

天健集团(000090)

报告日期: 2022 年 5 月 15 日

城建先锋迎来新机遇 ——天健集团深度报告

✍️ : 杨凡 执业证书编号: S1230521120001
✉️ : yangfan02@stocke.com.cn

投资要点

- ❑ **背靠深圳国资, 推动三大业务齐头并进:** 公司系深圳市特区建工集团核心子公司, 背靠深圳国资委, 具备获取深圳重大工程资源及房地产项目的优势。公司在建筑施工、地产开发、城市服务三大领域协同发力, 形成完成的城市建设与服务产业链, 实现 2017-2022 年总营收 36% 的复合增长率。
- ❑ **城市建设业务资深企业, 基础扎实, 注重科技赋能:** 公司深耕工程施工领域, 施工总承包资质数量领跑全国, 承接工程业务模式灵活多样, 是深圳本土大型市政工程方面的资深企业。公司高度重视科技赋能建筑产业, 持续投入资金开展建筑科研, 2021 年研发投入 4.1 亿元, 同比增长 191%。受益于资深优势+科技引领+积极布局 EPC 业务, 公司该业务毛利率从 2017 年的 5.8% 逐步提升到 2021 年的 7.37%, 截止 2021 年公司在建建筑工程 219 个, 合同金额 448.5 亿元。随着深圳建筑业“十四五”规划提出到 2025 年“行业增加值 1400 亿元、总产值 7000 亿元”的宏伟目标, 公司有望顺势扩大在深工程规模, 实现城市建设板块未来 5 年的新跨越。
- ❑ **房地产业绩稳步提升, 手握深圳优质旧改, 拉升公司整体利润:** 2021 年公司房地产销售额首破百亿达 158.8 亿元 (YoY+121.3%), 优质在售项目 (如天健天骄、天健公馆等) 毛利润率超 60%, 远高于行业平均水平; 房地产在售未结算的计容建面 250 万平方米, 权益占比 100%; 土地储备重点布局大湾区, 深耕深圳本土市场。重点土储项目-龙岗南岭村旧改已开展入户测绘, 整体申报登记率高达 99.03%。
- ❑ **城市服务业务类型多样, 全方位满足市场需求:** 公司城市服务涵盖城市基础设施管养服务、棚户区改造服务、商业运营服务、物业服务四大方面, 多点开花为政府与市场主体提供优质运营服务。2021 年, 高毛利率 (达到 37.32%) 物业租赁业务占比提高, 拉动板块整体盈利回升。
- ❑ **盈利预测及估值:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.2、32.8 和 60.1 亿元, 对应 EPS 为 1.19、1.75 和 3.21 元。我们以 NAV 的方式对公司资产进行重估, 在未将深圳南岭村旧改项目纳入计算的前提下, 保守得到公司每股 RNAV 为 12.80 元。公司当前股价 7.76 元, 对应折价率约 39%。考虑到公司可在完整的城市建设与服务产业链上持续发力, 并拥有优质土储布局及地方国资背景优势, 我们给予公司 2022 年 8 倍 PE 估值, 对应目标价 9.52 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 旧改项目推进速度不及预期; 需求修复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,269.3	30,858.3	44,752.3	72,920.9
(+/-)	35.88%	32.61%	45.03%	62.94%
归母净利润	1,933	2,218	3,277	6,006
(+/-)	30.09%	14.71%	47.75%	83.30%
每股收益 (元)	1.03	1.19	1.75	3.21
P/E	7.50	6.54	4.43	2.41

评级

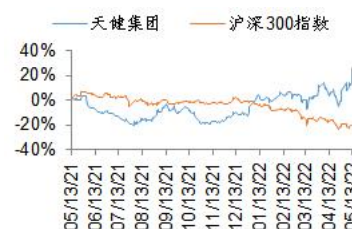
上次评级

当前价格

买入

首次评级

¥ 7.76



公司简介

深圳市天健(集团)股份有限公司于 1983 年成立, 1999 年在深圳交易所上市, 是深圳国资控股的上市公司。公司主营城市建设、综合开发、城市服务三大板块, 涉及房地产开发、工程施工、物业租赁、棚改服务等业务。截止 2021 年末, 注册资本 18.68 亿元, 总资产 598.24 亿元, 净资产 128.27 亿元。2021 年度营业收入 232.69 亿元, 利润总额 27.78 亿元。

相关报告

- 1 《地产新周期研究 1: 衣带渐宽终不悔, 如何判断调控和行情持续性?》2022.4.28
- 2 《华发股份深度: 稳行致远, “中而美” 国企典范》2022.4.20
- 3 《金融街跟踪报告: 深耕核心城市初心不变, 核心资产助力周期穿越》2022.4.18
- 4 《三部委联合通知, 支持房企向新发展模式转型》2022.4.12

报告撰写人: 杨凡

感谢关天彬对本报告的贡献

正文目录

1. 深圳国资控股，城市建设与服务的领军企业	5
1.1. 公司发展历史悠久，深度参与特区建设	5
1.2. 背靠国资建工平台，发挥全产业链优势	6
2. 城市建设：打造坚实基础，奠定绝对主业	7
2.1. 资质声誉领跑全国，业务模式灵活多样	7
2.2. 高度重视科技赋能，持续加大科研投入	8
2.3. 工程规模逐年扩大，施工承包模式为主	8
2.4. 业务结构优化升级，强化板块盈利能力	10
2.5. 深圳市场发展提速，工程板块迎新契机	11
3. 地产开发：手握优质土储，拉升总体毛利	13
3.1. 销售业绩首破百亿，毛利率处行业高位	13
3.2. 土储深耕深圳市场，基本包含居住业态	14
3.3. 公开拍地与旧改并举，多元增储保障持续供货	15
4. 城市服务：拓宽业务范围，全面满足市场	19
4.1. 业务构成类型多样，全面服务城市需求	19
4.2. 板块保持营收增长，物业租赁表现突出	20
5. 营收利润稳中有进，财务结构持续优化	21
5.1. 营收净利稳步增长，净利润率保持稳定	21
5.2. 三大主业齐头并进，广东市场贡献突出	21
5.3. 偿债能力有所改善，经营性现金流转正	22
6. 盈利预测	24
7. 估值和投资建议	27
8. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 公司城市建设板块主要资质	7
图 4: 2020-2021 年公司研发金额及占比变化	8
图 5: 2020-2021 年公司研发人员数量及占比变化	8
图 6: 2020-2021 年公司研发人员学历结构 (%)	8
图 7: 2020-2021 年公司研发人员年龄结构 (%)	8
图 8: 2017-2021 年公司城市建设竣工合同金额与项目数	9
图 9: 2017-2021 年公司城市建设在建合同金额与项目数	9
图 10: 2017-2021 年公司城市建设竣工项目合同金额占比 (%)	9

图 11: 2017-2021 年公司城市建设竣工项目数 (个)	9
图 12: 2017-2021 年公司城市建设在建项目合同金额占比 (%)	9
图 13: 2017-2021 年公司城市建设在建项目数 (个)	9
图 14: 工程总承包 (EPC) 与施工总承包的负责事项	10
图 15: 2021 年部分具备 EPC 特级资质的建筑龙头企业毛利率	10
图 16: 2017-2021 年公司竣工 EPC 项目合同金额	10
图 17: 2017-2021 年公司在建 EPC 项目合同金额	10
图 18: 2017-2021 年公司城市建设营业收入情况	11
图 19: 2017-2021 年公司城市建设毛利润与毛利率变化	11
图 20: 2004-2020 年一线城市建筑业 GDP 情况 (亿元)	12
图 21: 2020/2025 年深圳市建筑业总产值与增加值比较 (亿元)	12
图 22: 2018-2021 年公司房地产开发合约销售金额及增速	13
图 23: 2017-2021 年公司房地产开发合约销售面积及增速	13
图 24: 2021 年公司合同销售金额分布 (按城市; %)	13
图 25: 2021 年公司合同销售面积分布 (按城市; %)	13
图 26: 2017-2021 年公司房地产开发结算收入及增速	14
图 27: 2017-2021 年公司房地产开发毛利润与毛利率	14
图 28: 2021 年末公司在建项目计容面积占比 (按城市; %)	15
图 29: 2021 年末公司在建项目累计投资额占比 (按城市; %)	15
图 30: 2021 年公司总土储项目计容面积占比 (按城市; %)	15
图 31: 2021 年公司未结算项目建筑面积占比 (按城市; %)	15
图 32: 2021 年公司总土储项目计容面积占比 (按类型; %)	15
图 33: 2021 年公司未结算项目建筑面积占比 (按类型; %)	15
图 34: 天健集团 - 天健天骄效果图	16
图 35: 天健集团 - 天健天骄规划图	16
图 36: 2021 年深圳市龙岗区第一、二批平方公里级重点更新单元和重点利益统筹项目	17
图 37: 天健集团 - 南岭村项目基本情况	17
图 38: 天健集团 - 南岭村项目法定图则	17
图 39: 公司棚改、商业运营及物业服务布局	19
图 40: 城市基础设施管养分项项目数	20
图 41: 城市基础设施管养项目分项里程数	20
图 42: 城市服务主营业务近年营收变化	20
图 43: 城市服务各子业务收入占比变化 (%)	20
图 44: 2021 年公司项目出租建面的深圳区域分布 (%)	20
图 45: 2021 年公司项目出租建面的项目类型分布 (%)	20
图 46: 2017-2021 年公司营业收入及增长率	21
图 47: 2017-2021 年公司归母净利润及增长率	21
图 48: 2017-2021 年公司三项费用率情况	21
图 49: 2017-2021 年公司毛利率和净利率情况	21
图 50: 2017-2021 年公司三大业务营收占比情况	22
图 51: 2017-2021 年公司三大业务毛利率情况	22
图 52: 2017-2021 年公司营业收入 (按地区)	22
图 53: 2017-2021 年公司业务毛利率 (按地区)	22
图 54: 2017-2021 年公司“三道红线”情况	23

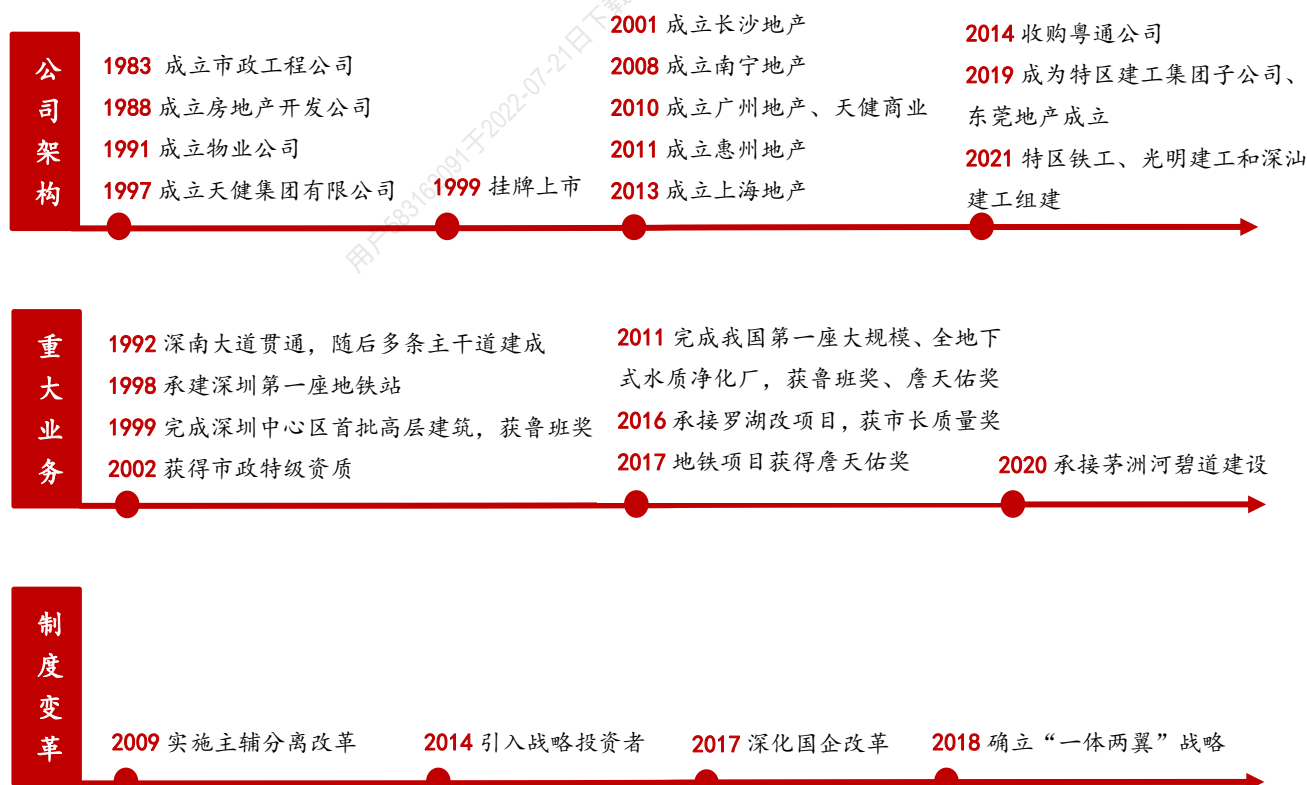
图 55: 2017-2021 公司现金总额及环比增速	23
图 56: 2017-2021 公司流动比率和速动比率情况	23
图 57: 2017-2021 公司现金流情况	23
表 1: 特区建工集团高管与天健集团关联	6
表 2: 公司下属企业总承包资质情况	7
表 3: 2021 年公司重大项目执行情况	11
表 4: 2021 年公司主要市政工程、房建及其他工程项目（按城市分）	12
表 5: 公司 2020 年披露的高毛利率项目在 2021 年的结算情况	14
表 6: 截至 2021 年末天健天骄（一期）销售情况	16
表 7: 南岭村社区附近楼盘	18
表 8: 公司 2020-2022 招拍挂项目数据	18
表 9: 2022-2024 年公司房地产项目结算面积和结算收入预测	24
表 10: 2022-2024 年公司分项业务收入预测	25
表 11: 公司盈利预测	26
表 12: 公司 RNAV 估值表	27
表 13: 可比公司建筑施工业务板块横向对比	28
表 14: 可比公司估值表	28
表附录: 三大报表预测值	29

