2017 年 06 月 28 日
证券研究报告•深度报告
天健集团（000090）房地产

买入（首次）
当前价：11.04 元
目标价：14.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

受益区域主题，城市更新改造稀缺标的

投资要点

- **持续受益深圳城市更新改造。**当前我国房地产市场在去库存及因城施策的调控政策下进入缓慢的估值提升和分化发展的阶段。中长期来看，我们看好都市圈内三四线新房市场和重点城市更新改造市场。十三五期间棚改等加速推进，深圳居住用地计划供地 800 公顷，其中来自城市更新改造的占比 68.8%，空间巨大。公司作为深圳国资委旗下在城市更新领域特别是“棚改+旧改+运营管理”模式方面具有显著优势的国企，将持续受益深圳的城市更新改造。

- **三大业务板块协同效应显著，基本面向上趋势明朗。**公司三大主业分别是建筑施工、地产开发和城市综合服务，借助于公司在建筑施工领域的优势和城市综合服务的职能，公司能参与到较为复杂、涉及到市政设施建设和管理、保障性或公益性建筑占比高的旧改或棚改项目，在开发门槛日渐提高的深圳优势明显。分业务来看，建筑施工自 2016 年开始转型升级以来，新增订单大幅增长，2017Q1 期末在建项目合同金额 162 亿，同比增长 55.8%，随着新增订单进入结算，建筑施工板块的毛利率有望触底回升；房地产方面从 2017 年开始进入结转高峰期，2016 年末未结建面达到 231 万方，约合 2016 年结算规模的 15 倍；城市综合服务目前主要包括商业运营管理、物业管理和棚改综合服务，商业运营持续有增量，物业管理拓展速度明显，棚改综合服务从 2017 年贡献收入；总体上，三大业务板块基本面向上趋势明朗。

- **基建和地产或将充分受益粤港澳大湾区协同发展。**粤港澳大湾区的核心指标位居世界第四大湾区，随着香港回归 20 周年及都市圈的纵深发展，深圳或将成为粤港澳大湾区的核心，基建加速投资和地价继续增值的趋势会越来越明朗，公司的基建（围填海、海绵城市、综合管廊等）和地产业务板块或将充分受益。

- **盈利预测与投资建议。**作为在自身主业表现优异的国企，公司率先受益深圳国资国企改革，2015 年完成了管理层激励和战略投资者的引入，2016 年完成粤通公司股权的收购。我们预计公司在 2017-2019 年归母净利润将保持 86%的复合增长率，公司地产部分 RNAV14.07 元，我们给予 14.5 元的目标价，对应 2017 年 20 倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6209.02	8078.21	13230.56	20237.76
增长率	-1.72%	30.10%	63.78%	52.96%
归属母公司净利润（百万元）	446.52	862.39	1355.10	2896.03
增长率	13.70%	93.14%	57.13%	113.71%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.72	1.13	2.42
净资产收益率 ROE	7.04%	13.14%	17.50%	27.93%
PE	29	15	10	5
PB	2.07	2.00	1.70	1.27

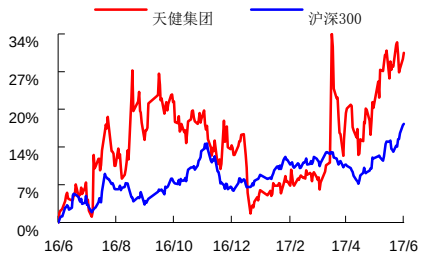
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

分析师：王立洲
执业证号：S1250514080001
电话：023-67914902
邮箱：wanglz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.98
流通 A 股(亿股)	7.74
52 周内股价区间(元)	8.61-11.54
总市值(亿元)	132.24
总资产(亿元)	203.06
每股净资产(元)	5.51

相关研究

投资要件

关键假设

1） 公司地产项目和深圳旧改项目按预期进度进入开发和结算阶段（上海和广州主力项目 2018 年进入结算、深圳天健天骄项目 2019 年进入结算）；

2） 公司建筑施工业务毛利率从 2017 年开始逐步抬升（每年提升 0.5 个百分点）。

我们区别于市场的观点

市场认为，公司属于效率低下的地方国企，基本面向好趋势没有持续性，只能炒炒主题，主题过后股价难有支撑。我们认为，公司解决管理层激励后，从内而外逐步发生了积极的变化；随着公司开发项目的逐步落地，公司基本面向好的趋势是持续的、明朗的；此外，公司业绩增速明显，业绩释放出来，股价会有显著支撑。

1）公司估值显著低估，当前股价相比 RNAV 有明显折让；

2）公司受益深圳城市更新改造是长期的，深圳在十三五期间超过 2/3 的住宅用地是通过城市更新改造方式完成供应的，“棚改+旧改+综合运营服务”的运作模式和深圳国资委背景有助于公司持续获取城市更新改造项目；

3）公司受益粤港澳大湾区是真实的、持续的而且是可检验的，并不是纯粹的主题炒作。

股价上涨的催化因素

粤港澳大湾区等细化政策不断落地，深圳国资国企改革出台细化措施，公司新增旧改项目或当前旧改项目取得突破性进展，建筑施工板块新增大金额订单，城市服务板块表现出成长性等。

估值和目标价格

公司是稀缺的多元化标的，三大业务协同优势显著，估值理论上可以比单纯的地产开发估值要高，此外公司国资背景在地产资源可得性和持续性方面也强于一般房企，公司 2017 年开始进入业绩高速增长期，我们认为合理的估值水平与公司的 RNAV 相当，给予半年内目标价 14.5 元。

投资风险

因销售、结算进度减慢致业绩或释放不达预期，粤港澳大湾区主题政策红利或释放不及预期和国资国企改革细化政策出台或低于预期等。

目 录

1 率先受益深圳国资国企改革 1
1.1 公司概况和股权控制关系 1
1.2 在深圳国资委体系内地位较高 2
1.3 收购粤通公司迈出重要一步 3
2 业务协同显现，基本面持续改善 4
2.1 三大业务板块协同发展 4
2.2 财务指标呈现稳中有升 5
2.3 地产开发进入提速阶段 6
2.4 建筑施工或从量变到质变 7
3 持续受益深圳城市更新改造 9
3.1 深圳城市更新改造空间大 9
3.2 公司重大项目进展加速 11
4 估值显著低估，业绩有望大幅增长 16
4.1 地产结算进入上升通道 16
4.2 受益粤港澳大湾区，建筑施工订单快速上量 17
4.3 城市综合服务业务空间广阔 18
5 盈利预测与估值 20
6 风险提示 21

图 目 录

图 1：公司主要发展历程 1
图 2：公司股权控制关系 2
图 3：深圳国资委旗下相关地产上市公司 2
图 4：天健集团三大业务板块 4
图 5：公司 2016 年三大业务板块收入情况/亿 5
图 6：公司 2016 年三大业务板块毛利情况/亿 5
图 7：公司近五年业绩表现及增速 5
图 8：公司近五年现金回款及销售毛利率表现 5
图 9：公司近五年资产负债率表现 6
图 10：公司近五年净资产收益率表 6
图 11：公司近两年结算资源分布（万方） 6
图 12：截止到 2016 年末公司未结资源面积分布（万方） 6
图 13：截止到 2016 年末公司未结资源货值分布（亿） 7
图 14：2016 年各区域项目结算毛利率明显增长 7
图 15：拆迁重建遵循平等自愿的市场原则 10
图 16：拆迁重建土地受让的两种方式 10
图 17：拆迁重建类的一般程序 11
图 18：拆迁重建实施主体一般流程 11
图 19：天健工业园片区更新单位地处福田核心区域 11
图 20：天健天骄项目效果图一 12
图 21：天健天骄项目效果图二 12
图 22：罗湖“二线插花地”棚改项目位置 13
图 23：罗湖“二线插花地”棚改设计图 13
图 24：福田香蜜新村旧改项目位置 14
图 25：福田香蜜新村旧改项目现状 14
图 26：福田市政大院旧改项目位置 14
图 27：福田市政大院旧改项目现状 14
图 28：地产项目结算面积预测 16
图 29：地产项目结算收入预测 16
图 30：粤港澳大湾区辐射到的城市 17
图 31：粤港澳大湾区位列世界四大湾区 17
图 32：城市综合服务与建筑施工和地产开发协同发展 18
图 33：城市综合服务板块的运作平台 18
图 34：城市综合服务板块各细分领域收入预测（亿） 19

表 目 录

表 1：深圳国资委体系内地产相关平台大致对比 3
表 2：预计 2017-2019 主要地产项目结算收入及毛利率情况（亿元） 7
表 3：建筑施工项目拓展情况 8
表 4：公司自 2016 年以来不断中标 EPC 项目 8
表 5：深圳人口密度及居住用地面积和其他一线城市对比 9
表 6：深圳十三五期间住房用地供地计划（公顷） 9
表 7：天健工业区天骄项目主要进度节点 12
表 8：公司在深圳主要项目情况（万方） 15
表 9：公司地产项目结算预测（万方、万元每平米、亿元） 16
表 10：公司主要持有型物业租赁情况（均位于深圳，截止到 2017 一季度末） 18
表 11：分业务板块盈利预测（亿元） 20
表 12：公司地产板块重估净资产测算 20
表 13：可比公司 PE 均值表 21
附表：财务预测与估值 22

