

天健集团 (000090.SZ) 城建提速，旧改落子，特区天健整装再出发

2022 年 07 月 19 日

——公司首次覆盖报告

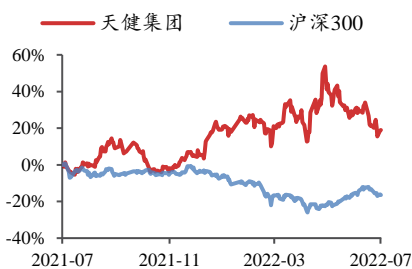
投资评级：买入（首次）
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/7/19
当前股价(元)	5.84
一年最高最低(元)	8.28/4.73
总市值(亿元)	109.12
流通市值(亿元)	109.11
总股本(亿股)	18.69
流通股本(亿股)	18.68
近 3 个月换手率(%)	177.93

股价走势图



数据来源：聚源

● 深圳城市综合运营商，国资控股体制持续优化

公司扎根深圳，致力于为重大基础设施建设、民生工程和公共服务提供一揽子解决方案。公司作为深圳特区建工集团旗下核心企业，城市建设业务未来将充分受益深圳持续的基建项目落地；同时住宅开发业务预计下游需求稳定，旧改项目有望带动长期规模增长。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.4、29.6、36.5 亿元，EPS 分别为 1.25、1.59、1.95 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 4.7、3.7、3.0 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 深耕大湾区销售增长，旧改助力长期发展

面对下行的市场，受益于核心城市的持续深耕，公司在大湾区及外省主要布局城市均保持了较强的销售韧性。公司在 2021 年实现销售金额 159 亿元，同比增长 121%。投资端公司逆周期拿地积极，2021 年下半年以来新增深圳、长沙、成都、苏州四地五个新项目，公司在手货值可保障未来三年销售。2021 年 5 月公司中标南岭村旧改项目前期土地整备，未来有望撬动超千亿货值，保障公司长期发展。

● 深圳城建先锋，背靠特区建工前景广阔

《深圳市现代建筑业高质量发展“十四五”规划》规划提出到 2025 年，深圳市建筑业增加值要达到 1400 亿，约占 GDP 的 3.5%，建筑业总产值达到 7000 亿元。公司作为特区建工核心子公司，将持续获益于深圳市大型建筑项目落地。截至 2021 年末，公司新增多项 PPP、EPC、代建、总承包等各类工程，在建项目 219 项，合同造价 448.54 亿元，比上年同期增长 34.7%。

● 营收利润稳中有进，债务结构持续优化

公司 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%。公司近 5 年的营收和利润均保持增长态势，净利率水平保持相对稳定。公司“三道红线”指标仅一道触线，未来预计全部达标。

● **风险提示：**行业恢复不及预期，公司销售不及预期，结算毛利率下行风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,125	23,269	32,989	43,530	53,590
YOY(%)	16.8	35.9	41.8	32.0	23.1
归母净利润(百万元)	1,486	1,933	2,344	2,963	3,647
YOY(%)	20.2	30.1	21.2	26.4	23.1
毛利率(%)	23.8	19.7	17.0	16.0	16.0
净利率(%)	8.7	8.3	7.1	6.8	6.8
ROE(%)	13.5	15.2	16.2	17.6	18.4
EPS(摊薄/元)	0.80	1.03	1.25	1.59	1.95
P/E(倍)	7.3	5.6	4.7	3.7	3.0
P/B(倍)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深圳城市综合运营商，国资控股体制持续优化	4
1.1、 公司简介：创造美好生活的城市综合运营商	4
1.2、 历史沿革：深圳城市发展深度参与者，经营体制持续优化	4
1.3、 背靠深圳国资委，特区建工集团旗下核心企业	5
1.4、 城市综合运营全链条布局，业务协同优势显著	6
2、综合开发：深耕大湾区销售增长，旧改助力长期发展	7
2.1、 聚焦大湾区，2021 年销售金额突破 150 亿	7
2.2、 旧改标杆项目天骄持续结算，支撑公司短期业绩	8
2.3、 受益行业供给侧改革，逆周期补充优质地块	9
2.4、 城市更新迎新机遇，南岭村项目或撬动千亿货值	10
3、城市建设：深圳城建先锋，背靠特区建工前景广阔	12
3.1、 城建业务实力雄厚，各类资质行业领先	12
3.2、 背靠特区建工，项目资源丰富	15
3.3、 持续推动科技赋能，EPC 模式提升盈利能力	16
4、城市服务：能力稳定增长，服务产业链进一步延伸	18
4.1、 物业收入占比提升，板块收入稳步增长	18
4.2、 服务链条进一步延伸，业务能力稳定增长	20
5、财务表现：营收利润稳中有进，财务结构持续优化	20
5.1、 营收利润双增长，利润率水平保持稳定	20
5.2、 融资渠道通畅，债务结构优化	21
6、盈利预测与投资建议	22
7、风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1：深圳城市发展深度参与者，经营体制持续优化	5
图 2：深圳市国资委为公司实际控制人	6
图 3：公司实现城市综合服务全链条布局	6
图 4：公司房地产、建筑工程双主业持续增长	7
图 5：公司房地产业务毛利率水平高于建筑业务	7
图 6：公司 2021 年实现销售金额 159 亿	8
图 7：公司在深圳销售占比超过 50%	8
图 8：天健天骄项目位于福田香蜜湖片区	8
图 9：天健天骄项目周围一湖两山六园环绕	8
图 10：2021 年公司房地产业务结算收入 98.39 亿元	9
图 11：公司结算利润率显著高于行业平均水平	9
图 12：天健天骄北庐项目未结算面积超 5 万平方米	9
图 13：公司 20 个在售项目测算剩余可售货值超 200 亿元	10
图 14：《深圳市城市更新办法》形成了一套完善的深圳模式	11
图 15：天健集团中标南岭村社区土地整备	12
图 16：公司城建业务覆盖范围广泛	13
图 17：公司在建项目数持续增长	16

图 18: 2021 年公司期末在建项目合同额达 448.5 亿元.....	16
图 19: 公司城建业务营收持续提升	16
图 20: 2021 年公司城建业务毛利率 7.37%	16
图 21: 公司研发投入持续上升	17
图 22: 公司研发人员数量持续增长	17
图 23: 公司城建板块毛利率仍有提升空间.....	18
图 24: 2021 年末在建 EPC 项目合同金额 67.58 亿元	18
图 25: 公司城市服务业务范围广泛	19
图 26: 公司城市服务收入逐步回升	19
图 27: 物业租赁服务占比稳健提升	19
图 28: 物业租赁业务毛利率显著高于棚改及其他城市服务.....	20
图 29: 公司营业收入稳定增长	20
图 30: 公司归母净利润稳步提升	20
图 31: 城建业务与综合开发业务持续增长.....	21
图 32: 公司净利率水平保持相对稳定	21
图 33: 公司三道红线指标持续改善	22
图 34: 公司债务结构持续优化	22
表 1: 公司高管在特区建工集团担任主要领导职务.....	5
表 2: 2021 年以来公司逆周期拿地积极, 补充多处优秀地块.....	10
表 3: 公司 2021 年以来新增项目测算货值.....	10
表 4: 南岭村项目周边主要二手楼盘销售均价分布在 4 万-8 万/平方米之间	12
表 5: 公司各类资质行业领先	14
表 6: 2021 年公司获得发明型专利数量 16 项.....	17
表 7: EPC 相较传统施工模式的效率显著提高	18
表 8: 公司城市服务业务范围持续增长	20
表 9: 预计公司 2022-2024 年业绩保持增长	22
表 10: 可比公司盈利预测与估值	23

1、深圳城市综合运营商，国资控股体制持续优化

1.1、公司简介：创造美好生活的城市综合运营商

深圳市天健（集团）股份有限公司（简称：天健集团）于1983年成立，系深圳市国资控股上市公司、深圳市市长质量奖获奖单位，特区建工集团旗下核心子公司。主营业务包括三大板块，分别是城市建设、综合开发、城市服务，公司致力于打造建设、开发、运营、服务于一体的创造美好生活的城市综合运营商。公司旗下知名企业包括深圳市市政工程总公司、深圳市天健地产集团有限公司、深圳市天健置业有限公司、深圳市天健城市服务有限公司、深圳市粤通建设工程有限公司等。

1.2、历史沿革：深圳城市发展深度参与者，经营体制持续优化

公司建立30多年来，天健人秉承“天行健，君子以自强不息”的企业精神，与深圳建设者一道，敢闯敢试，敢为天下先，在建设美好城市的同时，自身得到发展壮大。

深圳特区建立，承担新城建设重任（1983—2000年）。1980年深圳特区建立，1983年基建工程兵302团（起源于四野工兵连）接到中央命令，整体转业深圳，成立深圳市市政工程公司，积极承担起新城建设的主力重任。基建起家，后逐步拓展到房建、地产、物业等领域，1988年成立房地产开发公司，1991年成立物业公司，1997年天健集团成立，1999年7月21日，天健集团挂牌上市。

市场快速拓展，经营体制优化（2001—2017年）。2001年成立长沙地产，2002年获市政特级资质，2008年成立南宁地产，2009年实施主辅分离改革，2010年落实“十二五”规划、完成国企三项制度改革、成立天健商业、成立广州地产，2011年成立惠州地产，2013年成立上海地产，2014年收购粤通公司、实施非公开发行、核心骨干持股、引入战略投资者，2015年落实“十三五”规划、导入卓越绩效管理体系、与上海临港签署合作协议，2016年承接罗湖棚改，获市长质量奖（提名奖），2017年地铁项目获詹天佑奖、深化国企改革、推进转型升级。