1. 深圳国资控股，城市建设与服务的领军企业

1.1. 公司发展历史悠久，深度参与特区建设

深圳市天健(集团)股份有限公司(以下简称“天健集团”或“公司”)系深圳市国资控股上市公司、深圳市市长质量奖获奖单位,主营城市建设、综合开发、城市服务三大业务,拥有全产业链协同优势。公司前身可追溯至1983年。在近40年的发展历程中,公司经历以下三大发展阶段:**1) 立业初期奠定基础(1983-1991年)**:解放军基建工程兵302团于1982年底南下支持深圳建设,1983年集体转业并成立天健集团前身——深圳市市政工程公司(后更名为深圳市市政工程总公司);市政工程公司在1988年、1991年先后成立房地产开发公司与物业公司,为三大板块协同发展奠定基础;**2) 基建先锋勇担重任(1992-2009年)**:公司前身于20世纪90年代参与深圳多条城市主干道、第一座地铁站、中心区首批高层建筑等工程项目,2002年成为全国首批、华南首家获市政工程总承包特级资质的企业;天健集团于1997年正式成立,并于1999年7月21日挂牌上市;**3) 完成改革加速腾飞(2010年至今)**:公司治理方面,公司于2010年完成国企三项制度改革,2014年引入战略投资者,2015年集团导入卓越绩效管理体系,2019年成为深圳特区建工集团旗下核心企业;业务发展方面,公司从2010年到2019年相继成立惠州、上海、东莞的地产公司并收购粤通公司,于2018年确立“一体两翼”发展战略,往拥有全产业链服务能力的城市综合运营商方向发展,同年实现营收首次破百亿。

图 1: 公司发展历程

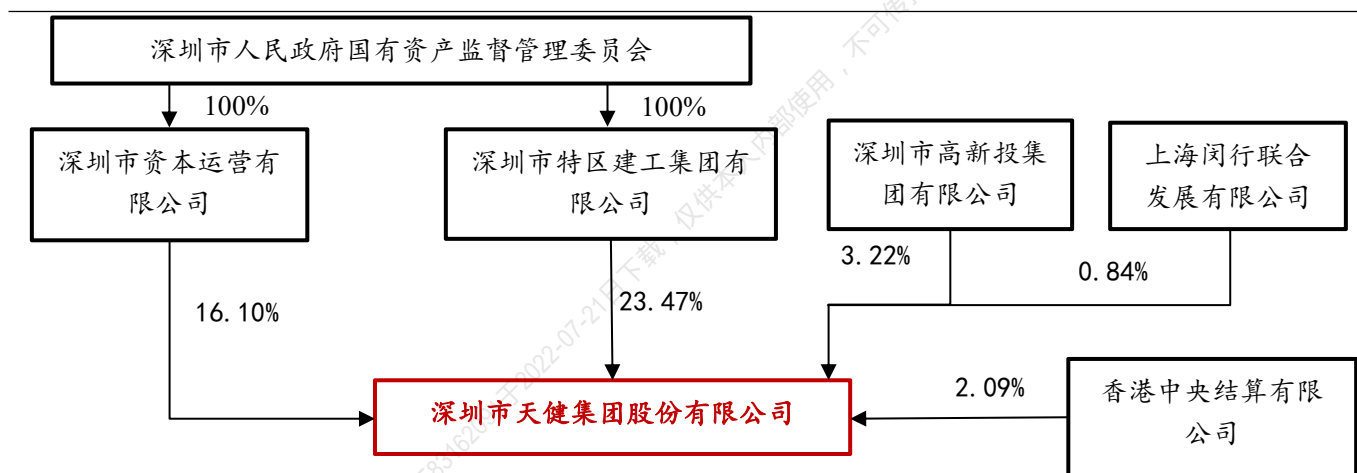


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

1.2. 背靠国资建工平台，发挥全产业链优势

特区建工唯一上市子公司，掌握全产业链一体化协同优势。深圳市特区建工集团有限公司（以下简称“特区建工集团”）是公司第一大股东，其持有天健集团 23.47% 股份。特区建工集团于 2019 年成立，是深圳市国资委为推动深圳建筑业高质量发展而组建的大型建工产业平台，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、建筑科技六大板块。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。特区建工集团“十四五”规划提出，到 2025 年末力争成为总资产、营收超千亿元的大型综合性建工产业集团。作为广东首家 5A 级设施维修保养单位和深圳市国资系统唯一具有城市基础设施全链条服务能力的企业，特区建工集团拥有市政、建筑施工总承包“双特级”等建筑业资质 150 余项，承担了深圳全市超 65% 道路、桥梁、隧道管养任务。公司是特区建工集团旗下 10 家二级企业中的唯一上市平台，且特区建工集团现任高管团队中的大部分人员均兼任或曾任公司管理要职。我们认为，凭借核心子公司的特殊地位，公司可依托特区建工集团在建工产业方面的强大资源整合能力，进一步完善自身在规划设计、建设、开发、运营、服务等方面的全产业链优势，向产业链高价值领域延伸。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司年报，浙商证券研究所；数据截至 2021 年 12 月末

表 1：特区建工集团高管与天健集团关联

姓名	特区建工集团任职	与天健集团关联
韩德宏	党委书记、董事长	曾任天健集团党委书记、董事长
宋扬	董事、党委副书记、总裁	现兼任天健集团党委书记、董事长
王培先	监事会主席、纪委书记	现兼任天健集团监事会主席、纪委书记
方东红	副总裁	曾任天健集团董事会秘书、副总裁
尹剑辉	副总裁	曾任天健集团副总裁
张心亮	董事、财务总监	曾任天健集团财务总监
李锋	副总裁	曾任天健地产集团总经理
江建	总工程师	曾任天健集团总工程师

资料来源：特区建工集团官网，浙商证券研究所

2. 城市建设：打造坚实基础，奠定绝对主业

2.1. 资质声誉领跑全国，业务模式灵活多样

深耕市场积累优势，打造城建领域驰名品牌。公司历经三十多年的市场竞争和发展，积累了涉及市政、公路、桥梁、房建、机电安装、轨道交通、水利水电等专业领域的多项资质，工程建设能力逐年提升。截至2021年，公司拥有各类资质94项，其中新增和升级建筑业企业资质21项。同时，公司在信用、管理、技术、设备等方面均积累了一定的优势，历年来荣获多项荣誉和奖项。其中，公司城市建设板块的核心子公司——深圳市市政工程总公司是全国首批获得市政总承包特级资质的三家企业之一、国家级高新技术企业。2021年，深圳市市政工程总公司荣获“2021年度广东省市政行业协会先进单位”、“2021年度广东省土木建筑科技创新先进企业”等称号。

表 2: 公司下属企业总承包资质情况

企业名称	总承包资质
深圳市市政工程总公司	市政公用工程施工总承包特级、公路工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级
深圳市天健第三建设工程有限公司	市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级
深圳市粤通建设工程有限公司	市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级
深圳市天健坪山建设工程有限公司	市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级
广东渝大建筑工程有限公司	市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级
深圳市深汕建工集团有限公司	市政公用工程施工总承包一级

资料来源：公司年报，浙商证券研究所；截至 2021 年末

图 3: 公司城市建设板块主要资质



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司可承接的工程业务模式多样。公司城市建设业务涵盖市政道路、市政管网、桥梁隧道等城市基础设施，水环境、园林绿化、路灯、高速公路等工程，工业与民用建筑工程、土石方、地基与基础工程等建筑工程，轨道交通工程等领域，主要业务模式包括**工程总承包（EPC）、施工总承包、代建制、PPP等模式。**从主要业务模式的定价机制

来看，城市建设业务属于充分竞争性行业，公司及下属企业主要通过招投标方式获取项目，采取市场化竞争定价模式。

2.2. 高度重视科技赋能，持续加大科研投入

研发费用持续提高，致力于为建筑工艺提效赋能。公司 2021 年加大了企业技术中心、沥青研究所、院士工作站、博士后工作站等创新平台的建设力度。同时，公司施工项目前期技术策划及科研攻关和新技术应用投入有较大增长。公司 2021 年研发投入 4.1 亿元，同比增长 191%；研发投入占营业收入比例 1.79%，同比提升 0.96pct。研发费用主要用于发展 BIM 技术以及建设博士后和院士工作站。

研发团队年轻化、高学历化，科研战斗力持续提升。公司 2021 年研发人数新增 90 多人。从 2017 年到 2021 年，公司研发员工数量不断增加。此外，研发人员中的本科以上学历人数占比由 72% 提升至 73%，30 岁以下人数占比由 44% 提升至 47%。我们认为，年轻化与高学历化趋势可以为公司提升研发水平、持续输出研发成果奠定良好基础。

图 4：2020-2021 年公司研发金额及占比变化



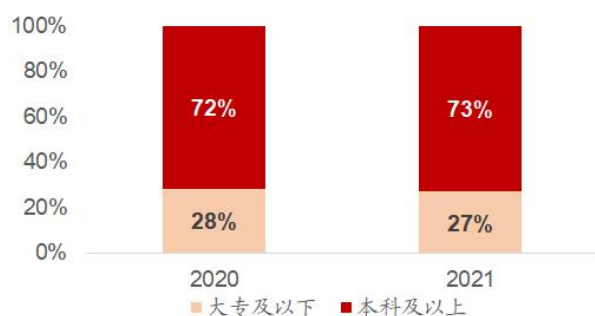
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 5：2020-2021 年公司研发人员数量及占比变化



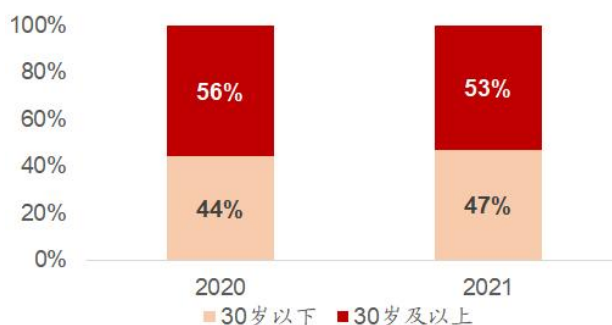
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 6：2020-2021 年公司研发人员学历结构 (%)