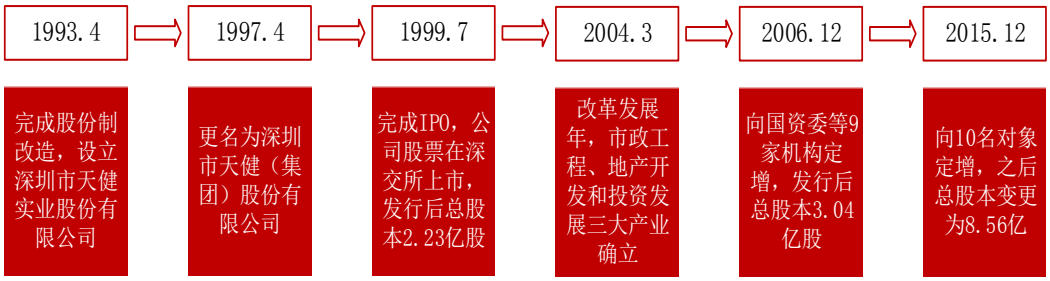
1 率先受益深圳国资国企改革

1.1 公司概况和股权控制关系

深圳市天健（集团）股份有限公司（以下简称“天健集团”或“公司”）系深圳市国资委控股企业，前身为原基建工程兵 302 团，1983 年集体转业改编为深圳市市政工程公司（后更名为深圳市市政工程总公司）。公司于 1993 年 4 月完成股份制改造，设立深圳市天健实业股份有限公司。1997 年 4 月，公司更名为深圳市天健（集团）股份有限公司。1999 年在深圳证券交易所上市。天健集团系集建筑施工、地产开发、城市服务于一体的城市综合运营商，致力于为客户提供优质的产品和服务，建设宜居、生态、环保、智慧城市。天健集团旗下的知名企业包括深圳市市政工程总公司、深圳市天健房地产开发实业有限公司、深圳市天健置业有限公司、深圳市天健物业管理有限公司等。

公司将 2004 年确立为“改革发展年”，集团公司下设市政工程、房地产开发、投资发展三大产业公司，多元化发展雏形显现。同年，天健房地产开发公司取得国家一级资质，公司发展进入新的阶段。2006 年 12 月，公司完成了 IPO 之后的首次定增，扣除发行费用后募资 4.98 亿，投向深圳龙岗阳光天健城项目。2015 年 12 月，公司向远致投资（深圳市远致投资有限公司，深圳市国资委 100%控股）、硅谷天堂（硅谷天堂资产管理集团有限公司旗下某有限合伙企业）、天健如意资管计划（由天健集团及控股子公司的董事、监事、高管和核心骨干人员以自筹资金认购，参与人 163 名）等十名机构定向增发，扣除发行费用后募集资金 21.7 亿，主要用于补充公司流动资金。定增完成后公司净资产明显增加，资本结构有所优化，财务风险有所降低，为公司后续发展奠定坚实基础。

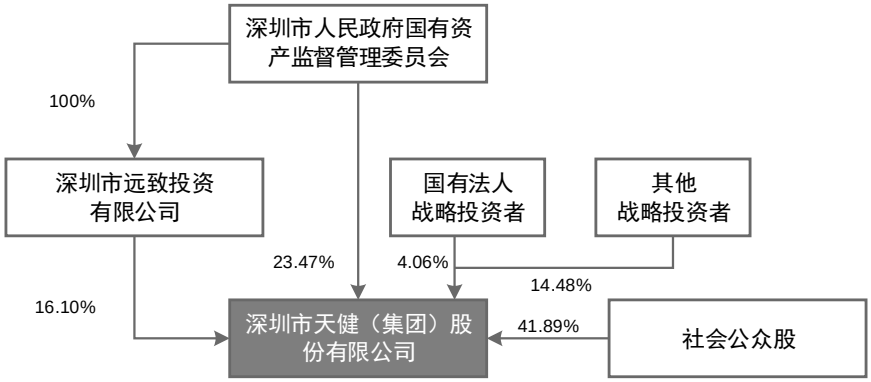
图 1：公司主要发展历程



数据来源：公司公告、公司网站、西南证券整理

截止到年报披露日，公司实际控制人（深圳市国资委与深圳远致）持股 39.57%，公司股权控制关系如下图所示。

图 2：公司股权控制关系

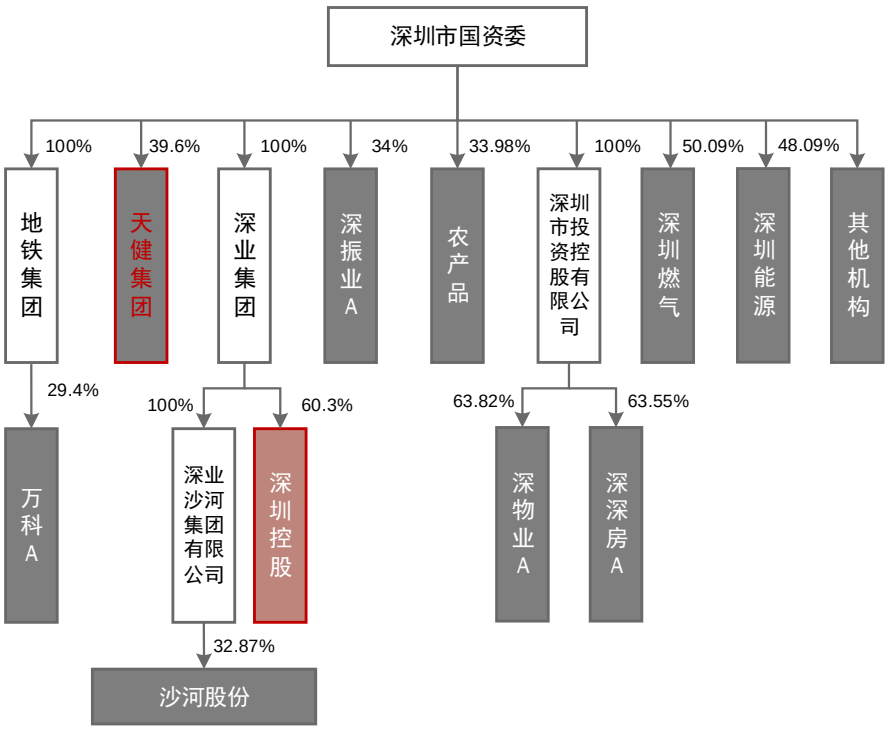


数据来源：公司公告、西南证券整理

1.2 在深圳国资委体系内地位较高

天健集团受深圳市国资委直管，与深振业 A 的地位相当，相比其他的本地上市房企如深物业 A、深深房 A、沙河股份、深圳控股等，在国资委体系内地位明显更高些。

图 3：深圳国资委旗下相关地产上市公司



数据来源：各上市公司公告、西南证券整理（为便于理解，这里将深圳国资委及其一致行动人合并处理）

就地产开发及地产相关产业链的体量而言，天健集团的地产开发体量居中，但城市更新改造项目占比相对比较大。

表 1：深圳国资委体系内地产相关平台大致对比

集团	主营业务	地产及相关资源
深圳市地铁集团有限公司	轨道交通规划、设计、建设和运营；资源开发与运营；配置土地及物业开发与运营等；注册资本 240 亿，2015 年末总资产 2404 亿，净资产 1503 亿	截止到 2015 年末，拥有地铁上盖物业项目 10 个，总建面 383 万方；城市土地利用：安托山、塘朗地块等；上盖物业商业开发累计开工约 330 万方，2015 年销售额 119 亿；地铁商业租金 2015 年为 0.82 亿
深业集团有限公司	以房地产为主，同时涉足基础设施、现代农业、高科技制造、金融等领域；2016 年末总资产 975 亿，净资产 317 亿	土地储备近 1300 万方，此外还拥有在营的收费公路 3 条（里程数达 188 公里），旗下深圳控股有限公司在 2016 年销售额 191 亿
深圳市天健（集团）股份有限公司	建筑施工、地产开发和城市服务；2016 年末总资产 193 亿，净资产 63 亿	已确认权益的未结算地产资源建面 231 万方，考虑到控制的更新改造项目，预计超过 260 万方
深圳市振业（集团）股份有限公司	主营房地产开发；2016 年末总资产 132 亿，净资产 50 亿	未结算地产项目建面约 250 万方，2016 年销售额 46 亿（不含地铁合作项目销售额 33 亿）

数据来源：公司公告、深圳国资委网站、西南证券整理

1.3 收购粤通公司迈出重要一步

2016 年 9 月 29 日，公司与深圳市投资控股有限公司签署股权转让合同，收购其所拥有的深圳市粤通建设工程有限公司（以下简称粤通公司）100%股权，对价包括评估净资产、粤通工业区和华富工业区两宗地块补充评估差额及期后损益三部分。其中，净资产评估值 7.07 亿，两宗地块评估差额 2.75 亿，期后损益最终审定确认为 0.16 亿，转让价格合计 9.98 亿。粤通公司及期下属子公司的房地产类资产包括 12 个项目，建面共计 6.59 万平方米。粤通工业区纳入股权转让范围的土地面积 0.89 万方（根据现行规划，可以升级改造，容积率上限为 3.0），房屋建面 1.67 万方，龙华华富工业区纳入股权转让范围的土地面积 2.02 万方（规划为二类住宅用地，属规划拆迁重建地块），房屋建面 2.95 万方。这些房产所属的土地位于深圳重点规划区域内，后续开发整合价值巨大。