深化区域布局，全产业链协同（2018—至今）。2018年明确“一体两翼”发展战略、开展“十大能力提升”行动，营业收入首次过百亿，2019年“能力提升与品牌建设年”、成立东莞地产、成为特区建工集团旗下核心企业，2020年经济指标再创新高，“十三五”完美收官、承接茅洲河碧道建设，2021年实现“十四五”发展“开门红”；加大区域布局，组建特区铁工、光明建工和深汕建工。

公司立足改革开放最前沿城市，紧抓深圳国资国企改革带来的政策红利，自2009年实施主辅分离改革开始，公司实施多次体制机制改革，制度不断优化，建立了一整套卓有成效的现代企业管理体系，企业活力和产业竞争力持续增强，市场化意识持续深化。

图1：深圳城市发展深度参与者，经营体制持续优化



资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.3、背靠深圳国资委，特区建工集团旗下核心企业

特区建工集团是深圳市国资委为深化区域性国资国企综合改革，推动深圳建筑业高质量发展，于2019年12月成立的深圳市国有全资大型建工产业集团。深圳国资委将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。公司成为新组建的特区建工集团旗下核心企业。除天健集团外，特区建工集团现有建安集团、路桥集团、建设集团、综交院、科工集团、产业空间发展公司、固废资源化公司、园林生态集团、虎匠科技等二级企业。

特区建工集团是广东首家5A级设施维修养护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，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。公司作为特区建工旗下核心公司，将持续获益于深圳市大型建筑项目落地，另外公司作为核心子公司，公司的很多高管人员在特区建工集团担任要职。

公司董事会成员包括特区建工集团董事宋扬；公司股东代表监事王培先任特区建工集团监事会主席、纪委书记；职工代表监事涉及特区建工集团党委办公室主任周志明、特区建工集团风控与法律部总经理龚克。

表1：公司高管在特区建工集团担任主要领导职务

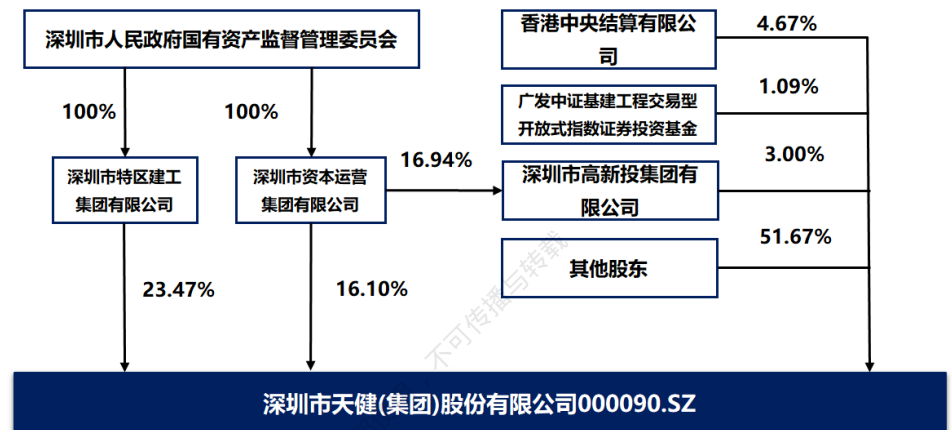
任职人员姓名	在本公司担任的职务	在特区建工集团担任的职务
宋扬	董事长、党委书记	董事、总经理、党委副书记
王培先	监事会主席、纪委书记	监事会主席、纪委书记
周志明	监事会职工代表监事	党委办公室主任

任职人员姓名	在本公司担任的职务	在特区建工集团担任的职务
龚克	监事会职工代表监事	风控与法律部总经理

资料来源：公司年报、开源证券研究所

截止 2022Q1 末，公司总股本为 186854.5 万股，前两大股东分别为深圳市特区建工集团有限公司与深圳市资本运营集团有限公司，特区建工持有 23.47% 的股份，资本运营集团持有 16.10% 的股份，公司的实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。

图2：深圳市国资委为公司实际控制人



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.4、城市综合运营全链条布局，业务协同优势显著

公司主营城市建设、综合开发、城市服务，具有规划设计、建设、开发、运营、服务的全产业链布局，充分发挥产业协同优势，围绕城市所需，发挥天健所长，成为创造美好生活的城市综合运营商，致力于为重大基础设施建设、民生工程和公共服务提供一揽子解决方案，建设宜居、生态、环保、智慧城市。

图3：公司实现城市综合服务全链条布局

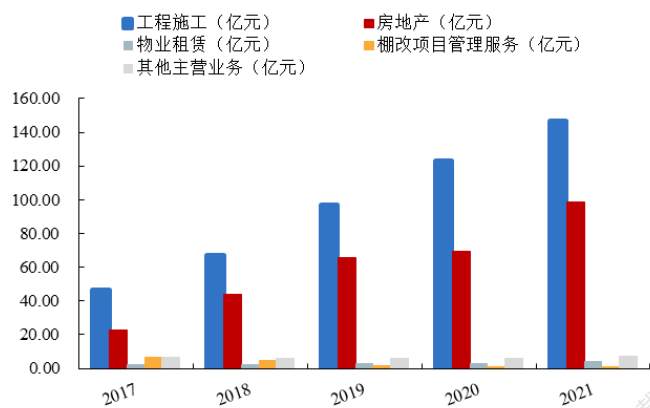


资料来源：公司年报、开源证券研究所

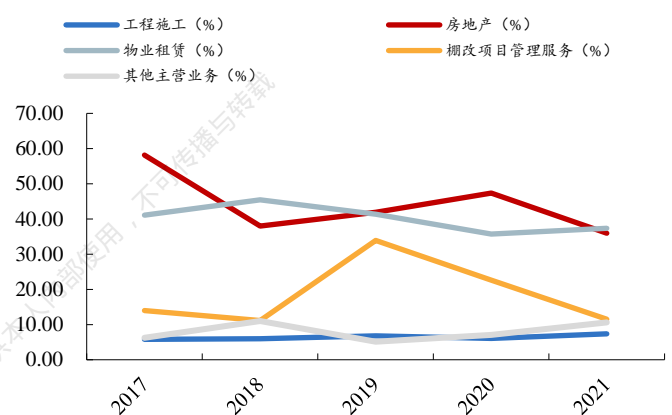
公司 2018 年提出“以城市建设与城市服务为主体，以投资及新型业务为两翼”的发展战略。公司固本强基、实干担当，着力提升城市建设与城市服务核心能力，

不断提升项目管理能力，严格履约，加大对项目经理和产业工人队伍的建设与培养，通过院士工作站及多个科研创新平台，持续提升公司核心业务的科技含量，狠抓市场拓展和项目策划能力，为不断提升核心业务能力提供保障。

公司履责与核心业务能力保持了有韧性的增长，其他业务领域也实现了新突破。2021 年，公司实现城市建设板块营业收入 146.77 亿元，同比增长 19.27%，综合开发板块营业收入 98.39 亿元，同比增长 42.24%，城市服务板块营业收入 12.25 亿元，同比增长 17.07%。公司工程施工业务收入、房地产业务收入、物业租赁业务收入、棚改项目管理服务收入、其他业务收入分别为 146.77 亿元、98.39 亿元、3.99 亿元、1.27 亿元和 6.99 亿元。同期，公司上述各项业务毛利率分别为 7.37%、35.96%、37.32%、11.55%、10.62%，房地产业务与物业租赁服务的毛利率高于其他业务的毛利率。

图4：公司房地产、建筑工程双主业持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司房地产业务毛利率水平高于建筑业务


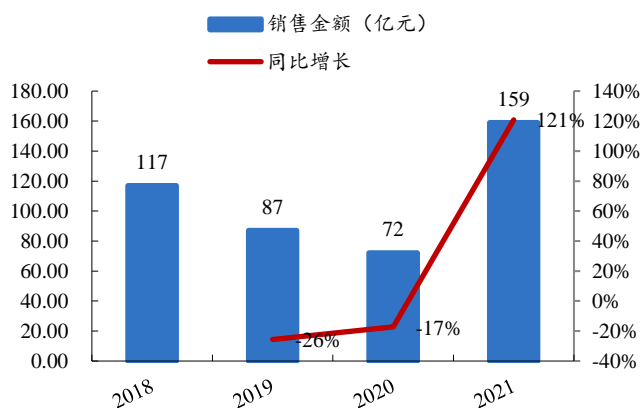
数据来源：Wind、开源证券研究所

未来公司将继续坚持稳字当头、稳中求进，牢牢把握“城市建设与城市服务”核心功能，立足深圳、服务湾区，坚定不移地继续推动“做强规模、做优利润、做大市值”三件大事，着力防风险、稳增长、促改革，坚持科技创新，借力资本市场，锻造发展新引擎、新业务、新模式，积极推动公司高质量发展升级。

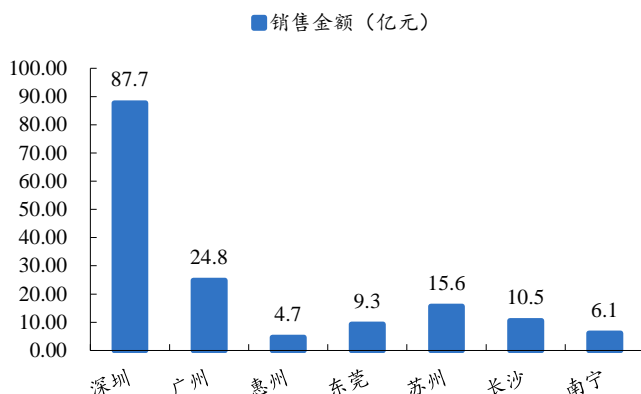
2、综合开发：深耕大湾区销售增长，旧改助力长期发展

2.1、聚焦大湾区，2021 年销售金额突破 150 亿

受新冠疫情以及房地产行业调控影响，在市场整体下行的环境下，公司 2021 年实现销售金额 159 亿元，同比增长 121%，公司在大湾区深圳、广州、东莞、惠州四个城市的销售金额分别达到 87.7 亿元、24.8 亿元、9.3 亿元、4.7 亿元，深圳销售金额占比超过 50%。同时公司在外省重点城市苏州、长沙、南宁三个城市的销售也超过 5 亿元，销售表现出较强韧性。

图6：公司 2021 年实现销售金额 159 亿


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图7：公司在深圳销售占比超过 50%


数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.2、旧改标杆项目天骄持续结算，支撑公司短期业绩

天健天骄项目是公司紧抓城市更新机遇所打造的标杆项目。2012 年公司天健工业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。项目位于深圳市福田区莲花街道商报路与景田西路交汇处，占据福田中心区域，毗邻香蜜湖国际金融中心。项目到最近的地铁 2 号线、9 号线仅百米左右。教育配套优越，项目周边有多个幼儿园、小学及中学。楼盘周围还有多个购物中心。除此之外，附近还有北大医院、莲花山公园、香蜜湖、市民广场、深圳图书馆等医疗及休闲娱乐资源。7200m²的公园绿地让居民足不出户体验自然安谧。中心区域叠加周边配套设施使其销售均价远高于市场水平，天健天骄南苑 2021 年预售均价达 176773 元/平方米、天健天骄北庐预售均价达 146949 元/平方米，利润空间显著。

图8：天健天骄项目位于福田香蜜湖片区

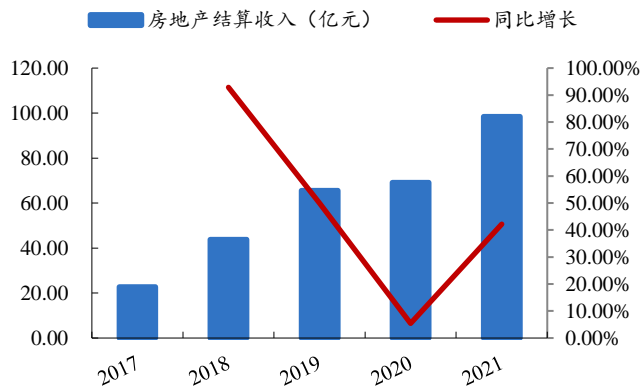

资料来源：公司公告

图9：天健天骄项目周围一湖两山六园环绕


资料来源：天健天骄项目公众号

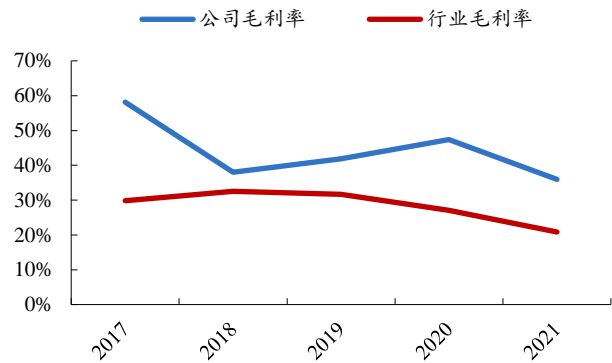
截至 2021 年末，公司房地产业务结算收入达 98.39 亿元，同比增长 42.24%，同期毛利率为 35.96%。自 2019 年天健天骄项目陆续开盘以来，公司房地产业务毛利率水平显著提升，在 2021 年行业整体利润率承压的背景下，公司毛利率水平依旧维持在较高水平。2020 年天健天骄南苑结转收入 42.96 亿元，毛利率水平高达 62.45%，2021 年天健天骄南苑、天健天骄北庐项目共结转收入 38.63 亿元，较 2020 年有所下降，天健集团的毛利率也从 2020 年的 47.38% 下降至 35.96%。

图10：2021 年公司房地产业务结算收入 98.39 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

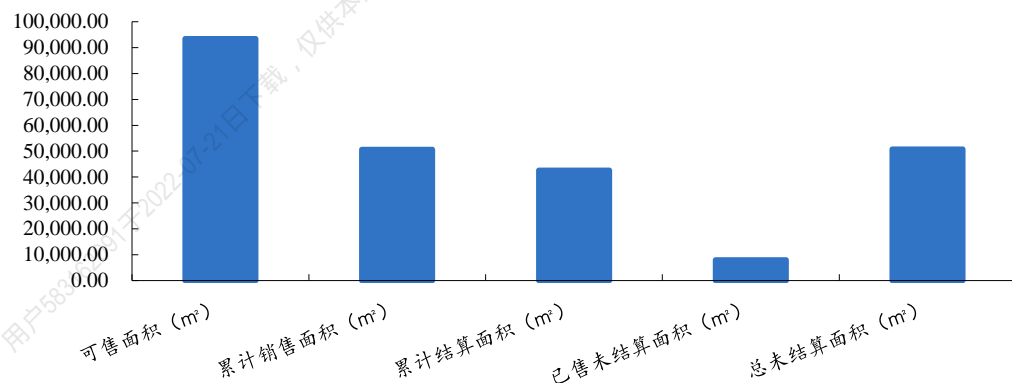
图11：公司结算利润率显著高于行业平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年一季度公司地产销售实现营业收入 24.5 亿元，其中深圳区域实现 20.8 亿收入，天健天骄北庐项目还有超五万平方米可结算面积，考虑项目销售均价，对应未结算金额超 60 亿，将对公司短期房地产结算盈利能力形成有力支撑。

图12：天健天骄北庐项目未结算面积超 5 万平方米



数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.3、受益行业供给侧改革，逆周期补充优质地块

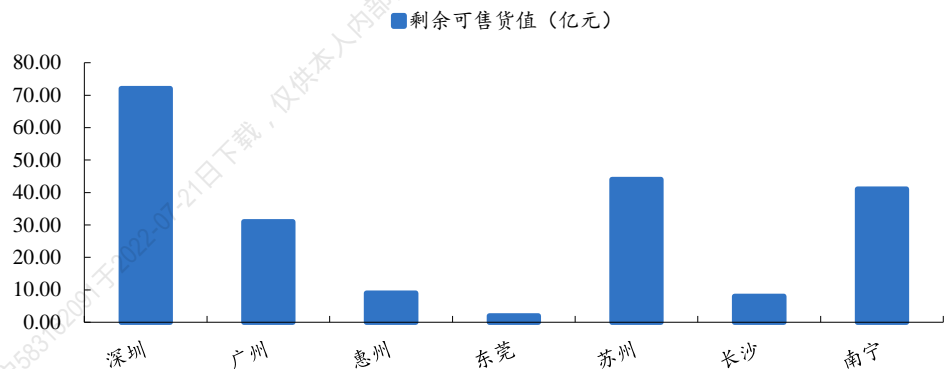
在行业供给侧改革的大背景下，公司作为深耕一线城市的区域型优质国企，在土地市场的优势持续体现。自 2021 年 6 月以来，公司持续逆周期补充优质地块。以人民币 24,107 万元的成交价格公开竞得长沙市编号为[2021]长沙市 038 号地块的国有土地使用权，2021 年 9 月以人民币 524,100 万元的成交价格公开竞得深圳市前海 T201-0157 号地块的国有土地使用权。2022 年公司继续保持了积极的拿地态度，以 8.9 亿元竞得成都天府新区 2.7 万平方米宅地，4 月份以 25.8 亿元的成交价格公开竞得深圳坪山区 7.6 万平方米宅地，5 月份以人民币 306,758.9 万元的成交价格公开竞得苏州市吴江区编号为 WJ-J-2022-001 地块的国有土地使用权，预计三块地总货值超过 140 亿。

表2：2021 年以来公司逆周期拿地积极，补充多处优秀地块

拿地时间	地块名称	土地面积 (m ²)	成交价格 (万元)
2021 年 6 月 9 日	长沙市编号为[2021]长沙市 038 号地块	33,482	24,107
2021 年 9 月 28 日	深圳市前海 T201-0157 号地块	23,114.89	524,100
2022 年 3 月 31 日	成都市编号为 TF (07): 2022-03 地块	26,489.56	89,930
2022 年 4 月 29 日	深圳市编号为 G12314-8035 地块	76,218.65	257,600
2022 年 5 月 10 日	苏州市吴江区编号为 WJ-J-2022-001 地块	178,286	306,758.9

资料来源：公司公告、开源证券研究所

根据公司 2022 年一季报，公司主要在售项目 20 个，总可售面积 232.8 万方，剩余可售面积 84.2 万方，对应未售货值超 200 亿元，其中大湾区深圳、广州、东莞、惠州四个城市未售货值合计占比超过 50%。此外，公司 2021 年以来新增的 5 个项目对应总货值约为 231 亿，公司总可售货值预计超过 400 亿，可覆盖公司未来二至三年开发销售需求。

图13：公司 20 个在售项目测算剩余可售货值超 200 亿元


数据来源：公司年报、开源证券研究所

表3：公司 2021 年以来新增项目测算货值

天健新增项目	预计可售面积 (万平方米)	项目限价或周边均价 (万元)	测算货值 (亿元)
长沙新增地块	5.40	1.25	6.75
深圳 2021 年新增地块	8.65	9.20	79.58
成都新增地块	5.30	2.70	14.30
深圳 2022 年新增地块	17.00	3.75	63.80
苏州新增地块	26.64	2.50	66.60
合计			231.03

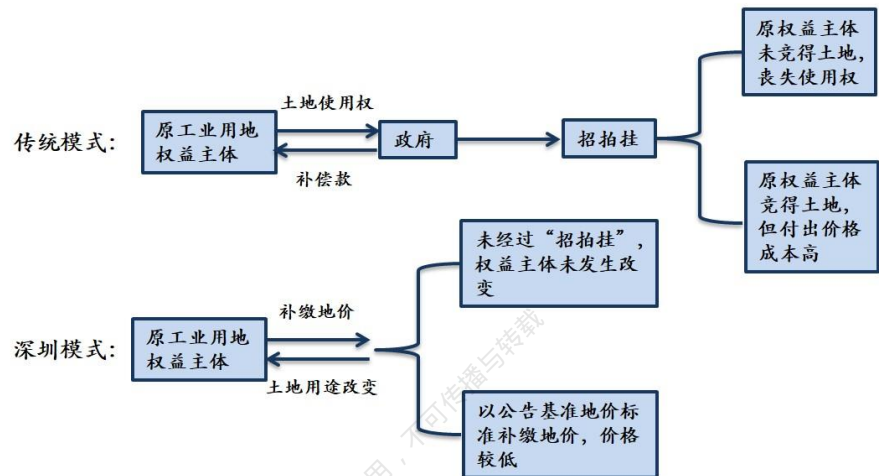
资料来源：公司公告、链家、开源证券研究所

2.4、城市更新迎新机遇，南岭村项目或撬动千亿货值

城市更新是指将城市中已经不适应现代化城市社会生活的地区作必要的、有计

划的改建活动。深圳的城市更新经历了近 20 年的探索和实践，形成了一套完善的深圳模式，以市场化的拆除重建为主，在城市空间优化、产业提升、配套完善等方面，起到了强有力的支撑作用。2021 年深圳“十四五”规划出台，鼓励开展城中村和旧工业区有机更新，有序推进拆除重建类城市更新，加快老旧小区改造，深入开展土地整备利益统筹，为公司带来的新机遇。

图14：《深圳市城市更新办法》形成了一套完善的深圳模式

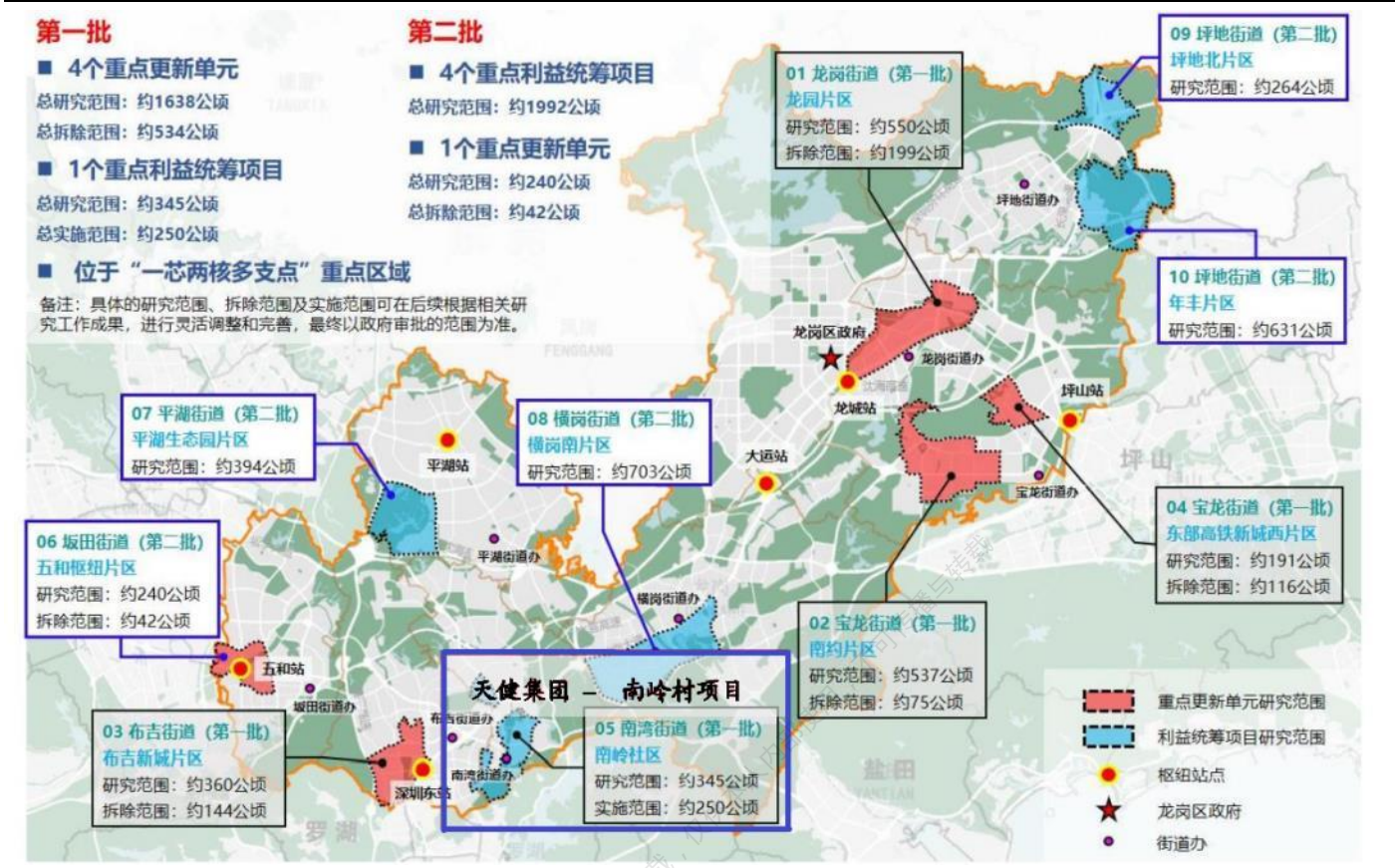


资料来源：《深圳市城市更新办法》、开源证券研究所

旧改项目储备丰富，保障公司中长期业绩。从公司旧改储备资源来看，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作稳步推进。2021 年 5 月新签约南岭村项目，占地面积约 250 公顷，总建筑面积约 370 万平。（1）罗湖金翠城市更新项目：用地面积预计 34521 平米，项目更新后配套包括住宅、新型产业园区，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；（2）龙华华富工业区项目：位于龙华产业转型升级的重要区域，重建用地面积预计为 52923 平米，项目更新后配套包括住宅、商业等，目前正在项目进行立项的预申报工作；（3）南岭村土地整备利益统筹前期服务项目：2021 年公司发挥旧改优势拓展的首个片区统筹项目，目前房屋申报登记率已达 99.07%。

南岭村项目开发潜力极大，潜在体量可支撑公司 10 年销售。布吉南岭村城市更新（南岭村社区土地整备利益统筹项目），东临惠沙路，南临求水山公园，西临湖中路，北临龙岗大道，拟实施项目占地总面积约 250 万平方米，现状总建筑面积约 370 万平方米。现状总建筑面积约 373 万平方米，毛容积率约 1.49。南岭村曾被誉为“中国第一村”，号称最多小产权的地方，人口和建筑密度大，项目集合大量的旧村和工业厂房。南岭村社区包括荔枝花园、南晶小区、玉岭花园、锦绣山庄、南洋花园等多个小区，超过 2.3 万套房源，过 90 栋的楼宇，居住了近 7 万人。南岭村城市更新是龙岗五个重点利益统筹项目之一，2021 年龙岗开会部署重点项目更新，5 月公司中标南岭村社区土地整备，开展此项目前期服务，随后将开展土地整备规划研究、信息核查、测绘评估、实施方案编制等系列工作。

图15：天健集团中标南岭村社区土地整备



资料来源：深圳新闻网、开源证券研究所

南岭村项目周边配套设施齐全，是布吉片区主要的居住区之一。周边有南岭小学、沙西小学、沙塘布学校、智民实验学校、布吉高级中学、贤合学校、百合外国语学校等。还有沃尔玛、佳兆业·东大街商业广场、桂芳园商业广场等商业场所。周边主要二手楼盘包括桂芳园、佳兆业可园、信义金御半山、中兆花园、英郡年华、康达尔花园、中城康桥花园、合正丹郡等。房价分布在4万-8万/平方米之间。南岭村旧改项目潜在的货值预计超过2000亿，若公司能顺利实现项目的一二级转换，将对公司未来10年的销售形成有力支撑。

表4：南岭村项目周边主要二手楼盘销售均价分布在4万-8万/平方米之间

项目名称	楼龄	楼盘均价 (元/平方米)	距南岭村项目步行距离 (千米)
合正丹郡	7 年	40000	1.4
万科公园里三期	7 年	47300	1.5
佳兆业可园七期	13 年	49100	3.2
信义金御半山三期	7 年	72000	4
桂芳园八期	15 年	48500	1.8

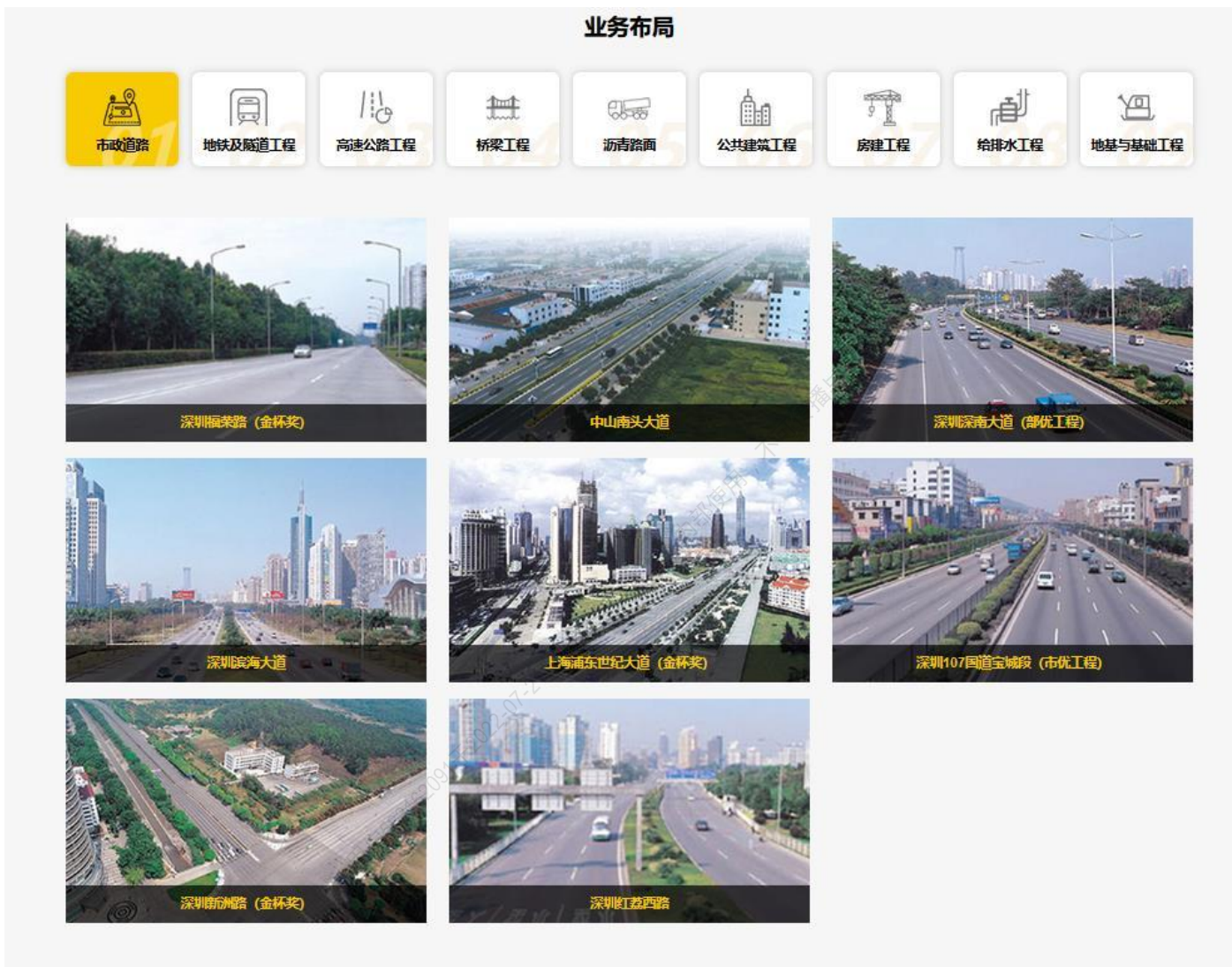
资料来源：链家、开源证券研究所

3、城市建设：深圳城建先锋，背靠特区建工前景广阔

3.1、城建业务实力雄厚，各类资质行业领先

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。业务核心公司为**深圳市市政工程总公司**、**深圳市粤通建设工程有限公司**（建设业务）、**深圳市天健坪山建设工程有限公司**等。

图16：公司城建业务覆盖范围广泛



资料来源：公司官网

公司拥有各类资质 94 项，新增和升级建筑业企业资质 21 项。公司拥有市政公用工程施工总承包特级资质，拥有涉及市政、公路、桥梁、房建、机电安装、水利水电等施工资质，工程建设能力逐年提升。业务主要分布在深圳地区，剩余部分业务主要分布在大湾区、长三角及四川、湖南等地。

表5：公司各类资质行业领先

企业名称	总承包资质	增强总承包资质竞争力的专业承包资质
深圳市市政工程总公司	市政公用工程施工总承包特级	公路路面工程专业承包一级
		公路路基工程专业承包一级
		桥梁工程专业承包一级
		隧道工程专业承包一级
	公路工程施工总承包一级	环保工程专业承包一级
		公路路面工程专业承包一级
		公路路基工程专业承包一级
		桥梁工程专业承包一级
	建筑工程施工总承包一级	隧道工程专业承包一级
		公路交通工程（限公路安全设施分项）专业承包二级
		建筑机电安装工程专业承包一级
		防水防腐保温工程专业承包一级
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	建筑幕墙工程专业承包二级
		建筑装修装饰工程专业承包一级
		城市及道路照明工程专业承包一级
		公路路基工程专业承包一级
	建筑工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级
		地基基础工程专业承包一级
		建筑装饰装修工程专业承包一级
		建筑机电安装工程专业承包一级
	机电工程施工总承包一级	古建筑工程专业承包一级
		消防设施工程专业承包二级
		钢结构工程专业承包二级
		机场场道工程专业承包二级
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	公路路面工程专业承包二级
		公路路基工程专业承包二级
		桥梁工程专业承包二级
	建筑工程施工总承包一级	钢结构工程专业承包二级
		建筑机电安装工程专业承包一级
		城市及道路照明工程专业承包二级
		消防设施工程专业承包二级
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	电子与智能化工程专业承包二级
		防水防腐保温工程专业承包二级
		建筑装修装饰工程专业承包二级
		钢结构工程专业承包二级
	建筑工程施工总承包一级	建筑机电安装工程专业承包一级
		消防设施工程专业承包二级
		电子与智能化工程专业承包二级
		防水防腐保温工程专业承包二级
		建筑装修装饰工程专业承包二级

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

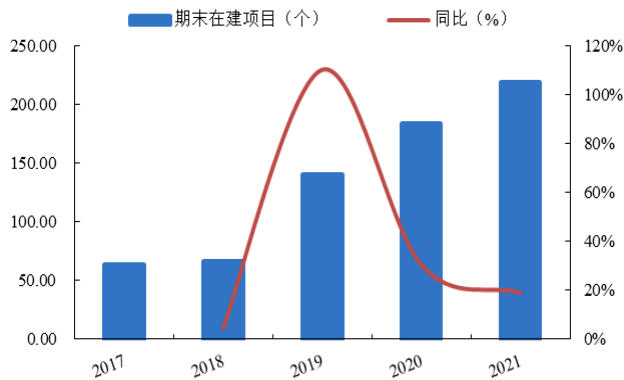
资料来源：公司年报、开源证券研究所

3.2、背靠特区建工，项目资源丰富

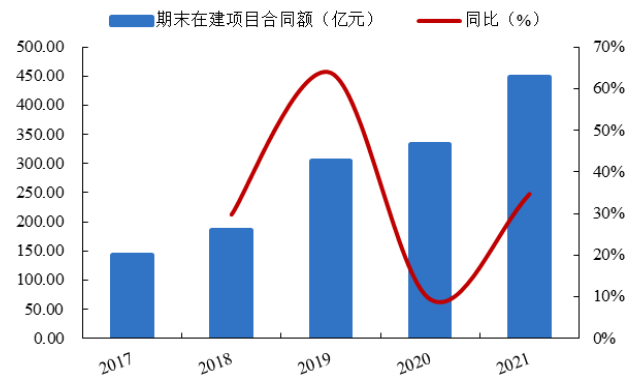
“十四五”规划中部署了一批具有战略性、基础性、引领性的重大工程项目，为建筑业提供了重要的发展方向。2022年5月12日深圳市发布了《深圳市现代建筑业高质量发展“十四五”规划》，就“十四五”时期深圳市现代建筑业职责使命、发展思路、发展目标、主要任务作了系统阐述。深圳建筑业呈现快速发展态势，2020年深圳市建筑业总产值达到4778亿，较2015年实现了翻一番，增加值947亿元，位列全省第一，占全市GDP比重3.42%。深圳建筑业未来发展空间广阔，规划提出到2025年，深圳市建筑业增加值要达到1400亿，约占GDP的3.5%，建筑业总产值达到7000亿元，且要在建筑工业化、绿色化、标准化、智能化、精细化、国际化取得突破性进展。规划中鼓励创新工程组织模式，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。

公司作为特区建工集团旗下核心子公司，将持续获益于深圳市大型建筑项目落地。深圳“十四五”规划提出要开展新型城市基础设施建设试点，创新“新城建”建设模式，推进城市信息模型平台建设，推动智能建造与建筑工业化协同发展。强化政府投资项目全生命周期管理，实行差异化投资标准，推进项目建设和运营一体化衔接，打造公共建筑“百年工程”。特区建工集团作为深圳市国资委为深化区域性国资国企综合改革，推动深圳建筑业高质量发展成立的国有全资大型建工产业集团，于2022年1月24日召开会议，会议指出2022年要推进高质量实现“双千亿”目标、冲刺“世界500强”。截至2021年末，公司新增多项PPP、EPC、代建、总承包等各类工程，在建项目219项，合同造价448.54亿元，比上年同期增长34.7%。

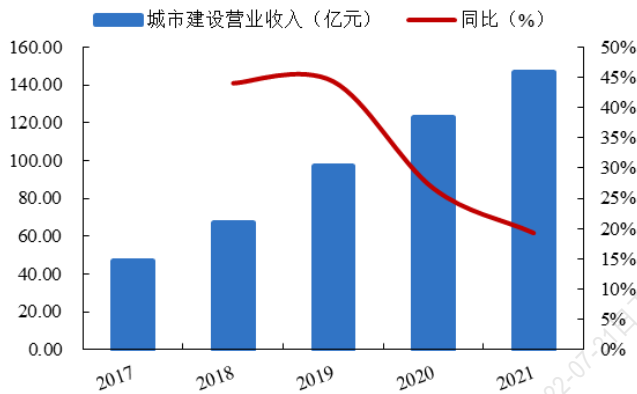
公司项目资源丰富。2021年，公司成功中标深免海口观澜湖免税城项目设计采购施工一体化（EPC）、碧海花园棚户区改造项目施工总承包工程、长岭皮水库水质提升保障工程-勘察、设计、采购、施工总承包（EPC）、龙岗区龙岗河流域、观澜河流域、深圳河流域水务工程施工2标、深圳东湖水厂扩能改造工程设计采购施工总承包（EPC）、观澜大道改造工程、五指耙水厂改扩建工程、粤港澳大湾区深圳都市圈城际铁路深惠城际大鹏支线工程投资+施工总承包等。公司在流域水环境综合治理与开发市场的影响力持续加强，代建项目稳步增加，涉及学校改扩建、城中村综合整治提升、市政管网改造、市政道路建设等领域。

图17：公司在建项目数持续增长


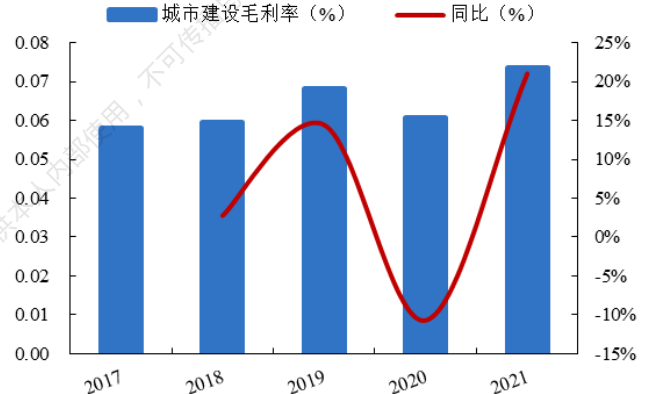
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图18：2021年公司期末在建项目合同额达448.5亿元


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图19：公司城建业务营收持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021年公司城建业务毛利率7.37%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、持续推动科技赋能，EPC模式提升盈利能力

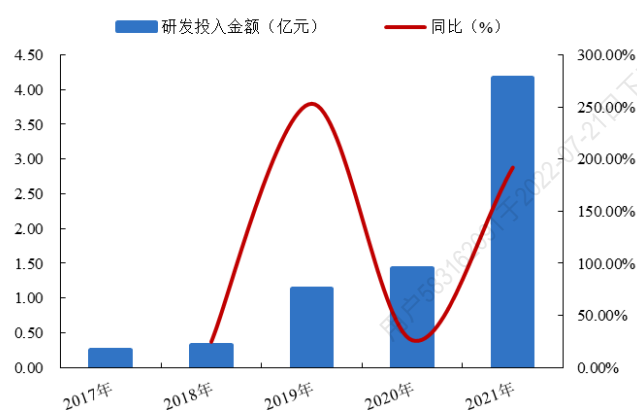
建筑业作为传统产业，发展已步入成熟期，市场竞争激烈，头部企业市场占有率持续提升，对企业的总承包能力提出了更高要求。公司践行新发展理念，持续推进建筑工业化、数字化、智能化、绿色化升级，加快建造方式转变，着力提升项目建设品质。加快培育新时代建筑产业工人，项目自营能力进一步提升。

深化区域布局，科技赋能推动公司高质量转型升级。公司区域布局持续深化，推动“央企+”“区域建工+”模式落地，组建特区铁工集团、光明建工集团、深汕建工集团，打造深耕地方市场的专业化抓手。公司通过提高科技创新投入，为项目赋能，提升履约能力，进一步推动公司高质量转型升级。2021年，公司积极开展技术创新工作，加强与高校、科研院所的合作，全年获得发明及实用新型专利75项，省、市级工法16项，科技进步奖22项，QC成果38项，参编各类规范8项。2021年，公司研发投入达4.16亿元，较2020年同比增长191.97%，公司研发人员达380人，较2020年提升29.25%。

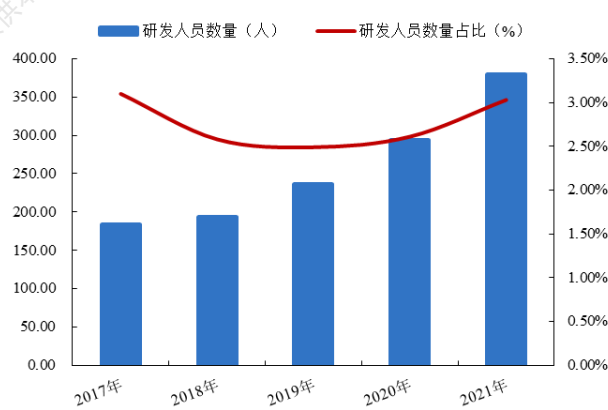
表6：2021 年公司获得发明型专利数量 16 项

序号	专利等级	专利号	专利名称
1	发明	CN201810925643.5	沥青路面裂缝修复剂及其制备方法
2	发明	CN201810925677.4	沥青路面养护设备
3	发明	CN201810925679.3	道路养护剂喷涂装置
4	发明	CN202010125712.1	基于再生骨料海水海砂 FPR 复材筋的工程桩
5	发明	CN201810925664.7	沥青路面养护剂及其制备方法和应用
6	发明	CN202010125736.7	沥青路面养护维修施工方法
7	发明	CN202010125715.5	桥梁自清洁防污型纳米材料涂装施工方法
8	发明	CN201811484458.3	沥青路面装配式快速修复技术层间粘结材料及其制备方法
9	发明	CN201910118147.3	地下室增层托换施工方法
10	发明	ZL201811437285.X	喷锚逆作与冲孔桩组合的深基坑围护施工方法
11	发明	ZL201910722725.4	梁式试件的材料收缩变形测试方式
12	发明	ZL201910642394.3	高承压裂隙水地层钻孔灌注桩施工方法
13	发明	ZL201910736831.8	树脂复合改性高粘沥青制备方式
14	发明	ZL201810959165.X	脚手架安全状态力学性能试验方法
15	发明	ZL201910927235.8	泡沫温拌沥青的制备方法
16	发明	ZL202010642881.2	注水式堵水气囊及其使用方法

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司研发投入持续上升


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图22：公司研发人员数量持续增长


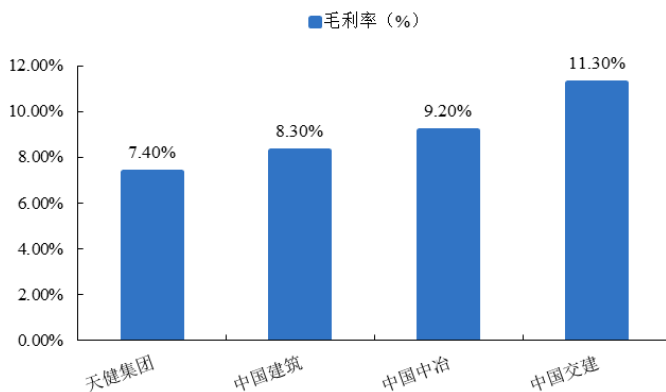
数据来源：公司年报、开源证券研究所

采用工程总承包（EPC）模式提升盈利能力。工程总承包是承包商受建设单位委托，按照合同约定对工程项目的可行性研究、勘察、设计、采购、施工、试运行（竣工验收）等实行全过程或若干阶段的承包。EPC 模式相较于传统施工模式，涉及“微笑曲线”前端附加值高的部分（前端设计等），更高效、经济性更强，公司EPC 模式已形成技术、业务和品牌等优势。公司具有的各类资质及引进的相关人才共同构成了公司技术优势，公司引进项目经理 150 余人，新增一级建造师 162 人，在册一级建造师 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。公司的全产业链布局形成了公司的业务优势，可以提供全过程服务，包括项目管理、设计、采购、施工等。多年来与政府的合作打造了天健品牌，形成了公司品牌优势。公司城市建设板块收入与毛利率都呈上升趋势，但是与部分具备 EPC 特级的公司横向比较发现其毛利率还有一定的上升空间。

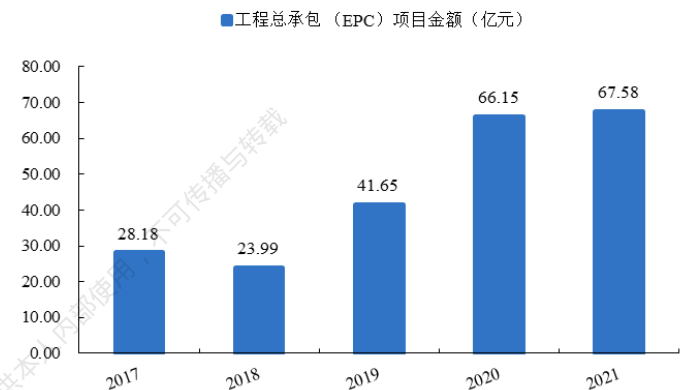
表7：EPC 相较传统施工模式的效率显著提高

内容	传统施工模式	工程总承包（EPC）模式
发包形式	项目多次招标	项目一次招标
工程造价	单项核算、总价不可控	总价可控、风险可控
设计	单独委托	总包方负责
采购	甲方供应	总包方负责，质量、进度可控
施工	照图施工	设计、施工一体化
效率	单一工作、协调难、效率低	穿插作业、高度组织、效率高
效益	各自效应	整体效应最大化

资料来源：装配式建筑网、开源证券研究所

图23：公司城建板块毛利率仍有提升空间


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2021 年末在建 EPC 项目合同金额 67.58 亿元


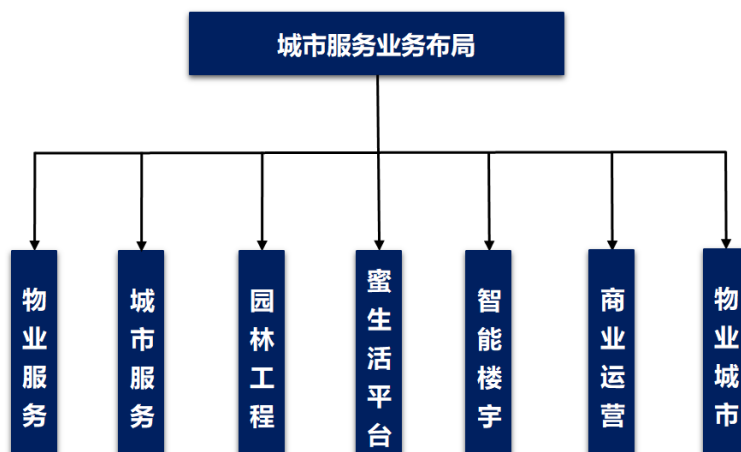
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、城市服务：能力稳定增长，服务产业链进一步延伸

4.1、物业收入占比提升，板块收入稳步增长

公司城市服务业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、物业服务等方面。城市服务业务作为公司城市建设与综合开发产业链的价值延伸，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。

图25：公司城市服务业务范围广泛

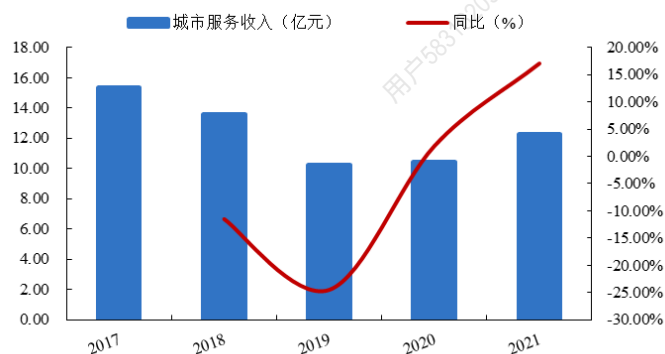


资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司营运能力稳步提升，充分释放城市服务行业的发展潜力。公司持续推动落实标准化、精细化、智慧化养护，持续加大养护设备投入，提高机械化养护水平。优化代建业务团队能力；自主培养了一支具有棚户区改造全过程服务能力的专业队伍，服务深圳市区两级政府棚户区改造工作，为深圳推行棚户区改造提供了范本和经验。持续提升产业园区、商业综合体、写字楼等商业运营策划和导入能力，推进生态园区、创意街区等业务发展。着力提升品牌运营能力，打造了“天健蜜堂”“天健蜜厨”“亲蜜家公寓”等蜜系列品牌。

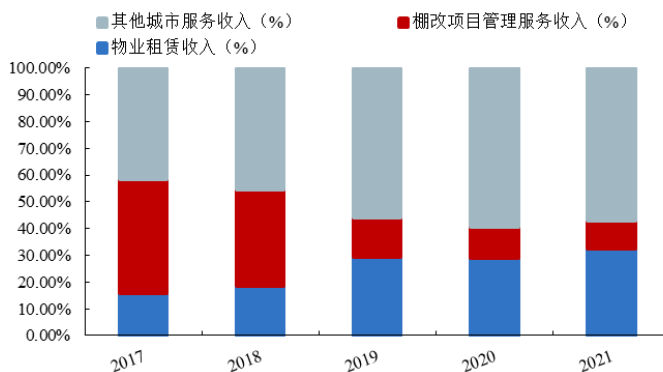
截至 2021 年末，城市服务板块营业收入 12.25 亿元，同比增长 17.07%。近几年，高毛利率的物业租赁收入占比稳步提升，城市服务业务结构逐步优化。

图26：公司城市服务收入逐步回升

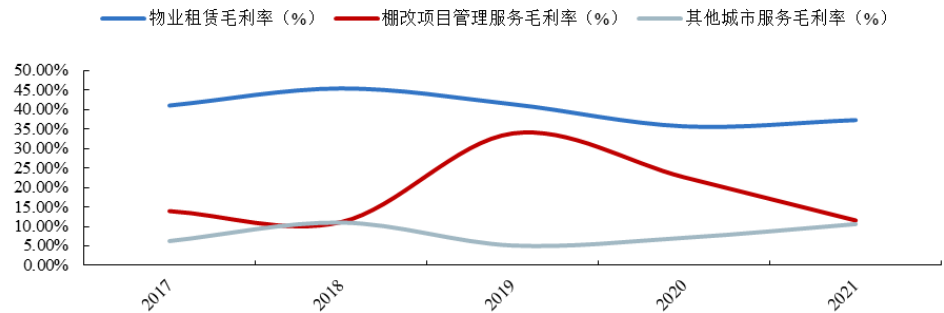


数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：物业租赁服务占比稳健提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：物业租赁业务毛利率显著高于棚改及其他城市服务


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、服务链条进一步延伸，业务能力稳定增长

随着互联网、5G、大数据等新一代信息技术赋能，城市服务业迎来广阔的发展空间。公司业务范围拓展，服务产业链进一步延伸，加快布局河道、园林、环卫等物业服务新业务，布局智慧社区、智慧园区，挖掘传统市政基础设施养护的新增长点。积极探索“物业城市”新商业模式，为城市管理、基础设施养护、物业管理、停车场管理、社区养老、社区资产管理等公共空间、公共资源、公共项目提供全流程专业化、精细化、智慧化的“管理+服务+运营服务”。

表8：公司城市服务业务范围持续增长

经营业务	经营业务和地域范围变化
物业管理服务	立足深圳布局全国，在北京、上海、广州、武汉等 34 个城市建立了区域公司和分公司，物业管理面积超过 5000 万平方米
道路、隧道、桥梁养护业务	在深圳市占约 40%
写字楼、长租公寓、产业园区、社区综合体、 酒店的商业策划与运营服务	现有产业园区 5 个，总建筑面积 52 万 m ²
代建文化教育、景观提升、环境整治等各类项目	项目数量超过 100 个
物业城市、一体化管养、长租公寓、智慧园区等业务	积极探索“物业城市”新商业模式，布局智慧社区、智慧园区，挖掘传统市政基础设施养护的新增长点。

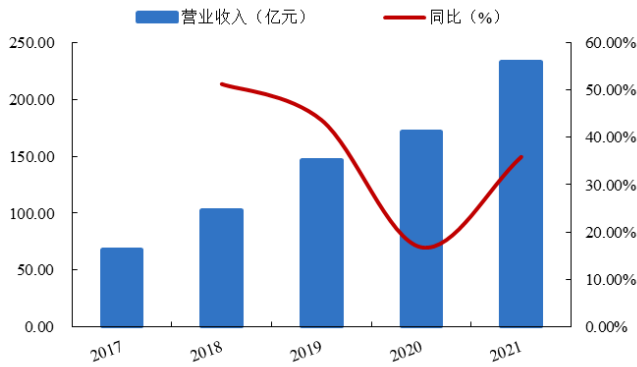
资料来源：公司官网、开源证券研究所

5、财务表现：营收利润稳中有进，财务结构持续优化

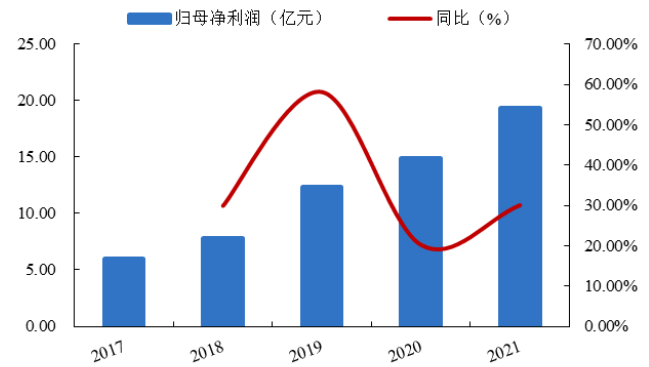
5.1、营收利润双增长，利润率水平保持稳定

各业务板块齐头并进，公司营业收入与归母净利润保持高速增长。受益于天健天骄项目的持续结算，公司 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%，公司销售毛利率和销售净利率分别为 19.7%和 8.39%。公司近 5 年的营业总收入和归母净利润均保持增长态势，净利率水平保持相对稳定。

图29：公司营业收入稳定增长
图30：公司归母净利润稳步提升

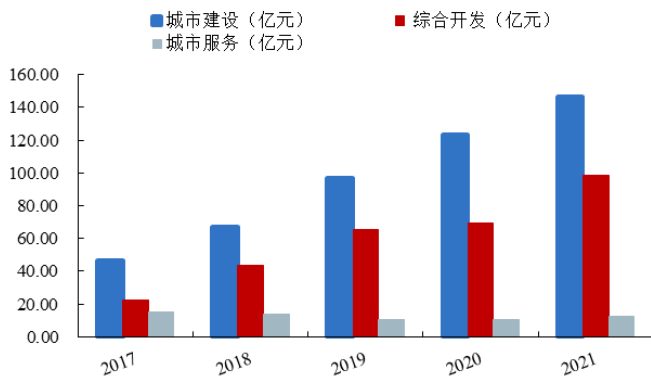


数据来源：Wind、开源证券研究所



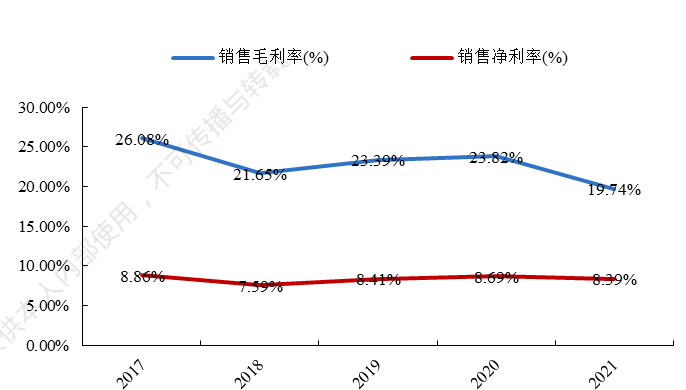
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：城建业务与综合开发业务持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：公司净利率水平保持相对稳定



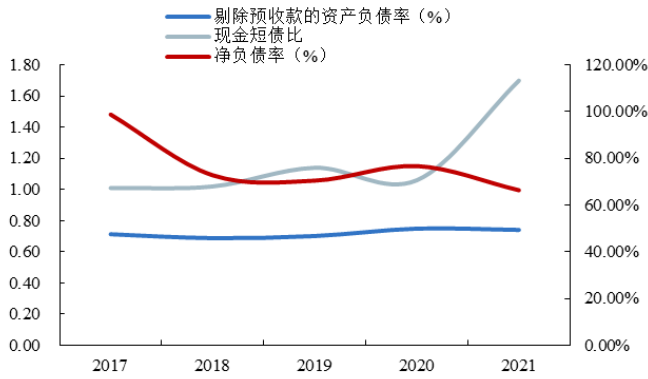
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、融资渠道通畅，债务结构优化

融资渠道通畅，融资成本区间下降。公司2021年度授信规模增加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。根据2021年年报披露，公司银行贷款融资成本区间为3.0%-4.99%，债券融资成本区间为2.9%-4.45%。融资成本显著低于绝大多数房地产公司。作为特区建工的核心子公司，公司融资优势明显。

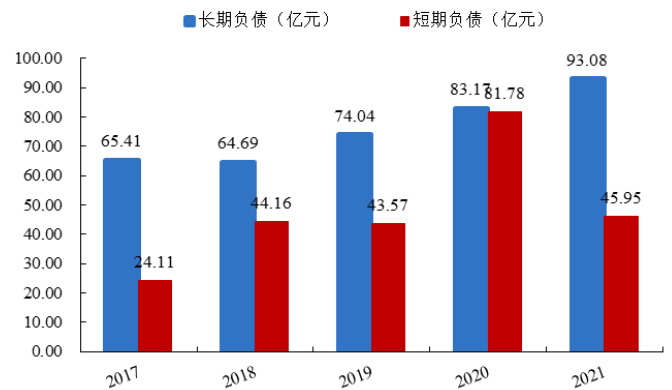
“三道红线”数据仅一条触线，债务结构优化。公司2021年“三道红线”指标剔除预收款的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为74.03%、66.38%、1.71倍。仅剔除预收款的资产负债率未降至70%以下。预计后续公司三道红线指标有望全部达标。截止2021年底，公司短期借款18.8亿元，一年内到期的非流动负债27.1亿元，合计短期负债46.0亿元，较2020年下降35.8亿；总有息负债139.0亿，较2020年下降25.9亿元。公司债务结构进一步优化。

图33：公司三道红线指标持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：公司债务结构持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

- (1) 公司过去三年总施工项目金额增速分别为 39%、33%、34%；城市建设业务业绩收入占比总施工项目合同金额为 31%、29%、26%，假设公司 2022-2024 年总施工项目金额增速保持 30%，城市建设业务业绩收入占比总施工项目合同金额保持 28%。
- (2) 公司在手可结算资源依旧充足，且逆周期拿地补充货值保障后续销售增长，综合考虑地产结算周期，假设公司 2022-2024 年住宅开发业务结算收入增速分别为 18%、37%、12%。
- (3) 假设 2022-2024 年公司城市服务及其他业务收入增速保持 30%。扣除业务间内部抵扣后，2022-2024 年公司合计营业收入增速分别为 41.8%、32.0%、23.1%。
- (4) 随着公司城市建设业务占比的提升，以及天健天骄项目的逐渐结算完成，公司的净利润率预计有所下行，假设公司 2022-2024 年净利润率分别为 7.1%、6.8%、6.8%。

表9：预计公司 2022-2024 年业绩保持增长

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
城市建设 (亿元)	97.2	123.1	146.8	208.1	270.5	351.7
YOY	44.3%	26.6%	19.3%	41.8%	30.0%	30.0%
住宅开发 (亿元)	65.6	69.2	98.4	116.1	158.5	177.4
YOY	49.9%	5.4%	42.2%	18.0%	36.6%	11.9%
城市服务及其他业务 (亿元)	10.3	10.5	12.3	15.9	20.7	26.9
YOY	-24.6%	1.9%	17.1%	30.0%	30.0%	30.0%
扣除内部抵扣后-总主营业务收入 (亿元)	146.7	171.3	232.7	329.9	435.3	535.9
YOY	43.6%	16.8%	35.9%	41.8%	32.0%	23.1%
归母净利润率	8.4%	8.7%	8.3%	7.1%	6.8%	6.8%

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润（亿元）	12.4	14.9	19.3	23.4	29.6	36.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选择上市建筑企业中国建筑、上海建工、中国交建以及上市房企万科 A、保利发展、招商蛇口进行估值比较，公司 2022 年业绩对应 PE 估值 4.7 倍，低于可比公司平均水平。

表10：可比公司盈利预测与估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS（摊薄/元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601668.SH	中国建筑	2243.8	5.4	1.3	1.4	1.5	1.7	4.2	3.9	3.5	3.2
600170.SH	上海建工	260.9	2.9	0.4	0.5	0.5	0.6	7.6	6.2	5.6	5.0
601800.SH	中国交建	1209.2	8.9	1.0	1.3	1.4	1.6	7.7	7.0	6.2	5.6
平均值								6.5	5.7	5.1	4.6
000002.SZ	万科 A	2004.0	17.8	1.9	2.2	2.4	2.6	9.1	8.2	7.4	6.8
600048.SH	保利发展	1973.9	16.5	2.3	2.4	2.6	2.8	7.1	6.9	6.4	5.8
001979.SZ	招商蛇口	985.2	12.7	1.2	1.4	1.5	1.7	9.7	9.0	8.3	7.5
平均值								8.7	8.0	7.4	6.7
000090.SZ	天健集团	108.9	5.8	1.0	1.2	1.5	2.0	5.6	4.7	3.7	3.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除保利发展外，其余公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2022 年 7 月 19 日。

公司作为深圳特区建工集团旗下核心企业，城市建设业务未来将充分受益深圳持续的基建项目落地；同时住宅开发业务预计下游需求稳定，旧改项目有望带动长期规模增长。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.4、29.6、36.5 亿元，EPS 分别为 1.25、1.59、1.95 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 4.7、3.7、3.0 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险提示

行业恢复不及预期，公司销售不及预期，结算毛利率下行风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	43360	51023	60506	73854	88602	营业收入	17125	23269	32989	43530	53590
现金	8630	8412	9642	14458	19149	营业成本	13046	18676	27381	36565	45015
应收票据及应收账款	2711	3426	5999	6438	8873	营业税金及附加	1020	138	195	258	317
其他应收款	523	533	750	989	1218	营业费用	123	228	324	427	526
预付账款	201	213	295	389	478	管理费用	348	440	623	822	1012
存货	26494	28505	33392	40628	47384	研发费用	143	416	590	779	959
其他流动资产	4800	9933	10430	10951	11499	财务费用	189	259	368	485	597
非流动资产	5639	8801	9388	9980	10567	资产减值损失	0	312	218	0	0
长期投资	78	115	157	204	252	其他收益	19	42	43	43	43
固定资产	484	503	564	580	519	公允价值变动收益	-1	2	0	0	0
无形资产	586	1107	1269	1464	1714	投资净收益	22	83	54	48	58
其他非流动资产	4490	7076	7398	7733	8081	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	48999	59824	69894	83834	99169	营业利润	2193	2808	3388	4285	5264
流动负债	28889	37110	45313	56665	68565	营业外收入	10	22	24	27	29
短期借款	5581	1882	1976	1877	1784	营业外支出	10	52	57	63	69
应付票据及应付账款	10648	14128	20098	30337	38917	利润总额	2193	2778	3355	4249	5225
其他流动负债	12660	21100	23238	24450	27864	所得税	704	826	998	1264	1554
非流动负债	9072	9887	10014	10243	10672	净利润	1489	1952	2357	2985	3671
长期借款	8317	9308	9408	9608	10008	少数股东损益	3	18	13	22	24
其他非流动负债	755	579	606	635	664	归母净利润	1486	1933	2344	2963	3647
负债合计	37961	46997	55327	66908	79238	EBITDA	2817	3340	3893	4794	5740
少数股东权益	81	121	134	157	180	EPS(元)	0.80	1.03	1.25	1.59	1.95
股本	1869	1869	1869	1869	1869						
资本公积	1562	1558	1558	1558	1558	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	4602	5686	7336	9426	11995	成长能力					
归属母公司股东权益	10956	12705	14433	16770	19751	营业收入(%)	16.8	35.9	41.8	32.0	23.1
负债和股东权益	48999	59824	69894	83834	99169	营业利润(%)	21.8	28.0	20.7	26.5	22.9
						归属于母公司净利润(%)	20.2	30.1	21.2	26.4	23.1
						获利能力					
						毛利率(%)	23.8	19.7	17.0	16.0	16.0
						净利率(%)	8.7	8.3	7.1	6.8	6.8
						ROE(%)	13.5	15.2	16.2	17.6	18.4
						ROIC(%)	6.5	8.1	9.0	10.0	10.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	77.5	78.6	79.2	79.8	79.9
						净负债比率(%)	71.4	45.7	30.8	2.5	-15.5
						流动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
						速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	7.0	7.6	7.0	7.0	7.0
						应付账款周转率	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.80	1.03	1.25	1.59	1.95
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.57	1.61	3.15	2.98
						每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.09	6.01	7.26	8.86
						估值比率					
						P/E	7.3	5.6	4.7	3.7	3.0
						P/B	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
						EV/EBITDA	6.6	5.1	4.0	2.4	1.4
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	-158	1072	3005	5894	5562						
净利润	1489	1952	2357	2985	3671						
折旧摊销	186	247	234	309	389						
财务费用	189	259	368	485	597						
投资损失	-22	-83	-54	-48	-58						
营运资金变动	-2418	251	216	2283	1090						
其他经营现金流	419	-1554	-115	-120	-126						
投资活动现金流	-602	-463	-643	-725	-782						
资本支出	680	680	202	185	161						
长期投资	83	150	-42	-51	-48						
其他投资现金流	161	367	-484	-591	-669						
筹资活动现金流	4599	-1078	-1133	-353	-89						
短期借款	3529	-3699	94	-99	-94						
长期借款	913	991	100	200	400						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	-4	0	0	0						
其他筹资现金流	156	1635	-1327	-454	-395						
现金净增加额	3839	-468	1229	4817	4691						

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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