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 7：2020-2021 年公司研发人员年龄结构 (%)



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.3. 工程规模逐年扩大，施工承包模式为主

施工板块进入快车道，工程数量与合同金额均迅速提升。2021 年，公司新增多项 PPP、EPC、代建、施工总承包等各类工程，期末在建项目 219 项，对应合同金额 448.54

亿元,同比增长 34.7%;报告期内竣工项目 145 项,对应合同金额 113.38 亿元,同比增长 29.2%;报告期内新开工项目 180 项,对应合同金额 228.93 亿元,同比增长 96.7%。

图 8: 2017-2021 年公司城市建设竣工合同金额与项目数



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 9: 2017-2021 年公司城市建设在建合同金额与项目数



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

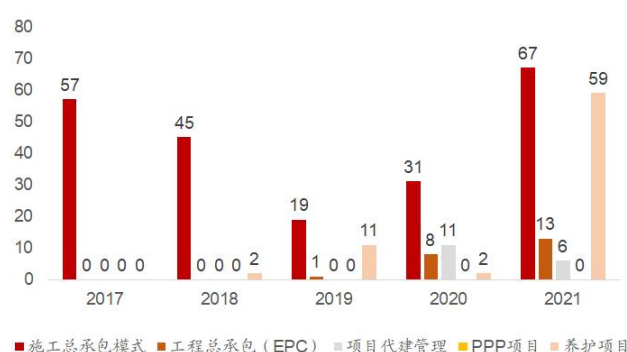
施工承包承担创收主力。业务构成方面, 施工承包近 3 年在合同金额及数量上均超过公司城市建设板块的 50%, 是该板块主要的创收模式。公司 2021 年施工承包竣工项目 67 项, 合同金额 71.38 亿元 (占比竣工项目的 63.0%), 确认收入 59.24 亿元; 施工承包在建项目高达 145 项 (相当于同期竣工项目的总和), 合同金额 368.00 亿元 (占比在建项目的 82.0%), 累计确认收入 159.07 亿元。

图 10: 2017-2021 年公司城市建设竣工项目合同金额占比 (%)



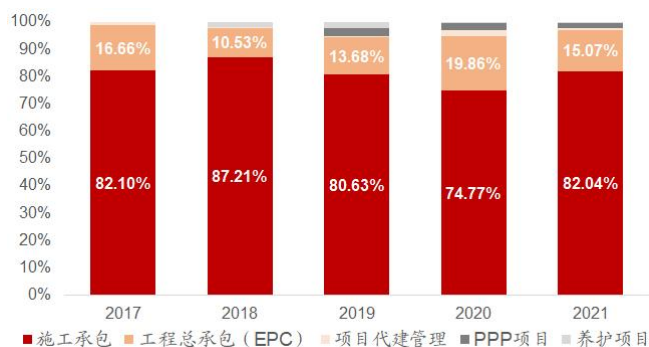
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 11: 2017-2021 年公司城市建设竣工项目数 (个)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 12: 2017-2021 年公司城市建设在建项目合同金额占比 (%)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 13: 2017-2021 年公司城市建设在建项目数 (个)

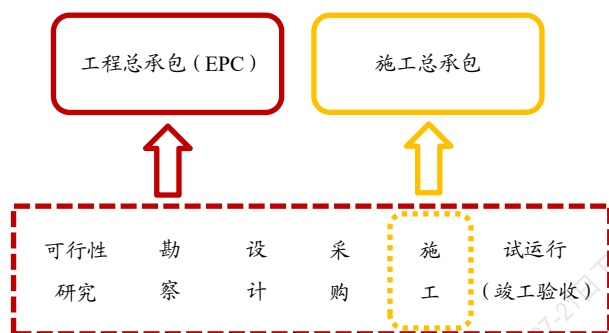


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2.4. 业务结构优化升级，强化板块盈利能力

积极布局 EPC 业务，拉动板块毛利水平提升。在 EPC 模式下，设计-采购-建造由一家工程公司总承包，相比于传统的施工总承包模式，对公司的管理能力提出更高要求。公司深耕建筑领域近 40 年，拥有市政公用工程施工总承包特级等多项资质以及众多技术人才（2021 年引进项目经理 150 余人，新增一级建造师 162 人，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，自有产业工人 2,700 余人），已形成开展 EPC 业务的技术积累。实践证明公司的 EPC 业务得到市场认可。近 5 年公司 EPC 竣工与在建项目的合同金额总体上呈上升趋势。**EPC 模式在流程管控和降本增效上具有更大优势，有利于带动公司毛利率提升。**建筑行业具备 EPC 特级资质的龙头企业毛利率水平普遍高于目前公司的城市建设板块，这意味着公司未来在坚持推进 EPC 业务的基础上，该板块的毛利率还有一定的上升空间。

图 14：工程总承包（EPC）与施工总承包的负责事项



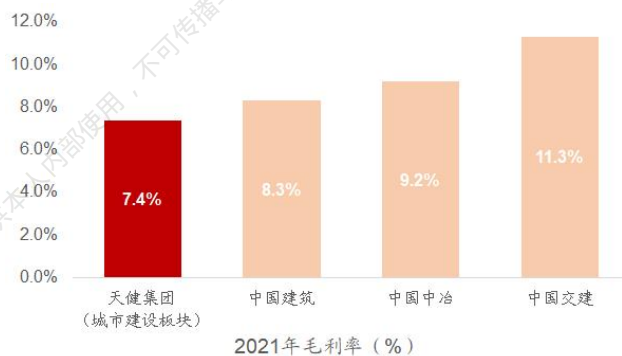
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 16：2017-2021 年公司竣工 EPC 项目合同金额



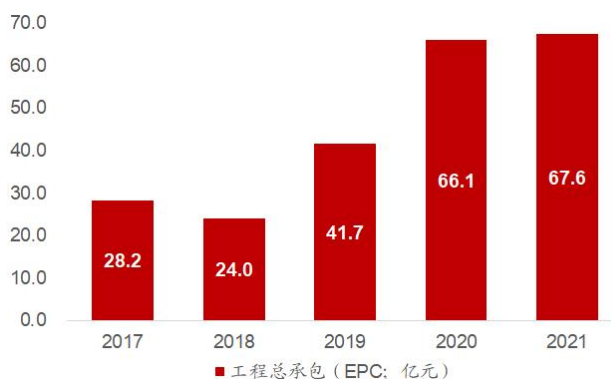
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 15：2021 年部分具备 EPC 特级资质的建筑龙头企业毛利率



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 17：2017-2021 年公司在建 EPC 项目合同金额

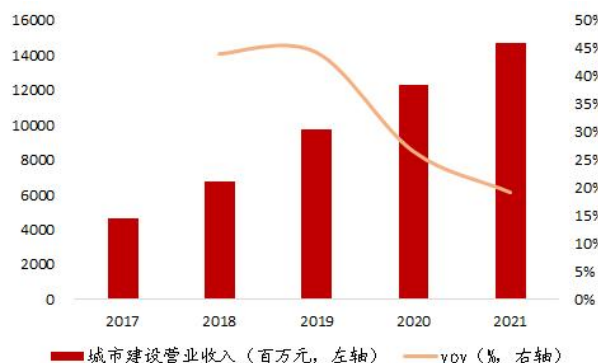


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

板块营收毛利同步提升。受益于承接工程业务规模持续扩大，2017-2021 年公司城市建设业务营业收入不断上升。此外，城市建设板块的业务毛利率也从 2017 年 5.8% 逐步提升到 2021 年 7.37%。我们认为，公司该板块毛利率的提升基于以下因素：1）持续

增加科研投入为赋能提效；2）积极转型相对高毛利率水平的 EPC 模式，逐步摆脱施工总承包模式下的低门槛激烈竞争。

图 18: 2017-2021 年公司城市建设营业收入情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 19: 2017-2021 年公司城市建设毛利润与毛利率变化



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2021 期末在建项目数量及金额结构优于当期竣工项目，工程营收水平有望持续提升。从单价上看，PPP 模式项目的单价最贵，其次是 EPC、施工承包、养护（属于城市服务板块业务），代建项目的合同单价最低。公司单价排名前三的工程模式（PPP 模式、EPC、施工承包）在 2021 年末的在建数量合计占比（74.4%）及金额合计占比（99.2%）均高于当期已竣工验收数量合计占比（55.2%）及金额合计占比（86.9%）。未来 1-2 年内随着 2021 年期末在建项目的陆续竣工交付，我们认为，公司城市建设板块的营收结构将进一步优化，营业收入有望持续提升。

表 3: 2021 年公司重大项目执行情况

项目类型	期内竣工验收项目					期末在建项目				
	数量 (个)	数量占 比 (%)	金额 (亿元)	金额占 比 (%)	单价 (亿元/个)	数量 (个)	数量占 比 (%)	金额 (亿元)	金额占 比 (%)	单价 (亿元/个)
PPP 项目	0	0.0%	0	0.0%	—	1	0.5%	9.29	2.1%	9.29
工程总承包 (EPC)	13	9.0%	27.12	23.9%	2.09	17	7.8%	67.58	15.1%	3.98
施工承包	67	46.2%	71.38	63.0%	1.07	145	66.2%	368.00	82.0%	2.54
养护项目	59	40.7%	14.77	13.0%	0.25	7	3.2%	1.71	0.4%	0.24
项目代建管理	6	4.1%	0.12	0.1%	0.02	49	22.4%	1.96	0.4%	0.04
合计	145	100.0%	113.38	100.0%	0.78	219	100.0%	448.54	100.0%	2.05

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.5. 深圳市场发展提速，工程板块迎新契机

发挥本地国企资源承揽优势，主要工程项目位于深圳本土。公司 2021 年披露的 40 个主要在建市政工程项目中，有 38 个位于深圳，数量占比高达 95%；同期的 10 个主要

竣工市政工程项目全部位于深圳。此外,公司 2021 年披露的主要房建及其他工程项目中,83%的在建项目位于深圳,40%的竣工项目位于深圳。

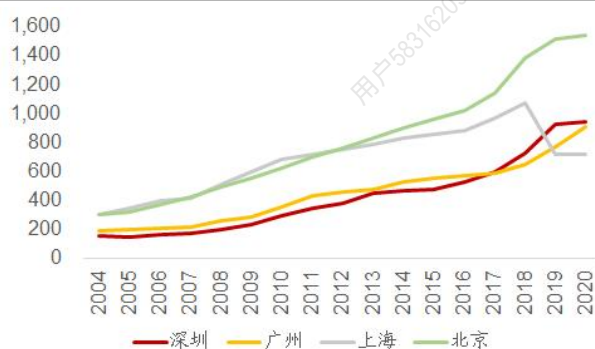
表 4: 2021 年公司主要市政工程、房建及其他工程项目(按城市分)

城市	主要市政工程				主要房建及其他工程			
	在建项目		竣工项目		在建项目		竣工项目	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例
深圳	38	95%	10	100%	15	83%	2	40%
非深圳地区	2	5%	0	0%	3	17%	3	60%
合计	40	100%	10	100%	18	100%	5	100%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

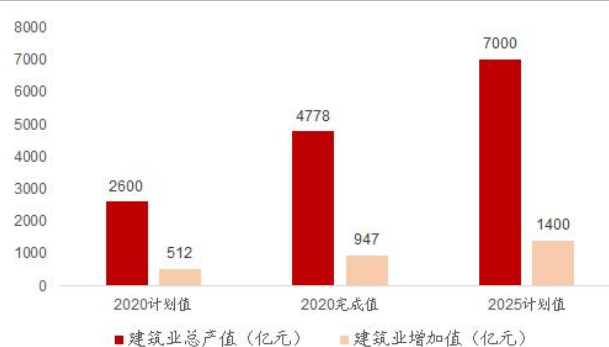
深圳建筑业“十四五”设立更高目标, 公司有望持续扩大在深工程规模。2020 年深圳建筑业 GDP 贡献 946.6 亿元, 在四大一线城市中排名第二; 2020 年深圳建筑业总产值达到 4778 亿元, 较 2015 年实现翻一番; 建筑业增加值 947 亿元, 位列全省第一。2022 年 5 月 12 日, 深圳市住建局与发改委联合发布《深圳市现代建筑业高质量发展“十四五”规划》, 提出“十四五”建筑业增加值计划达到 1400 亿元(较 2020 年目标值与完成值分别提升 173.4%和 47.84%), 约占 GDP 的 3.5%; 建筑业总产值达到 7000 亿元(较 2020 年目标值与完成值分别提升 169.2%和 46.50%)。以上数据说明, 深圳建筑业市场容量大, 且未来 5 年仍具有广阔的拓展空间。我们认为, 公司工程板块聚焦深圳本土市场, 有利于发挥本地国企背景优势, 承接本市大型重点工程, 持续提升工程板块在深圳市场的占有率。