粤通公司是深圳最早的路桥专业施工及养护单位之一，在公路、桥梁及隧道养护业务方面位居深圳市场前列，与公司建筑施工产业板块协同优势明显，能进一步巩固公司全资子公司深圳市市政工程总公司在深圳市属建筑领域的龙头地位。粤通公司除了持有房产及两个重要工业区之外，承接的在建项目有 10 个（合同金额 4.5 亿），承担的道路养护业务合同总里程超过 1388 公里，桥梁约 685 座，隧道养护业务管养隧道共 27 座（长度 34 公里，路段里程 51 公里），使得公司在 2016 年四季度新增路桥隧管养业务。另外，深投控还委托粤通公司经营管理从粤通公司剥离至市投资的全部土地资产（在股权转让范围之外的），涉及土地资产共计 30 项，建面约 20.5 万平米。

粤通公司整体注入天健集团，成为首个完成深国资整体资产注入的上市公司，体现了深圳市国资委对天健集团做强做优做大的支持。这是继 2015 年天健集团完成 22 亿元非公开发行股票，市场化引入战略投资者，同步实施管理层核心骨干持股之后，又一重大资本运作。

2 业务协同显现，基本面持续改善

2.1 三大业务板块协同发展

公司的企业愿景是成为令人尊敬的城市综合运营商。在十三五规划中，主业定位为建筑施工、地产开发和城市服务三大业务板块。主业定位主要是强化商业模式的升级转型，突出运营强化服务的经营理念。

建筑施工板块：从施工承包商向工程总包商转型升级，业务结构上从传统施工业务向 EPC、PPP 模式转型。EPC（Engineering Procurement Construction）是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包，超出了单一阶段分项承包的范畴，更有利于提高议价能力、控制进度费用、提升利润空间。PPP（Public Private Partnership）是指企业资本与政府机构进行合作，参与公共基础设置的建设，相比 EPC，PPP 更多赋予投资商、运营商的概念，PPP 中企业资本话语权更重，涉及到的阶段更多，参与后期运营程度更深，模式的弹性和空间也更大。我们认为，按照市场导向发展、在基础设施领域有技术和资源优势的国企参与 PPP 项目成功的可能性更大，持续性也更强。此外，公司还会朝新型建筑业务（建筑产业化、海绵城市、综合管廊、围填海、环保工程等）、高端管理（工程咨询、工程代建）等方向升级。

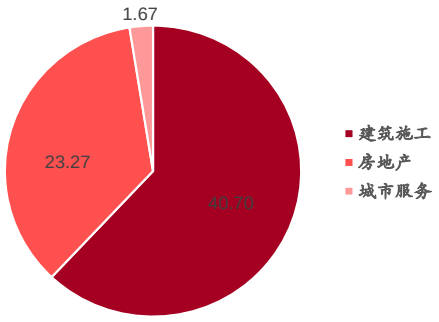
地产开发板块：从住宅开发商向“城市更新+产业园区+特色地产”开发运营服务转型升级。由于核心城市新房供地持续减少，城市更新改造是企业参与房地产市场最重要的渠道，而发展产业园区、特色地产也是房地产从开发出售朝存量经营转变的必然结果。

城市服务板块：从物业资产管理向社区服务（物业服务、健康养老、文化教育等相关增值服务）+公共服务（棚户区改造服务、智慧城市服务、道桥隧等市政管养服务）转型升级。

图 4：天健集团三大业务板块

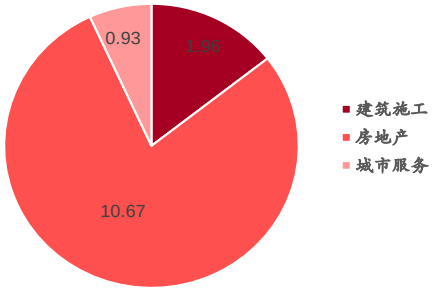
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 5：公司 2016 年三大业务板块收入情况/亿



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 6：公司 2016 年三大业务板块毛利情况/亿



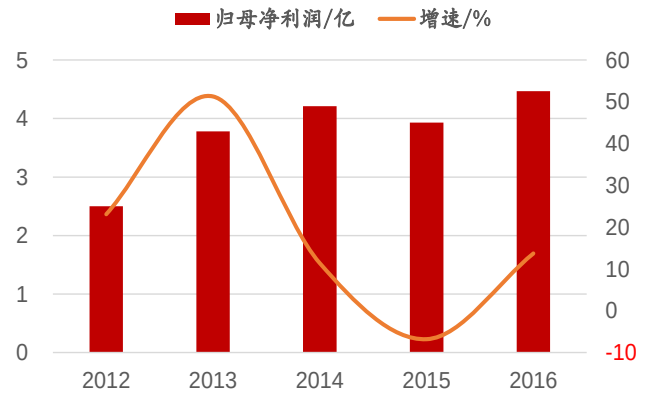
数据来源：公司公告、西南证券整理

从公司三大业务的收入占比来看，城市服务业务板块占比较小，未来提升空间较大（特别是随着深圳棚户区改造项目进入收入确认阶段后）。从毛利率情况来看，建筑施工板块 2016 年毛利率仅 4.8%，随着模式的升级和成本的控制，未来可能会逐步上升到 8-10%。相比“地产+金融”、“住宅+旅游”、“商业+住宅”等多元化发展的公司，天健集团的“施工+地产+城市服务”协同优势更直接，特别是在基建投入较大、更新改造占主流的大城市。

2.2 财务指标呈现稳中有升

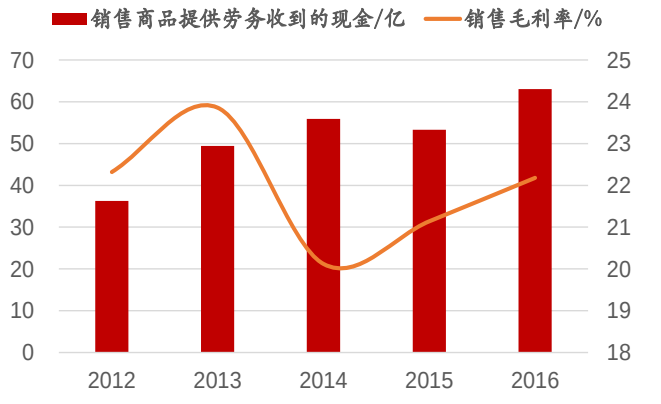
2015 年公司因股权转让收益大幅减少，导致归属于上市公司股东净利润同比下降 6.8%。2016 年公司各项业务表现出稳中有升。建筑施工业务实现营业收入 40.7 亿，增长 16.6%，地产实现销售收入 23.27 亿，同比下降 19.5%，但结算毛利率为 45.9%，同比上行了 3.8 个百分点。同时公司通过减持莱宝高科股权实现收益 1.28 亿，全年实现归属于上市公司股东净利润 4.47 亿，同比增长 13.7%，重回上升通道。2017-2018 年，随着公司在上海、南宁、深圳等地区高毛利项目进入结算阶段，预计业绩增长的趋势更为明显。

图 7：公司近五年业绩表现及增速



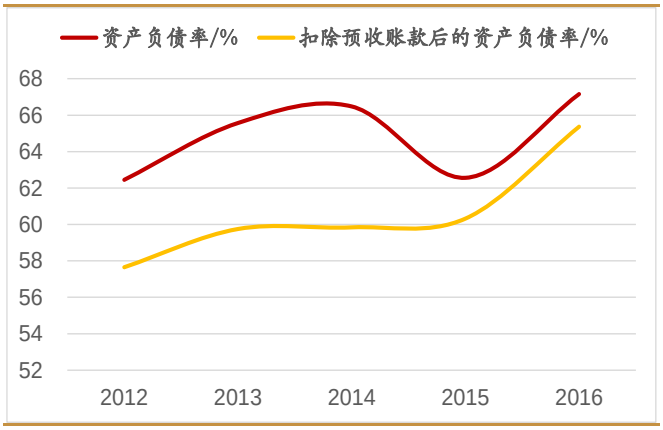
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：公司近五年现金回款及销售毛利率表现



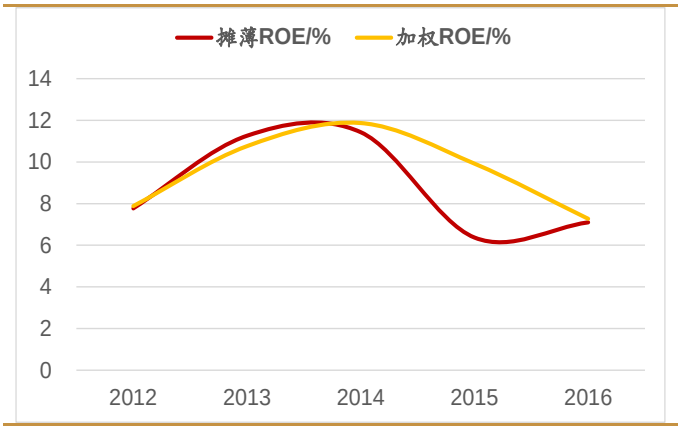
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：公司近五年资产负债率表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：公司近五年净资产收益率表



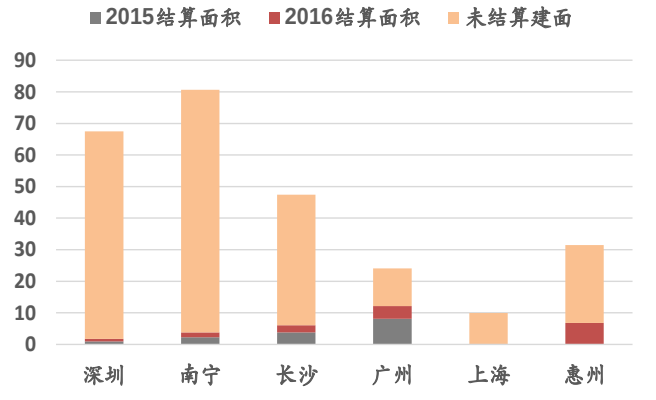
数据来源：wind、西南证券整理

2.3 地产开发进入提速阶段

公司已经有 20 多年房地产开发经营，产品类型包括中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等，目前项目主要布局在深圳、广州、上海、南宁、长沙和惠州 6 个城市。2015 年公司积极补充土地资源，获取了上海浦东新区南码头地块、深圳西丽曙光汽车城地块、收购广西华珏公司 60%股权等。2016 年，公司进一步加大土地储备力度，以 18.9 亿竞得广州白云区地块项目，而且在加速推进深圳天健工业区、香蜜新村和市政大院等城市更新改造项目，从 2017 年开始地产结算体量有望明显提升。

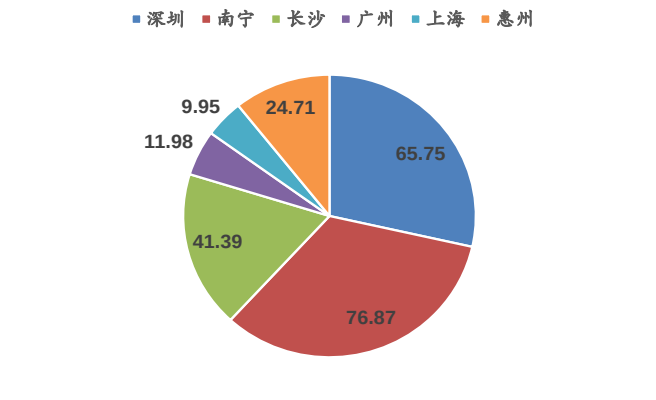
2015 年公司地产结算项目分布于深圳、南宁、广州和长沙，结算面积合计为 15.03 万方。2016 年地产结算项目分布于深圳、南宁、广州、长沙和惠州，结算面积合计为 15.47 万方，小幅增长 2.9%。截止到 2016 年末我们测算出公司未结算资源分布在深圳、南宁、长沙、广州、上海和惠州，建面达到 230.65 万方，相当于 2015-2016 年均的 15 倍多，弹性空间很大。

图 11：公司近两年结算资源分布（万方）



数据来源：公司公告、西南证券整理

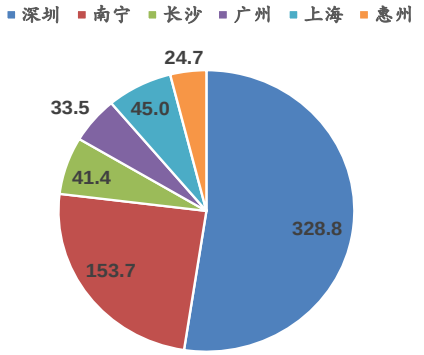
图 12：截止到 2016 年末公司未结资源面积分布（万方）



数据来源：公司公告、西南证券整理

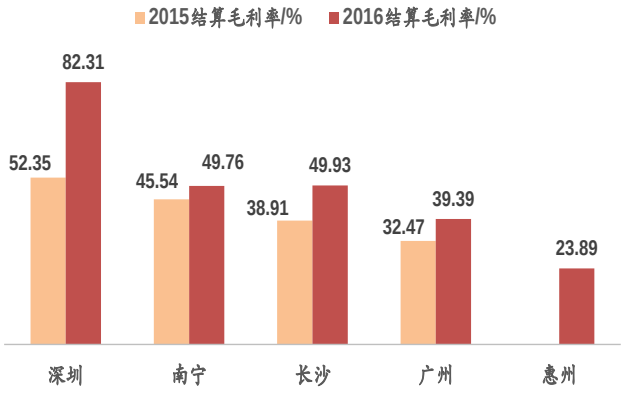
从项目结算毛利率来看，公司 2016 年结算的毛利率普遍均有增长，特别是深圳、长沙、广州等区域表现非常明显。随着 2016 年房地产市场价格的再次上扬，我们判断未结算项目的毛利率依然会维持在较高水平。

图 13：截止到 2016 年末公司未结资源货值分布（亿）



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 14：2016 年各区域项目结算毛利率明显增长



数据来源：公司公告、西南证券整理

根据公司的推盘安排和项目进度，我们预计公司 2017 年主要结算项目为深圳阳光天健城、景田部分可售物业、上海天健萃园、南宁天健西班牙小镇、南宁天健领航大厦等项目；2018 年主要结算项目为上海天健萃园、上海南码头项目、南宁天健西班牙小镇、广州天健汇等项目；2019 年主要结算项目为深圳天健天骄项目。预计各区域结算收入和毛利率如下表所示：

表 2：预计 2017-2019 主要地产项目结算收入及毛利率情况（亿元）

城市	2017E	毛利率	2018E	毛利率	2019E	毛利率
深圳	11	70%	-	-	107	60%
上海	9	55%	27	55%	-	-
南宁	10	45%	18	45%	-	-
广州	-	-	15	36%	-	-
长沙	4	48%	-	-	-	-

数据来源：公司公告、西南证券整理

2.4 建筑施工或从量变到质变

建筑施工业务尽管产能利润率不高，但与地产开发和城市运营服务协同性强，也是公司的核心竞争力所在。2016 年公司建筑施工业务营业收入 40.70 亿，较上年增长 16.6%，继续保持持续增长的态势。2016 年以来公司大力推进建筑施工业务的升级转型，着力提升工程建设总承包能力，集团及其所属子公司已连续中标多个 EPC 项目。此外，公司还大力加强了与央企的合作，在多个领域取得合作成果，特别是在围填海、海绵城市、综合管廊等新业务领域。

表 3：建筑施工项目拓展情况

年份	2014		2015		2016	
	项目个数/个	合同金额/亿	项目个数/个	合同金额/亿	项目个数/个	合同金额/亿
全年拓展新项目	-	36.68	-	38	-	94.3
期初在建项目	63	94.18	67	100.86	63	92.51
年新开工	18	28.25	25	26.69	18	58.61
年内竣工	14	21.57	29	35.04	26	33.62
期末在建项目	67	100.86	63	92.51	65	122.00

数据来源：公司公告，西南证券整理（2016 年末在建项目包括粤通公司的 10 个项目）

从年末在建项目合同金额这个指标来看，2016 年为 122 亿，同比增长 31.9%；从新拓展项目金额来看，2016 年达到 94 亿，同比增长 147%。预计 2017 年末在建项目合同金额将达到 200 多亿，相比 2016 年再次大幅增长，增速或超过 64%。值得说明的是，公司从 2016 年以来持续中标 EPC 项目，标志着公司业务模式转型升级的逐步落地，具体如下表所示。

表 4：公司自 2016 年以来不断中标 EPC 项目

时间	项目名称	金额（亿元）	说明
2016.3.14	深圳市高新区交通改造工程	3.07	由市政总与市政设计院联合中标
2016.4.19	龙岗区阿波罗未来产业城启动区基础设施 EPC 项目	15.83	集城市地下综合管廊、海绵城市等元素
2016.8.30	深圳坪山新区雨污水管网工程 EPC 项目	15.85	为市政总历史以来中标金额最大项目
2017.1.24	深圳布吉河流域综合治理工程 EPC+O 项目	13.65	设计采购施和养管一体化
2017.3.10	深圳机场三跑道扩建工程场地陆域形成及软基处理工程 EPC 项目	43.2	中交天健联合体中标，天健集团持有 45%股权

数据来源：公司公告、西南证券整理

公司在巩固传统的市政工程优势基础上，抓紧布局围填海、海绵城市、综合管廊、治水提质、河流治理等新型业务领域，抢占市场先机。2016 年中标项目中，此类业务占比 42%；深圳市及其周边城市的项目占比 83%，区位优势不断得以强化。

2016 年公司施工业务的毛利率仅为 4.81%，对标主流施工企业（中国建筑、葛洲坝等）相关业务的毛利率水平，并考虑公司业务模式的升级，我们判断后续施工业务毛利率有望缓步提升。假定公司 2017-2019 年每年施工业务板块的毛利率仅提升 0.5 个百分点，每年结算收入为上期末在建项目总金额的 35%（预计公司 2017-2019 年末在建项目合同金额分别为 200、260 和 320 亿），预计 2017-2019 年板块实现的毛收入相比 2016 年能分别增长 1.76、3.33 和 5.11 亿。

3 持续受益深圳城市更新改造

3.1 深圳城市更新改造空间大

城镇化伴随工业化发展，是非农产业在城镇集聚、农村人口向城镇集中的自然历史过程。深圳在全国率先实现了完全城市化，但依然存在市民城市化程度有待提升、城市基础设施建设滞后、政府公共产品供应不足等问题。“十三五”期间，深圳强调要通过破解土地资源瓶颈、推进城市更新、住宅产业化等工作，协调居住空间布局，推动深圳的都市化发展。可见，推进城市更新是深圳在十三五期间的重要工作。

我们将深圳和其他一线城市进行对比，从行政区域面积来看，深圳不到其他城市的 1/3，而从人口密度来看，基本上是一线城市里面最高，如果除去“基本生态控制线”的范围，深圳的人口密度已超过 10000 人每平方公里，排在全国第一。

