

天健集团(000090.SZ)

城建施工迎发展良机，旧改资源足增长无忧

推荐（维持）

现价：7.76 元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.tagen.cn
大股东/持股	深圳市特区建工集团有限公司 /23.47%
实际控制人	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,869
流通 A 股(百万股)	1,868
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	145
流通 A 股市值(亿元)	145
每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	78.4

行情走势图



相关研究报告

《天健集团*000090*业绩同比略降，全年增长仍可期》 2022-04-28
 《天健集团*000090*业绩保持较快增长，三大业务齐头并进》 2022-04-16
 《天健集团*000090*业绩超预期增长，城建服务稳步推进》 2021-12-29

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn
郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- 国资委做大特区建工，城建施工迎发展新机遇。2019 年深圳国资委组建特区建工集团，明确提出 2025 年双千亿目标，2020 年天健集团占特区建工资产、营收的 76%和 88%，且特区建工高管以天健集团原高管团队为主。在深圳国资委做大特区建工大背景下，天健集团 2021 年市场拓展额同比增长 77%，期末在建合同额同比增长 34.7%。同时通过收购兼并，持续完善及提升 EPC 项目承包能力，带动城建施工毛利率由 2016 年的 4.8% 提升至 2021 年的 7.4%。
- 地产标杆项目未结充足，业绩短期增长有望延续。受益天健天骄等重点项目销售和结算，2021 年公司销售金额 158.8 亿元，同比增 121%，创历史新高。2017-2021 年地产业务营收年复合增速达 44.3%，2021 年毛利率达 36%，表现远好于行业。截止 2021 年末，粗略估算天健天骄未结资源 108 亿，参考 2020-2021 年结算毛利率估算毛利 68 亿，为 2021 年地产业务实际毛利 192%，叠加深圳悦桂府等项目陆续结转，2022-2023 年业绩增长仍有保障。
- 融资占优逆市拿地，丰富旧改储备保障中长期发展。2021H2 以来，房地产信用事件频发，央行及银保监多次发声支持房地产行业合理融资需求。公司作为深圳国资房企，2022 年公司新发行三年期中票利率仅 3.6%，超短融利率仅 2.75%，2021H2 以来逆市补充深圳、成都、苏州多宗优质地块。同时凭借丰富城市更新经验，储备多个城市更新资源，2021 年新签南岭村项目，项目占地总面积约 250 万平，当前总建面约 370 万平，丰富旧改储备为中长期地产业务发展提供支撑。
- 投资建议：公司坚持“以城市建设与城市服务为主体，以投资及新型业务为两翼”的发展战略，以“做强规模、做优利润、做大市值”三件大事为总纲，着力抓重点、补短板、强基础、塑品牌，推动公司转型升级。短期天健天骄等核心项目结转有望保障公司业绩，中长期丰富旧改资源为地产业务提供支撑；城建施工板块在深圳国资委做大特区建工的大背景下，有

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,125	23,269	29,552	35,256	40,509
YOY(%)	16.8	35.9	27.0	19.3	14.9
净利润(百万元)	1,486	1,933	2,359	2,703	3,054
YOY(%)	20.2	30.1	22.0	14.6	13.0
毛利率(%)	23.8	19.7	20.5	19.5	19.0
净利率(%)	8.7	8.3	8.0	7.7	7.5
ROE(%)	13.6	15.2	16.5	16.7	16.8
EPS(摊薄/元)	0.80	1.03	1.26	1.45	1.63
P/E(倍)	9.8	7.5	6.1	5.4	4.7
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0

望迎来跨越式发展。维持公司此前盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为1.26元、1.45元、1.63元，当前股价对应PE分别为6.1倍、5.4倍和4.7倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 当前地产行业基本面承压，若后续行业需求释放低于预期，房企普遍以价换量，或带来公司资产减值风险；2) 若后续地产资金端政策未见明显改善，公司或面临资金压力风险；3) 建筑施工领域行业壁垒低，竞争激烈，原材料价格上涨，劳动力供给紧缺，人工成本快速上升，给企业形成较大压力；4) 公司城市更新改造项目的规划调整和拆迁进度存在复杂性和不可控性，可能导致项目开发计划或棚改进度延后，相关成本增加等风险。

用户583162091于2022-07-21下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

正文目录

推荐逻辑	5
一、 国资委做大特区建工，建筑施工迎发展良机	6
1.1 特区建工集团组建，凸显深圳国资做大建工决心	6
1.2 对比上海建工，特区建工规模及市占率仍有较大空间	6
1.3 公司为特区建工整合平台，有望迎来跨越式增长	7
二、 建筑施工转型升级，政策端再迎发展机遇	9
2.1 建设施工转型升级，量质迎来双提升	9
2.2 横向对比来看，施工毛利率仍有改善空间	10
2.3 深圳现代建筑业“十四五”规划发布，城建施工再迎发展机遇	11
三、 地产深耕优质区域，逆周期补充优质地块	11
3.1 布局聚焦核心城市，销售再创新高	11
3.2 营收及毛利率表现远优行业，未结项目资源丰富	12
3.3 融资占优财务稳健，逆周期低点拿地	13
四、 标杆项目支撑短期业绩，丰富旧改储备保障中长期发展	14
4.1 天健天骄未结货值充足且高毛利率，短期业绩有保障	14
4.2 潜在旧改项目储备丰富，中长期地产开发有支撑	17
五、 投资建议	17
六、 风险提示	18

图表目录

图表 1	特区建工成为天健集团第一大股东	6
图表 2	特区建工主要架构及下属企业	6
图表 3	2021 年深圳固定资产投资额约为上海的 87%.....	7
图表 4	特区建工营收及资产规模远小于上海建工	7
图表 5	特区建工集团旗下各公司对比	8
图表 6	特区建工集团主要高管均来自天健集团或仍在天健集团任职.....	8
图表 7	2016 年以来城市建设板块业务收入持续保持较高增速	9
图表 8	2021 年城市建设板块在手合同额同比增长 35%	9
图表 9	城建施工毛利率逐步提升.....	10
图表 10	公司城建施工业务毛利率仍低于多数建工集团（2021）	10
图表 11	公司城建板块“十四五”发展战略实施路径.....	11
图表 12	公司 2021 年地产认购金额创历史新高	12
图表 13	2017-2021 年房地产营业复合增速达 44.3%	12
图表 14	地产业务保持较高毛利率	13
图表 15	公司未结转项目建面分布	13
图表 16	公司剔除预收款后资产负债率、净负债率变化	14
图表 17	公司 2021H2 以来新增地产项目	14
图表 18	《深圳市城市更新办法》实现了土地招拍挂制度的突破.....	15
图表 19	天健天骄项目关键时间点	15
图表 20	天健天骄项目毛利率超过 60%.....	16
图表 21	天健天骄为公司地产业务主要利润来源	16
图表 22	天健天骄项目未结及未售为短期业绩提供支撑	17
图表 23	天健主要棚改及旧改储备项目.....	17

推荐逻辑

自 2014 年 2 月发布天健集团首篇报告以来，平安地产团队累计发布公司各类报告超过 40 篇，见证公司成为深圳国企改革排头兵、“引入战投+员工持股”、注入粤通、天健景田工业区旧改获批销售、成为特区建工整合平台等一个个重要事件。站在目前时点，市场主要担心随着高毛利率地产项目结转，未来公司业绩及发展的持续性。我们认为短期天健天骄等项目剩余未结货值仍能保障公司业绩增长，中期凭借国资融资优势逆市补充土储，旧改资源储备丰富，地产业务发展仍有支撑；建筑施工则有望随着特区建工集团组建及支持，迎来跨越式增长，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26 元、1.45 元和 1.63 元，同比分别增长 22.0%、14.6%和 13.0%。在当前地产行业整体偏弱的大环境下，公司作为深圳国资地产龙头，未来以构建“大建工、大管养、大棚改”三大平台为长期努力方向，在“做强规模、做优利润、做大市值”为总领的目标下，有望抓住当前地产行业调整及深圳国资做大建工的战略机遇，实现地产及建工业务稳步发展，维持公司“推荐”评级。核心推荐逻辑如下：

1、特区建工整合平台，建筑施工有望迎跨越式增长

2019 年特区建工成立，但从上海建工和特区建工对比来看，2020 年特区建工总资产 555.1 亿元、营收 224.6 亿，仅为同期上海建工的 17.3%和 9.7%。特区建工明确 2025 年双千亿目标，2020 年天健集团占到特区建工总资产和营收的 76%和 88%，深圳国资做大特区建工的大背景下，天健集团建筑施工业务有望迎来跨越式发展，2021 年全年市场拓展额同比增长 77%，期末在建合同额同比增长 34.7%。

2、地产核心项目提供支撑，短期业绩有保障

截止 2021 年末，粗略估计天健天骄未结资源 108 亿，参考 2020-2021 年结算毛利率估算毛利 68 亿，为 2021 年地产实际毛利的 192%，同时悦桂府等项目也将陆续结转，地产板块 2022-2023 年仍有保障。

3、融资占优逆市拿地，丰富旧改储备保障中长期发展

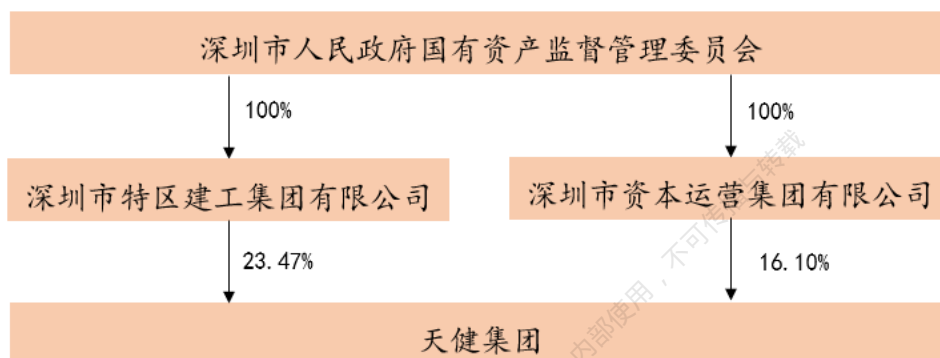
2021 年下半年以来，房地产信用事件持续爆发，央行及银保监会多次发声支持房地产行业合理融资需求，公司作为深圳国资房企，2022 年公司新发行三年期中票利率仅 3.6%，超短融利率仅 2.75%，2021H2 以来逆市补充深圳、成都、苏州多宗优质地块。同时凭借丰富城市更新经验，公司签约南岭村项目，项目占地总面积约 250 万平，当前总建面约 370 万平，罗湖区翠城市更新项目、龙华华富工业区等项目亦在积极推进，丰富旧改储备为公司中长期地产业务发展提供支撑。

一、国资委做大特区建工，建筑施工迎发展良机

1.1 特区建工集团组建，凸显深圳国资做大建工决心

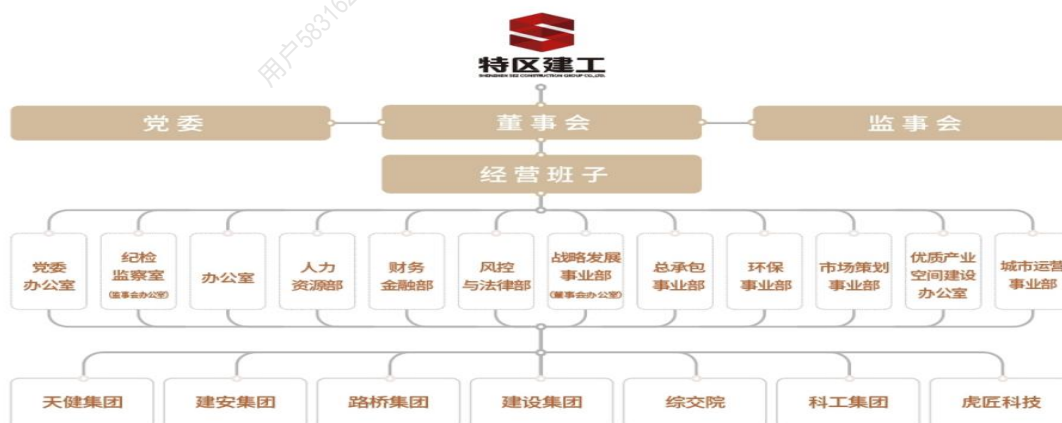
2019 年深圳国资委组建特区建工集团，将 23.47% 的天健集团股权划转给新成立的特区建工集团，特区建工成为公司第一大股东。特区建工业务涵盖建筑设计、建筑施工、建筑工业化、城市服务、综合开发、建筑科技六大业务领域，是深圳市唯一拥有市政、建筑施工总承包“双特级”的市属国企。旗下包括天健集团、建安集团、路桥集团、建设集团、综交院、科工集团和虎匠科技七家二级子公司，具备城市基础设施投资、设计、开发、建设、运营、管养全链条服务能力。截至 2021 年底，总资产超 600 亿元，净资产超 140 亿元；2021 年营收超 300 亿元，利润总额超 23 亿元。

图表1 特区建工为天健集团第一大股东



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 特区建工主要架构及下属企业



资料来源：公司官网，平安证券研究所

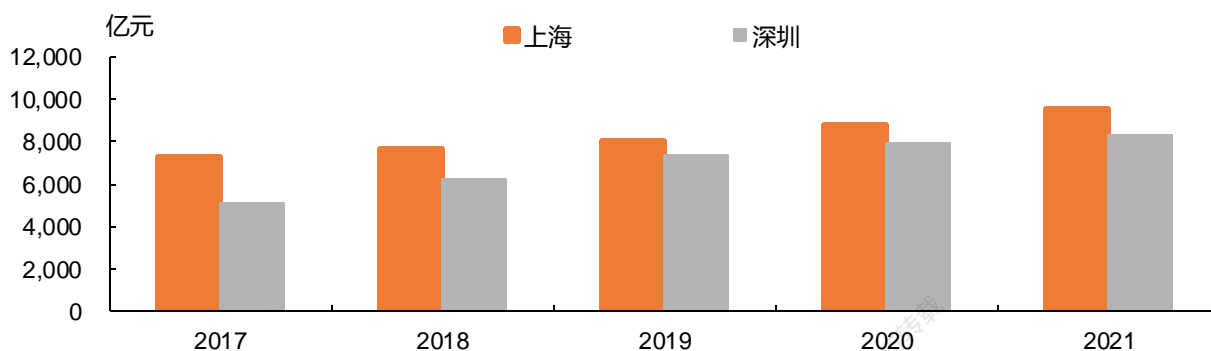
1.2 对比上海建工，特区建工规模及市占率仍有较大空间

深圳特区建工从成立开始即全面对标上海建工集团，实施“两步走”战略：2022 年实现资产规模 600 亿元、营业收入 500 亿

元；“十四五”期末力争资产、营收超 1000 亿元，加快打造深圳城市建设与服务的核心骨干力量，加快建成国内外一流建工企业，打造成广东城市建设与服务的深圳知名品牌。

从深圳和上海整体固定资产投资额对比来看，2021 年深圳固定资产投资额为 8275 亿元，同比增长 3.7%，上海为 9553 亿元，同比增长 8.1%，深圳约为上海的 86.7%，规模差异并不显著。

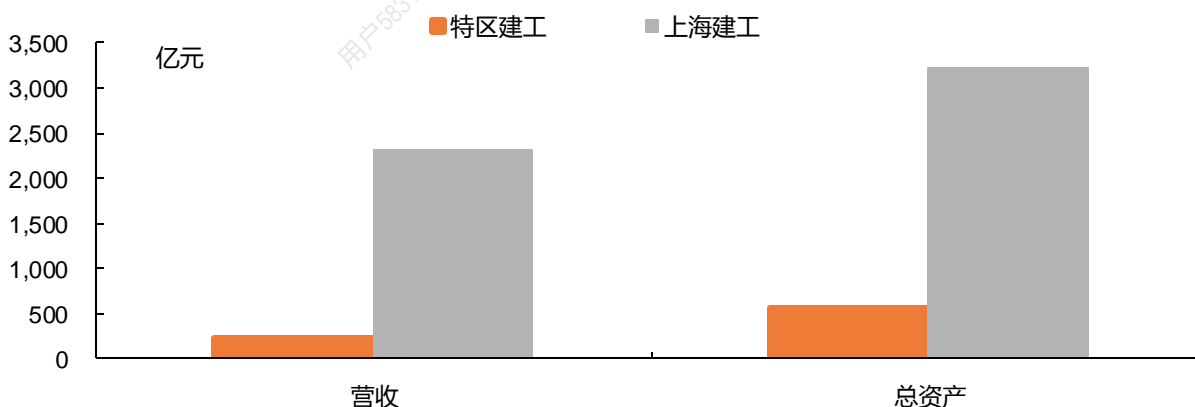
图表3 2021 年深圳固定资产投资额约为上海的 87%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

但从上海建工和特区建工对比来看，2020 年特区建工总资产 555.1 亿元、营收 224.6 亿，仅为同期上海建工的 17.3% 和 9.7%。2020 年上海建工年度新签合同额为 3,867.8 亿元，上海与外省市市场新签合同金额比例近 6:4。相比之下，特区建工 2020 年新增建筑业资质 16 项，新增创优工程 35 个，新中标项目仅 234 亿元（含代建），且主要以深圳为主。随着特区建工集团的组建及持续整合，2021 年特区建工营收超 300 亿元，较 2020 年提升超 30%，但无论绝对体量还是区域市占率，对标上海建工均有较大提升空间。

图表4 特区建工营收及资产规模远小于上海建工



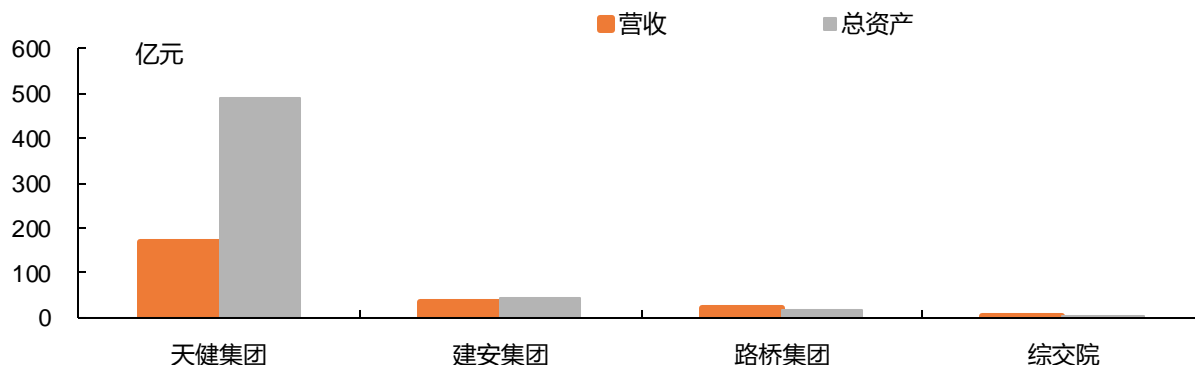
资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

1.3 公司为特区建工整合平台，有望迎来跨越式增长

从特区建工集团下属各公司来看，天健集团为唯一上市企业，资产及营收规模远高于其它企业，2020 年天健集团总资产及

营收分别为 490 亿、171 亿，占到特区建工集团的 76%和 88%。

图表5 特区建工集团旗下各公司对比



资料来源：特区建工集团年报，平安证券研究所

从特区建工集团高管团队来看，基本以天健集团原高管团队为主，如特区建工党委书记、董事长韩德宏先生原为天健集团董事长，总裁为现天健集团董事长宋扬先生等，这均反映出天健集团作为特区建工整合平台，将在特区建工中发挥支柱及引领作用。考虑到特区建工“十四五”双千亿的目标，天健集团亦有望迎来跨越式发展。

图表6 特区建工集团主要高管均来自天健集团或仍在天健集团任职

	特区建工集团	天健集团
韩德宏	党委书记、董事长	原党委书记、董事长
宋扬	党委副书记、总裁	党委书记、董事长
王培先	监事会主席、纪委书记	监事会主席、纪委书记
孙凯	党委副书记、董事	原人力资源部总经理、团委书记
方东红	副总裁	原董事会秘书、副总裁
尹剑辉	副总裁	原副总裁
张心亮	董事、财务总监	原财务总监
李锋	副总裁	原深圳天健地产集团总经理
江建	总工程师	原总工程师

资料来源：公司公告，平安证券研究所

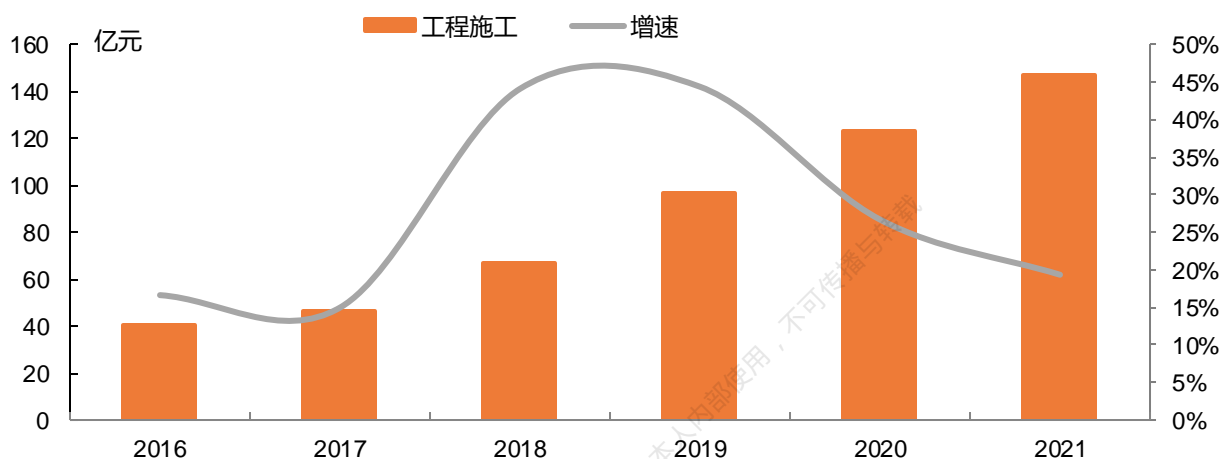
作为特区建工旗下唯一一家具有规划设计、建设、开发、运营和服务能力的上市公司，特区建工亦持续为天健集团提供支持。一方面公司持续与特区建工旗下的建安集团、科工集团、路桥集团等开展合作，2022年预计关联交易额 33.1 亿，充分发挥特区建工集团内各企业的协同合作优势。另一方面特区建工亦持续加大对公司的业务支持，2022 年 2 月 7 日，天健集团公告拟以人民币 2.02 亿元收购特区建工深星辰 70%股权，深星辰主要资产为深圳光明地产，总可售面积 17.2 万平，其中可售人才房 16.8 万平，持续补充公司区域优质土储。

二、 建筑施工转型升级，政策端再迎发展机遇

2.1 建设施工转型升级，量质迎来双提升

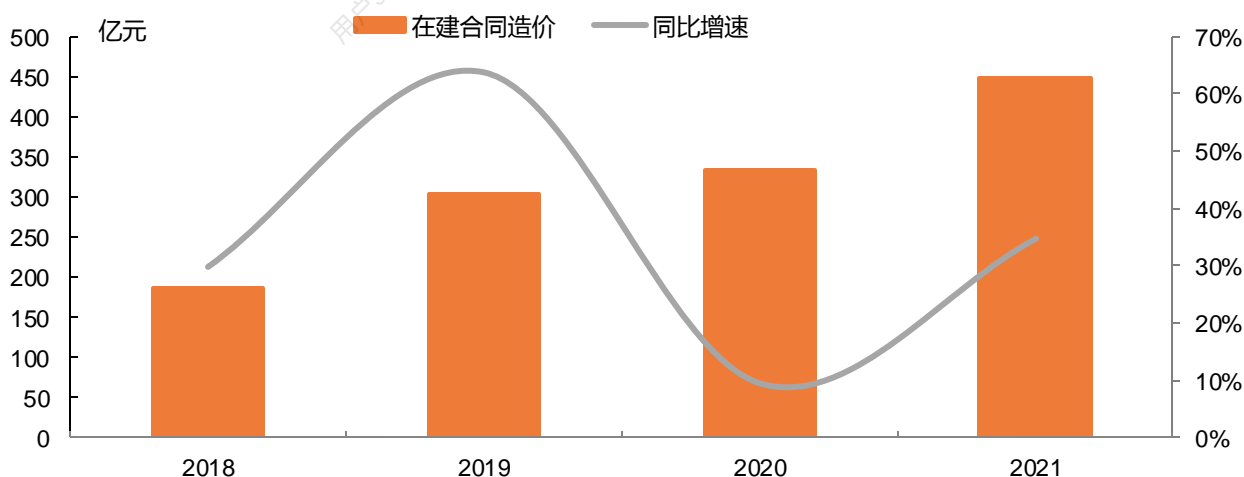
2021 年城市建设施工业务实现营收 146.8 亿元，同比增长 19.3%，2016-2021 年复合增速超 29%。尤其随着特区建工的组建，双千亿目标下公司新签约合同额明显提升，2021 年全年市场拓展 248.95 亿元，同比增长 77%，期末在建项目 219 项，合同造价 448.54 亿，比上年同期增长 34.7%。同时加快人才引进，全年引进项目经理 150 余人，新增一级建造师 162 人，2021 年末在册一级建造师达到 575 人，成建制团队共 145 支，市场拓展团队 148 人，为未来业务规模持续扩大奠定基础。

图表7 2016 年以来城市建设板块业务收入持续保持较高增速



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 2021 年城市建设板块在手合同额同比增长 35%

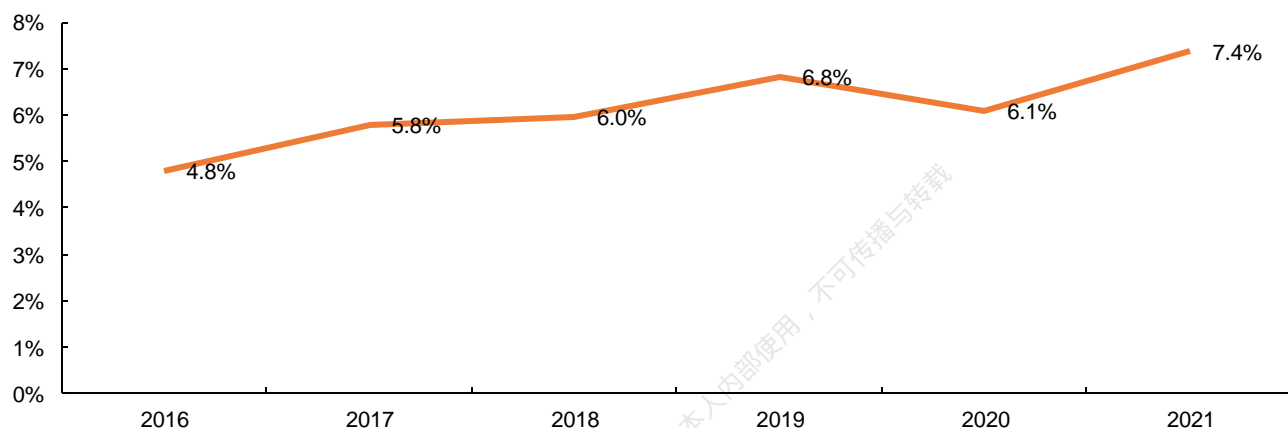


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

传统建筑施工业务门槛较低，市场低成本无序竞争激烈，导致中标价利润空间持续压缩，加上人力及原材料价格上涨，导致行业毛利率长期处于低位。为提升市政施工业务盈利能力，公司加快从传统施工业务向产业链上下游延伸，以 EPC、PPP 模式承揽业务，从施工承包商向工程总包商转型升级，相比传统施工承包模式，EPC(工程总承包)对投标人门槛要求较高，对工程总承包商在方案策划、人员配置、统筹协调能力等方面均提出更高要求，参与者多为央企，避免此前施工业务低成本无序竞争。

同时公司 2019 年以来先后投资深圳壹创国际，完善公司规划设计能力；收购中宏景合和苏商集团，增加建筑资质储备，进一步拓展及提升 EPC 项目承包能力。随着业务结构转型升级，公司市政施工业务毛利率持续提升，2021 年公司建筑施工板块毛利率由 2016 年的 4.8% 提升至 7.4%。

图表9 城建施工毛利率逐步提升

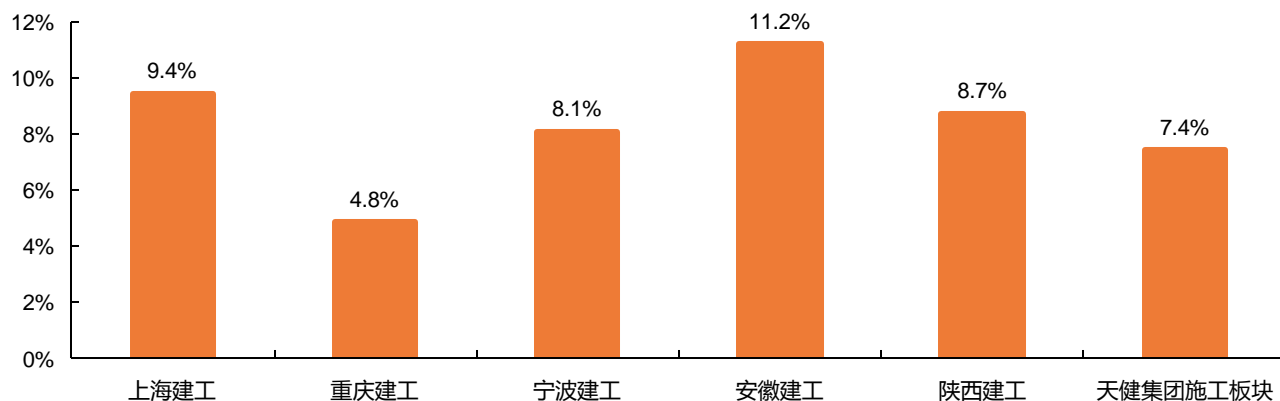


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.2 横向对比来看，施工毛利率仍有改善空间

横向对比来看，尽管公司城市建设施工板块毛利率有所提升，但仍低于上海建工、安徽建工等行业多数建工企业，2021 年公司成功中标深免海口观澜湖免税城项目设计采购施工一体化 (EPC)、长岭皮水库水质提升保障工程-勘察、设计、采购、施工总承包 (EPC)、深圳东湖水厂扩能改造工程设计采购施工总承包 (EPC) 等项目。随着公司业务结构不断升级完善，业务规模逐步扩大，预计中长期建筑施工毛利率仍有改善空间。

图表10 公司城建施工业务毛利率仍低于多数建工集团 (2021)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

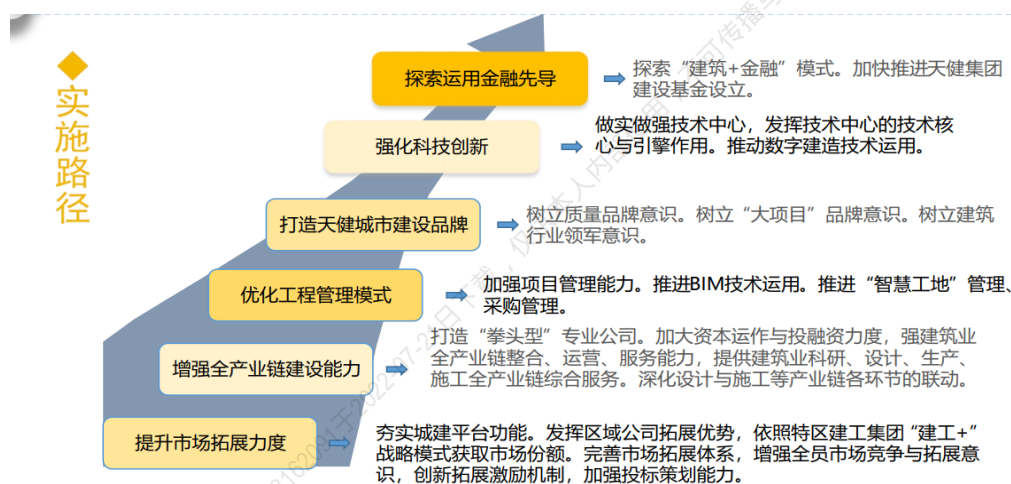
2.3 深圳现代建筑业“十四五”规划发布，城建施工再迎发展机遇

近期，深圳住建局及发改委发布的《深圳市现代建筑业高质量发展“十四五”规划》明确，“大力推行工程总承包，支持工程总承包企业发展，鼓励施工单位申请取得工程设计资质、设计单位申请取得施工资质，积极采取‘IPMT+EPC+监理’的工程建设管理模式，推动‘质量、安全、进度、投资、合同’五大环节全面受控，切实提升政府投资效益”，公司已具备设计施工全产业链管理能力，叠加特区建工的国资背景，利于公司未来在城建施工方面进一步获取合同额。

同时《规划》亦提出“十四五”末，深圳建筑业总产值达到 7000 亿元；勘察设计行业营业收入达到 730 亿元；工程监理行业营业收入达到 300 亿元；工程造价行业主营业务收入达到 32 亿元；全市重要的建筑、市政基础设施、水务工程项目将建立 BIM 模型，新增装配式建筑面积不少于 5000 万平，绿色建造体系全面建立；努力打造“新型建筑工业化系统集成商+链节骨干企业”的“千亿级”产业集群等。

对比公司城市建设“十四五”规划，公司亦在加快向绿色低碳转型，探索在光伏建筑一体化、绿色建材等领域拓展新业务。同时持续开展建筑废弃物综合利用业务，构建深圳市“建废受纳+处置+综合利用”绿色产业链，推动无废城市建设；提升装配式设计标准化、生产智能化和安装精益化，推进 BIM 技术在工程建设全过程应用。随着本次深圳《规划》出台，公司作为深圳国资旗下建筑施工上市平台，有望进一步加快城建领域的转型升级，把握政策机遇扩大业务范围。

图表11 公司城建板块“十四五”发展战略实施路径



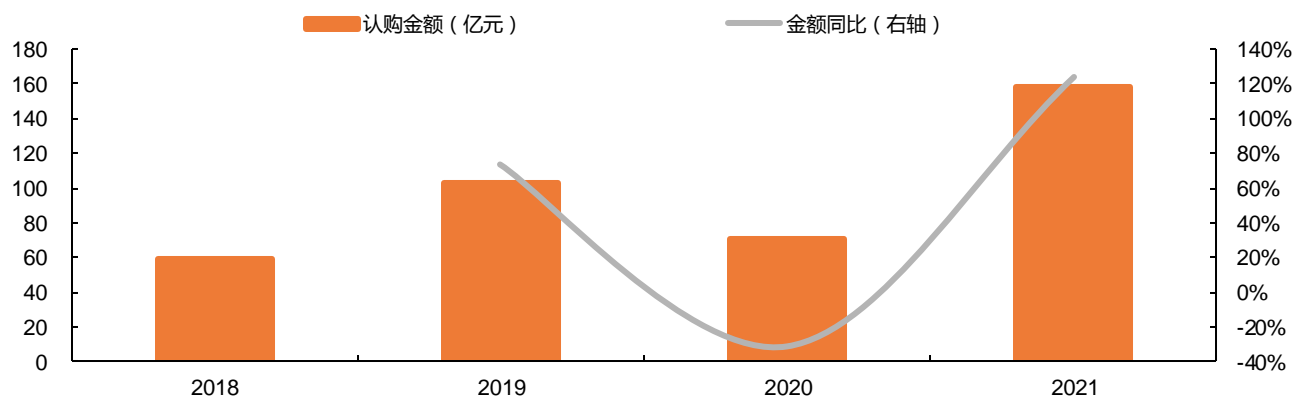
资料来源:天健集团“十四五”发展战略规划,平安证券研究所

三、地产深耕优质区域，逆周期补充优质地块

3.1 布局聚焦核心城市，销售再创新高

公司具有自主施工、开发、运营、服务全产业链，拥有房地产开发一级资质。综合开发业务起步于 1988 年，累计开发项目总建筑面积近 800 万平米。项目分布在上海、广州、深圳、长沙、南宁、东莞、惠州、苏州八个城市，类型包括住宅、产业园区、商铺、写字楼、别墅等多业态。近年来，公司持续推动开发周期提速，加大营销力度，大力推进产业园区、城市更新等综合开发业务，稳健增加土地和项目储备。2021 年公司房地产销售业务认购、签约、回款等指标均破百亿，创历史新高，全年销售金额 158.8 亿元，销售面积 38.3 万平米，分别同比增 121%、63%。

图表12 公司 2021 年地产认购金额创历史新高

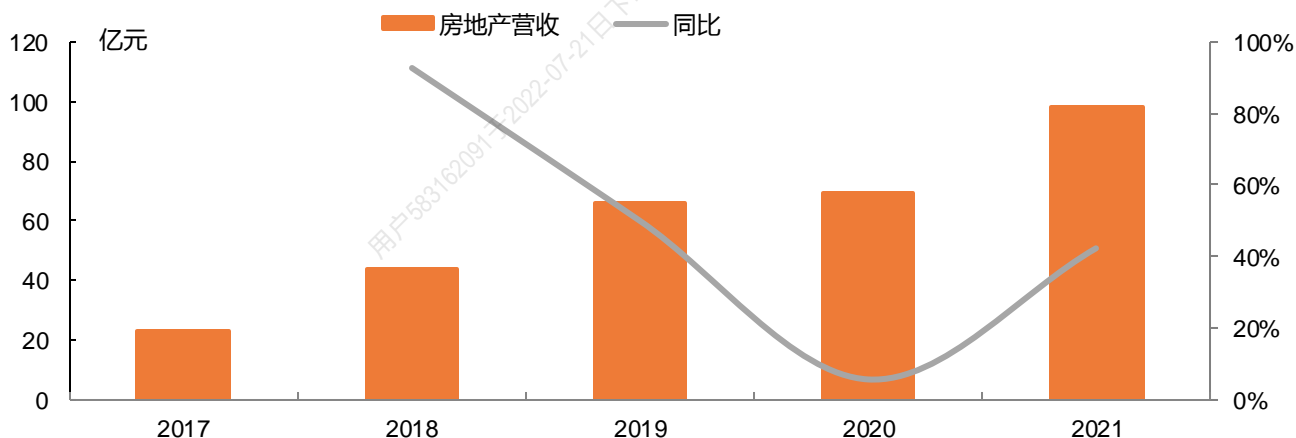


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 营收及毛利率表现远优行业，未结项目资源丰富

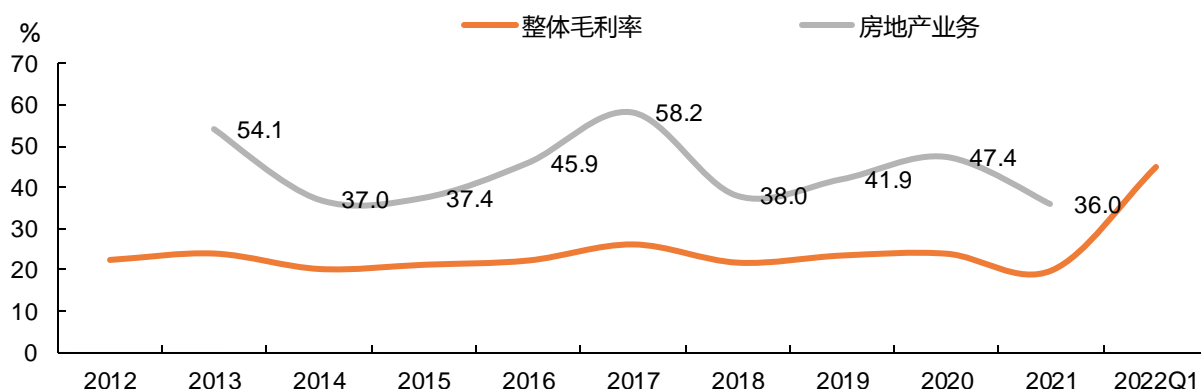
受益高毛利的深圳天健天骄、天健公馆等项目步入结转周期，公司 2017-2021 年房地产营收年复合增速达 44.3%，2019-2020 年公司地产业务毛利率显著攀升，2021 年毛利率仍维持 36% 的较高水平。短期随着天健天骄北庐、西筑等重点项目推售和结转，预计地产业务收入增速及毛利率有望维持较高水平。

图表13 2017-2021 年房地产营收年复合增速达 44.3%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

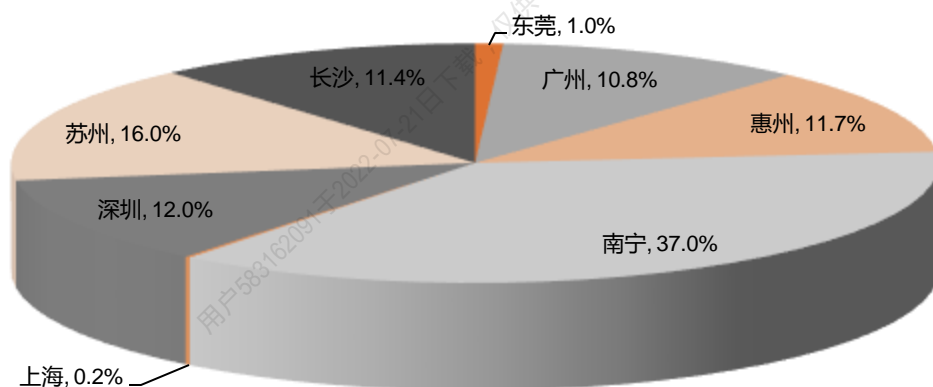
图表14 地产业务保持较高毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从土地储备分布来看，截止 2021 年末公司未结转建面约 127 万平米，充足土储资源为后续结转奠定坚实基础，其中南宁、苏州、深圳、惠州土储占比分别为 37%、16%、12%、12%。

图表15 公司未结转项目建面分布



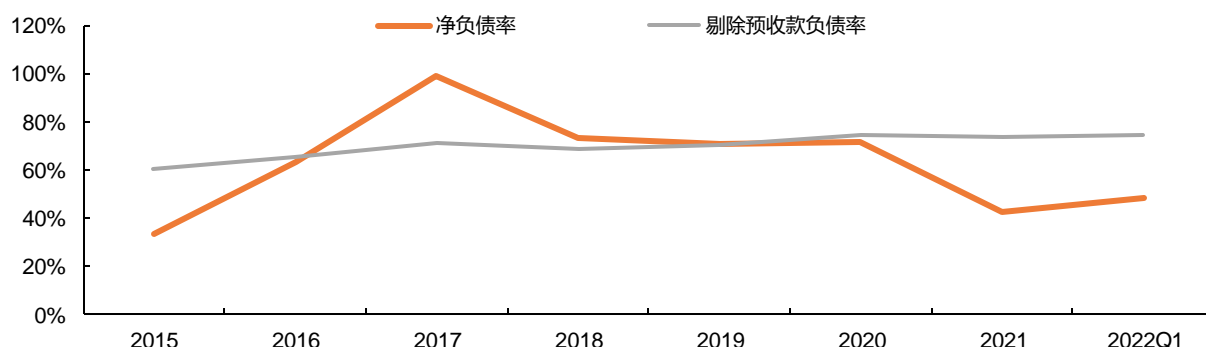
资料来源：公司公告，平安证券研究所 注：不包括产业园区、城市更新等用地

3.3 融资占优财务稳健，逆周期低点拿地

净负债率持续降低，积极拓宽融资渠道。2021 年下半年以来，房地产信用事件持续爆发，央行及银保监会多次发声支持房地产行业合理融资需求，公司作为深圳国资房企，紧抓行业机会不断拓宽融资渠道，2021 年度公司授信规模增加 167 亿元，使用超短贷 149 亿元，滚动发行超短融 42 亿元，发行永续债 25 亿元，签发商票 5.9 亿元、保理 1,500 万元，供应链金融实现历史性突破。

2022 年公司新发行三年期中票利率仅 3.6%，超短融利率仅 2.75%，同时先后注册 40 亿中票和 80 亿超短融，为后续业务扩张提供保障。截至 2022Q1，公司在手现金 117.7 亿元，为一年内到期长短期负债总和的 184.4%，短期偿债压力无忧；剔除预收款后的资产负债率与净负债率分别为 74.5%、48.6%，分别同比增 2.1pct、降 4.4pct，净负债率自 2017 年以来持续降低。

图表16 公司剔除预收款后资产负债率、净负债率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

楼市承压、土拍降温背景下，公司借助融资财务优势，逆周期补充多块优质土地资源，2021年下半年以来在深圳、成都、苏州获取四宗地块，总地价117.8亿元、总建面44.6万平米，其中成都、深圳三宗项目地价房价差均超过1万元/平米，盈利空间相对可观。

图表17 公司2021H2以来新增地产项目

时间	宗地位置	计容建面 (万平)	总地价款 (亿元)	楼面地价 (元/平米)	销售限价(元/平米)	地价房价比
2021年9月	深圳市前海桂湾片区三开发单元04街坊	12.63	52.41	41496	92000(毛坯房)	45%
2022年4月	成都市天府新区华阳街道香山村二、三、四组	5.3	8.99	16962	27000(清水房)	63%
2022年4月	深圳市坪山区石井街道绿荫南路与规划达民路交汇处西北侧	23.4	25.76	11032	37500(毛坯房)	29%
2022年5月	吴江东太湖度假区(太湖新城)龙河路北侧中山南路西侧地块	32.7	30.68	9382	——	——

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

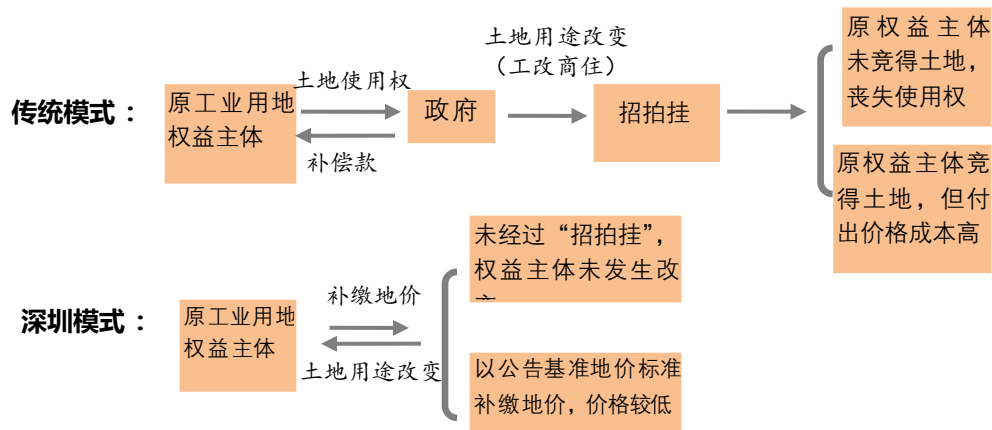
注: 1) 计容建面按照最大容积率估算; 2) 前海桂湾片区地块要求建设全周期自持租赁住房28,000平米, 配建11,780平米只租不售的人才住房; 3) 深圳坪山地块要求建设21,180平米的无偿移交政府的保障性租赁住房, 自持42,360平米的保障性租赁住房; 4) 吴江地块分为AB区, A区需建设租赁住宅, 成品住宅比100%; B区城镇住宅用地部分100%成品住房, 商业部分全部自持。

四、标杆项目支撑短期业绩，丰富旧改储备保障中长期发展

4.1 天健天骄未结货值充足且高毛利率，短期业绩有保障

土地稀缺推动深圳城市更新。受制于土地资源的紧缺，深圳近年一直积极推进土地制度改革。2009年推出的深圳城市更新计划极大地释放深圳存量建设用地，借助《深圳城市更新办法》，通过补缴地价，可在不变更土地使用权主体前提下改变土地功能。

图表18 《深圳市城市更新办法》实现了土地招拍挂制度的突破



资料来源：《深圳市城市更新办法》，平安证券研究所

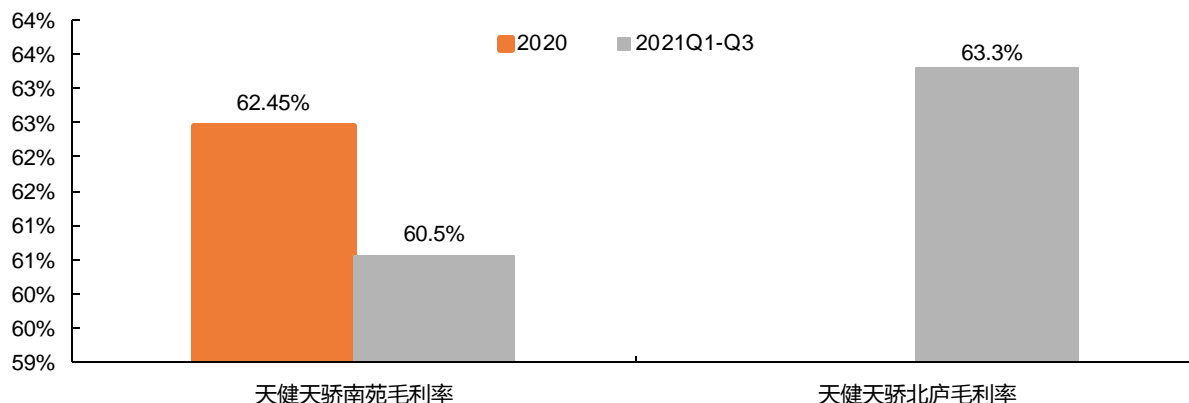
天健天骄毛利率超 60%，为 2019 年以来主要业绩贡献。公司紧抓深圳城市更新机遇，2012 年公司天健工业区旧改项目纳入城市更新单元计划第一批计划，2017 年收到《土地使用权出让合同书》，项目总地价 25.8 亿，平均楼面地价仅 1.32 万/平方米，2019-2020 年天健天骄南苑、北庐先后开盘，预售价格超过 10 万元/平，根据公司公告披露数据，项目结算毛利率超过 60%，2020、2021 前三季度占到公司地产毛利的 80% 以上。

图表19 天健天骄项目关键时间点

2012 年 4 月	纳入《2012 年深圳市城市更新单元计划第一批计划》
2014 年 10 月	确定建面 22 万平，其中住宅 19.9 万平（含保障房 2.93 万平）、商业 1.1 万平方米等。
2015 年 7 月	该城市更新规划经深圳市城市规划委员会建筑与环境艺术委员会审议并获原则通过
2016 年 9 月	收到深圳市规划和国土资源委员会福田管理局出具的《深圳市建设用地规划许可证》
2017 年 4 月	收到《土地使用权出让合同书》，项目总地价 25.8 亿，建面 19.5 万平，其中住宅 17.8 万平、0.92 万平方米
2019 年 7 月	天健天骄项目（南苑）完成主体封顶
2019 年 8 月	天健天骄南苑开盘预售
2019 年 12 月	天健天骄南苑完成竣工验收备案
2020 年 11 月	天健天骄北庐开盘预售
2020 年 12 月	天健天骄北庐完成竣工验收备案

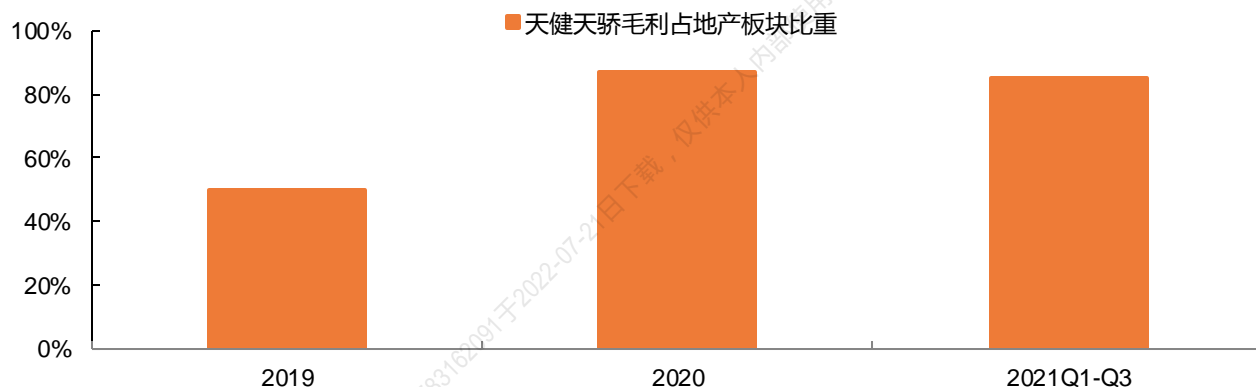
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 天健天骄项目毛利率超过 60%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 天健天骄为公司地产业务主要利润来源



资料来源: Wind, 平安证券研究所

天健天骄剩余未结充足，奠定 2022-2023 年业绩基础。截止 2021 年末，天健天骄南苑已基本销售和结转完毕，未结和未售建面约 4812 平、4315 平，参考 2019-2020 年公司主要开盘及结算价格 10.5 万/平，剩余未结约 5.1 亿，按照 2021 年前三季度 60.5% 毛利率估算毛利 3.1 亿。

天健天骄北庐项目已竣工，目前为现房出售，总可售面积 9.34 万平，未结建面 6.6 万平，未售建面 4.4 万平，项目 2019 年开盘均价 11.5 万/平。根据 2021 年年报，天健天骄北庐 2021 年预售均价已上涨至 14.7 万/平、结算均价达 13.8 万/平。参考 2021 年价格，项目未结和未售货值达 92.3 亿和 61.6 亿元，按照 2021 年前三季度 63.3% 毛利率估计未结毛利达 57.7 亿元。

天健天骄二期西筑总建面 1.12 万平，预计 2022 年开盘，2023 年交付，保守按照 12 万/平、90% 可售，预计总货值约 12.2 亿，按 60% 毛利率估算毛利 7.3 亿。

整体来看，粗略估算天健天骄项目剩余未结毛利合计超 68 亿，为 2021 年地产实际毛利的 192%，为 2022-2023 年公司业绩增长奠定基础。

图表22 天健天骄项目未结及未售为短期业绩提供支撑

	天健天骄南苑	天健天骄北庐	天健天骄西筑	合计
可售建面（平米）	72,104	93,424	10,148	
已售建面（平米）	67,789	49,391	0	
未售建面（平米）	4,315	44,033	10,148	
已结建面（平米）	67,292	27,516	0	
未结建面（平米）	4,812	65,908	10,148	
2021年结算均价（万/平）	10.5	13.8	12	
2021年预售均价（万/平）	10.5	14.7	12	
未结货值（亿元）	5.1	91.1	12.2	108
未售货值（亿元）	4.5	64.7	12.2	81
预计毛利率	61%	63%	60%	
预计毛利（亿元）	3.1	57.7	7.3	68

资料来源：Wind，平安证券研究所，天健天骄北庐剩余项目预售及结算均价参考2021年年报，南苑项目参考2019-2020年年报，毛利率参考2021前三季度；西筑项目开盘价格按照12w/平、90%可售估计，毛利率按照60%估计。

4.2 潜在旧改项目储备丰富，中长期地产开发有支撑

潜在旧改项目储备丰富，保障未来土地开发。从公司主要棚改及旧改储备资源来看，罗湖金翠城市更新项目已列入2021年深圳市重大项目，龙华华富工业区项目预立项工稳步推进。碧海花园棚户区改造项目房屋拆除已完成，正在跟进专项规划的审批工作。2021年5月新签约南岭村项目，占地面积约250万平，总建筑面积约370万平，目前已完成房屋信息申报登记率99.07%。整体来看，公司潜在旧改资源丰富，为中长期地产业务开发提供有力支撑。

图表23 天健主要棚改及旧改储备项目

项目	更新前土地性质	更新后土地性质	相关指标
罗湖“二线插花地”棚户区改造项目	居住	计划全部拆除重建，重建住房为回迁安置房和政府保障性住房	总建面132.4万平，总投资额约150亿元
碧海花园棚户区改造项目	商住	商住	规划总建筑面积11.0万平，总投资22.9亿元
南岭村社区土地整备利益统筹项目前期服务项目	居住、工业	居住、工业	占地面积约250万平，总建筑面积约370万平
罗湖金翠城市更新项目	-	住宅、商业等	目拆除重建用地面积预计为3.45万平米
龙华华富工业区项目	-	住宅、新型产业园区等	拆除重建用地面积预计为5.29万平

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、投资建议

公司坚持“以城市建设与城市服务为主体，以投资及新型业务为两翼”的发展战略，以“做强规模、做优利润、做大市值”三件大事为总纲，着力抓重点、补短板、强基础、塑品牌，推动公司转型升级。短期天健天骄等核心项目结转有望保障公司业绩，中长期丰富旧改资源为地产业务提供支撑；城建施工板块在深圳国资委做大特区建工的大背景下，有望迎来跨越式发展。维持公司此前盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26 元、1.45 元、1.63 元，当前股价对应 PE 分别为 6.1 倍、5.4 倍和 4.7 倍，维持“推荐”评级。

六、风险提示

- 1) 当前地产行业基本面承压，若后续行业需求释放低于预期，房企普遍以价换量，或带来公司资产减值风险；
- 2) 若后续地产资金端政策未见明显改善，公司或面临资金压力风险；
- 3) 建筑施工领域行业壁垒低，竞争激烈，原材料价格上涨，劳动力供给紧缺，人工成本快速上升，给企业形成较大压力；
- 4) 公司城市更新改造项目的规划调整和拆迁进度存在复杂性和不可控性，可能导致项目开发计划或棚改进度延后，相关成本增加等风险。

用户583162091于2022-07-21日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,023	59,518	69,979	79,799
现金	8,412	6,206	7,404	8,507
应收票据及应收账款	11,675	14,828	17,690	20,325
其他应收款	533	678	808	929
预付账款	213	270	322	370
存货	28,505	35,402	41,210	46,746
其他流动资产	1,684	2,135	2,545	2,922
非流动资产	8,801	8,800	8,754	8,674
长期投资	115	132	149	166
固定资产	631	645	684	738
无形资产	1,107	1,075	1,056	1,026
其他非流动资产	6,949	6,947	6,864	6,744
资产总计	59,824	68,318	78,733	88,474
流动负债	37,110	45,761	56,279	66,015
短期借款	1,882	1,433	2,933	4,456
应付票据及应付账款	14,128	17,773	21,470	24,822
其他流动负债	21,100	26,556	31,875	36,736
非流动负债	9,887	8,119	6,170	4,089
长期借款	9,668	7,899	5,951	3,869
其他非流动负债	220	220	220	220
负债合计	46,997	53,880	62,449	70,104
少数股东权益	121	128	136	146
股本	1,869	1,869	1,869	1,869
资本公积	1,558	1,558	1,558	1,558
留存收益	9,279	10,883	12,721	14,798
归属母公司股东权益	12,705	14,310	16,148	18,225
负债和股东权益	59,824	68,318	78,733	88,474

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,072	1,192	2,843	2,878
净利润	1,952	2,366	2,711	3,063
折旧摊销	279	169	173	177
财务费用	259	297	244	180
投资损失	-83	-62	-62	-62
营运资金变动	251	-1,601	-247	-504
其他经营现金流	-1,587	24	24	24
投资活动现金流	-463	-128	-88	-58
资本支出	1,215	150	110	80
长期投资	150	0	0	0
其他投资现金流	-1,828	-278	-198	-138
筹资活动现金流	-1,078	-3,270	-1,556	-1,716
短期借款	-3,699	-450	1,501	1,523
长期借款	1,351	-1,769	-1,948	-2,082
其他筹资现金流	1,271	-1,052	-1,109	-1,157
现金净增加额	-468	-2,206	1,198	1,103

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,269	29,552	35,256	40,509
营业成本	18,676	23,494	28,381	32,812
税金及附加	138	1,182	1,410	1,620
营业费用	228	236	282	324
管理费用	440	558	666	765
研发费用	416	236	282	324
财务费用	259	297	244	180
资产减值损失	-312	-118	-71	-81
信用减值损失	-119	-142	-141	-122
其他收益	42	27	27	27
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	83	62	62	62
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	2,808	3,378	3,869	4,370
营业外收入	22	14	14	14
营业外支出	52	24	24	24
利润总额	2,778	3,368	3,859	4,360
所得税	826	1,002	1,148	1,297
净利润	1,952	2,366	2,711	3,063
少数股东损益	18	7	8	9
归属母公司净利润	1,933	2,359	2,703	3,054
EBITDA	3,316	3,834	4,276	4,717
EPS (元)	1.03	1.26	1.45	1.63

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	35.9	27.0	19.3	14.9
营业利润(%)	28.0	20.3	14.6	12.9
归属于母公司净利润(%)	30.1	22.0	14.6	13.0
获利能力				
毛利率(%)	19.7	20.5	19.5	19.0
净利率(%)	8.3	8.0	7.7	7.5
ROE(%)	15.2	16.5	16.7	16.8
ROIC(%)	11.6	13.1	12.7	13.3
偿债能力				
资产负债率(%)	78.6	78.9	79.3	79.2
净负债比率(%)	24.5	21.6	9.1	-1.0
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.03	1.26	1.45	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.64	1.52	1.54
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.95	6.93	8.04
估值比率				
P/E	7.5	6.1	5.4	4.7
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	6.0	5.3	4.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033