图 20: 2004-2020 年一线城市建筑业 GDP 情况(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 2020/2025 年深圳市建筑业总产值与增加值比较(亿元)



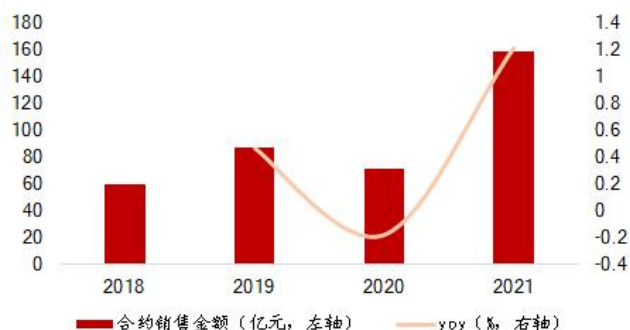
资料来源: 深圳市住建局官网, 浙商证券研究所

3. 地产开发：手握优质土储，拉升总体毛利

3.1. 销售业绩首破百亿，毛利率处行业高位

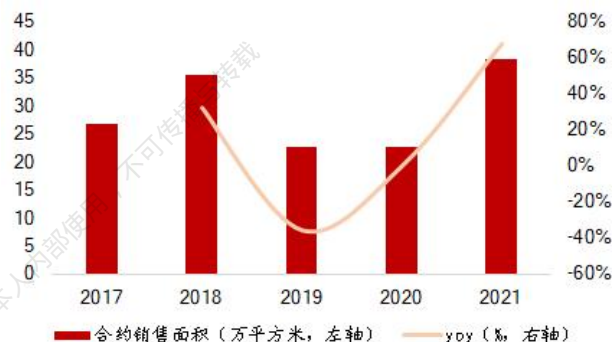
公司近4年的房地产业销售业绩呈震荡上升趋势。公司2021年实现房地产合同销售额158.8亿元，首次突破百亿大关，同比增长121.3%；实现房地产合同销售面积38.3万平方米，同比增长62.6%。高速增长的销售业绩主要归功于深圳区域的天健悦桂府（贡献销售额55.6亿元，占总销售额约35%）开盘大卖以及广州、长沙区域在售项目加推提速。此外，凭借深圳区域的天健天骄北庐（贡献销售额31.5亿元，销售均价146946元/平方米）及天健悦桂府（销售均价103389元/平方米）两个高单价项目的销售去化，公司2021年销售均价拉高至41482元/平方米，同比增长32%。

图 22：2018-2021 公司房地产开发合约销售金额及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

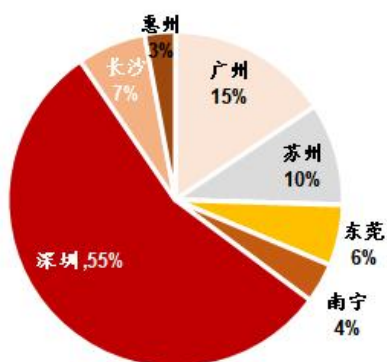
图 23：2017-2021 公司房地产开发合约销售面积及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

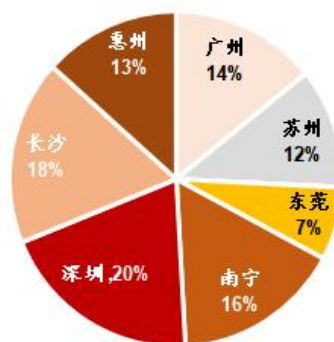
深圳大本营贡献过半销售金额。从城市分布来看，公司2021年销售业绩主要位于大湾区，在深圳的销售业绩最突出。深圳区域2021年销售额高达87.8亿元，占比全公司总销售额的55%；销售面积98.3万平方米，占比全公司总销售面积的20%。深圳区域的突出表现主要基于上述天健悦桂府和天健天骄北庐两个项目的贡献。2021年长沙、南宁区域在销售面积方面分别位列公司第二、三位（占比分别为18%和16%），但由于项目销售单价不及广州、苏州等区域，销售金额占比仅分别为7%和4%。

图 24：2021 年公司合同销售金额分布（按城市；%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 25：2021 年公司合同销售面积分布（按城市；%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

结算收入高速增长，毛利率承压但仍处行业高位。公司 2021 年房产结算收入 98.4 亿元，同比增加 42.2%，主要归功于深圳区域天健天骄北庐的首次结算（贡献结算金额 38.1 亿元，占总结算收入的 38.7%）以及广州区域天健云山府的结算提速（贡献结算金额 11.6 亿元，同比提升 368%，占总结算收入的 11.8%）。同期，公司房地产板块的毛利润持续走高（同比提升 8.0%），但毛利率由 2020 年的 47.38% 下跌至 35.96%，下跌原因主要在于 2020 年高毛利率的深圳天健天骄南苑（20 年毛利率 62.45%）、上海天健萃园（20 年毛利率 55.37%）以及惠州天健阳光花园一期（20 年毛利率 51.58%）在 2021 年即将进入竣工交付阶段，仅结算金额贡献占比合计不到 1%。克而瑞数据显示，51 家典型房企的 2021 年毛利率中位数跌破 20%，同比降低 4.4pct 至 19.3%。相比之下，公司房地产板块的毛利率虽然承压，但仍处于行业高位水平。

表 5：公司 2020 年披露的高毛利率项目在 2021 年的结算情况

区域	项目名称	2020 年毛利率	2021 年结算金额 (万元)	2021 年结算面积 (平方米)	2021 年后剩余可结算面积 (平方米)
深圳	天健公馆	42.11%	2,424	21,645	2,171
深圳	天健天骄南苑	62.45%	4,812	570	4,812
上海	天健萃园	55.37%	1,040	362	375
惠州	天健阳光花园一期	51.58%	1,747	2,471	1,323

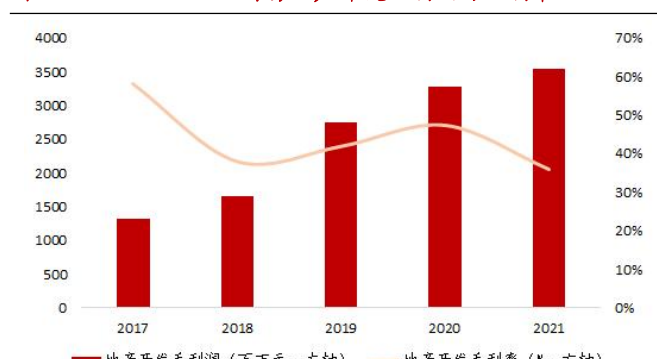
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 26：2017-2021 公司房地产开发结算收入及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 27：2017-2021 公司房地产开发毛利润与毛利率



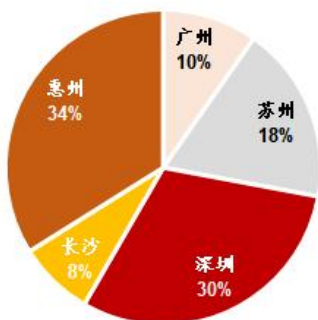
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.2. 土储深耕深圳市场，基本包含居住业态

重点投资深圳市场，权益比例高达 100%。2021 年公司在建、在售及储备等各类项目计容总建筑面积累计超过 268.99 万平方米；截止 2021 年末，公司未结算项目建筑面积为 145.64 万平方米，权益占比 100%。从区域上看，公司房地产开发业务重点投资深圳市场（2021 年末公司在深圳的在建项目累计投资额占比高达 62%），其他项目分布在南宁、长沙、惠州、广州、苏州、上海、东莞等城市。

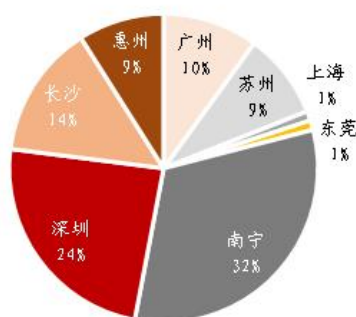
在手项目基本含居住业态，总体质量优越。从项目类型上看，公司房地产开发项目类型包括商住、综合、住宅、商写等多种业态，其中含居住业态的项目占比高达 99%。2021 年公司在上述项目业态上的建筑面积分布分别为 68%、16%、15%、1%。同期，公司在未结算项目建筑面积的上述项目类型上的分布分别为 62%、26%、11%、1%。

图 28: 2021 年末公司在建项目计容面积占比 (按城市; %)



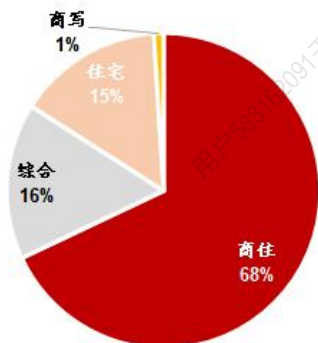
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 30: 2021 年公司总土储项目计容面积占比 (按城市; %)



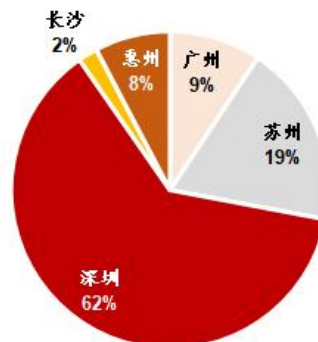
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 32: 2021 年公司总土储项目计容面积占比 (按类型; %)



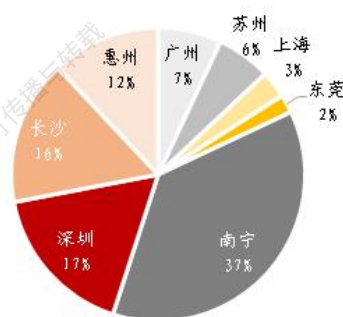
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 29: 2021 年末公司在建项目累计投资额占比 (按城市; %)



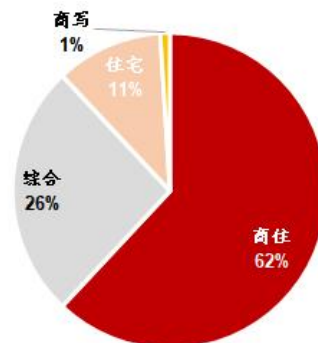
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 31: 2021 年公司未结算项目建筑面积占比 (按城市; %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 33: 2021 年公司未结算项目建筑面积占比 (按类型; %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.3. 公开拍地与旧改并举, 多元增储保障持续供货

1) 市场特点造就公司旧改能力。一方面, 深圳公开供地数量较少且竞争激烈, 2022 年深圳首轮集中供地仅有 8 宗地块, 且最终全部以封顶价成交; 另一方面, 深圳旧改 (包括城市更新、土地整备利益统筹模式) 起步早, 流程机制相对成熟, 市场化参与程度高。旧改项目涉及到产权确认、意愿征集、规划编制与报批、拆迁补偿方案制定与拆迁谈判等大量前期工作, 要求房企在本地拥有深厚的政府与业主关系。公司凭借深圳国资背景优势与长期深耕本地市场的经验, 与深圳各区政府及村股份公司领导班子建立起良好的合作关系, 在大本营储备多个旧改项目。公司重点旧改项目如下:

● 福田天健工业区城市更新项目（即现“天健天骄”）：

树立深圳核心区商住标杆，打造“天健”旧改名片。天健天骄项目位于福田区莲花街道，紧邻地铁景田站，与香蜜湖豪宅区仅一路之隔，拥有福田中心区的绝佳区位优势。项目总建面约 30 万平方米，其中住宅 19.9 万平方米（含配建保障性住房 2.9 万平方米），商业 1.1 万平方米，公共配套设施 9700 平方米（含 9 班幼儿园 2400 平方米，占地 2700 平方米）。项目于 2012 年纳入深圳第一批城市更新单元计划，自立项就被列为深圳市及福田区重大城市更新项目，项目一期（南苑和北筑）已分别于 2019 年、2020 年预售，目前分别剩 0.5 万平方米、6.6 万平方米尚未结转；二期独栋塔楼（西筑）目前处于在建阶段。公司近年房地产业的高速营收增长以及高毛利率，主要得益于该项目的贡献，其中 2019 年，公司房地产行业营收 65.6 亿元（YoY+49.93%），毛利率 41.91%，而天骄南苑营收 21.3 亿元，毛利率 62.73%；2020 年，天骄南苑营收更是到达 42.9 亿元，占当年房地产营收总额的 60%，毛利率高达 62.45%。

图 34：天健集团 - 天健天骄效果图



资料来源：搜房网，浙商证券研究所

图 35：天健集团 - 天健天骄规划图



资料来源：深圳房地产信息网，浙商证券研究所

表 6：截至 2021 年末天健天骄（一期）销售情况

项目名称	计容建筑 面积 (平方米)	开盘时间	可售面积 (平方米)	本期销售 面积 (平方米)	本期销售 金额 (万元)	销售均价 (元/平方米)	累计销售 面积 (平方米)	可售未售 面积 (平方米)	剩余货值 估算 (万元)
天健天骄南苑	80,577	2019 年	72,104	406	7,177	176,773	67,789	4,315	76,278
天健天骄北庐	126,355	2020 年	93,424	21,409	314,596	146,946	49,391	44,033	647,046
合计	206,932	—	165,528	21,815	321,773	—	117,180	48,348	723,324

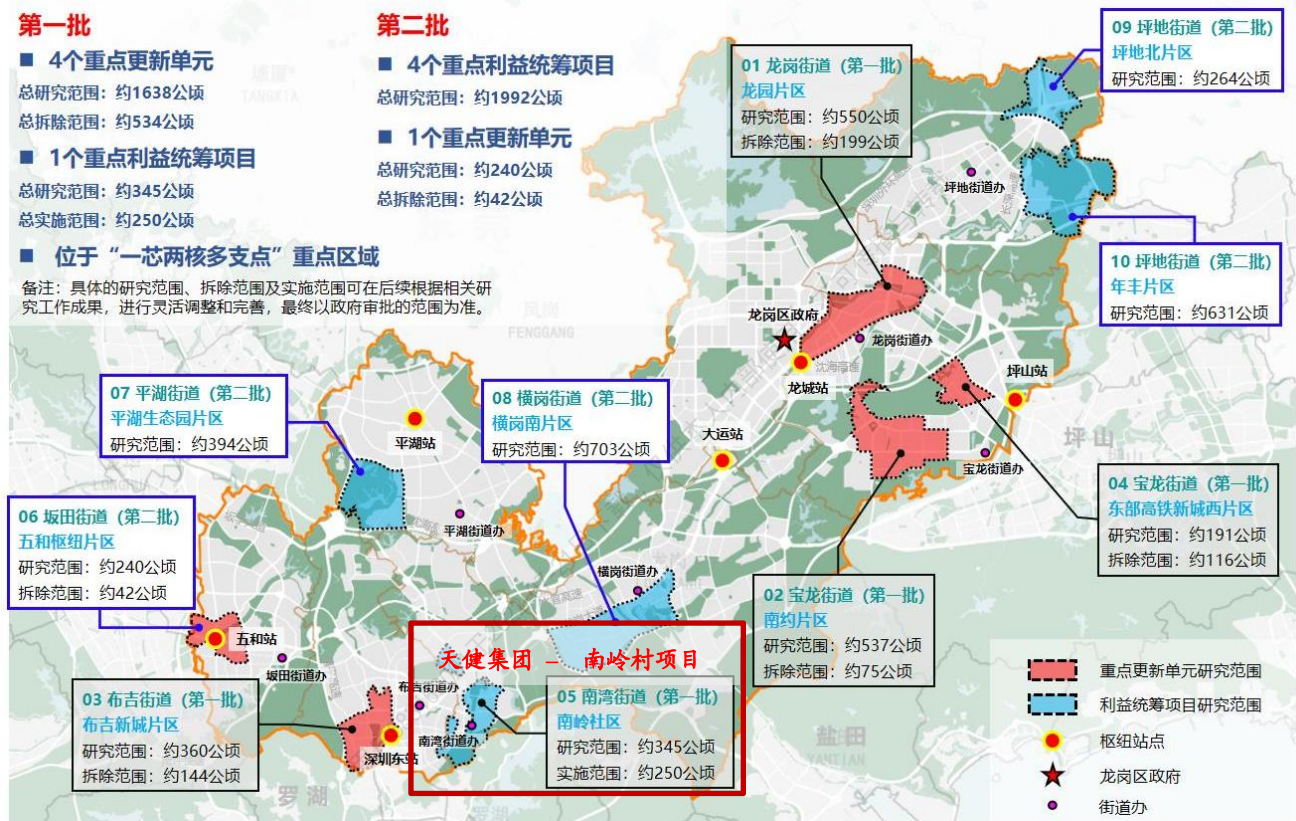
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

● 龙岗南岭村土地整备利益统筹项目

首次获取平方公里级旧改项目，推进工作进展顺利。2021 年深圳市龙岗区先后推出两批共计 10 个平方公里级的大型旧改项目，并进行前期服务商的招标工作。同年 5 月 24 日，公司顺利中标其中的南岭村社区土地整备利益统筹项目。截至 2022 年 3 月 28 日，项目入户测绘整体申报登记率达 99.03%，仅有 379 套房屋无人申报。

南岭村项目区位优势，体量巨大，开发价值高。南岭村社区位于深圳市龙岗区南湾街道南部，地处临近关内市区的优质地段，周边持续申报大规模城市更新项目，未来将有大型的商住楼盘入市。项目于2020年8月被纳入深圳市2020年度城市更新和土地整备计划。项目研究范围约345公顷，利益统筹实施范围约250公顷；现状总建筑面积约373万平方米，毛容积率约1.49；法定图则规划主要以居住、工业为主。项目周边学区商区密集，有众多中小学校区（南岭小学、沙西小学、布吉高级中学等），以及各种商业广场等商业场所。项目所在片区拥有生态资源-求水山公园，周围汇聚万科公园里、桂芳园等大量成熟楼盘，房价多数4-5万元/平方米之间。初步估算规划容积350万平方米以上，保守估计货值至少1600亿元，可为公司未来长期业绩增长奠定坚实基础。

图 36：2021 年深圳市龙岗区第一、二批平方公里级重点更新单元和重点利益统筹项目



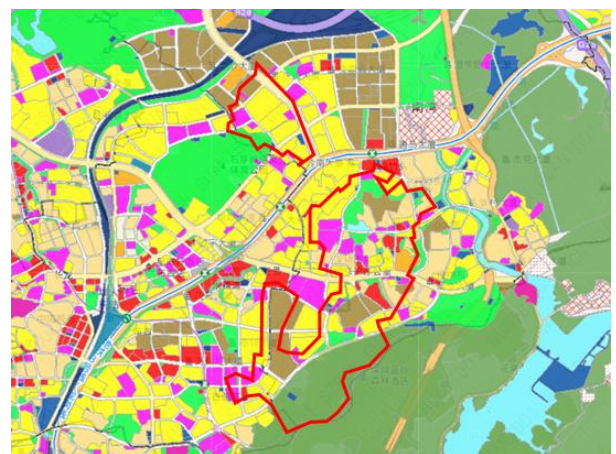
资料来源：深圳新闻网，浙商证券研究所

图 37：天健集团 - 南岭村项目基本情况



资料来源：深圳侨报，浙商证券研究所

图 38：天健集团 - 南岭村项目法定图则



资料来源：深圳法定图则，浙商证券研究所

表 7：南岭村社区附近楼盘

项目名称	建成时间	开发商	到南岭村步行距离（公里）	户型面积（m²）	楼盘均价（元/平方米）
合正丹郡	2015 年	合正房地产	1.4	49-158	40436
万科公园里三期	2015 年	万科	1.5	63-106	46259
桂芳园八期	2007 年	佳兆业	1.8	51-105	48500
中城康桥花园二期	2002 年	中城银浦房地产	2.2	59-89	41300
佳兆业可园七期	2009 年	佳兆业	3.2	76-125	49100
信义金御半山三期	2015 年	信义房地产	4	72-142	72678

资料来源：搜房网，浙商证券研究所

● 城市更新项目储备

罗湖金翠城市更新项目：该项目位于深圳罗湖老城区，拟拆除范围用地 3.61 万平方米，更新方向为新型产业、居住等功能。项目于 2019 年列入城市更新计划，已列入 2021 年度深圳市重大项目，公司正积极推动项目专项规划申报工作。

龙华华富工业区项目：该项目位于龙华区大浪街道产业升级重点片区，拆除重建用地面积预计为 5.29 万平方米，属于高高毛利率的“工改商住”类项目。目前已完成更新意愿征集与公示，正开展项目立项的预申报工作。

2) 公开市场拿地保障短期土储。公司近年在售的项目主要通过公开招拍挂方式获取，包括 2020 年在苏州吴江获取的 WJ-J-2020-017 地块（即清风和景雅苑项目，已于 2021 年开盘预售）、2021 年在深圳前海获取的 T201-0157 地块（将作为一路之隔的天健悦桂府的二期项目）以及 2022 年在深圳坪山石井获取的 G12314-8035 地块。近年来，在大部分旧改土储尚未达到供地阶段的背景下，公司每年均通过积极参与公开市场招拍挂获取至少 1 个项目，可以保障工程与销售的正常运转。

表 8：公司 2020-2022 招拍挂项目数据

区域	地块名称	竞得时间	土地面积 (万平方米)	计容建面 (万平方米)	成交地价 (亿元)	名义楼面价 (元/平方米)
苏州	吴江 WJ-J-2020-017 地块 (备案名：清风和景雅苑)	2020 年 6 月	5.78	6.94	12.55	18074
深圳	前海 T201-0157 地块	2021 年 9 月	2.31	12.63	52.41 (另配建 2.8 万方人才房)	41496
深圳	坪山 G12314-8035 地块	2022 年 4 月	7.62	23.36	25.76 (另配建 4.2 万方人才房)	11027

注：名义楼面价=成交地价/计容建筑面积，尚未考虑配建面积产生的建筑成本。

资料来源：政府官网，公司年报，浙商证券研究所

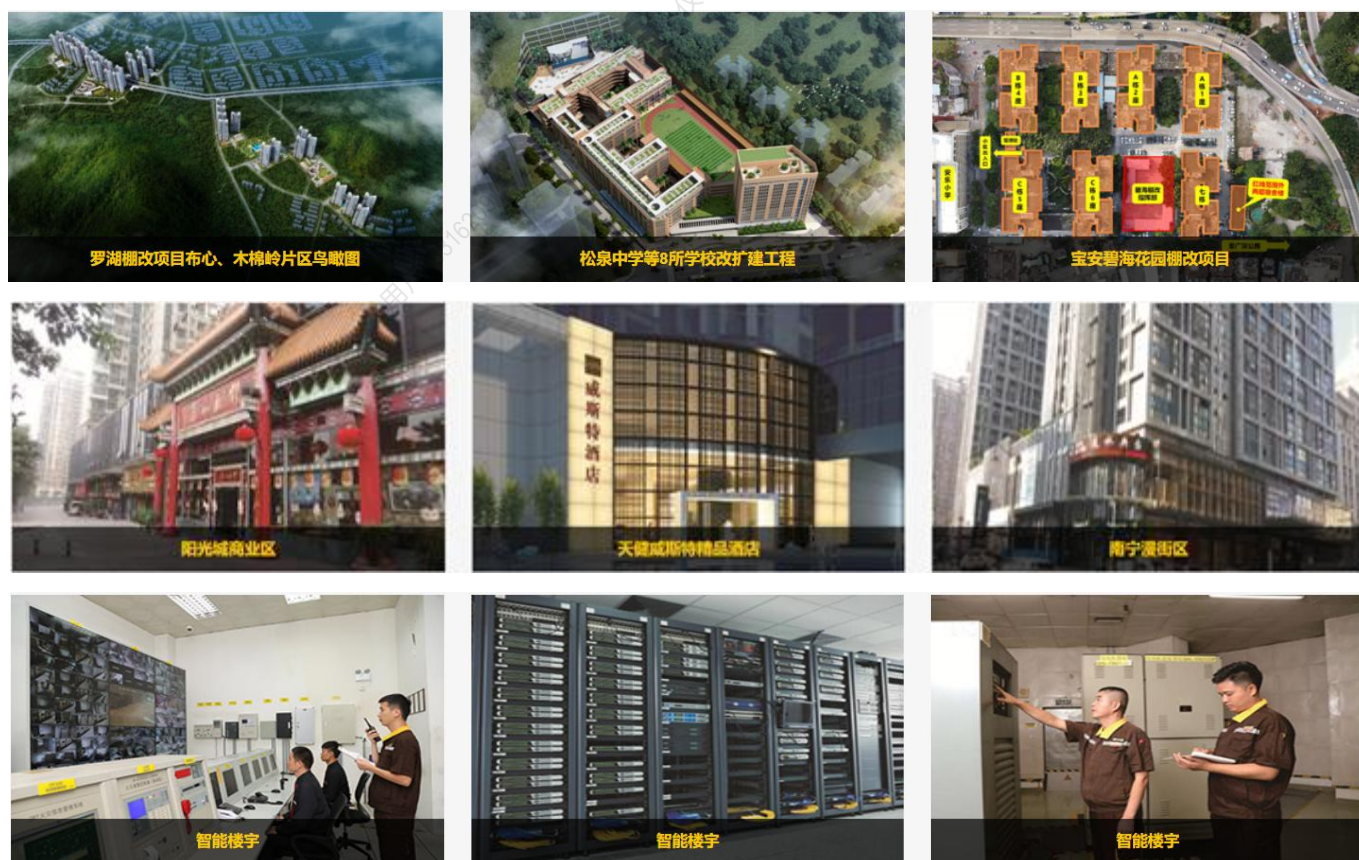
4. 城市服务：拓宽业务范围，全面满足市场

4.1. 业务构成类型多样，全面服务城市需求

四项业务一体协同，合力延伸产业价值。城市服务业务是公司城市建设与综合开发产业链的价值延伸，涵盖棚户区改造服务、商业运营服务、物业服务、城市基础设施管养服务四大方面，在服务政府与市民、品牌提升、产业协同等方面发挥了重要作用：

1) 棚户区改造服务：公司 2021 年共拓展落地 9 个服务类项目，推进 3 个实施主体项目。罗湖棚改项目已圆满完成涉及 8,240 户当事人的安置房选房工作，其中布心片区 04 地块顺利完成首批回迁安置房入伙工作，剩余 5 个回迁地块建设正按照节点工期全力推进中，将于 2022 年底前完成全部回迁房按期交付任务。碧海花园棚改项目签约率达 100%，搬迁交房率达 100%，目前已完成房屋拆除；**2) 商业运营服务：**公司 2021 年大力提升商业运营能力、提高商业运营效益，租金收缴率达 96%；同时，以市场化能力建设为抓手，持续提高商业策划能力，完成天健众创空间策划设计，加快落地集创业孵化、资管投融、政企服务三位一体的产业运营服务体系；**3) 物业服务：**公司 2021 年物业服务新增物业管理项目 82 个，面积 448.07 万平方米，业务覆盖全国 27 个城市，管理费收缴率 95.05%；**4) 城市基础设施管养服务：**公司 2021 年承接养护道路 1,854 条，桥梁 926 座，里程 2,222.78 公里；设施维护道路 4,466 条，里程 3,360.47 公里；隧道管养单洞 50 个，总长 56.1 公里。

图 39：公司棚改、商业运营及物业服务布局



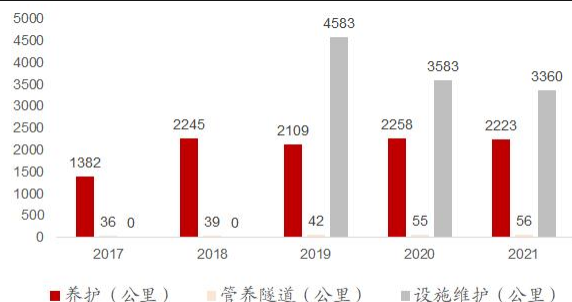
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 40: 城市基础设施管养分项项目数



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 41: 城市基础设施管养项目分项里程数



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

4.2. 板块保持营收增长, 物业租赁表现突出

板块发展步入正轨, 业务营收同比提升。2021 年, 城市服务板块营业收入 12.25 亿元, 同比增长 17.1%, 继 2020 年保持增长趋势。其中, 物业租赁收入为 3.99 亿元, 同比增加 31.23%, 占城市服务收入占比 32.57%, 较 2020 年提升 3.5pct。

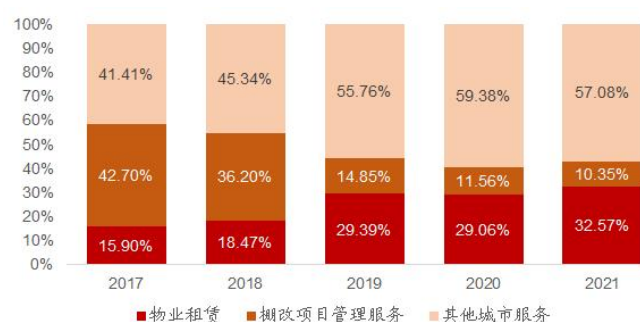
物业租赁占比提升, 业务收入结构优化。高利润率的物业租赁收入占比整体上逐年上升, 棚改业务的收入占比逐年下降。公司 2021 年物业租赁毛利率为 37.3%, 为公司城市服务板块中毛利率水平最高的分项, 对板块整体毛利率起到拉升作用。目前公司出租物业建面合计 24.84 万平方米, 主要布局在深圳福田、南山和龙华; 出租物业类型主要为办公楼及配套、工业厂房及配套。

图 42: 城市服务主营业务近年营收变化



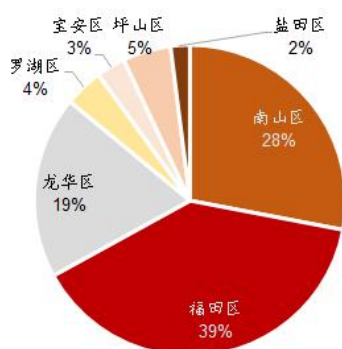
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 43: 城市服务各子业务收入占比变化 (%)



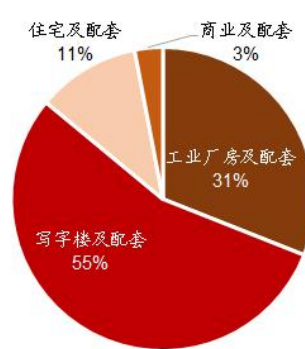
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 44: 2021 年公司项目出租建面的深圳区域分布 (%)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 45: 2021 年公司项目出租建面的项目类型分布 (%)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

5. 营收利润稳中有进，财务结构持续优化

5.1. 营收净利稳步增长，净利润率保持稳定

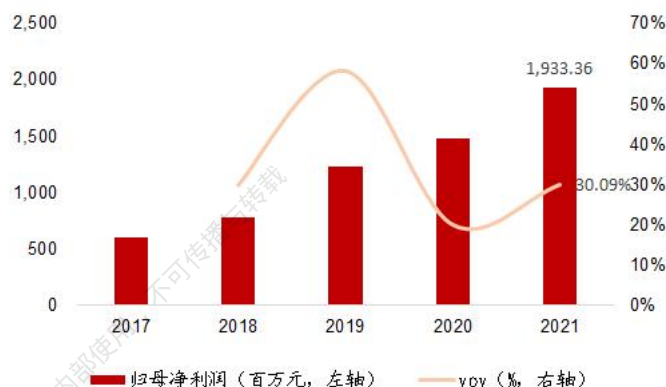
营业收入与归母净利润保持高速增长。净利得益于各板块业绩齐头并进，公司近5年的营业总收入和归母净利润均保持增长态势。2017-2021年公司营业收入复合增长率高达36%，其中2021年实现营业总收入232.7亿元，同比增加35.9%；同期实现归母净利润19.3亿元，同比增加30.1%。

图 46: 2017-2021 公司营业收入及增长率



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

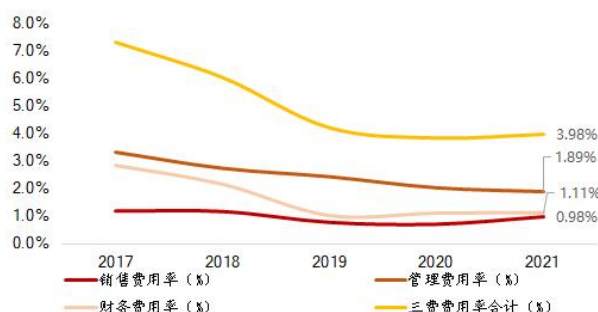
图 47: 2017-2021 公司归母净利润及增长率



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

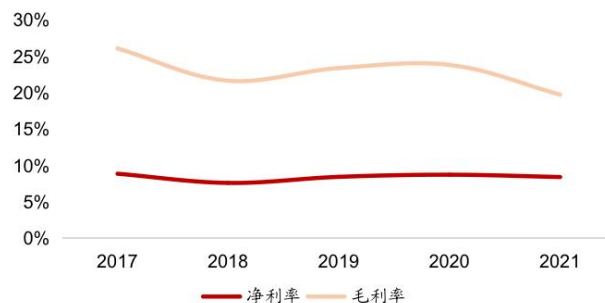
公司近5年三项费用率总体呈下降趋势。2021年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.98%、1.89%、1.11%，三项费用率合计为3.98%。虽然公司近5年的总体毛利率波动下行，但得益于三项费用下降的抵消效果，公司净利率水平保持相对稳定。2021年，公司销售毛利率和销售净利率分别为19.7%和8.39%。

图 48: 2017-2021 公司三项费用率情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 49: 2017-2021 公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

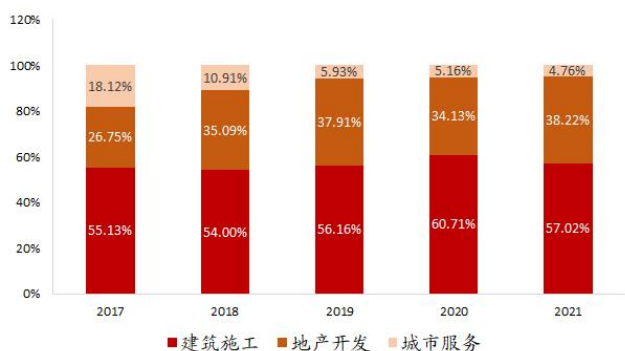
5.2. 三大主业齐头并进，广东市场贡献突出

施工业务收入份额最大，无惧楼市下行压力。从业务分项上看，工程施工业务收入长期占据公司总营收的50%以上，例如公司2021年工程施工营业收入146.77亿元(合

并抵消前的数据)，占比高达 57.0%，体现出公司与以开发销售为核心主业的典型房企之间存在结构差异。在房地产市场总体趋冷的背景下，市政工程的建设并未受到明显的负面影响。相反，为提振经济、拉动就业，政府或加大基础设施建设的投资力度，进而拉动公司工程施工业务的营收增长。

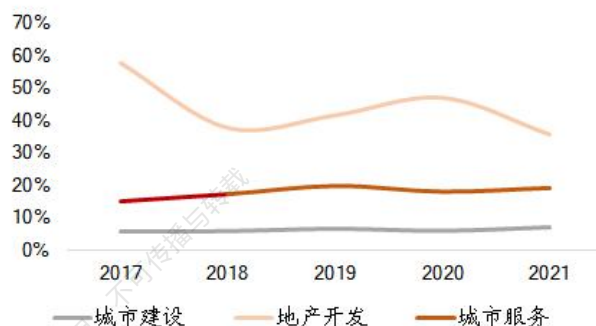
房地产销售、物业租赁毛利率贡献突出，平衡工程施工板块的盈利水平。公司各项业务中，房地产销售与物业租赁的毛利率贡献最高，2021 年分别达到 35.96%和 37.32%，远高于工程施工、棚改项目管理服务、其他业务的毛利率 7.37%、11.55%、10.62%。

图 50：2017-2021 年公司三大业务营收占比情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

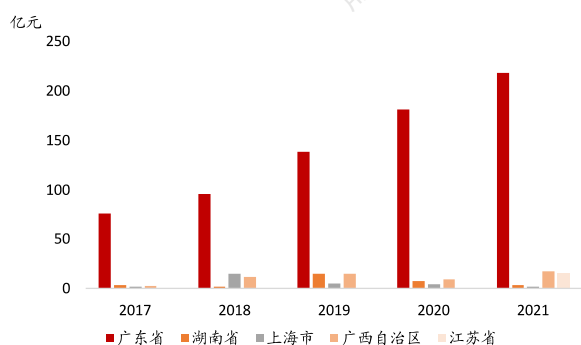
图 51：2017-2021 年公司三大业务毛利率情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

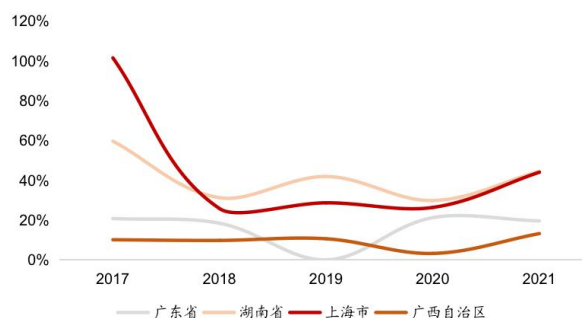
广东营收份额高，湖南、上海业务毛利率高。2021 年分地区来看，公司在广东省、湖南省、上海市、广西壮族自治区、江苏省的营业收入分别为 217.61 亿元、3.44 亿元、1.81 亿元、17.57 亿元、15.56 亿元。上述各地区的业务毛利率分别为 19.55%、44.46%、44.03%、13.19%、8.45%。

图 52：2017-2021 年公司营业收入（按地区）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 53：2017-2021 年公司业务毛利率（按地区）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

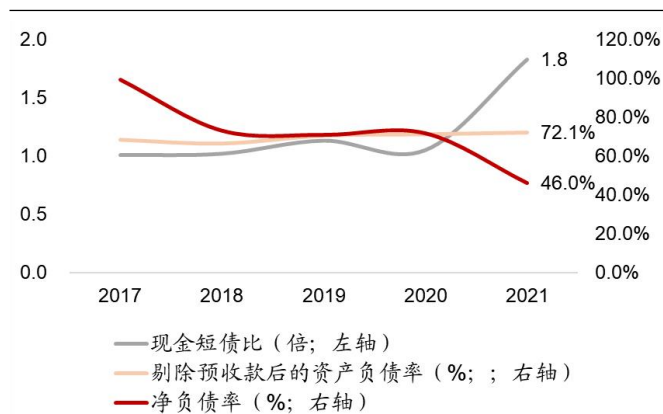
5.3. 偿债能力有所改善，经营性现金流转正

融资渠道通畅，融资成本区间下降，公司作为特区建工重要子公司，融资渠道通畅。公司 2021 年授信规模增加 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。

同时,公司融资成本也取得下降。公司 2021 年末银行贷款融成本区间为 3.0%-4.99%, 低于 2020 年的 3%-5.46%; 债券融资成本区间为 2.9%-4.45%, 同样低于 2020 年的 2.99%-5.96%。

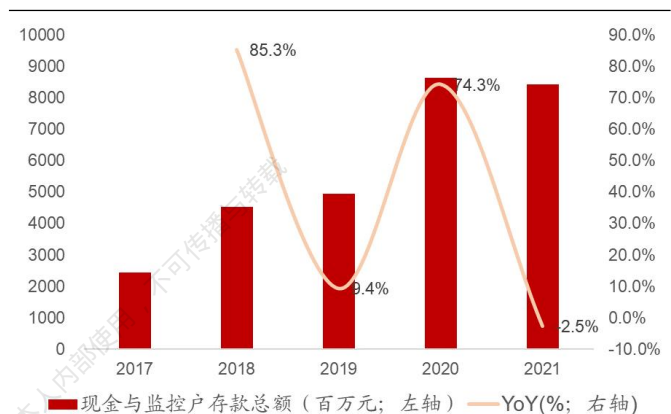
“三道红线”数据接近全面达标, 现金流动性提升。公司 2021 年“三道红线”指标均有所好转, 其中剔除预收款的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 72.1%、46.0%、1.8 倍, 均相较 2020 年有所改善, 仅一道红线尚未转绿; 2021 年末现金总额高达 84 亿元, 相较于 2017 年提升 244.4%。同时, 公司短期偿债能力也震荡上行。公司 2021 年速动比率为 0.61 倍。同期, 公司经营活动产生的现金流量净额转正, 为 10.7 亿元。

图 54: 2017-2021 公司“三道红线”情况



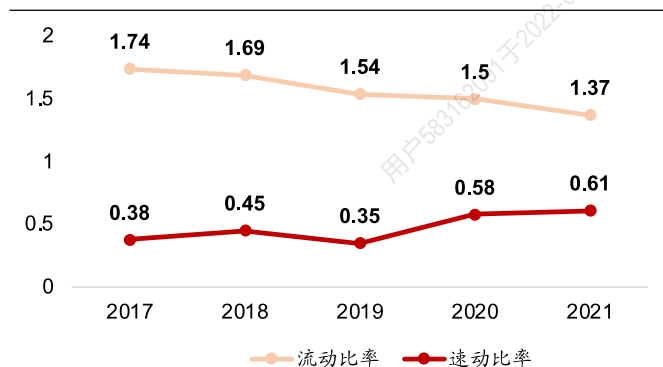
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 55: 2017-2021 公司现金总额及环比增速



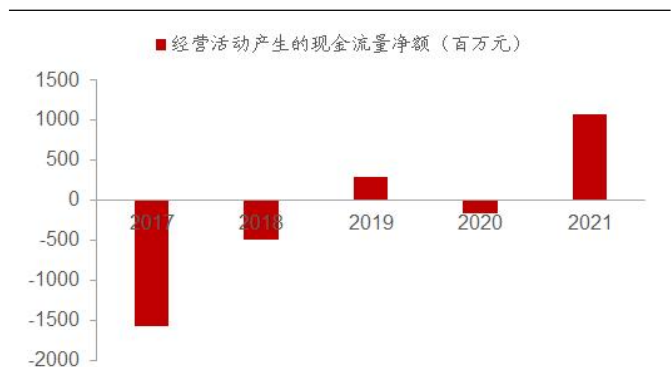
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 56: 2017-2021 公司流动比率和速动比率情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 57: 2017-2021 公司现金流情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

6. 盈利预测

公司 2021 年 232.69 亿元营业收入中，约 57.0%来自于工程施工，38.22%来自于房地产业，另外物业租赁、棚改项目管理服务及其他城市服务业务分别贡献约 1.6%、0.5%、2.7%。我们对各分项业务的营收假设如下：

- 1) **房地产业：**根据 2021 年报项目清单，可以预见公司未来 3 年内的大部分开发项目为住宅项目，而住宅开发属于快周转类业务。我们假设工程启动后 1 年内可达到销售条件，2-4 年内实现竣工验收和营收结转，预测得到公司在 2022-2024 年期间结转面积分别为 27.8 万平方米、39.3 万平方米和 91.75 万平方米。金额方面，考虑到公司项目大部分位于大湾区和长三角地区，即使在全国市场总体承压的情况下，公司项目所在区域市场需求可支撑销售均价维持稳定并略有上涨，我们根据 2020-2021 年各项目的销售均价合理假设 2022-2024 年的结转单价也呈现上涨趋势，对应结转收入分别为 122 亿、190 亿和 377 亿元。

表 9：2022-2024 年公司房地产项目结算面积和结算收入预测

区域	项目	2022 年结算面 积（万平方米）	2023 年结算面 积（万平方米）	2024 年结算面 积（万平方米）	2022 年结算收 入（百万元）	2023 年结算收 入（百万元）	2024 年结算收 入（百万元）
深圳	坪山 G12314-8035 宗地	0.00	0.00	17.21	0.00	0.00	6647.56
	前海 T201-0157 地块 (悦桂府二期)	0.00	8.85	0.98	0.00	9148.68	1047.02
	天健天骄二期	0.00	0.00	1.17	0.00	0.00	1708.11
	天健公馆	0.17	0.00	0.05	249.06	0.00	74.78
	天健天骄南苑	0.44	0.04	0.00	469.94	71.77	0.00
	天健天骄北庐	2.80	2.14	1.65	3217.97	3145.96	2499.91
	天健悦桂府	5.38	0.42	0.00	5559.22	437.96	0.00
	深圳西丽汽车城项目	0.00	0.00	17.92	0.00	0.00	12919.60
成都	天府新区华阳街道香山村 二、三、四组	0.00	0.00	4.76	0.00	0.00	1324.03
广州	天健汇	0.27	0.17	0.00	71.26	44.37	0.00
	天健云山府	0.37	1.66	0.38	233.00	1090.01	258.58
	天健天玺花园	0.71	2.77	2.11	281.30	1159.89	908.41
	天健东玥台	0.74	0.81	1.88	166.30	180.17	433.01
惠州	天健阳光花园一期	0.05	0.08	0.00	5.84	5.95	0.00
	天健书香名邸	7.76	4.83	0.07	682.08	445.94	6.84
东莞	天健阅江来	0.94	0.13	0.00	319.94	44.00	0.00
上海	天健萃园	0.04	0.00	0.00	9.80	0.00	0.00
	天健浦荟大楼	0.16	0.00	0.00	89.47	0.00	0.00
苏州	山棠春晓	0.00	2.38	1.06	0.00	983.27	452.09
	清枫和苑	0.00	1.73	4.46	0.00	467.89	1246.48
	清风和景雅苑	0.00	0.34	7.52	0.00	106.45	2458.34
	吴江区太湖新城龙河路北 中山南路西地块	0.00	0.00	14.71	0.00	0.00	3788.13
长沙	云麓府项目	0.00	0.00	2.50	0.00	0.00	328.37
	天健城	0.44	6.82	5.21	89.96	1053.36	829.55

	天健西班牙小镇	0.26	0.62	2.52	17.02	30.29	127.36
南宁	天健城	3.83	2.92	3.37	381.85	309.34	368.25
	天健和府	3.42	2.70	2.20	324.16	267.22	224.42
	合计	27.78	39.40	91.75	12168.16	18992.51	37650.87

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) **建筑施工**：根据特区建工集团“十四五”发展战略规划以及天健集团“十四五”规划纲要，特区建工集团力争到 2025 年末成为总资产、营收超千亿元的大型综合性建工产业集团。2021 年特区建工集团实现营业收入 300.2 亿元。假设到 2025 年特区建工集团营业收入达到 1000 亿元，对应 2022-2025 年营业收入年复合增长率约 35%。公司是特区建工集团的核心子公司，2021 年为母公司营收贡献超 60%。我们认为，公司在建筑施工领域的营收增长将与特区建工集团保持同步，即假设公司该部分业务的 2022-2024 年收入同比增速为 35%。

3) **物业租赁、棚改项目管理服务、其他业务**：我们预计该部分业务 2022-2024 年收入同比增速为 10%。

4) **内部抵消收入**：我们假设该部分同比增速为 0%。

毛利率方面，考虑到高毛利率的天健天骄项目随着开发的推进，未来 3 年内的结转面积逐渐减少，同期的其他可结转项目大部分以公开招拍挂的方式获得，毛利率水平相对较低。加上受市场下行以及疫情反复的综合影响，我们预计公司房地产结转毛利率有可能进一步承压。工程施工方面，考虑到公司拥有市政总承包特级资质、公路及建筑工程总承包一级资质等行业领先优势，以及近年来在 BIM 等建筑科技方面的持续研发投入，我们认为工程施工的毛利率在未来 3 年内仍有上升的空间。我们预计物业租赁、棚改服务及其他城市服务业的毛利率维持稳定。

表 10：2022-2024 年公司分项业务收入预测

	业务分项	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产业	收入（百万元）	6,917.1	9,838.6	12,168.2	18,992.5	37,650.9
	YoY（%）	5.42%	42.24%	23.68%	56.08%	98.24%
	毛利率（%）	47.38%	35.96%	33.00%	32.00%	31.00%
工程施工	收入（百万元）	12,305.9	14,677.1	19,814.0	26,748.9	36,111.1
	YoY（%）	26.62%	19.27%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率（%）	6.09%	7.37%	7.40%	7.70%	8.00%
物业租赁	收入（百万元）	304.0	398.9	438.8	482.7	531.0
	YoY（%）	0.76%	31.23%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	35.71%	37.32%	38.00%	38.00%	38.00%
棚改项目管理服务	收入（百万元）	121.0	126.7	139.4	153.3	168.6
	YoY（%）	-20.67%	4.72%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	22.64%	11.55%	10.00%	10.00%	10.00%
其他城市服务业	收入（百万元）	621.2	699.1	769.0	845.9	930.5
	YoY（%）	8.51%	12.54%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	7.10%	10.62%	10.00%	10.00%	10.00%

内部抵销收入	收入(百万元)	(3,144.4)	(2,471.1)	(2,471.1)	(2,471.1)	(2,471.1)
	YoY (%)	19.03%	-21.41%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	4.08%	10.66%	10.00%	10.00%	10.00%
总计	总收入(百万元)	17,124.7	23,269.3	30,858.3	44,752.3	72,920.9
	YoY (%)	16.77%	35.88%	32.61%	45.03%	62.94%
	毛利率 (%)	23.82%	19.74%	17.80%	18.26%	20.06%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上, 我们预计 2022-2024 年公司将分别实现归母净利润 22.2 亿元、32.8 亿元、60.1 亿元, 则公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.19 元、1.75 元、3.21 元。

表 11: 公司盈利预测

盈利指标	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入(百万元)	23,269.3	30,858.3	44,752.3	72,920.9
二、营业成本(百万元)	18,675.9	25,366.1	36,578.7	58,295.7
三、毛利润(百万元)	4,593.4	5,492.2	8,173.5	14,625.2
四、营业利润(百万元)	2,807.7	3,208.9	4,724.4	8,644.6
五、利润总和(百万元)	2,777.8	3,179.0	4,694.5	8,614.7
减: 所得税(百万元)	826.2	940.2	1,386.8	2,551.6
六、净利润(百万元)	1,951.6	2,238.8	3,307.8	6,063.1
减: 少数股东损益(百万元)	18.3	21.0	31.0	56.8
七、归母净利润(百万元)	1,933.4	2,217.8	3,276.8	6,006.3
股本(百万股, 全年加权平均)	1869	1869	1869	1869
每股收益(元/股)	1.03	1.19	1.75	3.21

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7. 估值和投资建议

1) 开发物业：NAV 估值

根据披露公告，公司截至 2022 年 5 月 15 日土地储备计容总建面合计 350.24 万平方米（未含深圳南岭村等尚处于前期阶段的旧改项目）。我们采用 NAV 模型对公司资产进行价值重估，在未将深圳南岭村旧改项目纳入计算的前提下，保守得到公司每股 RNAV 为 12.80 元。公司当前股价 7.76 元，对应折价率约 39%。

南岭村旧改项目所处区位优势，体量巨大，我们保守测算货值至少 1600 亿元。我们认为，如考虑南岭村项目在的优质旧改项目转化释放，可对公司的业绩和净资产形成进一步推动作用，则公司当前股价的折价率可更高。

表 12：公司 RNAV 估值表

WACC	8.50%
房地产开发业务净资产增加值（百万元）	14185.77
净负债（百万元）	3091.50
2021 年净资产账面价值（百万元）	12826.52
RNAV（百万元）	23920.79
股本（百万股）	1868.55
每股 RNAV（元）	12.80

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 相对估值：

房地产开发板块，我们选取大中型国央企开发商以及具有地方国资背景的典型复合类房企作为可比公司。相较可比公司，天健集团旧改土储质优量足，支撑公司毛利率处于行业高位，随着后续核心旧改项目的转化，公司收入和毛利有望再上新台阶。当前可比公司 2022 年平均 PE 为 8.68 倍。

建筑施工板块，我们选取安徽建工、中国电建、中国交建三家同样拥有国企背景的建筑公司作为可比公司。从业务成长性来看，天健集团仍处于高速发展阶段，2018 至 2021 年新签合同金额和城市建设业务营收年均复合增速分别为 40.25%和 29.65%，增速远高于可比公司。从盈利能力来看，天健集团毛利率接近安徽建工水平，且公司重视科技赋能，积极布局 EPC 业务，公司建筑业务毛利率已进入上升通道。建筑施工行业可比公司 2022 年平均 PE 为 8.65 倍。

物业管理板块，我们选择 A 股三家优质物业管理公司作为可比公司。相较可比公司，天健集团城市服务板块深耕大本营深圳，随着在管物业规模的不断提升以及管理边界的不断延展，有利于形成有效的业务协同，规模效应不断加强，公司的综合管理能力也显著提升。当前可比公司 2022 年平均 PE 为 22.16 倍。

表 13: 可比公司建筑施工业务板块横向对比

公司简称	新签合同金额 (亿元)					收入 (亿元)					2021 毛利率
	18	19	20	21	CAGR	18	19	20	21	CAGR	
安徽建工	525	529	627	759	13.06%	307	357	396	529	19.93%	8.28%
中国电建	4558	5118	6733	7315	17.08%	2413	2829	3188	3730	15.62%	10.92%
中国交建	7710	8519	9509	11254	13.44%	4305	4908	5599	6074	12.16%	11.31%
天健集团	83	130	116	229	40.25%	67	97	123	147	29.65%	7.37%

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

表 14: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600048.SH	保利发展	1,986	2.29	2.43	2.61	2.85	7.24	6.83	6.36	5.82
001979.SZ	招商蛇口	1,071	1.16	1.38	1.49	1.63	11.66	9.82	9.06	8.28
600325.SH	华发股份	167	1.34	1.63	1.75	1.88	5.90	4.84	4.51	4.20
002314.SZ	南山控股	134	0.36	0.37	0.44	0.49	13.75	13.21	11.35	10.02
房地产开发行业平均							9.64	8.68	7.82	7.08
600502.SH	安徽建工	130	0.64	0.79	0.94	1.12	11.77	9.58	8.03	6.73
601669.SH	中国电建	1,082	0.50	0.70	0.80	0.92	14.20	10.12	8.81	7.65
600170.SH	上海建工	284	0.36	0.47	0.53	0.59	8.86	6.76	6.05	5.42
601800.SH	中国交建	1,398	1.02	1.28	1.45	1.59	10.25	8.13	7.23	6.59
建筑施工行业平均							11.27	8.65	7.53	6.60
001914.SZ	招商积余	195	0.48	0.65	0.82	1.00	37.96	28.30	22.37	18.34
603506.SH	南都物业	29	0.87	1.04	1.24	1.47	17.54	14.64	12.26	10.39
002968.SZ	新大正	57	1.03	1.48	2.04	2.72	33.87	23.55	17.07	12.82
物业管理行业平均							29.79	22.16	17.24	13.85

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 收盘价为 2022 年 5 月 13 日价格

考虑到公司可在完整的城市建设产业链上持续发力, 并拥有优质土储布局及地方国资背景优势, 我们预计公司 2022 年 EPS 约为 1.19 元, 给予公司 2022 年 8 倍 PE 估值, 对应目标价 9.52 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

8. 风险提示

旧改项目推进速度不及预期。公司目前储备的深圳旧改项目大部分处于前期阶段, 如推进速度过慢, 则短期内需在公开市场补充土储资源, 而公开招拍挂项目毛利率普遍偏低, 或将导致公司毛利率进一步承压。

需求修复不及预期。购房者购房欲望尚处于恢复时期, 需求回升速度或不及预期, 或影响销售增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,023	59,109	71,399	97,180
现金	8,412	15,685	17,068	20,452
交易性金融资产	12	141	105	86
应收账款	3,426	4,583	6,503	10,004
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	213	318	480	720
存货	28,505	32,976	40,237	58,296
其他	10,454	5,406	7,007	7,623
非流动资产	8,801	7,413	8,208	9,119
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	115	82	91	96
固定资产	503	536	555	562
无形资产	1,107	1,451	1,876	2,300
在建工程	13	13	10	9
其他	7,063	5,331	5,675	6,152
资产总计	59,824	66,522	79,607	106,299
流动负债	37,110	41,590	51,295	71,965
短期借款	1,882	3,172	3,545	2,866
应付款项	14,128	18,960	28,289	44,253
预收账款	37	5,624	2,771	5,973
其他	21,063	13,835	16,690	18,873
非流动负债	9,887	9,866	9,939	9,898
长期借款	9,308	9,308	9,308	9,308
其他	579	558	631	590
负债合计	46,997	51,457	61,234	81,863
少数股东权益	121	142	173	230
归属母公司股东权	12,705	14,923	18,200	24,206
负债和股东权益	59,824	66,522	79,607	106,299
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,072	6,375	1,490	4,561
净利润	1,952	2,239	3,308	6,063
折旧摊销	247	64	72	78
财务费用	259	167	94	0
投资损失	(83)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	5,515	7,233	5,322	16,302
其它	(6,818)	(3,245)	(7,223)	(17,800)
投资活动现金流	(463)	(51)	(465)	(504)
资本支出	(17)	(67)	(53)	(46)
长期投资	(663)	437	(70)	(99)
其他	218	(421)	(342)	(359)
筹资活动现金流	(1,078)	949	357	(673)
短期借款	(3,699)	1,290	373	(679)
长期借款	991	0	0	0
其他	1,630	(341)	(16)	6
现金净增加额	(468)	7,273	1,382	3,384

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,269	30,858	44,752	72,921
营业成本	18,676	25,366	36,579	58,296
营业税金及附加	138	679	1,164	2,042
营业费用	228	255	377	644
管理费用	440	653	901	1,463
研发费用	416	552	801	1,305
财务费用	259	167	94	0
资产减值损失	431	89	228	644
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	83	83	83	83
其他经营收益	42	27	29	33
营业利润	2,808	3,209	4,724	8,645
营业外收支	(30)	(30)	(30)	(30)
利润总额	2,778	3,179	4,695	8,615
所得税	826	940	1,387	2,552
净利润	1,952	2,239	3,308	6,063
少数股东损益	18	21	31	57
归属母公司净利润	1,933	2,218	3,277	6,006
EBITDA	3,551	3,910	5,410	9,292
EPS (最新摊薄)	1.03	1.19	1.75	3.21
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	35.88%	32.61%	45.03%	62.94%
营业利润	16.81%	14.29%	47.23%	82.98%
归属母公司净利润	13.93%	14.71%	47.75%	83.30%
获利能力				
毛利率	19.74%	17.80%	18.26%	20.06%
净利率	8.39%	7.25%	7.39%	8.31%
ROE	16.20%	15.90%	19.60%	28.06%
ROIC	8.60%	9.01%	11.11%	16.53%
偿债能力				
资产负债率	78.56%	77.35%	76.92%	77.01%
净负债比率	29.58%	29.19%	25.26%	18.08%
流动比率	1.37	1.42	1.39	1.35
速动比率	0.61	0.63	0.61	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.49	0.61	0.78
应收帐款周转率	7.66	7.71	7.85	8.28
应付帐款周转率	1.53	1.55	1.56	1.63
每股指标(元)				
每股收益	1.03	1.19	1.75	3.21
每股经营现金	0.57	3.41	0.80	2.44
每股净资产	6.80	7.99	9.74	12.95
估值比率				
P/E	7.50	6.54	4.43	2.41
P/B	1.14	0.97	0.80	0.60
EV/EBITDA	4.77	3.57	2.43	0.99

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn