬郡	7,544	2,500	10,787	743	-	754	13,500	55.9	14.5
2017	长沙	6,152	3,000	9,829	677	-	672	12,300	50.0	14.6
2018	苏地 2017-WG-57 号	21,343	3,000	26,543	2,200	2,047	1,887	40,000	53.4	23.8
2018	中国南山 GIC 项目	10,724	3,500	15,874	1,650	3,071	1,068	30,000	35.7	33.3
2019	车联网项目	5,014	2,800	8,727	913	1,731	569	16,600	30.2	33.6
2019	苏地 2019-WG-26 号	15,108	3,000	19,538	1,430	-	1,389	26,000	58.1	19.5
2019	瀛洲府	17,468	3,000	22,118	1,650	-	1,577	30,000	58.2	21.0
2019	光谷府	12,363	3,000	16,958	1,595	2,341	1,169	29,000	42.6	29.4
2019	R2019-020 号	6,007	2,500	9,332	825	1,001	631	15,000	40.0	26.9
2010	重庆	3,398	3,000	7,113	715	1,233	452	13,000	26.1	32.3
2010	成都	6,729	3,000	11,368	1,639	5,663	718	29,800	22.6	40.4
2010	英山县 10-1 号地块	586	2,000	2,834	248	287	167	4,500	13.0	26.9
2010	英山县 10-2 号地块	587	2,000	2,834	248	287	167	4,500	13.0	26.9
2010	英山县 10-3 号地块	543	2,000	2,791	248	303	163	4,500	12.1	27.6
2010	武汉 P (2020) 048 号地	13,515	3,000	17,780	1,265	-	1,261	23,000	58.8	17.2

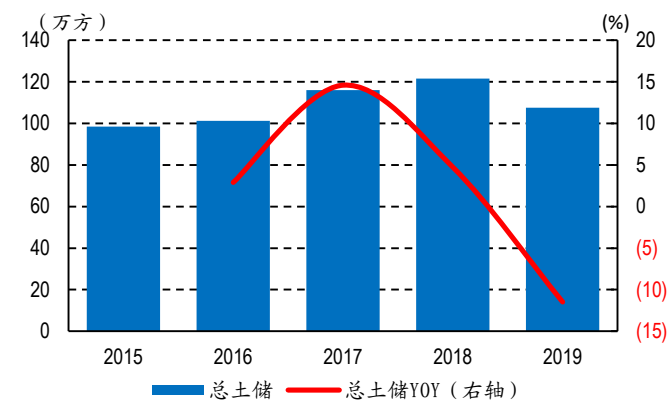
资料来源：公司公告，华创证券

2、土储：优异布局助力销售稳定增长，但总土储略有下行

截至 2019 年末，公司合计拥有总可售建面 107.6 万方，同比-11.5%，可覆盖 2019 年销售面积 2.2 倍，较 2018 年的 3.9 倍明显降低，主要源于：虽然公司拿地持续保持较积极状态，但由于公司 2019 年销售面积增速大幅高于拿地面积增速，从而导致公司总可售建面有所下行。

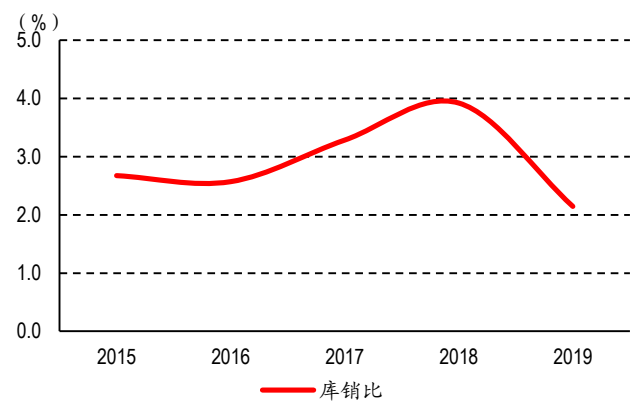
分城市来看，公司在苏州、无锡、长沙、南通、武汉分别拥有可售面积 30.8、19.3、17.2、10.6、10.1 万方，分别占比总可售面积的 30.8%、19.2%、17.2%、10.6%、10.1%，可以看到公司土储集中分布于长三角城市圈及中西部重点省会城市，优异的土储布局助力后续销售稳定增长。

图表 76、公司历年总可售建面及同比



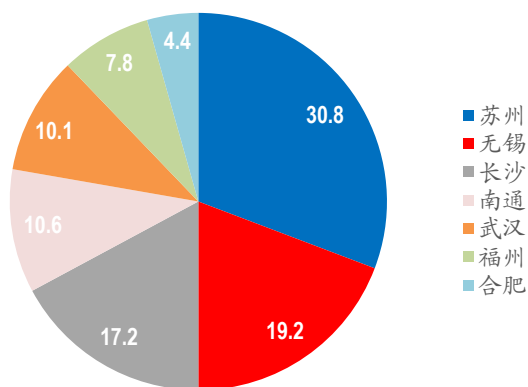
资料来源：公司公告，华创证券

图表 77、公司 2019 年库销比明显下降



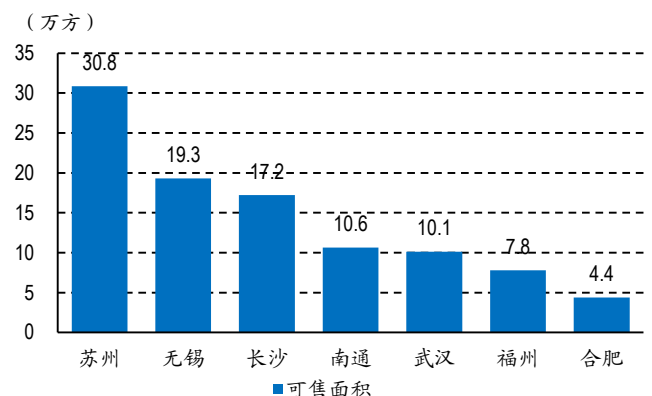
资料来源：公司公告，华创证券

图表 78、公司可售面积按城市分布



资料来源：公司公告，华创证券

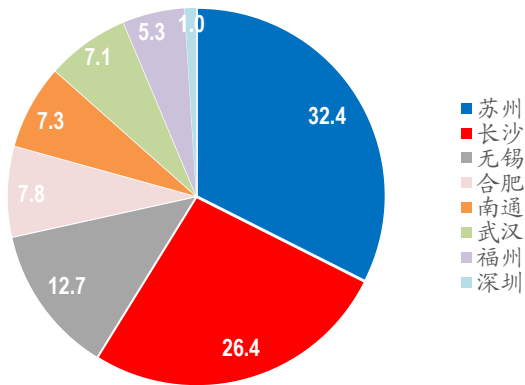
图表 79、各城市可售面积概览



资料来源：公司公告，华创证券

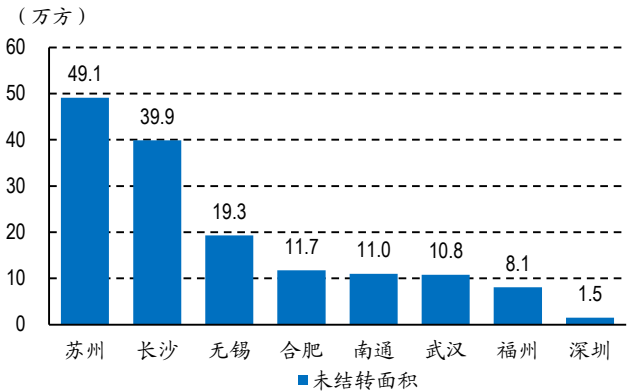
未结转口径来看，截至 2019 年末，公司合计未结转建面为 151.4 万方（其中已售未结转建面 43.7 万方），其中苏州、长沙、无锡、合肥、南通、武汉未结转建面分别为 49.1、39.9、19.3、11.7、11.0、10.8 万方，分别占比总未结转建面的 32.4%、26.4%、12.7%、7.8%、7.3%、7.1%，未结转建面也主要集中于长三角城市圈及中西部省会。

图表 80、公司未结转建面按城市分布占比 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 81、公司布局城市未结转建面概览



资料来源：公司公告，华创证券

图表 82、公司截至 2019 年末土地储备表项目的毛利率水平

项目名称	成本 (元/平米)	营业税 (元/平米)	土增税额 (元/平米)	房价 (元/平米)	毛利率 (%)
南山·维拉	10,049	1,155	2,747	21,000	39.1
南山楠	19,467	1,210	0	22,000	11.5
柠府	11,714	1,265	2,611	23,000	37.7
南山国际社区	8,435	990	2,455	18,000	39.5
柠檬郡	11,828	743	0	13,500	12.4
南山·十里天池二期	6,098	457	0	8,300	26.5
南山·十里天池三期	8,079	457	0	8,300	2.7
南山·梅溪一方	10,414	677	0	12,300	15.3
南山十里星空	10,441	688	0	12,500	16.5
海祥阁	37,891	4,675	12,687	85,000	40.5
观枫四季花园	28,816	2,200	0	40,000	28.0
南山·三食六巷	8,862	550	0	10,000	11.4
无锡车联网小镇	8,727	913	1,731	16,600	33.6
苏地 2019-WG-26 号	19,538	1,430	0	26,000	19.5
瀛洲府	22,118	1,650	0	30,000	21.0
光谷府	16,958	1,595	2,341	29,000	29.4
R2019-020 号	9,332	825	1,001	15,000	26.9

资料来源：公司公告，华创证券

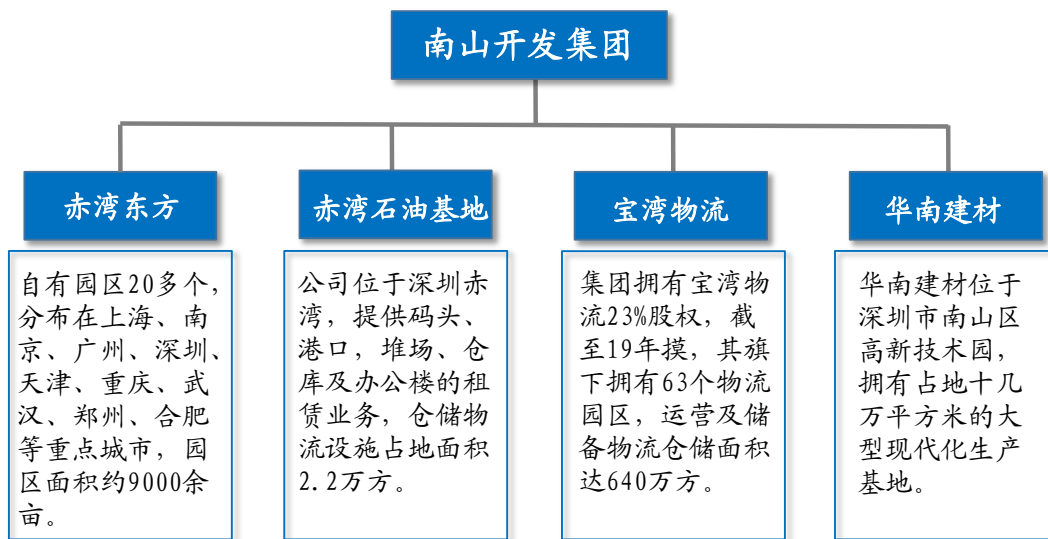
3、集团资源：大股东深圳赤湾土储充裕，低成本资源注入助力利润率改善

公司控股股东南山开发集团是以深圳赤湾为总部，业务涉及综合物流、产城开发、金融服务、石油服务、建筑建材、资产管理等多个领域，其在赤湾片区拥有 3.4 平方公里土地，在深圳拥有较大的潜在可开发空间。由于公司

控股股东南山开发集团和南山控股之间存在避免同业竞争的承诺，公司作为集团旗下唯一的地产平台，将在集团资源承接上具备无可比拟的优势。

2014 年南山开发集团将其在赤湾的土地储备注入公司，即山语海项目，其可售面积 6.4 万方，单方成本 2.5 万元/平米，销售均价 5.3 万元/平米，对应项目毛利率达 40.1%。2019 年 8 月，公司再次与南山开发集团签署“赤湾西牛埔仓库区城市更新项目”协议，该项目可售面积 12.7 万方，按当前项目周边售价 11.0 万元/平米估算，项目总可售货值近 140 亿元，并且估算毛利率可达 45.4%，将助力公司未来利润率改善。

图表 83、公司控股股东旗下资源丰富



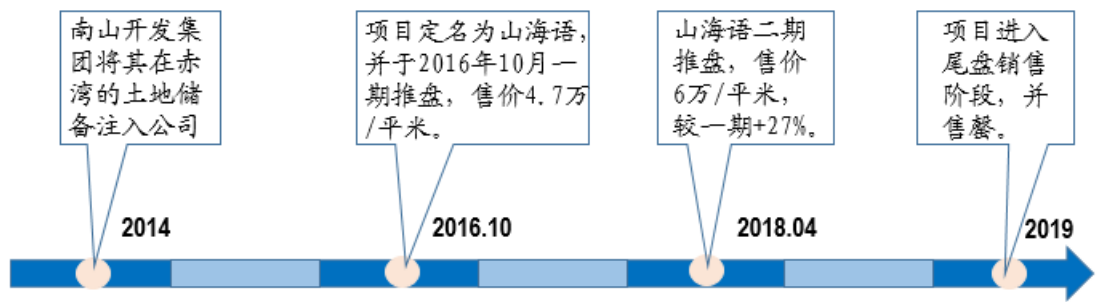
资料来源：南山开发集团官网，华创证券

图表 84、南山开发集团旗下高毛利率资源持续注入公司

时间	项目名称	可售面积 (万方)	权益比例	总投资额 (万元)	单方成本(元)	土增税额(元)	售价(元)	毛利率
2014	山语海项目	6.4	51.0	160,018	25,003	6,920	53,286	40.1%
2019	赤湾西牛埔仓库	12.7	51.0	303,858	24,001	36,061	110,000	45.4%

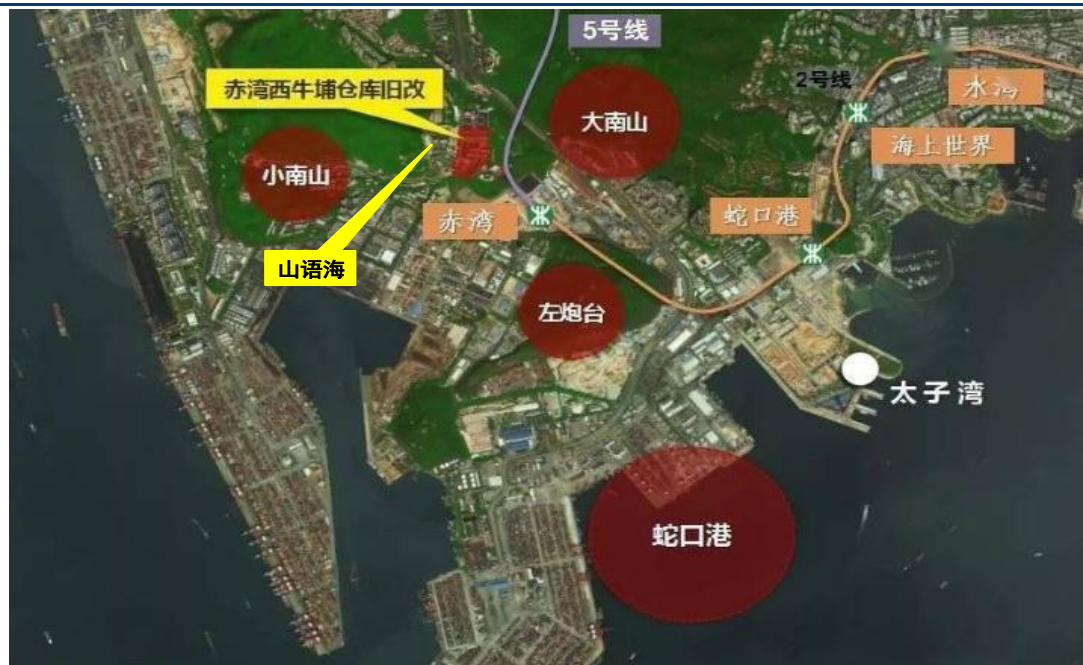
资料来源：公司公告，华创证券

图表 85、山语海项目开发进程



资料来源：公司公告，华创证券

图表 86、南山开发集团赤湾资源位置



资料来源：搜狐房产，华创证券

五、财务分析：开发物业销售改善、物流业务快速发展，共同助力未来业绩稳定释放

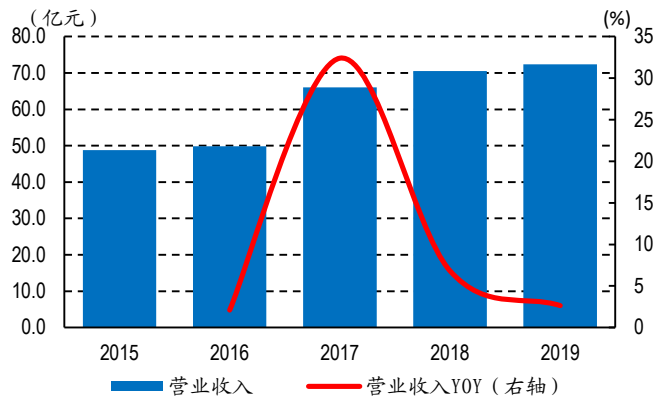
（一）盈利能力：营收保持稳增，拿地优化及旗下优质资产证券化将推动未来业绩改善

公司仓储物流业务和商品房开发销售稳步发展推动公司营收规模同步提升，2019年公司实现营业收入72.4亿元，同比+2.6%；实现归母净利润4.0亿元，同比-20.2%；利润率方面，2019年公司毛利率32.9%、净利率5.6%，分别较2018年-10.0pct、-1.6pct。公司营收增长，业绩下降主要源于：1）受2016-2017年公司拿地溢价率较高，但同期布局的一二线城市限价较严影响，2019年公司房地产开发业务毛利率明显下行；2）公司物流仓储业务快速扩张导致财务费用和管理费用明显提升。

考虑到：1）一方面公司2019-2020年拿地溢价率、拿地均价占比销售均价均明显下行，另一方面2020年以来一二线城市预售价监管有所放松，将推动后续公司毛利率下行速度放缓；2）公司积极推动旗下优质资产证券化，有

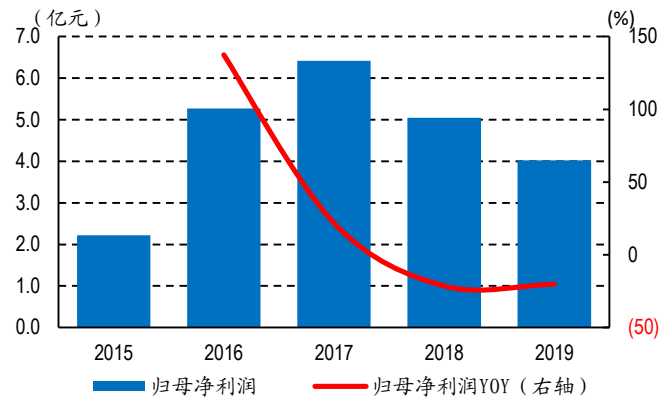
利于其物流业务的持续循环发展。2020 年 6 月拟将上海明江宝湾物流园和广州宝湾物流园进行资产证券化运作，预计将大幅改善公司财务费用，并为公司实现归母净利润约 7 亿元。

图表 87、公司历年营收及同比



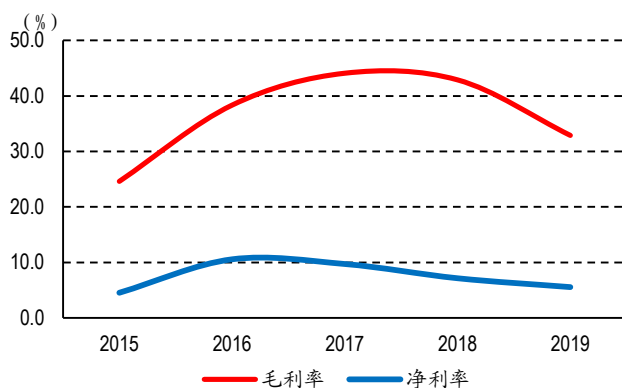
资料来源：公司公告，华创证券

图表 88、公司历年净利润及同比



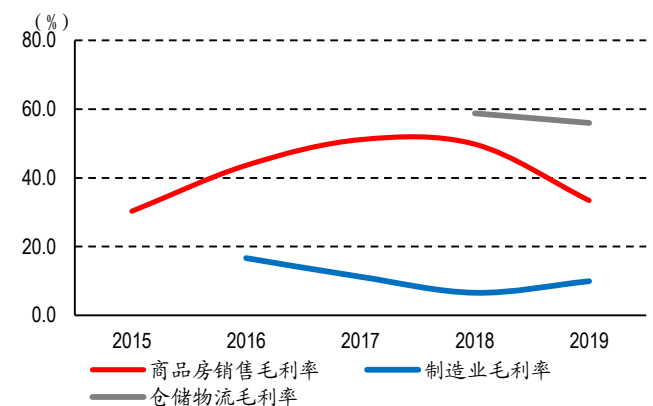
资料来源：公司公告，华创证券

图表 89、公司历年毛利率&净利率



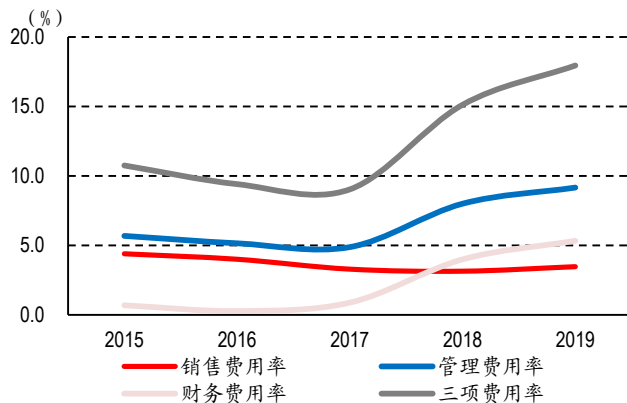
资料来源：公司公告，华创证券

图表 90、商品房销售毛利率明显下行



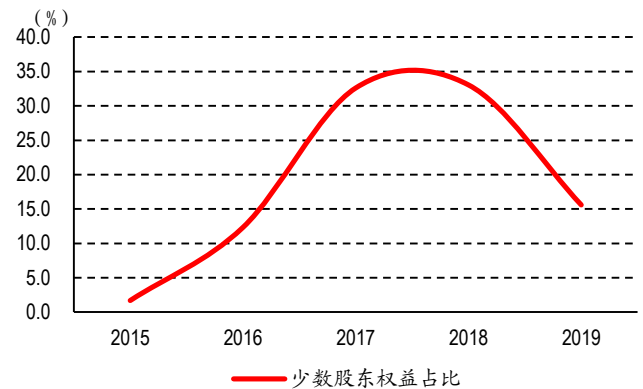
资料来源：公司公告，华创证券

图表 91、近年来财务及管理费用明显上升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 92、19 年少数股东权益占比明显下降

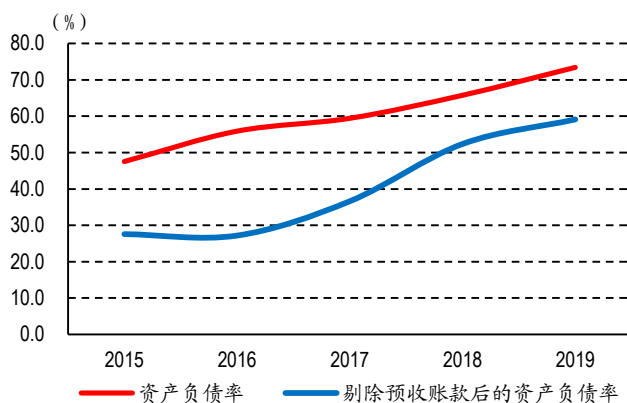


资料来源：公司公告，华创证券

(二) 负债水平：物流仓储业务扩张推动负债率指标提升，但仍处于可控水平

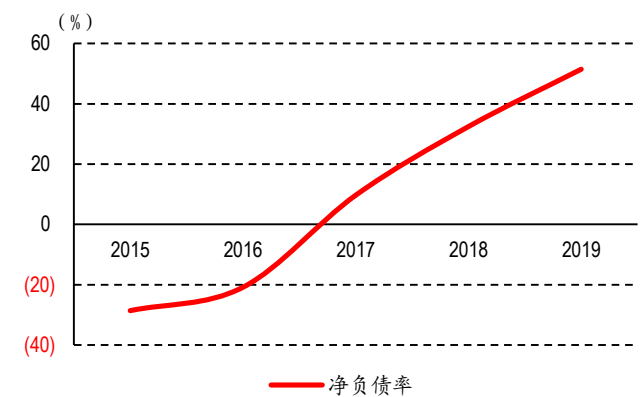
负债率方面，公司 2019 资产负债率为 73.4%，较 2018 年年末+7.7pct；剔除预收账款后资产负债率为 59.1%，较 2018 年年末+6.7pct，均处于行业正常水平。2019 年末公司净负债率为 51.5%，较 2018 年年末+19.0pct，净负债率增长较快主要源于公司在物流仓储业务快速扩张下，产房设备投资以及在建工程高速增长，从而推动公司有息负债快速上行。鉴于在 REITs 新规下，公司未来将积极推动旗下优质资产证券化，预计助力有息负债下降并对资产负债表进一步优化。

图表 93、剔除预收款后公司资产负债率处于正常水平



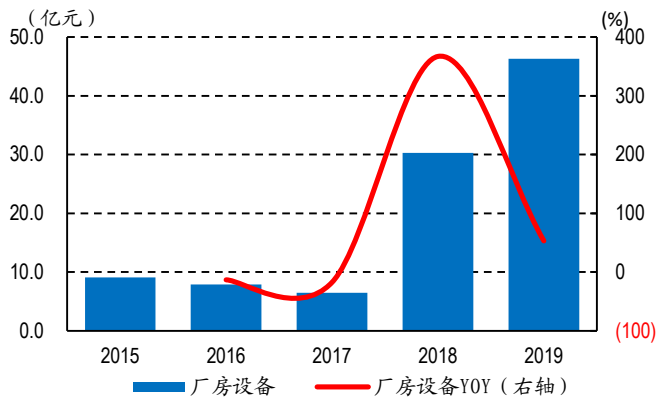
资料来源：公司公告，华创证券

图表 94、净负债率快速上行但仍属可控水平



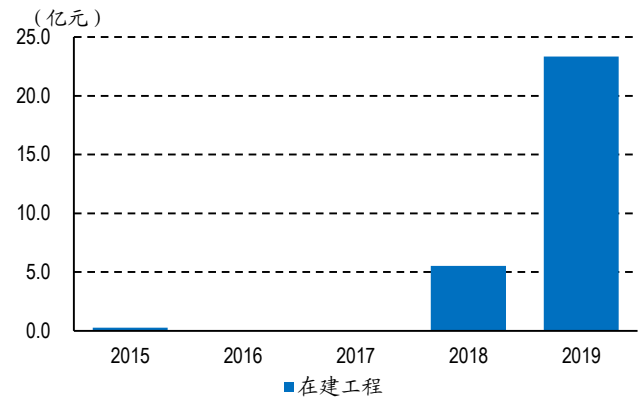
资料来源：公司公告，华创证券

图表 95、近年来公司产房设备投资高增



资料来源：公司公告，华创证券

图表 96、近年来公司在建工程高速增长

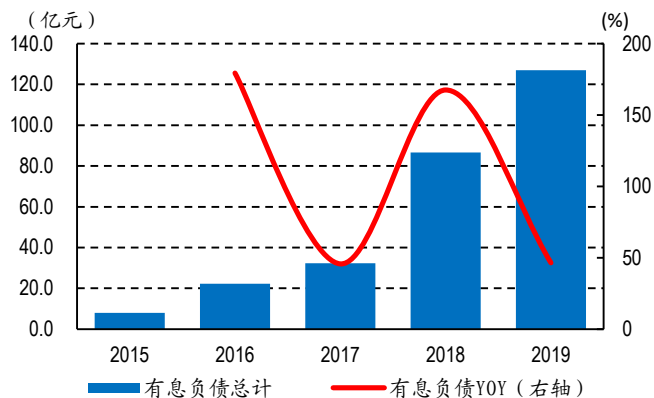


资料来源：公司公告，华创证券

(三) 债务结构：有息负债增长，但债务结构优化

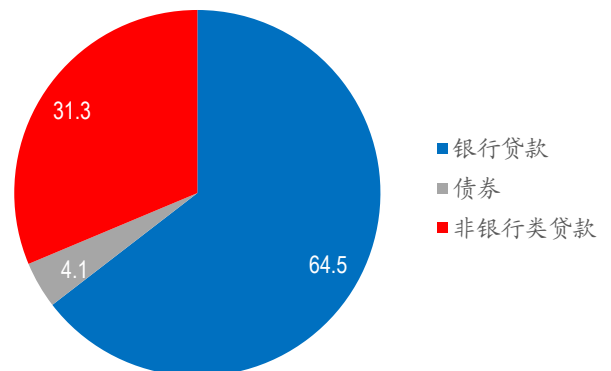
债务结构方面，2019 年末，公司有息负债 126.9 亿元，同比+46.5%。分类型看，其中银行贷款、债券、非银行类贷款分别占比 64.5%、4.1%、31.3%。2019 年年末公司长短债比 1.9 倍、现金短债比 1.5 倍，分别较 2018 年的 1.0 倍、1.2 倍明显优化。

图表 97、公司有息负债快速上行

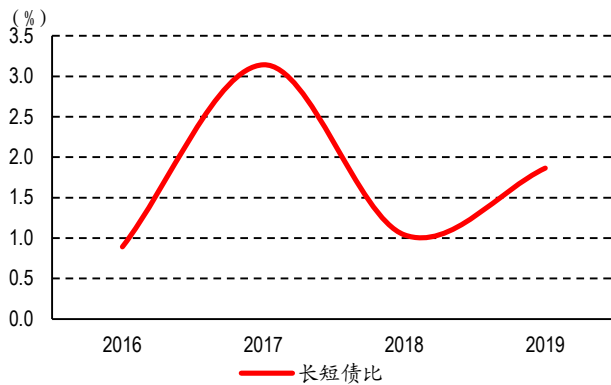


资料来源：公司公告，华创证券

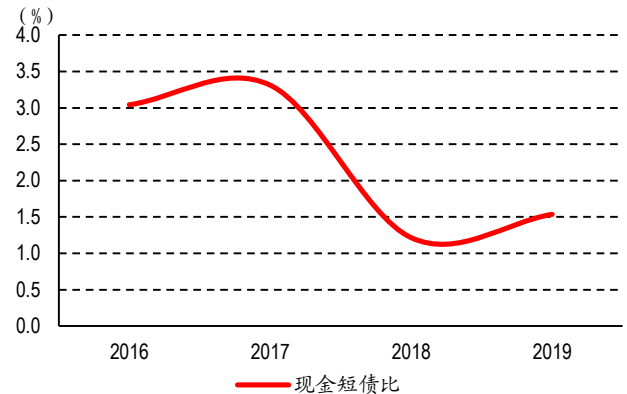
图表 98、2019 年公司有息负债按类型分布 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 99、公司长债占比低位有所优化


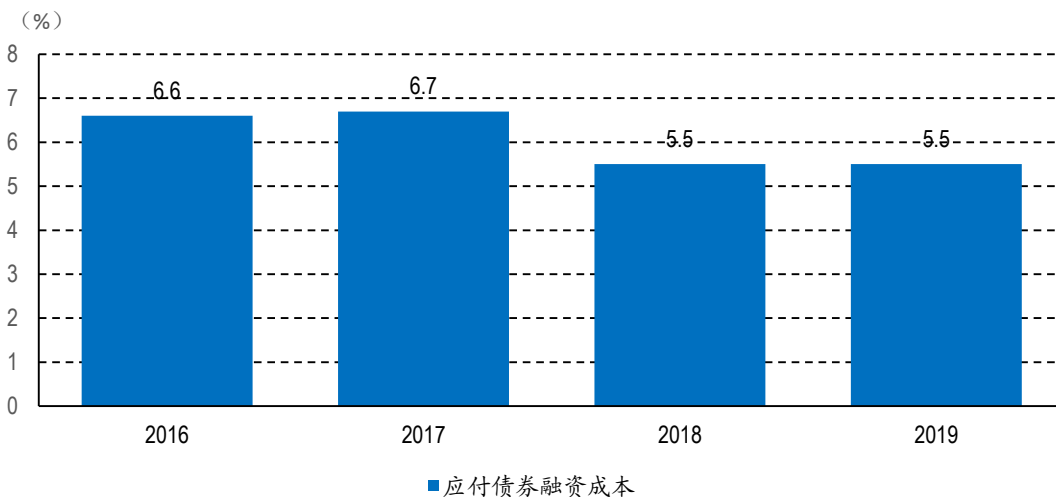
资料来源：公司公告，华创证券

图表 100、公司现金短债比低位有所优化


资料来源：公司公告，华创证券

(四) 融资能力：公司融资渠道多样，新增融资成本持续下行

公司融资渠道多样，包括银行贷款、大股东委贷、融资租赁、资产支持票据等多种融资渠道，其中银行贷款融资成本区间为 4.35-5.50%，非银行类贷款融资成本区间为 4.57-10.45%，公司债券成本区间为 5.5%。纵向对比，公司近年来融资成本持续下降，其中 2017-2019 年公司应付债券融资成本分别为 6.7%、5.5%、5.5%，资产支持票据应付收益率也从 2018 年末的 5.5% 降至 2020 年 4 月的 3.17%。

图表 101、公司历年应付债券融资成本


资料来源：公司公告，华创证券

图表 102、公司 2018-2020 年票据融资情况概览

公告日期	债务类型	债务级别	发行规模	发行期限(年)	起息日	到期日	收益率 (%)
2020-4-16	资产支持票据	优先级	13.3	18.0	2020-4-15	2038-4-15	3.17

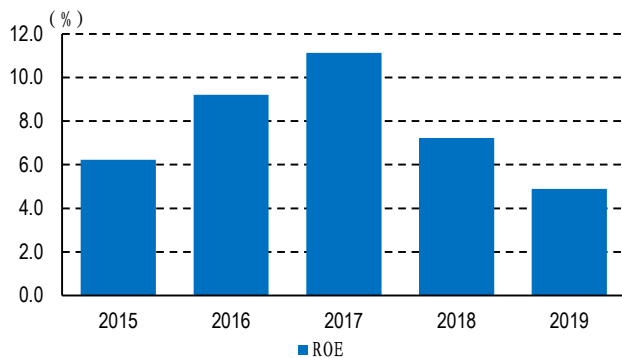
2020-4-16		次级	0.7	18.0	2020-4-15	2038-4-15	N/A
2019-1-19	资产支持证券	优先级	16.99	18.0	2019-1-18	2037-1-13	4.82
2019-1-19		次级	0.9	18.0	2019-1-18	2037-1-13	N/A
2018-12-29	购房尾款资产	优先级	3.85	3.0	2018-12-28	2021-12-28	5.5
2018-12-29	支持票据	次级	1.28	3.0	2018-12-28	2021-12-28	N/A

资料来源：公司公告，华创证券

(五) 杜邦分析：利润率改善、存量资源盘活加速综合助力后续 ROE 改善

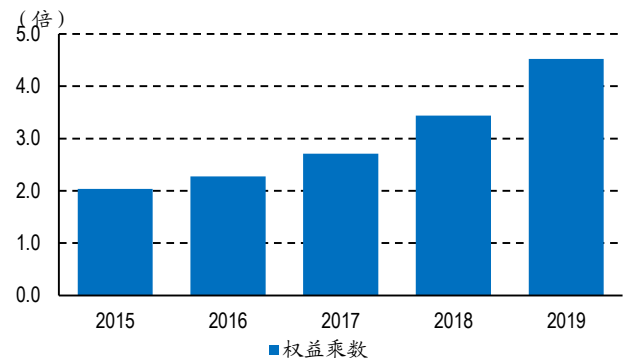
2018-2019 年，公司净资产收益率有所下行，但考虑到同期权益乘数、资产负债率均呈上升势态，净资产收益率下行更多源于资产周转率下行以及利润率下行导致。但动态来看，鉴于：1) 公司后续毛利率下行速度放缓，投资收益上升推动净利率改善以及财务费用率改善；2) 公司积极推动旗下优质资产证券化有利于盘活存量资产；将综合推动后续净资产收益率低位回升。

图表 103、公司历年净资产收益率



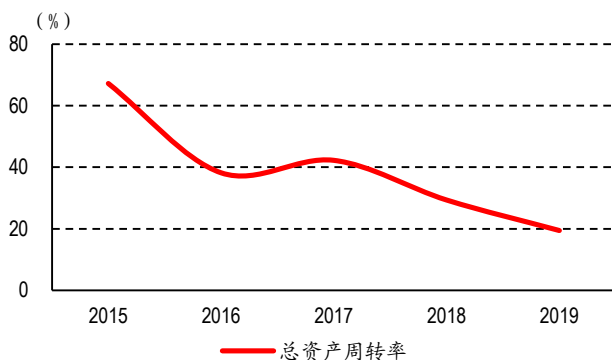
资料来源：公司公告，华创证券

图表 104、公司历年权益乘数



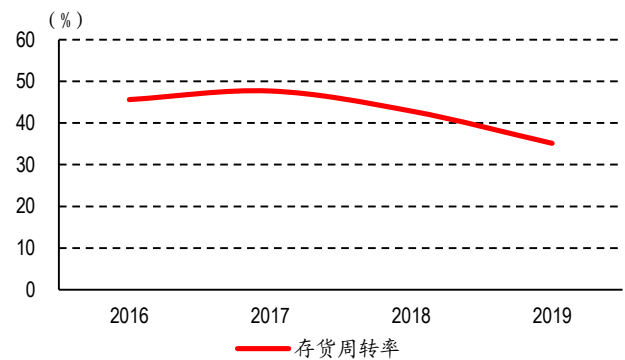
资料来源：公司公告，华创证券

图表 105、公司总资产周转率持续下行



资料来源：公司公告，华创证券

图表 106、公司存货周转率持续下行



资料来源：公司公告，华创证券

(六) 盈利预测：预收充裕、销售改善、物流业务快速发展共同助力未来业绩稳定释放

我们预计公司 2020-2022 年扣非归母净利润增速分别为 22%、29%和 20%，主要出于以下原因：

1) 预收账款充盈、销售明显改善、物流业务快增，共同助力未来业绩稳定释放

公司预收账款充盈，并且销售到结转的周期约 1 年左右，2017-2019 年平均销售金额结算比为 91%，保守假设：1) 2020-2022 年销售金额结算比分别为 85%、85%、85%，并且 2020-2021 年销售增速约 20%；2) 公司物流仓储运营面积快速增长推动 2020-2022 年仓储物流营收同比保持高增，分别为 10%、37%、24%；综合预测公司 2020-2022 年营收分别为 90、107 和 126 亿元，同比增速分别 25%、19%和 18%。

2) 拿地成本虽有优化、但低毛利地块逐渐进入结转，综合推动结转毛利率稳中略有下行

拿地端，公司 2018-2019 年拿地均价占比销售均价分别为 79.1%、62.0%，虽处于较高水平，但有所优化；并且自 2019Q4 以来，公司拿地溢价率快速下行。销售端，鉴于公司布局集中于一二线城市，2020 年以来预售监管有所放松，商品房销售均价有望有所突破。但考虑到公司在 2017-2018 拿地成本较高，并且 2019-2020 年也有部分高价地块，综合之下，我们判断公司 2020-2022 年商品房结转毛利率稳中略有下行，预计分别为 32.0%、31.5%和 30.5%。

3) 积极推动优质资产证券化及融资成本优化共同助力财务费用率稳步下行

在公司物流仓储业务快速扩张下，预计销售费用率和管理费用率维持在 2019 年水平上下。同时考虑到一方面公司积极拓展融资渠道，并且融资成本持续优化；另一方面，在公募 REITs 政策利好下，公司积极推动旗下优质资产证券化，直接打开了权益性融资渠道，将有利于后续财务费用持续下行。综上所述，我们预计 2020-2022 年公司三费率将较 2019 年稳步下行，分别为 17.1%、16.7%、16.4%。

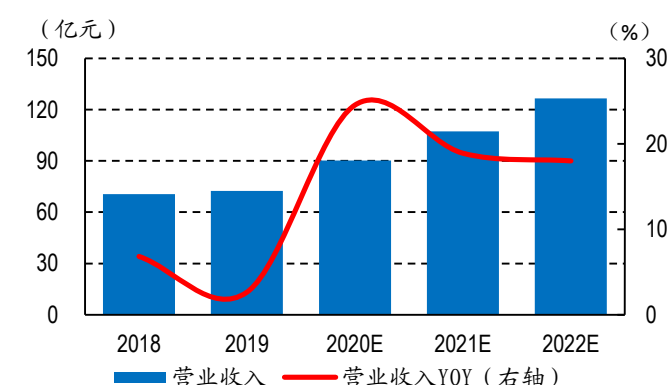
4) 拿地额权益占比稳定助力少数股东损益占比趋稳，类 REITs 项目出售推动投资收益大增

公司 2017-2019 年拿地金额权益占比分别为 100%、68%、77%，平均拿地金额权益占比 82%，综合之下我们判断公司 2020-2022 少数股东损益占比与 2019 年持平并整体稳定，预计分别为 16%、16%、16%。另外考虑到公司 2020 年拟将上海明江宝湾物流园和广州宝湾物流园进行资产证券化运作，交易完成后，预计将推动 2020 年投资性收益大幅增长，可为公司一次性贡献归母净利润 7 亿元左右。

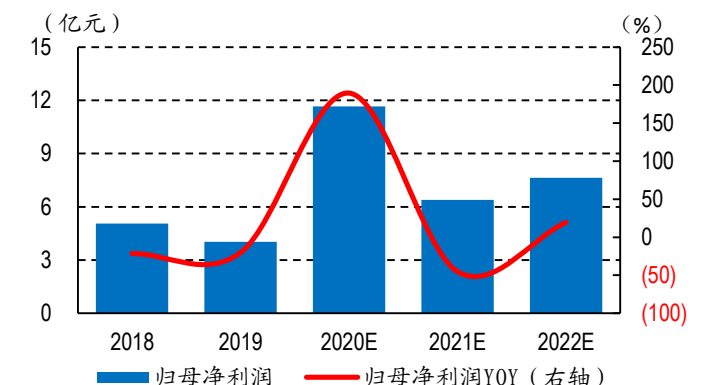
综上预测，我们预计公司 2020-2022 年扣非归母净利润分别为 4.8、6.2 和 7.4 亿，同比增速分别为 22%、29%和 20%，对应 EPS 为 0.18、0.23 和 0.27 元。

注：在我们的理解中，如果后续 REITs 有效嵌入到公司经营中，在设立 REITs 过程中形成的出售收入或可以理解为经常性收入，营业收入中或可包含上述在设立 REITs 过程中形成的出售收入。不过，出于谨慎考虑，在我们目前的测算模式中，上述在设立 REITs 过程中形成的出售收入以及利润暂时仍作为非经常性科目计算。

图表 107、公司营业收入及预测

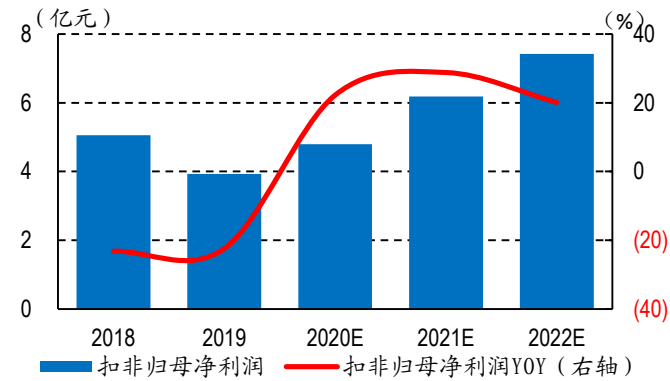


图表 108、20 年投资性收益大增推动公司业绩放量



资料来源：公司公告，华创证券预测

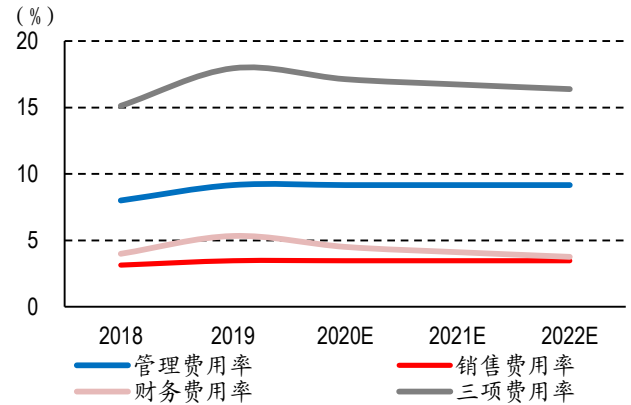
图表 109、公司扣非归母净利润及预测



资料来源：公司公告，华创证券预测

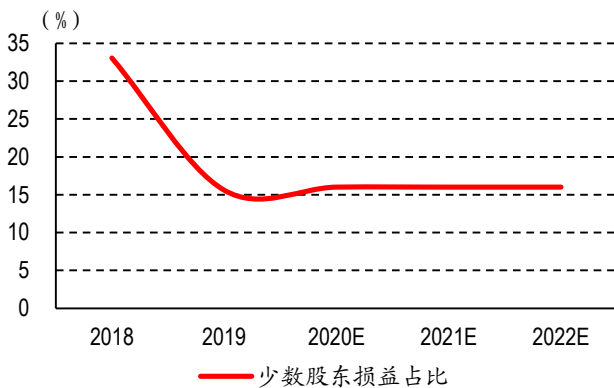
资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 110、公司三费费率及预测



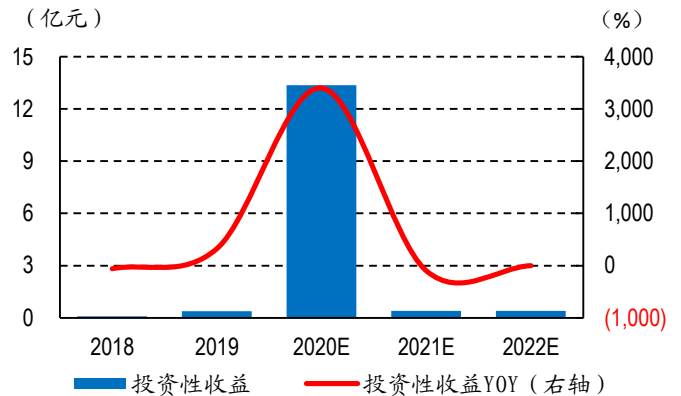
资料来源：公司公告，华创证券

图表 111、公司少数股东损益占比及预测



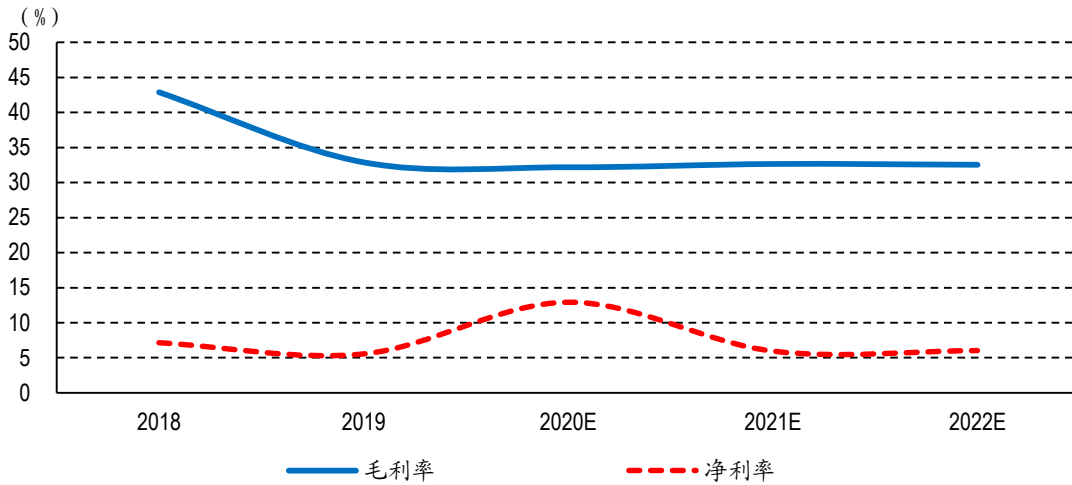
资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 112、类 REITs 项目出售推动 20 年投资收益大增



资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 113、公司毛利率&净利率及预测



资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 114、公司分业务收入及毛利率预测汇总

	2019	2020E	2021E	2022E
房地产开发业务				
收入 (亿元)	50.1	67.5	81.0	97.0
YOY (%)	4.7	34.6	20.0	19.8
毛利率 (%)	33.4	32.0	31.5	30.5
仓储物流业务				
收入 (亿元)	9.7	10.7	14.6	18.1
YOY (%)	28.2	10.4	36.8	24.2
毛利率 (%)	56.0	56.0	56.0	57.0
制造业业务				
收入 (亿元)	10.9	10.9	10.9	10.9
YOY (%)	-12.6	0.0	0.0	0.0
毛利率 (%)	9.9	9.9	9.9	9.9
其他业务				
收入 (亿元)	1.7	1.1	0.7	0.4
YOY (%)	-36.1	-36.1	-36.1	-36.1
毛利率 (%)	32.7	32.7	32.7	32.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

六、公司估值：公司整体重估价值 178 亿元、对应每股 6.56 元、现价较之折价 20%

（一）绝对估值法：公司重估价值 195 亿，对应每股价值 7.2 元，现价较之折价 27%

1、房地产业务 NAV 估值法估值：房地产业务重估价值 67 亿元，对应每股为 2.47 元

在绝对估值法中，我们采用分部估值法分别对公司商品房开发业务和仓储物流业务估值。

房地产开发业务方面，我们估算 2019 年末结算面积达 151.4 万平米，对应未结算货值约为 227.0 亿元，该部分对应未结算货值的净利润增值约为 19.1 亿元，再考虑到扣除宝湾物流（归母净资产 36.5 亿元）后的房地产业务归母净资产约 47.6 亿元，那么公司 NAV 估值约为 66.7 亿元，按照公司总股本 27.1 亿股折算，对应每股 NAV 为 2.47 元/股。

图表 115、公司 WACC 及参数假设

参数假设	数值
长期资金成本	8.0%
短期资金成本	6.0%
贴现率(展开细估)	7.9%
市场	
长期法定所得税率	25.0%
无风险利率	2.9%
市场预期收益率	8.0%
股权风险溢价	5.1%
企业	
有息负债	126.9
所有者权益	114.3
有息负债率	52.6%
债券融资溢价	7.5%
股票波动因子	1.0
公司股权融资成本	8.0%
公司债权融资成本	10.4%
WACC	7.9%

资料来源：Wind，华创证券

图表 116、NAV 估值法房地产开发业务重估价值 67 亿元

NAV 估值情况	单位	2019
房地产净利润折现	(万元)	191,014
净资产	(万元)	841,150
剔除宝湾物流后的净资产	(万元)	476,466

NAV 估值情况	单位	2019
NAV	(万元)	667,480
总股本	(万股)	270,778
每股 NAV	(元)	2.47

资料来源：公司公告，华创证券

2、物流仓储类比重估法估值：宝湾物流重估价值约 139 亿元，对应每股为 5.15 元

物流仓储业务方面，一方面，我们通过类比重估法重估公司物流仓储资产价值。公司控股子公司宝湾物流归母净资产 36.3 亿元，参考宝湾物流 2020 年 6 月拟将其上海明江宝湾物流园和广州宝湾物流园进行资产证券化，其净资产重估分别溢价 482%、284%，假设取其平均溢价率 383%对宝湾物流净资产进行重估，重估后宝湾物流归母净资产 175.3 亿元，按照公司总股本 27.1 亿股折算，对应每股价值为 6.47 元/股。但考虑到目前公司项目部分仍处于前期开发过程中，我们谨慎采用广州宝湾物流园重估增值率 284%对宝湾物流净资产进行重估，重估后宝湾物流归母净资产 139.3 亿元，按照公司总股本 27.1 亿股折算，对应每股价值为 5.15 元/股。

图表 117、类比重估法下物流仓储业务重估价值 139 亿元

物流地产资产重估	单位	数值
宝湾物流归母净资产	(万元)	362,981
重估增值率	%	284
重估后归母净资产	(万元)	1,393,624
总股本	(万股)	270,778
资产重估下每股净资产	(元)	5.15

资料来源：公司公告，华创证券

注：重估增值率参考上海明江物流园资产重估增值率 482%以及广州宝湾物流园重估增值率 284%，但考虑到目前公司项目部分仍处于前期开发过程中，我们谨慎采用广州宝湾物流园重估增值率 284%对宝湾物流净资产进行重估。

3、物流仓储 FCFF 估值法估值：宝湾物流重估价值 118 亿元，对应每股为 4.34 元

物流仓储业务方面，另一方面，我们通过 FCFF 估值法重估公司物流仓储资产价值。租金方面，假设公司成熟物流地产项目租金增速为 3.0%，并且 2020-2024 年物流地产每年新增运营面积约 100 万方，以及公司规模扩张之后进入稳定经营期的租金增速为 3%。对应租金收入减去成本、三费、税金及附加，加上折旧摊销，减去资本支出和所得税后，得到每年自由现金流，并得到物流地产业务估值 152 亿元，按照并表比例 77.36%权益后估值 118 亿元，对应每股估值 4.34 元。

图表 118、FCFF 估值法下物流仓储业务重估价值 118 亿元

FCFF 估值法	单位	数值
FCFF 估值	万元	1,519,758
股权占比	%	77.36
归母 FCFF 估值	万元	1,175,685

FCFF 估值法	单位	数值
总股本	万股	270,778
现金流折现法每股估值	元/股	4.34

资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 119、FCFF 测算过程

宝湾物流	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
成熟项目营收	万元	72,572	96,411	119,748	145,933	181,297	218,651	258,083
仓储面积	万方	253	340	415	515	615	715	815
新增仓储面积	万方	62	87	100	100	100	100	100
租金收入	元/方/月	24	24	24	25	26	27	27
成熟项目平均租金增速	%		5	3	3	3	3	3
减：明江宝湾营收	万元	6,090	6,390	6,582				
减：广州宝湾营收	万元	6,016	6,312	6,502				
减：明江宝湾仓储面积	万方			12				
减：广州宝湾仓储	万方			13				
总营业收入	万元	72,572	96,411	106,665	145,933	181,297	218,651	258,083
总营业收入 YOY	%	18	33	11	37	24	21	18
物流成本	万元	29,934	42,407	46,917	64,211	77,957	91,833	105,814
总成本 YOY	%	18	42	11	37	21	18	15
毛利率	%	59	56	56	56	57	58	59
毛利润	万元	42,638	54,004	59,748	81,722	103,339	126,817	152,269
减：营业税及附加	万元	4,064	5,399	5,973	8,172	10,153	12,244	14,453
费用率	%	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
减：三项费用	万元	25,400	33,744	37,333	51,077	63,454	76,528	90,329
费用率	%	35	35	35	35	35	35	35
加：折旧摊销	万元	20,954	29,685	32,842	44,947	54,570	64,283	74,070
EBITDA	万元	34,128	44,546	49,284	67,421	84,303	102,328	121,557
EBITDA%	%	47	46	46	46	47	47	47
减：CAPEX	万元	25,000	25,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
减：营运资本	万元	-	-	-	-	-	-	-
减：所得税	万元	4,309	5,065	5,604	7,661	9,971	12,572	15,485
FCFF	万元	4,818	14,481	13,680	29,760	44,332	59,756	2,051,624
NPV	万元	1,421,784	1,519,758	1,626,281	1,725,151	1,817,268	1,901,247	1,901,247

资料来源：公司公告，华创证券预测

4、绝对估值法下公司重估价值 195 亿元、对应每股 7.2 元，现价较之折价 27%

在绝对估值法下，1）房地产开发业务，我们估算房地产业务重估价值 67 亿元，对应每股为 2.47 元/股；2）物流仓储业务，一方面，我们通过类比重估法重估公司物流仓储资产价值，估算物流仓储重估价值约 139 亿元，对应每股为 5.15 元/股，另一方面，我们通过 FCFF 估值法重估公司物流仓储资产价值，估算物流仓储重估价值约 118 亿元，对应每股为 4.34 元/股，两者取平均值后估算物流仓储重估价值 128.5 亿元，对应每股为 4.74 元/股。那么，房地产开发业务和物流仓储业务合计后，公司整体重估价值为 195 亿，对应每股价值 7.2 元/股，现价较之折价 27%。

图表 120、绝对估值法下公司重估价值 195 亿元

绝对估值法	市值/估值（亿元）	每股价值（元/股）
一、房地产开发业务		
NAV 估值法	66.7	2.47
二、物流仓储业务		
a、类比重估法	139.4	5.15
b、FCFF 估值法	117.6	4.34
平均值((a+b)/2)	128.5	4.74
整体估值（一+二）	195.2	7.21
当前市值/股价	142.2	5.25
现价折价（%）	27.2	27.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

（二）相对估值法：公司重估价值 160 亿元、对应每股 5.9 元，现价较之折价 11%

我们还采用相对估值法进行估值，其中房地产开发业务采用 PE 估值法，仓储物流板块采用 EV/EBITDA 估值法。其中在地产业务方面，根据盈利预测模型，我们预计公司 2020 年实现营收 60 亿元，假设净利率和 2019 年持平约为 7.0%，对应开发业务净利润为 4.2 亿元，给予 2020E 地产业务 6.5 倍 PE（参考主流房企平均估值），地产板块估值在 27.3 亿元。

物流地产板块方面，行业内公司由于业务规模、经营模式差别较大，故 EV/EBITDA 差值较大，我们选取和宝湾物流规模体量相当，并且也属于重资产运营模式的中国物流资产估值参考（截至 2020 年 8 月 7 日 EV/EBITDA 为 38.5 倍），假设宝湾物流估值水平持平于中国物流资产，按 2019 年宝湾物流估算 EBITDA 4.5 亿计算，其估值约 171.4 亿元，按照公司对宝湾物流并表比例 77.36% 权益后估值 132.6 亿元。加上房地产业务估值 27.3 亿元，合计估值 159.9 亿元，对应每股价值 5.9 元/股，较当前市值 142.2 亿元、现价 5.25 元/股折价 11%。

值得注意的是，由于目前公司还采用重资产方式运营物流地产，后续随着在经营中引入 REITs，公司的盈利能力也将有所提升，估值存在进一步提升的可能。

图表 121、主流上市物流地产公司 EV/EBITDA 估值

代码	公司	EV/EBITDA
1589.HK	中国物流资产	38.5

代码	公司	EV/EBITDA
1821.HK	ESR	97.1
600693.SH	东百集团	18.3
平均		51.3

资料来源：wind，华创证券

注：上述公司 EBITDA 为 2019 年年末数据，EV 为截至 2020 年 8 月 7 日收盘后市值。

图表 122、相对估值法下公司重估价值 160 亿元

相对估值法	单位	数值
宝湾物流 EBITDA	(亿元)	4.5
行业可比公司 EV/EBITDA	(倍)	38.5
宝湾物流估值	(亿元)	171.4
公司股权占比	(%)	77.4
宝湾物流公司权益部分估值	(亿元)	132.6
地产业务估算净利润	(亿元)	4.2
主流地产公司 PE	(倍)	6.5
地产开发估值	(亿元)	27.3
南山控股整体估值	(亿元)	159.9
总股本	(亿股)	27.1
每股价值	(元/股)	5.9
当前股价	(元)	5.3
现价折价	(%)	11.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

（三）整体估值：公司整体估值 178 亿元、对应每股 6.56 元、现价较之折价 20%

我们采用绝对估值法针对公司各业务板块做出了全面的估值，绝对估值法下公司重估价值 195 亿元，对应每股 7.2 元，其反映出公司的内在价值；另一方面我们采用相对估值法对公司重估价值 160 亿元、对应每股 5.9 元，相对估值法估值较绝对估值法略低。考虑到目前公司仍处于业务快速拓展期、经营能力改善空间仍较大，所以用相对估值法较保守。综上，我们综合考虑绝对估值法和相对估值法，两者估值取平均值后估算公司重估价值 177.6 亿元，对应每股为 6.56 元/股，现价较之折价 20%。

图表 123、综合相对估值法和绝对估值法公司平均估值 178 亿元

	市值/估值 (亿元)	每股价值 (元/股)
绝对估值法	195.2	7.21
相对估值法	159.9	5.91
平均值 ((绝对估值+相对估值)/2)	177.6	6.56

	市值/估值（亿元）	每股价值（元/股）
当前市值/股价	142.2	5.25
现价折价（%）	19.9	19.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

七、投资建议：物流地产核心标的，公募 REITS 助力发展，首次覆盖、并给予“强推”评级

南山控股属于 A 股物流地产核心标的，近年来仓储面积快速增长，市场份额排名全国第七，并且将受益于公募 REITs 加速资源盘活、优化财务报表；公司地产业务积极扩张，销售改善，集团优质资源助力利润率改善。我们预测公司 2020-22 年每股收益分别为 0.43、0.24 和 0.28 元，并按绝对和相对估值法的平均值 178 亿元作为目标市值、对应 6.56 元/股，相当于 20PE15 倍、扣非归母净利润口径 20PE 37 倍，首次覆盖、并给予“强推”评级。

八、风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、公司拓展速度不及预期

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,806	8,475	10,076	11,889
应收票据	69	0	0	0
应收账款	2,480	3,088	3,672	4,332
预付账款	91	115	136	160
存货	16,614	19,830	23,576	27,819
其他流动资产	1,991	0	0	0
流动资产合计	28,050	31,507	37,460	44,201
其他长期投资	3,567	3,389	3,210	3,032
长期股权投资	1,041	1,041	1,041	1,041
固定资产	4,634	4,474	4,319	4,171
在建工程	2,335	2,452	2,575	2,703
无形资产	4,299	4,084	3,881	3,687
其他非流动资产	(910)	(677)	(465)	(214)
非流动资产合计	14,966	14,762	14,561	14,420
资产合计	43,016	46,270	52,021	58,621
短期借款	1,953	1,222	1,443	1,706
应付票据	184	232	274	323
应付账款	2,049	2,578	3,044	3,598
预收款项	6,156	7,666	9,115	10,755
其他应付款	681	834	992	1,171
一年内到期的非流动负债	2,476	1,368	1,451	1,549
其他流动负债	6,498	7,650	9,769	12,138
流动负债合计	19,997	21,551	26,088	31,241
长期借款	6,181	6,181	6,181	6,181
应付债券	2,080	2,080	2,080	2,080
其他非流动负债				
非流动负债合计	11,585	12,438	13,189	14,083
负债合计	31,582	33,990	39,277	45,323
归属母公司所有者权益	8,412	9,122	9,512	9,977
少数股东权益	3,022	3,158	3,232	3,321
所有者权益合计	11,434	12,280	12,744	13,298
负债和股东权益	43,016	46,270	52,021	58,621

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(2,347)	88	41	75
现金收益	1,498	1,039	1,395	1,550
存货影响	(5,408)	(3,216)	(3,747)	(4,242)
经营性应收影响	(183)	(632)	(604)	(685)
经营性应付影响	1,771	2,983	2,746	3,183
其他影响	(24)	(87)	252	270
投资活动现金流	(3,332)	(43)	(35)	(25)
资本支出	2,269	117	123	129
股权投资	(617)	0	0	0
其他长期资产变化	(4,983)	(160)	(157)	(154)
融资活动现金流	7,170	990	1,383	1,494
借款增加	7,204	1,445	1,633	1,792
财务费用	931	455	249	298
股东融资	137	0	0	0
其他长期负债变化	(1,102)	(909)	(498)	(595)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,238	9,013	10,717	12,645
营业成本	4,858	6,112	7,217	8,531
营业税金及附加	354	456	535	629
销售费用	251	312	371	438
管理费用	663	826	982	1,159
财务费用	386	406	440	475
资产减值损失	(9)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	0	0	0
投资收益	38	1,337	40	40
营业利润	746	2,238	1,211	1,454
营业外收入	49	49	49	49
营业外支出	14	14	14	14
利润总额	781	2,273	1,246	1,489
所得税	305	886	486	580
净利润	477	1,387	761	909
少数股东损益	74	222	122	145
归属母公司净利润	403	1,165	639	763
NOPLAT	403	1,165	639	763
EPS(摊薄) (元)	0.15	0.43	0.24	0.28

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3%	25%	19%	18%
EBIT 增长率	-25%	17%	23%	17%
归母净利润增长率	-20%	189%	-45%	19%
获利能力				
毛利率	33%	32%	33%	33%
净利率	6%	13%	6%	6%
ROE	5%	13%	7%	8%
ROIC	5%	5%	5%	6%
偿债能力				
资产负债率	73%	73%	76%	77%
债务权益比	2.8	2.8	3.1	3.4
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	19%	20%	22%	23%
应收账款周转天数	120	113	115	116
应付账款周转天数	222	261	267	267
存货周转天数	969	1,013	1,022	1,024
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.43	0.24	0.28
每股经营现金流	(0.87)	0.03	0.02	0.03
每股净资产	3.11	3.37	3.51	3.68
估值比率				
P/E	35.31	12.20	22.25	18.63
P/B	1.69	1.56	1.49	1.42
EV/EBITDA	25.74	22.04	20.70	20.14

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编：200120 传真：021-50581170 会议室：021-20572500