表 5：深圳人口密度及居住用地面积和其他一线城市对比

时间	深圳	广州	北京	上海
常住人口（2015 年末数据,万人）	1138	1350	2171	2415
全市面积（平方公里）	1997	7434	16411	6341
人口密度（按总面积，人/平方公里）	5697	1816	1323	3809
人口密度（统计局 2015 年报）	5697	5940	1541	3809
城市建设用地面积（平方公里）	895	644	1455	2916
其中，居住用地面积（平方公里）	242	204	417	1059

数据来源：统计局网站、西南证券整理

2011 至 2015 年，深圳市商品住房供应用地总量为 582.77 公顷，其中招拍挂新供应用地 135.75 公顷，城市更新用地 340.13 公顷，征地返还等其它用地 106.89 公顷；城市更新用地占比为 58.4%。保障性住房供应用地总量为 432.71 公顷，其中城市更新配建与筹集项目占地约 266 公顷，占比 61.5%。居住用地供应中存量用地占比达 60%，实现了土地供应模式从增量为主向存量为主的根本性转变，而且城市更新在逐步成为深圳市住房用地供应的主体。根据深圳市住房保障发展规划 2016-2020，十三五深圳商品住房用地计划供地合计 566 公顷，与十二五基本持平，而保障性住房用地计划供地合计 234 公顷，相比有明显减少。

表 6：深圳十三五期间住房用地供地计划（公顷）

规划期	商品住房用地			保障性住房和人才住房用地			总计
	新供应用地	城市更新用地	征地返还用地	新供应用地	城市更新用地	拆迁安置与产业园区配套宿舍等用地	
2016	8	52	12	25	25	15	137
2017	7	95	22	25	25	15	189
2018	7	95	22	4	25	10	163
2019	7	94	22	——	25	10	158
2020	7	94	22	——	20	10	153
合计	36	430	100	54	120	60	800

数据来源：深圳市政府网站，西南证券整理

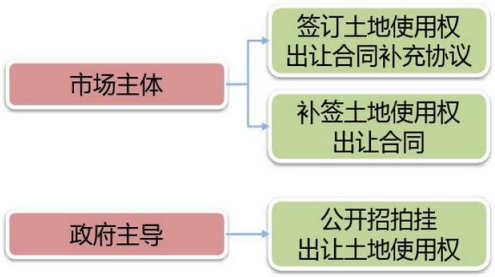
根据普查，2014 年底深圳住房总量达到 5.59 亿平方米，其中原村集体及村民自建住房、工业区配套宿舍等占比 48%，这些住房质量低、环境差，且存在不同程度的违法建设问题，不能在市场上流通，也难以支撑市民的改善型住房需求。即便不考虑 2015 年以来新增的部分，需要更新改造的住房存量至少达到 2.68 亿平米。根据《深圳市住房建设规划 2016-2020》，2011 至 2015 年，深圳合计安排建设住房约 60.3 万套（这五年深圳商品住宅成交 22.8 万套、二手房成交 44.2 万套），预计深圳在“十三五”期间存量常住居民自住与改善型需求共计 53.5 万套，新就业大学生购买住房需求 9.8 万套，因城市更新带来的引致性（被动）购房需求约 7.5 万套，三者合计购房需求约 70.8 万套。计划在十三五实现新增住房有效供应 65 万套（商品住房预售与现售 30 万套、保障性和人才住房 35 万套），盘活二手房交易成交 35 万套，实现在 2020 年末常住家庭住房自有率提高至 40%。总体上来看未来几年深圳常住家庭住房自有率依然较低，预计购房需求依旧表现强劲。

深圳的城市更新改造一般可以分为综合整治类（不改变建筑主体结构和使用功能）、功能改变类（不改变土地使用权的权利主体和使用期限并保留建筑物主体结构）和拆迁重建类（可能改变土地使用权的权利主体、变更部分土地性质，需严格按照城市更新单元规划实施）。拆迁重建类要求比较多，一般来讲参与主体的受益空间也比较大。深圳市政府要求：1）对于城市更新单元内拆除重建用地的面积原则上要大于 1 万方，且应大于城市更新单元总用地面积的 70%；2）更新单元中用于基础设施建设、公共服务设施和其他城市公共利益项目建设的用地应大于 3000 平方米且不小于拆迁范围用地面积的 15%；3）主要是符合改造条件的建成区（旧工业区、旧商业区、旧住宅区、城中村及旧屋村等）。

图 15：拆迁重建遵循平等自愿的市场原则

数据来源：深圳城市更新办法实施细则、西南证券整理

图 16：拆迁重建土地受让的两种方式



数据来源：深圳城市更新办法实施细则、西南证券整理

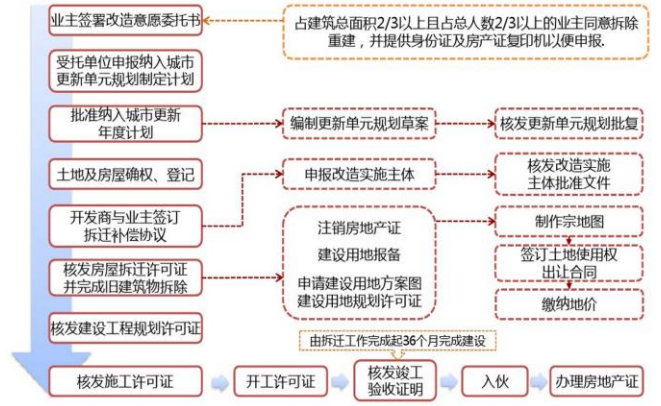
深圳对于不同类型拆迁重建补缴低价的规定：

1）城中村：指原农村集体经济组织的村民及继受单位保留使用的非农建设用地指标范围内的建成区域。如果新建建筑容积率不超过 2.5，不再补缴地价；建筑容积率大于 2.5 不超过 4.5 之间的部分，按照公告基准地价标准的 20%补缴；建筑容积率超过 4.5 的部分按公告基准地价标准补缴。

2）旧屋村：现状占地面积 1.5 倍的建筑面积不需补缴地价；超出部分按照公告基准地价标准补缴地价。

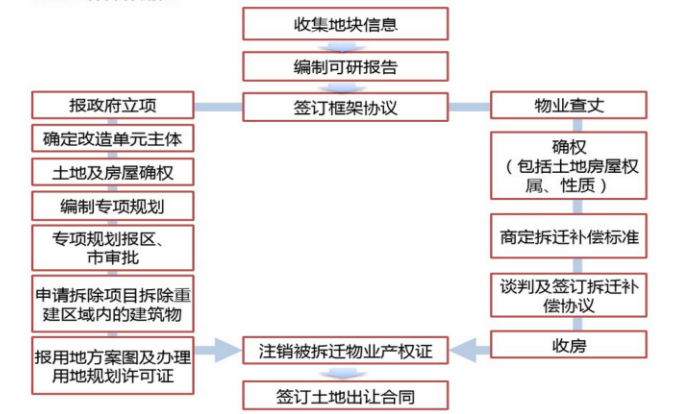
3）工业区改造为住宅、办公、商业等经营性用途：原有合法建筑面积以内部分，按照其改造后的功能和土地使用权使用期限以公告基准地价标准计算应缴纳的地价，扣减原土地用途及剩余期限以公告基准地价标准计算的地价；增加的建筑面积部分，按照其改造后的功能和土地使用权使用期限以市场评估地价标准计算应缴纳的地价。

图 17：拆迁重建类的一般程序



数据来源：深圳城市更新办法实施细则、西南证券整理

图 18：拆迁重建实施主体一般流程



数据来源：深圳城市更新办法实施细则、西南证券整理

3.2 公司重大项目进展加速

天健工业园片区更新单元（天健·天骄）项目

图 19：天健工业园片区更新单位地处福田核心区域

数据来源：深圳房地产信息网、百度地图

天健天骄项目位于福田莲花街道，莲花路与景田路交汇处西南侧，西邻景田西路，南邻商报路，由 9 栋 150 米超高层、2 栋 100 米高层、幼儿园、学校及公共绿地组成。该项目是深圳景田区首个城市更新项目，而且被列入深圳市 2016 年度重大项目，项目公益贡献率达到 43.3%。根据深圳相关政策规定，拆迁重建类的城市更新项目一般要经过实施主体确认、建筑物拆除、签订项目监管协议、发改立项、建筑物产权注销、用地方案图审查、土地移交、核算地价、地价补交、用地规划许可证、土地合同签订、施工证办理等事宜。该项目主要进度节点如下表所示。

表 7：天健工业区天骄项目主要进度节点

时间	事项
2012 年 4 月 10 日	天健工业园区被纳入 2012 年深圳市城市更新单元第一批计划。确定拟拆除重建用地面积为 6.32 万平方米，拟更新方向为居住等功能，公共利益项目等用地不小于 2.15 万方。
2014 年 10 月 27 日	该更新单元规划（草案）经市规土委审议通过，确定计容建面 22 万方，其中住宅 19.93 万方（包含配建的保障性住房 2.93 万方）、商业 1.1 万方、公共配套设施 0.97 万方（含幼儿园）。
2015 年 7 月 9 日	该更新单元获得市规土委审议通过。
2015 年 9 月 29 日	与深圳市深勘物业管理有限公司签订了《搬迁补偿安置协议》。
2015 年 10 月 10 日	正式启动拆迁。
2016 年 9 月 8 日	项目实施主体获得该项目的用地规划许可证（分解为两幅地块）：地块一占地 1.99 万方，容积率 5.95，建面 11.85 万方，其中住宅 11.06 万方（含保障性住房及物业服务用房 1.76 万方）；地块二占地 1.19 万方，容积率 6.48，建面 7.69 万方，其中住宅 6.74 万方、商业 0.47 万方。
2016 年 7 月 31 日	拆迁工作全部完成。
2016 年 10 月 15 日	正式开工。
2017 年 4 月 15 日	签署土地使用权出让合同书，两幅土地使用权出让合同金额合计 25.82 亿。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：天健天骄项目效果图一

数据来源：西南证券整理

图 21：天健天骄项目效果图二

数据来源：西南证券整理

该项目扣除保障性住房和物业服务用房后住宅建面合计 16.04 万方，参考周边新房二手房售价，保守预计销售单价 10 万，净利率如果按 25%测算，可贡献净利润 40 亿，预计在 2019 年进入结算。

罗湖“二线插花地”棚户区改造项目

深圳经济特区成立之后，出于特区管理的需要，深圳市从 1982 年开始历经数年修建了以铁丝网为界的特区管理线，俗称“二线”。当时因资金不足和便于修建，“二线”并未完全与行政区划线相吻合，致使特区管理线与行政区划线不一致，形成了一些管理上的“真空地带”，即通常所说的“二线插花地”。随着特区的快速建设和发展，一些人利用行政管理上的真空大肆抢建，最终形成了玉龙、木棉岭、布心三大违法建筑集聚区。“二线插花地”还是深圳原特区内唯一的“广东省斜坡类地质灾害高易发区”。第三方机构调研报告显示，玉龙片区地质灾害评估危险性比例达到 62%，木棉岭片区达到 57%，布心片区也超过 51%。

深圳市罗湖区“二线插花地”棚户区改造被业界称为“中国棚改第一难”，除了面临的安全隐患前所未有，还面临着“棚改范围之大前所未有（占地 60 万平方米，违法建筑 1338 栋，建筑面积约 130 万平方米），建筑体量之大前所未有，复杂程度之大前所未有”。为破解难题，罗湖区实行了“政府主导+国企实施+棚户区改造+保障性住房建设”的改造模式，并坚持纯公益性的特点，促使棚改工作稳步推进。

图 22：罗湖“二线插花地”棚改项目位置

数据来源：西南证券整理

图 23：罗湖“二线插花地”棚改设计图

数据来源：西南证券整理

2016 年 4 月 6 日，天健集团中标深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目。2016 年 12 月 20 日签约暨拆除启动。截止 2017 年 3 月底，签约率已突破 97%，8.7 万人已搬离，进展超出各方预期。预计该项目 9 月份完成地质灾害整治开工备案，12 月份完成施工图设计，防雷装置设计报批、交通运输图纸报批以及绿色建筑报批。2018 年 2 月份完成建筑工程许可报批，取得施工许可后 3 年完成项目的工程建设。

项目的补偿制度首要在于保障居民基本居住权，对超过规定面积以上的部分，则要限制暴富。对于规定时间之前建成的历史遗留违法建筑，在规定面积以下按建筑面积 1∶1 置换；在规定区间的面积则按照一定的置换率予以置换；对于在一定面积以下不符合基本居住条件的按安居型商品房的较低价格增购到能满足其基本居住条件的面积；对于超过规定面积数的部分，只给予货币补偿。

天健集团作为罗湖棚改的承接主体，定位是棚改服务商。在政策宣传和落实阶段，公司签约谈判队伍配合罗湖区政府，通过各类渠道点对点推送给当事人。在信息数据审核方面，天健构建了由大数据、云计算和数据监管 3 方面构成的“棚改云”，涵盖从信息公示、谈判签约、补偿款支付、拆除到回迁安置各阶段的全部工作。罗湖“二线插花地”棚户区改造需要的约 300 亿元资金均由政府投入，签约谈判、房屋拆除、当事人回迁等工作均由政府主导。根据与政府约定，公司按照政府总投资的 6%（棚改项目综合服务费率）确认收入，预计该项目能为公司带来 18 亿的收入，相比传统的地产开发，棚改综合服务的毛利率和净利率预计会显著偏高。

福田香蜜新村旧改项目

香蜜新村地处福田区红荔路与香梅路交汇东北角，现为居民住宅和商业综合楼。该小区占地面积约 5.20 万平方米，现状建筑面积约 9.18 万平方米，整个小区约 930 户业主。香蜜新村建于上世纪八十年代后期，虽然处于深圳一流地段位置，但原先规划已明显跟不上日新月异的城市发展步伐，整体形象与极佳的地理位置产生了严重的反差。由于建筑工艺和材料

的时代局限性，部分楼体已经发生保护层剥落，甚至钢筋裸露的现象，存在明显的安全隐患。天健集团拟与“水榭地产”联手开发该项目，共同打造一个高端时尚、智慧节能、配套完整的宜居社区。目前，这个项目正在推进更新改造的前期工作。

图 24：福田香蜜新村旧改项目位置

数据来源：西南证券整理

图 25：福田香蜜新村旧改项目现状

数据来源：西南证券整理

市政大院位于香蜜新村东面，小区占地约 6.19 万平方米，现状建筑面积约 10.67 万平方米，共约 1095 户业主。受当年条件限制，小区的规划设计、园林绿化、配套设施等落后，部分房屋老化、存在安全隐患，维护成本高，道路狭窄，停车位等配套严重不足，亟需改造。目前，这个项目正在推进更新改造的前期工作。2016 年 11 月 25 日，天健集团与佳兆业集团举行签约仪式，拟联手开发市政大院城市更新项目，目前该项目正在推进更新改造的前期工作。

图 26：福田市政大院旧改项目位置

数据来源：西南证券整理

图 27：福田市政大院旧改项目现状

数据来源：西南证券整理

公司在深圳的主要项目情况如下所示：

表 8：公司在深圳主要项目情况（万方）

项目	项目现状	权益	计容建面	可供销售面积	2016 末未结建面
深圳天健公馆	在建，2019 年竣工	100%	4.29	2.40	2.40
深圳福田天健工业区（天健天骄）	在建，2019 年竣工	100%	22.99	17.92	17.92
深圳天健科技大厦（持有）	在建，2017 年竣工	100%	7.11	0	-
深圳龙岗回龙铺项目（持有）	在建，2019 年竣工	100%	9.89	0	-
深圳龙岗阳光天健城	部分尾盘未结算	100%	22.73	22.73	1.55
深圳西丽曙光汽车城项目	产业用地，暂停工	98%	19.92	0	-
深圳福田香蜜新村	启动前期	待定	9.18（现状）		
深圳福田市政大院	启动前期	待定	10.67（现状）		
华富工业区	二类住宅用地	100%	占地 3.05 万方		
粤通工业区	一类工业用地	100%	占地 2.0 万方		

数据来源：统计局网站，西南证券整理

4 估值显著低估，业绩有望大幅增长

4.1 地产结算进入上升通道

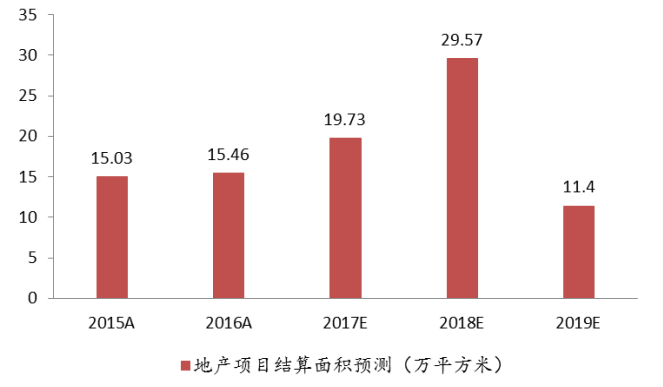
公司房地产 2015 年实际结转面积为 15.03 万方，结转收入 28.32 亿（平均结算单价 1.88 万），2016 年实际结转面积为 15.46 万方，结转收入 22.86 亿（平均结算单价 1.48 万）。自 2017 年起地产项目结算规模将明显提升，我们通过参考公司项目进度，预计未来三年结算的项目和利润情况如下表所示。

表 9：公司地产项目结算预测（万方、万元每平米、亿元）

项目	2017			2018			2019		
	结算面积	结算单价	净利润	结算面积	结算单价	净利润	结算面积	结算单价	净利润
深圳龙岗阳光天健城	1.546	4.8	1.86						
深圳福田香蜜三村 5 号楼商场	1.0047	4.0	1.00						
深圳福田天健天骄							9.0	10.0	22.5
深圳天健公馆							2.403	7.0	4.20
上海天健翠园	3	3.0	2.00	3.355	3.2	2.68			
上海南码头项目				1.685	10.0	4.21			
南宁天健领航大厦	2.0	1.1	0.26	2.597	1.2	0.53			
南宁天健西班牙小镇	3.5	0.8	0.42	17.135	0.85	2.62			
南宁天健国际公馆	0.3744	1.66	0.12						
南宁天健商务大厦	0.334	2.0	0.13						
南宁天健世纪花园	1.462	2.5	0.91						
广州天健汇				2.8	3.5	2.35			
广州天健上城阳光花园	1.2742	2.6	0.62	2	2.6	1.00			
惠州阳光花园	1.3112	0.6	0.09						-
长沙天健壹平方英里	2.141	1.1	0.40						
长沙芙蓉盛世一期	1.782	0.8	0.26						
合计	**19.73**		**8.07**	**29.57**		**13.39**	**11.40**		**26.7**

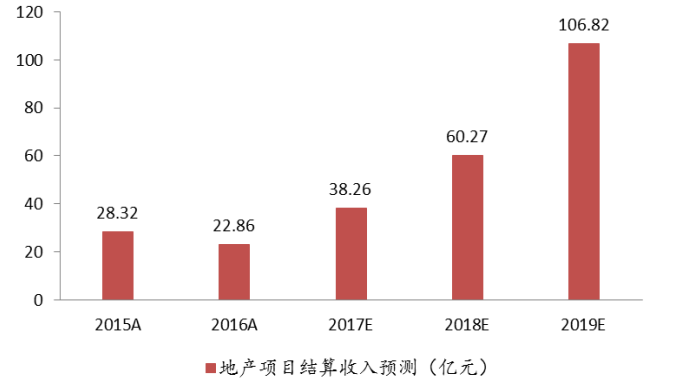
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：地产项目结算面积预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：地产项目结算收入预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 受益粤港澳大湾区，建筑施工订单快速上量

粤港澳大湾区指的是由广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门 9 市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群，是继美国纽约湾区、美国旧金山湾区、日本东京湾区之后的世界第四大湾区，也是国家建设世界级城市群和参与全球竞争的重要空间载体。

粤港澳大湾区城市群拥有约 1 亿人口，面积 5.6 万多平方公里，GDP 规模约 1.3 万亿美元，年航空客运流量 1.1 亿人次，这些指标不逊色于旧金山、纽约、东京等成熟的大湾区城市群。

图 30：粤港澳大湾区辐射到的城市

数据来源：西南证券整理

图 31：粤港澳大湾区位列世界四大湾区

数据来源：西南证券整理

基础设施建设、跨境金融贸易和创新科技可能是大湾区城市群建设的重要内容。深圳在高新产业和制造业优势相对突出，又毗邻高等教育资源和高端专业人才充足的香港，并有区域内其他城市产业集群的关联性支持，可以说是粤港澳大湾区的核心。此外，港珠澳大桥、广深港高铁、深中通道等大型基建工程将促进粤港澳大湾区形成“一小时生活圈”，显著提高城市群一体化水平，保证生产要素自由流动、资源配置更有效率。

公司下属市政总公司拥有市政公用工程施工总承包特级等完备的建筑企业资质，主要产品包括市政工程（沥青路面、高速公路、桥梁隧道、水厂和污水处理厂、干线管线）、建筑工程（工业与民用建筑工程、土石方、地基与基础工程）、轨道交通工程、道路养护（隧道运营管理)等，百余项工程获市优、省优和国优荣誉，包括国家优质工程奖、国家建筑工程最高奖“鲁班奖”、国家市政工程最高奖“金杯奖”和中国土木工程最高奖“詹天佑奖”。公司近年来在大力推进建筑施工业务的升级转型，着力提升工程建设总承包能力，集团及其所属子公司已连续中标多个 EPC 项目。此外，公司也在进一步加强与央企合作，在多个领域取得了合作成果。在巩固传统的市政工程优势基础上，公司正在抓紧布局围填海、海绵城市、综合管廊、流域治理等新型业务领域。公司在 2016 年新增项目合同金额 94.3 亿，同比增长 148%，2016 年末在建项目合同金额 122 亿，到 2017 年一季度末在建项目合同金额增长至 162 亿，增长速度十分显著。

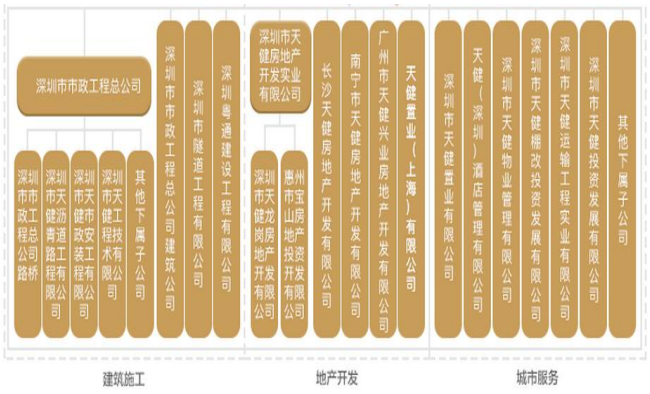
4.3 城市综合服务业务空间广阔

城市综合服务板块与建筑施工和地产开发板块协同发展，难以分割，是公司打造城市综合运营商的重要组成部分。城市综合服务按业务内容划分，主要涉及商业运营管理、物业管理和棚改综合服务三类，分别通过天健置业公司、天健物业公司和天健棚改投资公司进行运作，此外还包括一些酒店管理、基础设施管养业务等。天健置业公司有着多年本土商业运营的经验，为写字楼、购物中心、公寓及工业园区等商用物业和产业园区提供专业化的商业策划与运营服务。天健物业公司是国家物业管理一级资质企业，以“全面顾客满意”为核心理念，提供全生命周期的物业服务、营运服务和生活服务，营造有品质的生活和办公环境，为客户实现物业的保值增值。天健棚改投资公司专门从事棚户区改造项目的全过程服务，包括投融资、运营及谈判签约、房屋拆除、项目策划、建设管理、回迁安置等。

图 32：城市综合服务与建筑施工和地产开发协同发展

数据来源：公司网站、西南证券整理

图 33：城市综合服务板块的运作平台



数据来源：公司网站、西南证券整理

在商业运营服务领域，公司不断对商用物业进行资源整合和升级改造，2016 年完成景田综合市场升级改造工程（之后更名为“缤悦荟”），2017 年主要是天健科技大厦的招商。在模式创新方面，公司坑梓厂房引入 PPG 公司，采取“租赁+服务+改造”的运营新模式，也在积极探索人才公寓和长租公寓运营模式。此外，天健酒店公司已经开始对外提供酒店运营管理服务(2016 年 9 月 7 日南宁五象山庄盛大开业,受南宁威宁投资集团全权委托)。2016 年公司在商业运营服务方面实现收入 1.67 亿，同比增长 14.7%。

表 10：公司主要持有型物业租赁情况（均位于深圳，截止到 2017 一季度末）

项目	业态	权益比例/%	可租赁面积/平米	出租率/%
景田综合大楼	住宅及配套	100	5,912.00	50.36
景田综合市场	住宅及配套	100	19,518.16	97.65
香蜜新村	住宅	100	3,204.42	100.00
天健创业大厦	写字楼及配套	100	27,462.02	99.81
天健商务大厦	写字楼及配套	100	23,447.22	100.00
市政大厦	写字楼及配套	100	9,890.73	100.00
沙头角综合楼	写字楼及配套	100	4,413.95	100.00
天然居商业中心	商业	100	7,662.71	100.00
阳光天健城	商业	100	8655.84	100.00

项目	业态	权益比例/%	可租赁面积/平米	出租率/%
鲁班大厦	商业	100	5,802.47	73.96
清水河干货仓	工业厂房及配套	100	10,325.78	100.00
坑梓工业厂房	工业厂房及配套	100	12,364.76	76.73
粤通工业区	工业厂房及配套	100	16,656.39	100.00
华富工业园	工业厂房及配套	100	29,491.08	95.48
石岩厂房	工业厂房及配套	100	6,674.40	100.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

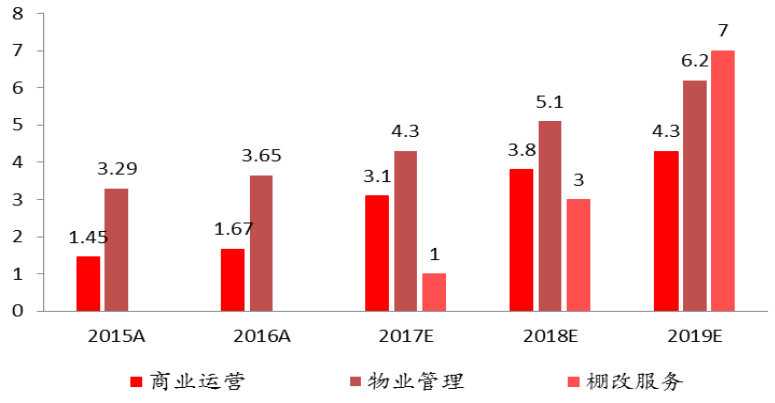
物业管理方面，公司社区物业和公共物业并重发展，截止到 2016 年末物业服务面积 1150 平方米，其中社区物业占比 48%（含顾问项目，占比 15%），城市公共设施物业占比 52%。2016 年公司物业管理实现收入 2.5 亿元，较 2015 年增长 38.7%。2017 年一季度，公司物业管理收入 1.0 亿，同比增长 109.7%，管理费累计收缴率达到 91.0%，客户满意率达到 97.2%，在 2016 年的基础上再次提升；公司通过招投标及合同续签新增物业管理项目 19 个；天健物业“蜜生活”互联网移动服务平台完成一期开发并上线运营，二期社区商城启动开发，新服务产品“天健蜜仓”试点运营。

棚户区改造综合服务方面，主要是公司在 2016 年 4 月 6 日中标的深圳罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目。2016 年 10 月成立的深圳市天健棚改投资发展有限公司是深圳首家棚改公司，专门从事棚改投融资、运营及谈判签约、房屋拆除、项目策划、建设管理、回迁安置等全过程服务。截止到 3 月底，该项目签约率突破 97%。8.7 万人已经搬离，进展速度超出各方面预期。

基础设施管理和养护方面，目前主要是路桥隧道的管养服务。公司当前承担的道路养护业务合同总里程约 1388 公里，管养道路超过 1200 条，桥梁约 685 座。隧道养护业务管养隧道共 34 座，单洞长度约 35 公里。在基础设施管理养护方面，公司立足养护市场的新变化，积极开拓市场，力求扩大市场份额。

随着公司持有型物业的投入使用、物业管理项目的迅速拓展及棚改项目收入的逐步确认，公司城市综合服务收入增长态势十分明朗。考虑到各细分领域的基数和增长情况，我们预计 2017-2019 年公司城市综合服务业务板块的收入规模大约在 8 亿、12 亿和 18 亿（不扣除合并抵消部分，预计棚改项目从 2017 年开始逐步贡献收入）。

图 34：城市综合服务板块各细分领域收入预测（亿）



数据来源：公司公告、西南证券

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司建筑施工业务板块模式的升级（EPC 和 PPP 项目增多，公司溢价能力增强，成本管控空间增大），该业务板块毛利率从 2017 到 2019 年每年提升 0.5 个百分点；

假设 2：各区域未结完的地产项目的结算毛利率相比之前不会出现显著变化；

假设 3：假定内部抵扣按一定比例增长，扣减内部抵扣后的城市综合服务板块毛利率与 2016 年相当，为 56%。

基于合理性假设并考虑公司实际情况，我们预计公司各业务板块的收入和毛利率情况如下表所示：

表 11：分业务板块盈利预测（亿元）

项目	收入				毛利率			
	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
建筑施工	40.7	42.7	70	91	4.8%	5.3%	5.8%	6.3%
地产开发	23.3	38.3	60.3	106.8	45.9%	52%	49%	60%
城市综合服务（平均）								
商业运营	1.7	3.1	3.8	4.3	56%			
物业管理	3.6	4.3	5.1	6.2				
棚改服务	0	1	3	7				
内部抵消	-7.2	-8.6	-9.9	-12.9				
合计	**62.1**	**80.8**	**132.3**	**202.4**	**22.2%**	**28.8%**	**27.3%**	**36.0%**

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.72 元、1.13 元、2.42 元，未来三年将保持 86%的复合增长率。从相对估值角度，目前股价对应 2017-2019 年的 PE 倍数分别为 15X、10X 和 5X。从绝对估值角度，根据我们测算，截止到 2016 年末公司有 231 万计容建面的项目储备（包括短期不准备出售的），地产板块（不考虑持有型物业及规划指标尚未确认的旧改项目等）重估净资产为每股 14.07 元，当前股价较之折让 22%。

表 12：公司地产板块重估净资产测算

项目	数值	单位
WACC	9.36%	
开发类物业增值	10,557.74	百万元
总股本	1,197.79	百万股
开发类物业每股增值	8.81	元
账面每股净资产	5.25	元
RNAV	14.07	元
股价	10.95	元
折价率	22%	

数据来源：西南证券

公司属于“建筑施工+地产开发+城市服务”类的多元化企业，我们认为应按照分部估值法，将地产开发、城市服务、建筑施工业务进行拆分估值，根据我们对公司业务拆分预测，预计 17 年地产业务、建筑施工、城市服务分别贡献归母净利润占比 74.1%、8.4%、17.5%，参考可比公司 PE 均值，我们给予地产开发、建筑施工、城市服务 PE 倍数分别为 20.1X、20.0X、20.3X，由此计算相应市值，并根据公司最新股本算出公司的合理价格约为 14.5 元/股。我们建议采取绝对估值法，当前公司地产项目主要集中在一线城市，在调控限价的背景下，地产项目变现价格带来的不确定风险很小，无需对 RNAV 进行折价估值，我们认为合理的目标价与 RNAV 相当，给予 14.5 的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司 PE 均值表

地产开发可比公司	PE(TTM)	建筑施工可比公司	PE(TTM)	城市服务可比公司	PE(TTM)
上实发展	21.7	北京城建	16.9	中国武夷	35.2
信达地产	10	浦东建设	20.4	华侨城 A	11.9
金科股份	28.7	天保基建	22.6	城投控股	13.7
均值	20.1	均值	20.0	均值	20.3
地产开发 17 年归母净利润预测（亿元）	6.39	建筑施工 17 年归母净利润预测（亿元）	0.73	城市服务 17 年归母净利润预测（亿元）	1.51
地产开发市值（亿元）	128.7	建筑施工市值（亿元）	14.6	城市服务市值（亿元）	30.6
所有业务总市值（亿元）	173.8	公司股本（亿股）	11.98	合理价格（元/股）	14.5

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

因销售、结算进度减慢或致业绩释放不达预期，粤港澳大湾区主题政策红利或释放不及预期和国资国企改革细化政策出台或低于预期等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6209.02	8078.21	13230.56	20237.76
营业成本	4831.80	5754.19	9618.94	12949.06
营业税金及附加	454.67	623.64	992.29	1801.16
销售费用	55.17	151.06	231.53	461.42
管理费用	164.11	193.88	277.84	546.42
财务费用	168.30	326.56	427.68	749.60
资产减值损失	18.07	20.00	27.00	32.00
投资收益	110.16	140.00	150.00	160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	627.06	1148.88	1805.27	3858.10
其他非经营损益	17.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	644.74	1148.88	1805.27	3858.10
所得税	198.60	287.22	451.32	964.52
净利润	446.14	861.66	1353.95	2893.57
少数股东损益	-0.38	-0.73	-1.15	-2.45
归属母公司股东净利润	446.52	862.39	1355.10	2896.03

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	446.14	861.66	1353.95	2893.57
折旧与摊销	89.91	50.60	56.33	62.98
财务费用	168.30	326.56	427.68	749.60
资产减值损失	18.07	20.00	27.00	32.00
经营营运资本变动	-1272.14	948.13	-4025.49	-2721.60
其他	-181.36	-160.00	-177.00	-192.00
经营活动现金流净额	-731.08	2046.95	-2337.53	824.55
资本支出	-257.22	-100.00	-110.00	-125.00
其他	-491.84	-461.01	-721.00	95.00
投资活动现金流净额	-749.06	-561.01	-831.00	-30.00
短期借款	-704.30	-440.00	3191.11	1627.50
长期借款	2349.83	-600.00	600.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-171.11	-89.30	-172.48	-271.02
其他	-632.93	-1318.74	-427.68	-749.60
筹资活动现金流净额	841.48	-2448.04	3190.95	606.88
现金流量净额	-638.66	-962.10	22.42	1401.44

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3585.79	2623.69	2646.11	4047.55
应收和预付款项	915.92	958.97	1375.36	1872.32
存货	11110.25	11469.21	19198.70	25858.95
其他流动资产	6.19	8.05	13.19	20.18
长期股权投资	264.09	264.09	264.09	264.09
投资性房地产	1707.99	2309.00	3180.00	3245.00
固定资产和在建工程	524.70	575.62	632.72	695.54
无形资产和开发支出	137.37	136.89	134.50	134.74
其他非流动资产	1038.33	1037.30	1036.26	1035.22
资产总计	19290.63	19382.81	28480.92	37173.58
短期借款	3440.00	3000.00	6191.11	7818.62
应付和预收款项	4047.98	5168.84	8325.89	11934.01
长期借款	3704.31	3104.31	3704.31	3704.31
其他负债	1762.71	1553.85	2522.32	3356.81
负债合计	12955.00	12827.00	20743.63	26813.74
股本	1197.79	1197.79	1197.79	1197.79
资本公积	2280.85	2280.85	2280.85	2280.85
留存收益	2259.06	3032.14	4214.77	6839.77
归属母公司股东权益	6289.87	6510.77	7693.40	10318.40
少数股东权益	45.77	45.04	43.89	41.44
股东权益合计	6335.63	6555.81	7737.29	10359.84
负债和股东权益合计	19290.63	19382.81	28480.92	37173.58

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	-1.72%	30.10%	63.78%	52.96%
营业利润增长率	24.60%	83.22%	57.13%	113.71%
净利润增长率	13.70%	93.14%	57.13%	113.71%
EBITDA 增长率	25.54%	72.38%	50.01%	104.02%
获利能力				
毛利率	22.18%	28.77%	27.30%	36.02%
三费率	6.24%	8.31%	7.08%	8.68%
净利率	7.19%	10.67%	10.23%	14.30%
ROE	7.04%	13.14%	17.50%	27.93%
ROA	2.31%	4.45%	4.75%	7.78%
ROIC	7.10%	13.31%	15.79%	22.65%
EBITDA/销售收入	14.26%	18.89%	17.30%	23.08%
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.42	0.55	0.62
固定资产周转率	29.42	29.53	40.39	52.22
应收账款周转率	11.09	12.99	18.90	22.42
存货周转率	0.50	0.51	0.63	0.57
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.59%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	67.16%	66.18%	72.83%	72.13%
带息债务/总负债	55.15%	47.59%	47.70%	42.97%
流动比率	1.71	1.57	1.37	1.38
速动比率	0.49	0.37	0.24	0.26
股利支付率	38.32%	10.36%	12.73%	9.36%
每股指标				
每股收益	0.37	0.72	1.13	2.42
每股净资产	5.29	5.47	6.46	8.65
每股经营现金	-0.61	1.71	-1.95	0.69
每股股利	0.14	0.07	0.14	0.23

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	885.26	1526.04	2289.29	4670.68
PE	29.37	15.21	9.68	4.53
PB	2.07	2.00	1.70	1.27
PS	2.11	1.62	0.99	0.65
EV/EBITDA	12.38	5.66	4.28	2.10
股息率	1.30%	0.68%	1.32%	2.07%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn