

公司研究/首次覆盖

2019年07月11日

房地产/房地产开发 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 5.29  
合理价格区间(元): 6.05~7.15

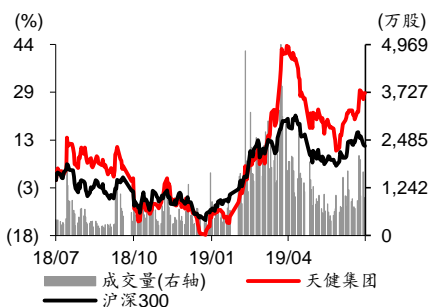
**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 区域旧改领头羊，大建工成长可期

### 天健集团(000090)

#### 深圳本地优质建筑国企，天骄项目即将进入收获期

公司是深圳市国资委控股上市企业，也是市属建筑资质最全的施工类国企，2018年建筑施工和房地产开发收入分别占比54%、35%。公司具有丰富的棚改经验，未来有望受益旧城改造/城市更新等领域。公司以城市建设和城市服务为主体，致力于推动构建“大建工+大管养+大棚改”三大平台。我们预计公司2019-2021年EPS为0.55/0.69/0.79元，合理目标价6.05-7.15元（对应19年11-13xPE），首次覆盖给予“增持”评级。

#### 后棚改时代，旧城改造/城市更新发展可期

2018年下半年以来，受资金来源约束，棚改货币化安置比例缩减，导致2019年棚改计划数减半。但国常会提出推动旧改试点实施，住建部初步统计全国老旧小区近16万个，建筑面积约为40亿平方米，初步估算5年改造投资需求约4万亿元。公司在深圳市具有丰富的棚改和城市更新经验，典型项目如罗湖“二线插花地”帮助公司树立了良好的棚改口碑，近两年中标河北张北县异地扶贫搬迁改造合同15亿元，业务拓展走向全国。

#### 天健天骄项目将落地，高端品质贡献业绩增量

公司地产业务重点布局深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等7个城市，重点涉足高端住宅、保障性住房、商业用房等。截至2018年末，公司16个在售项目可供销售面积合计223.82万平，年末尚未结转面积121.52万平。受天健公馆、上海萃园等高端住宅项目结算影响，2018年公司地产收入44亿元，同比增长93%，毛利率38%。我们预计天健·天骄（南苑）项目将于2019年部分竣工结算，该项目总投资66亿元，可销售面积17万平，周边可比楼盘均价10万+，有望成为未来几年的业绩支撑。

#### 接连斩获市政大单，主业大建工成长可期

深圳市基建房建需求较大，2019年重大项目投资及政府投资预计同比增长13%/19%。但深圳市建筑市场以央企为主，公司占2018年深圳市建筑业产值比重仅3%，低于上海市上海建工的24%和隧道股份的5%，以及重庆市重庆建工的6%。公司拥有市政工程总承包特级资质，在市属建筑国企中资质等级最高，并通过大量代建业务积累了施工承包经验，近期在江苏如东、深圳市中标水治理大单，未来大建工主业有望实现较快增长。

#### 高分红叠加富有助提升估值，首次覆盖“增持”评级

我们预计公司2019-2021年营业收入为109/121/133亿元，同比增长6.7%/10.8%/10.1%；归母净利润分别为10.4/12.8/14.7亿元，同比增长32.6%/23.9%/14.8%。预计公司19年10.4亿净利润（地产7.8亿+建筑1.9亿+物业0.7亿），可比地产及建筑公司对应2019年平均11/12xPE，考虑公司近三年分红率54%/40%/46%较高，且今年6月作为首批被纳入富时罗素指数的A股之一，估值有望提升，认可给予公司19年11-13xPE，对应合理市值114-135亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：地产销售结算不及预期，市政施工盈利能力未能提升。

### 公司基本资料

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(百万股)    | 1,869     |
| 流通A股(百万股)   | 1,868     |
| 52周内股价区间(元) | 4.58-8.00 |
| 总市值(百万元)    | 9,885     |
| 总资产(百万元)    | 31,988    |
| 每股净资产(元)    | 4.74      |

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

| 会计年度          | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 6,750  | 10,209 | 10,898 | 12,078 | 13,300 |
| +/-%          | 8.71   | 51.26  | 6.75   | 10.83  | 10.12  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 601.62 | 781.58 | 1,036  | 1,284  | 1,474  |
| +/-%          | 34.74  | 29.91  | 32.56  | 23.92  | 14.79  |
| EPS(元, 最新摊薄)  | 0.32   | 0.42   | 0.55   | 0.69   | 0.79   |
| PE(倍)         | 16.43  | 12.65  | 9.54   | 7.70   | 6.71   |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 深圳本地优质国企，建筑地产双轮驱动 .....     | 4  |
| 扎根深圳辐射全国，资质优越产业链齐全 .....    | 4  |
| 营收首次超百亿，工程施工占比过半 .....      | 6  |
| 旧改开启城市建设新空间，天骄项目进入收获期 ..... | 10 |
| 旧改获政策支持，城市更新有望加快 .....      | 10 |
| 地产增长稳健，天骄项目即将落地 .....       | 12 |
| 市属资质最全建筑国企，改革助力全产业链发展 ..... | 15 |
| 建工本地最优国企，市政水治理连获大单 .....    | 15 |
| 国企改革持续推进，激励加快业绩释放 .....     | 18 |
| 盈利预测与估值 .....               | 20 |
| 关键假设与盈利预测 .....             | 20 |
| 估值与投资建议 .....               | 21 |
| PE/PB - Bands .....         | 22 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程概述 .....                 | 4  |
| 图表 2：截至 2018 年末公司已获得的部分资质 .....     | 5  |
| 图表 3：公司城市建设板块子公司 .....              | 5  |
| 图表 4：公司综合开发板块子公司 .....              | 6  |
| 图表 5：公司城市服务子公司 .....                | 6  |
| 图表 6：天健集团营收及同比增速 .....              | 7  |
| 图表 7：天健集团分业务收入 .....                | 7  |
| 图表 8：2009-2018 年天健集团各业务营收占比 .....   | 7  |
| 图表 9：天健集团 2018 年各业务营收占比 .....       | 7  |
| 图表 10：天健集团分业务毛利构成 .....             | 8  |
| 图表 11：天健集团分业务毛利率比较 .....            | 8  |
| 图表 12：天健集团地产销售面积与结转面积 .....         | 8  |
| 图表 13：天健集团营业收入分地区占比 .....           | 9  |
| 图表 14：天健集团 2018 年各地区毛利占比 .....      | 9  |
| 图表 15：截至 2018 年末公司在建及土储建筑面积分布 ..... | 9  |
| 图表 16：截至 2018 年末公司待结转建筑面积分布 .....   | 9  |
| 图表 17：棚改、旧改、城市更新简单辨析 .....          | 10 |
| 图表 18：国家有关棚改、旧改政策汇总 .....           | 10 |
| 图表 19：近三年各省份棚户区改造计划 .....           | 11 |
| 图表 20：PSL 当月新增及期末余额 .....           | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 21: 深圳市棚改、旧改政策汇总.....                  | 12 |
| 图表 22: 深圳市房地产投资及同比增速.....                 | 13 |
| 图表 23: 天健集团天健公馆和天骄项目.....                 | 13 |
| 图表 24: 2018 年天健集团各项目占主营业务收入比重.....        | 13 |
| 图表 25: 2018 年天健集团各项目占主营业务利润比重.....        | 13 |
| 图表 26: 2018 年天健集团各在建项目投资占总投资比重.....       | 14 |
| 图表 27: 2018 年天健集团各在建项目可销售面积占总可销售面积比重..... | 14 |
| 图表 28: 天骄项目现场施工图.....                     | 14 |
| 图表 29: 天骄项目周边楼盘价格比较.....                  | 14 |
| 图表 30: 2013-2019 年深圳市重大项目投资计划.....        | 15 |
| 图表 31: 粤港澳大湾区规划示意图.....                   | 15 |
| 图表 32: 深圳市建筑业总产值及同比增速.....                | 16 |
| 图表 33: 深圳市建筑业增加值及同比增速.....                | 16 |
| 图表 34: 2018 各省建筑国企规模及市占率比较.....           | 16 |
| 图表 35: 天健集团 2018 年在建项目及竣工项目.....          | 17 |
| 图表 36: 天健集团新签订单情况.....                    | 18 |
| 图表 37: 代表企业改革进展情况.....                    | 18 |
| 图表 38: 深圳市近期国企改革成果与进展.....                | 19 |
| 图表 39: 天健集团 2015 年非公开发行对象及金额.....         | 19 |
| 图表 40: 天健集团建筑施工订单与收入.....                 | 20 |
| 图表 41: 分部营收及毛利率预测.....                    | 20 |
| 图表 42: 期间费用率与税率预测.....                    | 21 |
| 图表 43: 可比公司估值表.....                       | 21 |
| 图表 44: 天健集团历史 PE-Bands.....               | 22 |
| 图表 45: 天健集团历史 PB-Bands.....               | 22 |

## 深圳本地优质国企，建筑地产双轮驱动

### 扎根深圳辐射全国，资质优越产业链齐全

深圳市天健（集团）股份有限公司系深圳市国资委控股上市公司，1997年成立，1999年7月于深交所上市。自成立以来，公司秉承“天行健，君子以自强不息”的企业精神，投身深圳开发建设大潮，营业收入由1999年的13.5亿元增长至2018年的102.1亿元，归母净利润由1.0亿元提升至7.8亿元。公司目前是深圳市属建筑资质最全的施工类国企，在深圳2019年打造“城市质量提升年”、“综合改革攻坚年”的历史机遇中，公司将继续围绕城市建设、综合开发、城市服务三大主业，持续开展能力提升与品牌建设工作，实现收入及利润的进一步增长。

2019年6月，天健集团作为首批被纳入富时罗素指数的1005家A股企业之一，中短期有望获得更多海外资金青睐，长期预计将加速公司业务的国际化进程。

图表1：公司发展历程概述

|            |   |
|------------|---|
| 新时期<br>新发展 | <ul style="list-style-type: none"> <li>明确“以城市建设与城市服务为主体，以投资开发及新型业务为两翼”的发展战略，推动构建“大建工、大管养、大棚改”三大平台，全力做好“做强规模、做优利润、做大市值”三件大事，致力于打造成为城市建设与城市服务领域的专业性领军企业。</li> </ul>   |
| 二次创业期      | <ul style="list-style-type: none"> <li>2011年，公司制定“十二五”发展战略规划，确定建筑施工、房地产开发、商业运营为公司三大主业，构建了产业发展新格局。</li> </ul>  |
| 调整巩固期      | <ul style="list-style-type: none"> <li>2006年，公司启动国有企业改制工作。公司业务亮点频现：投资方面获得全国首个政府投资代建制工程——27亿元的“深盐二通道”项目；市政施工方面中标深圳地铁2号线东延线工程土建2222标段；房地产开发方面，天健地产南宁地产公司成立，首期开发的天健世纪花园、天健国际公馆、天健商务大厦三项目投资额达14.7亿元。</li> </ul> |
| 辉煌繁荣期      | <ul style="list-style-type: none"> <li>1997年4月17日，天健实业股份有限公司正式升格为天健（集团）股份有限公司。随后，公司进入了市政府重点扶持的大型企业集团行列。1999年7月21日，“深天健”成功挂牌上市。1999年市政总各分公司开始走专业化、规范化发展。</li> </ul>  |
| 发展壮大期      | <ul style="list-style-type: none"> <li>1987年初，市政公司一举中得了广深珠高速公路深圳合约一工程，开启了市属公司投标之先河。次年10月，香蜜工程开发公司成立，为天健提升效益开辟了新的增长点。</li> </ul>   |
| 艰苦创业期      | <ul style="list-style-type: none"> <li>1983年9月15日，2万多基建工程兵在深圳集体转业，其中基建兵31支队302团改编为深圳市市政工程公司。</li> </ul>   |

资料来源：公司官网，公司年报，华泰证券研究所

**多项专业资质、全覆盖式建筑产业链助推公司业绩稳步增长。**公司主营城市建设、综合开发、城市服务三大产业，充分发挥协同优势，致力于打造集建设、开发、运营、服务于一体的城市综合运营商。截至2018年12月末，公司拥有各项资质44项，其中施工类资质39项，且拥有市政公用工程施工总承包特级资质，是深圳市属建筑国企中资质最高、最全的一家。

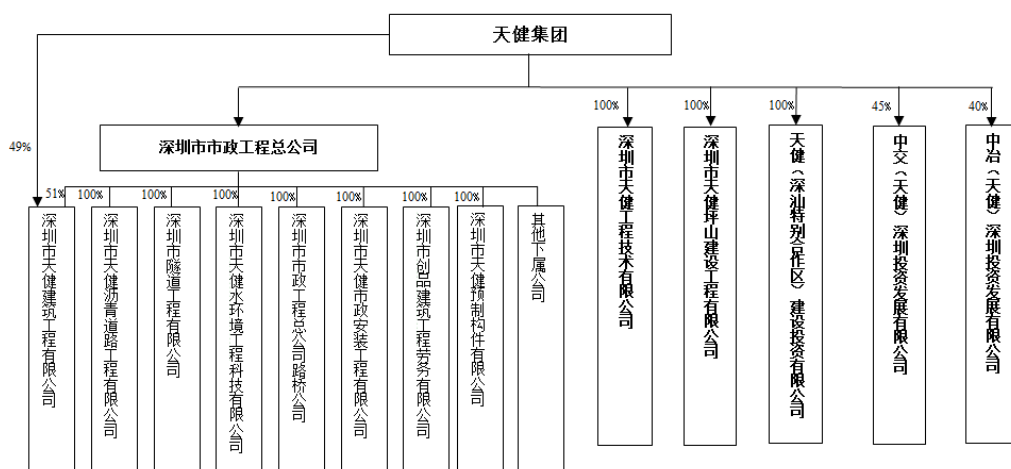
**图表2：截至2018年末公司已获得的部分资质**

| 总承包资质         | 专业承包资质       |
|---------------|--------------|
| 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   |
|               | 环保工程专业承包一级   |
| 市政公用工程施工总承包一级 | 机场场道工程专业承包二级 |
|               | 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   | 地基基础工程专业承包一级 |
| 公路工程施工总承包一级   | 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   |
|               | 隧道工程专业承包一级   |

资料来源：公司官网，公司年报，华泰证券研究所

截至2018年末，公司共有子公司65家。其中城市建设板块的核心企业是**深圳市市政工程总公司**，前身为中国人民解放军基建工程兵302团，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，拥有市政、公路、桥梁、房建、机电安装、轨道交通、水利水电等专业领域在内的24项建筑施工类资质，控股建筑公司、隧道公司、沥青公司、安装公司等多个专业子公司。2018年市政总公司收入66亿元，净利润5.5亿元，系部分确认天健公馆项目导致。

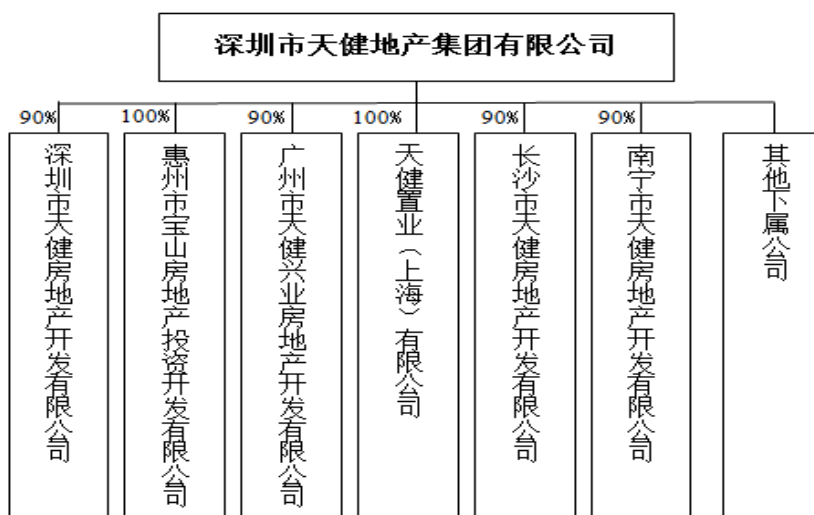
**图表3：公司城市建设板块子公司**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

综合开发板块的核心企业是**深圳市天健地产集团有限公司**，拥有房地产开发一级资质，也是市属国企中唯一具有自主施工能力的综合开发企业，1988年以来累计开发和运营高品质项目超550万平。重点布局深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等7个城市，重点涉足高端住宅、保障性住房、商业用房等，2018年收入32亿元，净利润1.8亿元。

图表4： 公司综合开发板块子公司

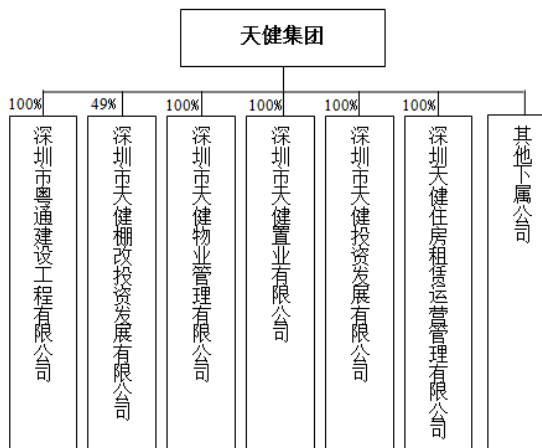


注：天健集团上市公司均持有深圳市天健、广州市天健、长沙市天健、南宁市天健剩余 10% 股权。

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

城市服务板块中天健置业公司从事写字楼、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，目前在运营产业园区 6 个，总建筑面积 42.78 万平方米，是国家物业管理一级资质企业；天健棚改公司专业从事棚户区改造涉及的总体策划、谈判签约、房屋拆除、投融资、建设管理、回迁安置等全过程服务。

图表5： 公司城市服务子公司



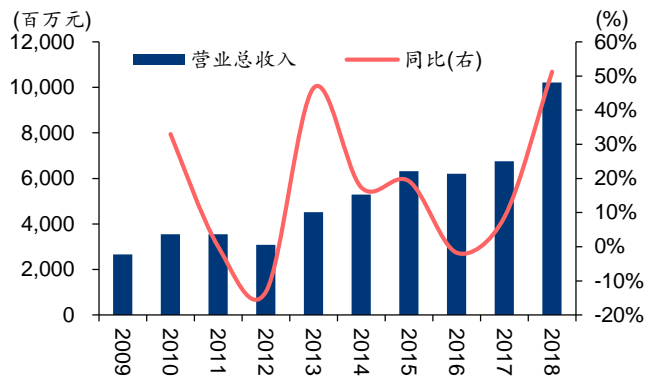
注：深圳市市政工程总公司持有深圳市天健棚改投资有限公司 51% 股权。

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 营收首次超百亿，工程施工占比过半

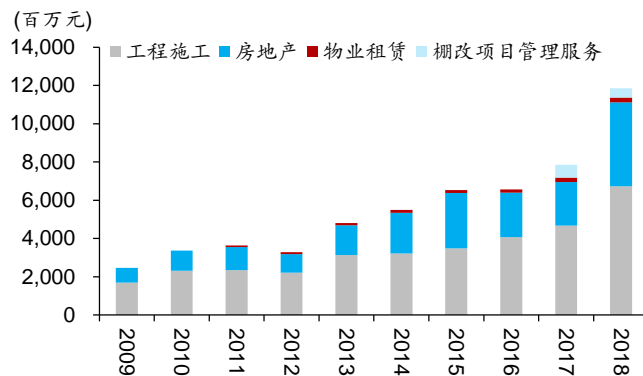
**2018 年营收首次超百亿，工程施工收入占比达 54%。** 公司营收同比在 2013 年后有所下滑，2016 年公司推行建筑施工业务升级转型，营收与前一年实现基本持平，但此后公司营收迅速反弹，2018 年公司营业收入达到 102.1 亿元，同比增长 51.26%。2018 年城市建设工程施工实现营收 67.34 亿元，占营收比重的 54%，同比增长 44.03%；房地产综合开发业务 2018 年增长迅猛，实现营收 43.76 亿元，同比增长 92.86%。

图表6: 天健集团营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

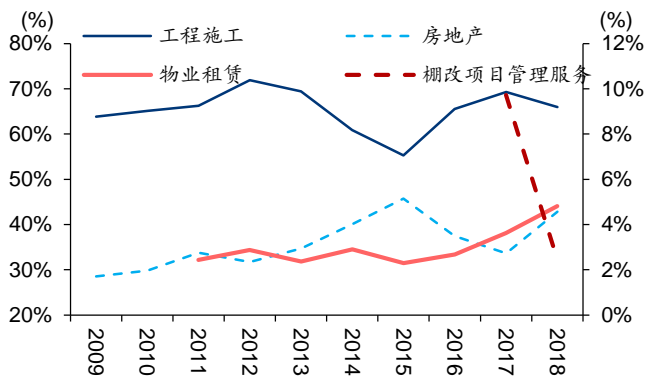
图表7: 天健集团分业务收入



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**各业务板块集创新和专业于一体, 加速公司综合发展。**2018年公司在城市建设工程施工领域新增承接PPP、EPC、代建、总承包等各类工程40项, 合同金额达91亿元, 在建项目67项, 合同造价185.82亿元, 同比增长29.76%。在房地产综合开发领域, 公司对标市场, 推行“3-9-12-24”项目开发周期, 实现认购金额59.5亿元, 回款金额52.8亿元, 其中天健公馆从封顶到入伙仅耗时6个月, 上海浦荟大楼从有条件启动到竣工验收仅20余天, 加快公司资金流动。此外在城市服务领域, 公司2018年年报显示, 报告期内在公路、桥梁、隧道的管养服务市场占有率约占深圳市的48%。

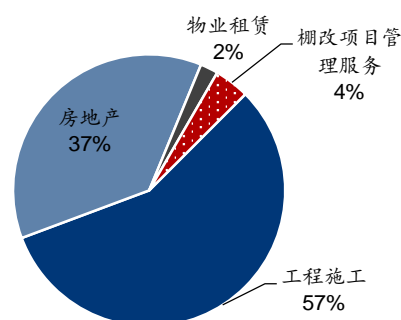
图表8: 2009-2018年天健集团各业务营收占比



注: 公司2017年开始将“棚改项目管理服务”正式单列。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

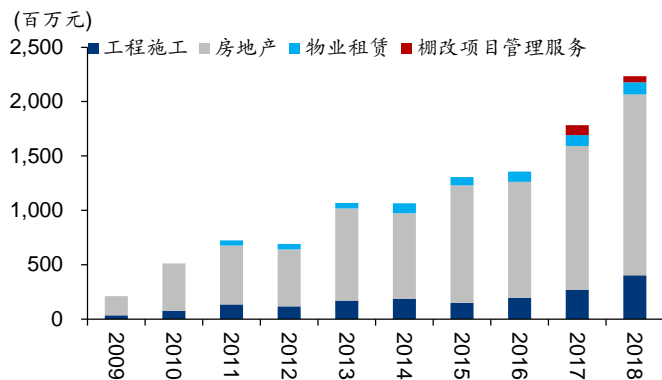
图表9: 天健集团2018年各业务营收占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

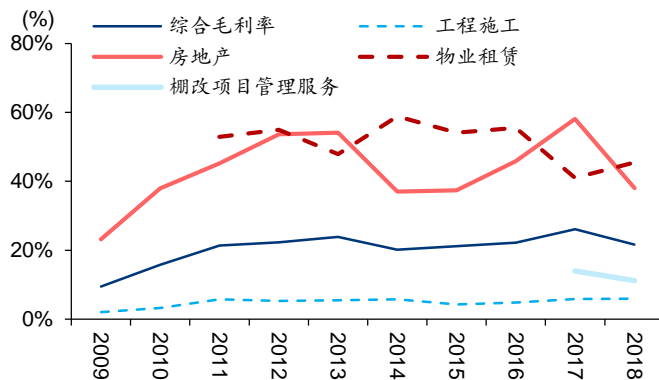
**工程施工毛利占比趋于提升, 综合毛利率近年来稳中向好。**目前公司毛利仍以房地产板块为主, 2006年以来房地产毛利占比保持70%以上, 房地产板块毛利率维持在40%-60%区间, 与综合毛利率走势相同。2016年公司推行建筑施工业务升级转型以来, 工程施工毛利率和毛利占比趋向提升, 其中毛利率由2015年的4.25%提升至2018年5.96%, 毛利占比由11%提升至18%。此外, 公司其他主营业务和物业租赁等业务的毛利占比维持在稳定区间。

图表10: 天健集团分业务毛利构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

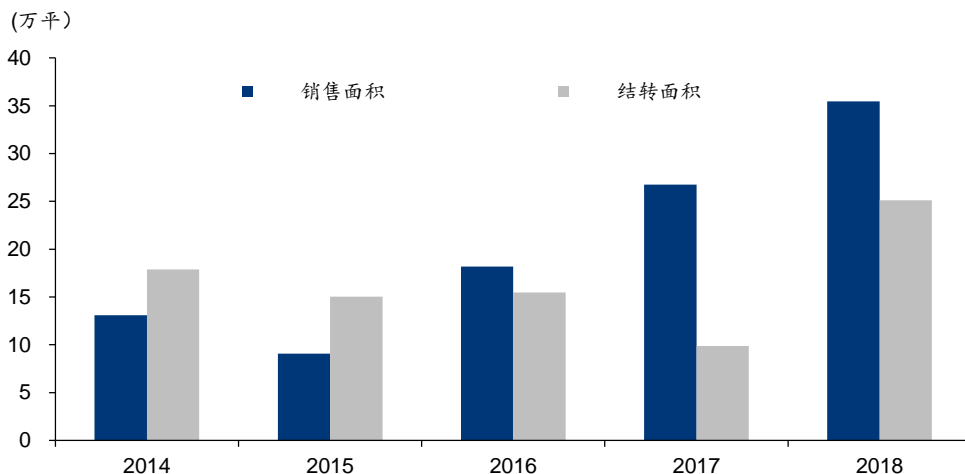
图表11: 天健集团分业务毛利率比较



注: 公司 2017 年开始将“棚改项目管理服务”正式单列。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 天健集团地产销售面积与结转面积



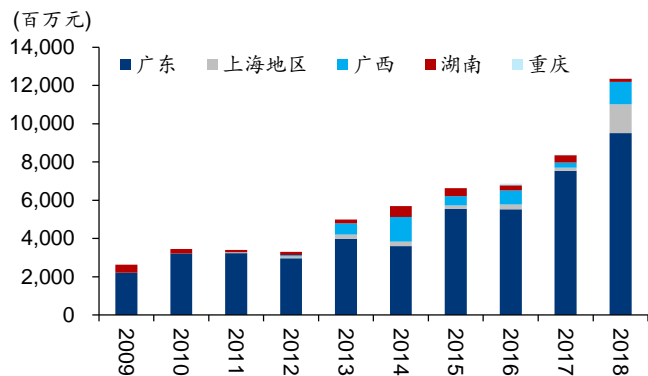
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**立足深圳辐射全国主要战略城市群, 2018 年上海地区营收增长迅速。**公司充分发挥地缘优势, 优先满足本地需求, 在广东省的业务收入占总收入比重稳定在 75% 以上。其次, 公司在上海、广西和湖南三地重点开展地产和物业服务, 近两年在湖南和广西的建设脚步有所放缓, 而在上海地区的房地产投资和新开工情况稳中向好。2018 年公司在上海地区的业务毛利率为 25.76%, 仅次于湖南省的 31.22%。公司参股的上海漕河泾开发区南桥园区占地面积 377 亩, 建筑面积 72 万平方米, 为临港集团的核心资产之一。公司在 2018 年参与临港集团重大资产重组事项, 未来也有望参与推进其资产证券化。

此外, 在京津冀地区, 公司 2018 年 5 月 10 日中标河北省张北县 2017 年易地扶贫搬迁万人社区代建 EPC 项目, 中标金额 3.42 亿元, 项目涉及 15 个乡(镇), 搬迁规模 2566 户 5974 人。2019 年 5 月 27 日, 公司联合中建二局中标张北县“空心村”治理建设(义和美新居) EPC 总承包项目, 中标金额 11.9 亿元。

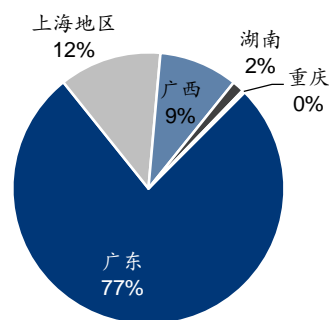


图表13: 天健集团营业收入分地区占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

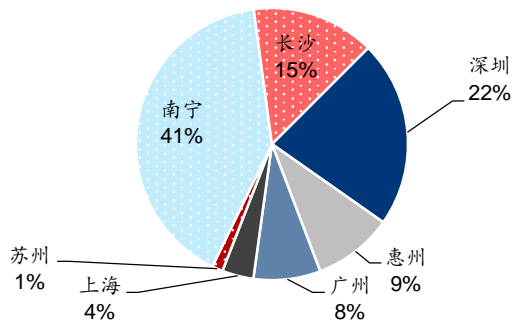
图表14: 天健集团 2018 年各地区毛利占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

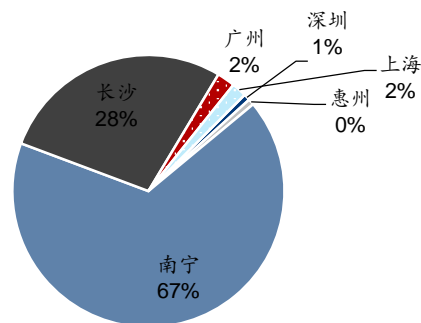
从公司在建及土储建筑面积来看,截至 2018 年末公司累计在建及储备建面 246.8 万平方米,其中 100 万平分布在南宁,占比 40.6%;其次为深圳 54.9 万平,占比 22.2%。截至 2018 年末,公司累计待结转建筑面积 121.3 万平,其中南宁占比 81 万平,占比 66.7%,其次长沙 33.9 万平,占比 27.9%。公司在深圳待结转建面仅有 0.9 万平,但主要是天健公馆高端住宅项目,且深圳在建的天骄项目为同等水平住宅,因此公司未来地产结算仍以深圳为重点。

图表15: 截至 2018 年末公司在建及土储建筑面积分布



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表16: 截至 2018 年末公司待结转建筑面积分布



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

## 旧改开启城市建设新空间，天骄项目进入收获期

### 旧改获政策支持，城市更新有望加快

**棚户区改造**（简称“棚改”）是为改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件而推出的一项民生工程，主要是对国有土地上的危旧房屋进行的工程建设，包括城市棚户区改造、国有林区棚户区改造、国有垦区危房改造、中央下放地方煤矿棚户区改造、建制镇和部分“城中村”改造。**旧城改造**（简称“旧改”）是指局部或整体地、有步骤地改造和更新老城市的全部物质生活环境，以便根本改善其劳动、生活服务和休息等条件。**城市更新**是一种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，包括生活在城市中的人，对于自己所居住的房屋进行修理改造，对于街道、公园、绿地和不良住宅区等环境的改善有要求及早施行，以形成舒适的生活环境和美丽的市容。

图表17：棚改、旧改、城市更新简单辨析

|      | 棚户区改造                  | 旧城改造                   | 城市更新                         |
|------|------------------------|------------------------|------------------------------|
| 运作模式 | “政府主导+国企实施”<br>政府起主导作用 | 政府引导+市场运作”<br>开发商起主导作用 | “政府引导+市场主导”                  |
| 主要对象 | 城市里的简易房屋和<br>棚厦房屋集中区域  | 旧城区的一些<br>老旧小区或厂房      | 街道、公园、绿地和<br>不良住宅区等环境        |
| 改造程度 | 直接进行拆除                 | 不一定需要直接拆除，<br>有可能只是翻新  | 不限于拆除和翻新，涵盖生活<br>环境改善和市容美化即可 |

资料来源：《2019年政府工作报告》，《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，华泰证券研究所

棚改源于2008年中央出台的“扩大内需十项措施”，明确提出加快建设保障性安居工程，棚户区改造作为保障性安居工程的主要内容全面启动。2008-2018年中央多次下达指示要求加大棚改力度，并在2015年开始了棚改货币化安置。但随着棚改重大攻坚任务趋于完成，2018年下半年起政府对棚改的态度逐渐收紧。

图表18：国家有关棚改、旧改政策汇总

| 国家相关政策   |  |
|----------|--|
| 2008年10月 | 中央出台“扩大内需十项措施”，明确提出加快建设保障性安居工程，棚户区改造作为保障性安居工程的主要内容全面启动。              |
| 2013年7月  | 《国务院关于加快棚户区改造的意见》出台，进一步加大棚户区改造力度。                                    |
| 2014年3月  | 新城镇计划提出工作目标，到“三个一亿人”2020年将完成3650万户棚户区改造任务。                           |
| 2014年4月  | 央行创设PSL，为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度。                               |
| 2015年6月  | 《住房城乡建设部国家开发银行关于进一步推进棚改货币化安置的通知》出台，要求各地棚改货币化安置比例不低于50%。              |
| 2016年4月  | 国务院常务会议要求国开行成立专门机构，实行单独核算，加大对棚改的支持力度。                                |
| 2018年3月  | 十三大一次会议上，李克强指出启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工580万套，支持居民自住购房需求。                     |
| 2018年4月  | 住建部发布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，试图把棚改债务问题显性化，将棚改专项债作为主要的替代品种。           |
| 2018年6月  | 财政部发布《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》，87号文中涉及棚改、易地扶贫搬迁的特殊安排并未纳入。政府购买服务期限最长不超过三年。  |
| 2018年7月  | 住建部座谈会上指出，要因地制宜推进棚改货币化安置，19年棚改货币化安置将以专项债券为主，政府购买棚改服务模式将被取消。          |
| 2018年10月 | 国常会提出严禁借棚改之名盲目举债，并要求因地制宜调整完善货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要取消货币化安置优惠政策。 |
| 2019年4月  | 财政部发布《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，19年棚户区计划改造285万套，低于市场预期。       |

资料来源：国务院等各部门官网，华泰证券研究所

**2019年棚改计划数量减半。**2018年7月，住建部座谈会指出要因地制宜推进棚改货币化安置，2019年棚改货币化安置将以专项债券为主，政府购买棚改服务模式将被取消。2019年4月16日，财政部发布《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》（财综〔2019〕14号），提出2019年计划新开工棚户区改造285.3万套，比2018年实际开工减少341万套，低于市场预期的450万套，同比大幅减少51.5%。从区域来看，东部、中部和西部计划套数均出现明显下降。

图表19: 近三年各省份棚户区改造计划

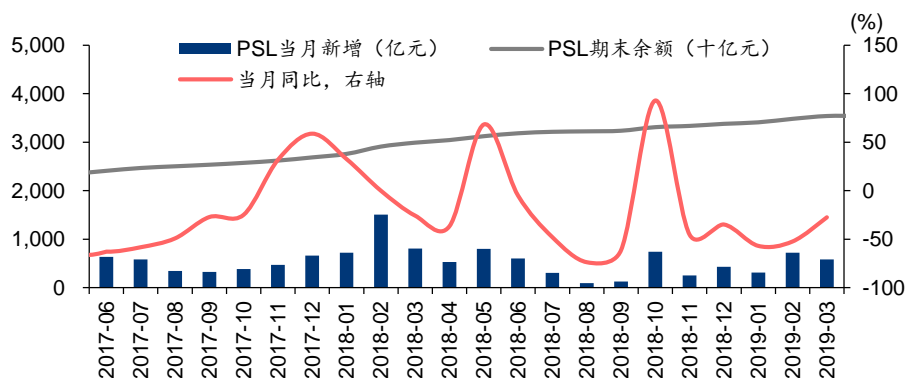
| 省份          | 2017<br>万套   | 2018<br>万套   | 2018<br>同比     | 2019E<br>万套 | 2019E<br>同比    | 省份          | 2017<br>万套   | 2018<br>万套   | 2018<br>同比    | 2019E<br>万套  | 2019E<br>同比    |
|-------------|--------------|--------------|----------------|-------------|----------------|-------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|
| <b>东部地区</b> | <b>161.3</b> | <b>166.8</b> | <b>3.40%</b>   | <b>80</b>   | <b>-52.00%</b> | 安徽          | 45.9         | 29.2         | -36.40%       | 21.2         | -27.40%        |
| 北京          | 4.5          | 2.6          | -41.80%        | 2           | -22.80%        | 江西          | 22.6         | 26.1         | 15.50%        | 24.9         | -5.00%         |
| 天津          | 3            | 2            | -35.30%        | 2.6         | 30.90%         | 河南          | 43.3         | 64.1         | 48.10%        | 15           | -76.60%        |
| 辽宁          | 8.8          | 6.1          | -29.90%        | 1.9         | -69.80%        | 湖北          | 39.2         | 14.9         | -61.90%       | 9            | -39.60%        |
| 大连          | 0.4          | 0.2          | -59.60%        | 0.1         | -56.60%        | 湖南          | 37.8         | 28.2         | -25.30%       | 8            | -71.60%        |
| 上海          | 1.8          | 4.8          | 171.60%        | 3           | -37.80%        | 海南          | 2.8          | 2            | -28.10%       | 0.7          | -64.60%        |
| 江苏          | 33.7         | 30.6         | -9.30%         | 22          | -28.10%        | <b>西部地区</b> | <b>205.7</b> | <b>200.5</b> | <b>-2.50%</b> | <b>105.9</b> | <b>-47.20%</b> |
| 浙江          | 14.4         | 27.7         | 92.30%         | 17.5        | -36.80%        | 内蒙古         | 20.8         | 11.6         | -44.20%       | 5.1          | -55.90%        |
| 宁波          | 3.2          | 1.2          | -61.40%        | 0.8         | -34.60%        | 广西          | 19.6         | 9.1          | -53.20%       | 12           | 31.20%         |
| 福建          | 7            | 2.9          | -58.50%        | 6.3         | 117.20%        | 重庆          | 6.6          | 6.3          | -4.40%        | 5            | -21.20%        |
| 厦门          | 0.5          | 0.4          | -16.10%        | 0           | -100.00%       | 四川          | 24.5         | 25.1         | 2.50%         | 19.8         | -21.30%        |
| 山东          | 75           | 82.1         | 9.50%          | 18.5        | -77.40%        | 贵州          | 44.1         | 38.8         | -12.00%       | 7.6          | -80.50%        |
| 青岛          | 6.3          | 3.7          | -40.80%        | 2.9         | -23.70%        | 云南          | 16.1         | 15.6         | -2.80%        | 10.1         | -35.50%        |
| 广东          | 1.9          | 1.9          | -3.00%         | 2.1         | 9.80%          | 西藏          | 3.6          | 1.8          | -51.10%       | 1.9          | 6.90%          |
| 深圳          | 0.8          | 0.5          | -33.20%        | 0.4         | -17.80%        | 陕西          | 21.6         | 17.8         | -17.60%       | 9.8          | -44.90%        |
| <b>中部地区</b> | <b>250.5</b> | <b>220.8</b> | <b>-11.90%</b> | <b>99.4</b> | <b>-55.00%</b> | 甘肃          | 16.7         | 23.2         | 39.30%        | 18.2         | -21.70%        |
| 河北          | 20.6         | 22           | 6.60%          | 11.9        | -45.80%        | 青海          | 5.6          | 2.6          | -53.50%       | 1            | -61.90%        |
| 山西          | 9.9          | 11.6         | 17.80%         | 3.2         | -72.20%        | 宁夏          | 5.3          | 3.1          | -42.10%       | 0.8          | -75.50%        |
| 吉林          | 11.5         | 9.5          | -17.40%        | 3.1         | -67.10%        | 新疆          | 21.1         | 45.3         | 114.60%       | 14.7         | -67.60%        |
| 黑龙江         | 17           | 13.1         | -22.60%        | 2.4         | -81.80%        | 合计          | 617.5        | 588          | -4.80%        | 285.3        | -51.50%        |

注: 2019E 数据来自财政部《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》(财综〔2019〕14 号)附件 1。

资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

从棚改资金支持来看, 2019 年 1-3 月抵押补充贷款 (PSL) 累计新增 1615 亿元, 累计同比下跌 46.84%, 连续 3 个月累计同比增速为负。单月增速来看, 2019 年一季度保持负增长态势, 1-3 月单月同比增速分别降至 -56.94%、-52.38%、-27.48%。总体来看棚改资金支持力度下滑幅度较为明显。

图表20: PSL 当月新增及期末余额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**旧改有望扩大试点实施, 5 年投资总额或达 4 万亿元。**根据住建部标准定额司的测算, 初步统计全国老旧小区近 16 万个, 涉及居民超过 4200 万户, 建筑面积约为 40 亿平方米, 初步估算我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元, 按照 5 年的改造期, 每年可新增投资约 8000 亿元。但在具体实施过程中, 旧改的资金来源与棚改类似, 仍有待具体政策的落实。与棚改不同, 棚改的政策导向明确、项目资金大多可以实现自平衡, “旧改”需要按照“谁受益、谁出资”的原则, 确定改造费用分摊规则, 完善居民合理分担、单位投资、市场运作、财政奖补等多渠道资金筹措机制。目前来看, 各地“旧改”仍处于摸索试点阶段, 项目大规模推广落实还存在较大的不确定性。2019 年 6 月 19 日, 国务院常务会议部署推进城镇老旧小区改造, 要求重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施, 有条件的可加装电梯, 配建停车设施。促进住户户内改造并带动消费。同时, 会议

提出鼓励金融机构和地方政府积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持，运用市场化方式吸引社会力量参与。

**公司棚户区改造优势突出，未来有望延伸至旧改。**随着深圳市建设用地逐渐饱和，城市人口不断增加，棚户区改造已明确为深圳市住房保障发展的重要途径，公司作为深圳专业从事棚改服务的专业性企业市场前景广阔。2019年，公司全面推进罗湖“二线插花地”棚户区改造项目，木棉岭片区正在进行边坡支护、基坑支护及土石方外运施工，主体I标正在02地块进行地下室施工；布心片区正在进行边坡支护、基坑支护及土石方外运施工，主体V标正在04地块进行地下室施工。在推进罗湖棚户区改造业务的过程中，公司培养打造了一支全过程管理的专业化服务团队，不断夯实棚改服务的专业性，特别聚焦解决棚户区改造项目前期的攻坚工作。公司不断总结推广罗湖棚改模式，持续开拓棚改、旧改及城中村整治市场，未来有望拓宽城市服务业务范围，涉足旧改领域。

图表21：深圳市棚改、旧改政策汇总

| 深圳政策     |   |
|----------|---|
| 2015年10月 | 深圳市住建局发布《棚户区改造政策梳理汇编》，明确棚改范围为城市棚户区，明确棚改三年规划与任务。   |
| 2016年6月  | 《深圳市棚户区改造项目界定标准》公布，明确改造对象为危旧住宅、住宅区和城中村。   |
| 2017年8月  | 《关于加快推进棚户区改造工作的若干措施(征求意见稿)》发布，明确强制程序流程，明确棚户区改造项目实施模式为“政府主导一国企实施一公共住房”模式，要求合理制定项目搬迁安置补偿标准，支持人才住房和保障性住房建设。      |
| 2018年3月  | 《关于加强棚户区改造工作的实施意见(征求意见稿)》发布，要求按照套内建筑面积1:1或不超过建筑面积1:1.2的比例，确定辖区内老旧住宅区棚户区改造项目的产权调换标准。                           |
| 2018年6月  | 《深圳市人民政府关于加强棚户区改造工作的实施意见》正式印发实施，明确了棚改以老旧住宅区项目为主要适用对象，棚改项目新建住宅部分除用于搬迁安置住房外，全部用作人才住房和保障性住房。统一了老旧住宅区棚改项目的安置补偿标准。 |
| 2018年8月  | 《深圳市拆除重建类城市更新单元计划申报规定》发布，要求旧住宅区建成时间不少于20年，旧工业区、旧商业区的建成时间不少于15年。   |
| 2018年9月  | 《深圳市南山区棚户区改造实施细则(征求意见稿)》发布，扩大棚改适用范围为老旧住宅区以及与其相邻的小面积非住宅类宗地，与全市统一安置标准。  |
| 2018年11月 | 《深圳市罗湖区棚户区改造实施办法(试行)》发布，门槛比例下调至“双95%”可立项，降低补偿签约期限上限至120日。   |
| 2018年11月 | 深圳盐田区发布了起草的棚改实施细则并公开征求意见。细则中对于申报门槛、申请方式、适用范围等做出了详细解释。盐田区规定棚改主要采取拆旧建新的方式，由政府主导，以人才住房专营机构为主，其他企业可以参与            |
| 2019年1月  | 《深圳市福田区棚户区改造实施办法(试行)》正式发布实施，将门槛降至“双95”，意愿征集期限延长至180天，小面积非住宅类用地同样参照办法执行。                                       |
| 2019年3月  | 《深圳市拆除重建类城市更新单元计划管理规定》印发，增加了“计划调整”、“计划调出”两项规定，首次提出对更新单元计划实施有效期管理制度，从而促进更新单元计划的优质、高效推进。                        |
| 2019年6月  | 《关于深入推进城市更新工作促进城市高质量发展的若干措施》印发，增加规划期至2035年的全市城市更新规划，强化计划调控。   |

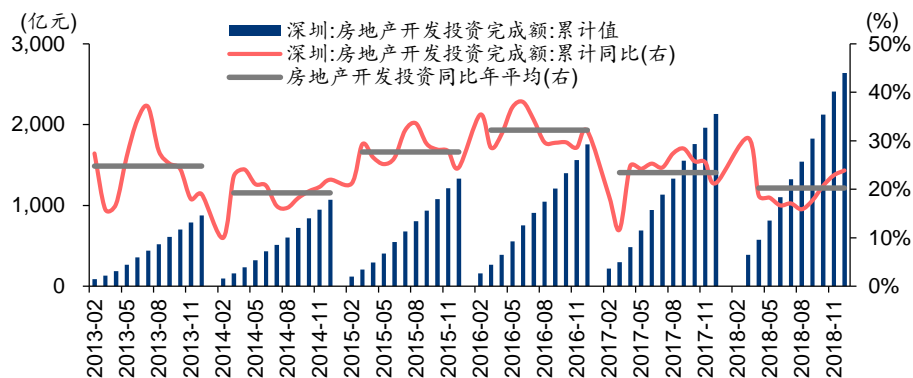
资料来源：深圳市住建局等各部门官网，华泰证券研究所

**加快盘活存量资产，做强综合开发业务。**公司目前仍存有大量粤通公司未确权旧改项目及综合整治项目，含香蜜新村、市政大院旧改项目等。公司已于2016年启动了深圳市香蜜三村5号楼1-4层，2017年完成了香蜜二村业主改造意见征集，目前正开展概念规划编制工作。未来公司将进一步加快盘活存量资产，加快梳理、加速盘活粤通公司未确权项目，提升地产开发效率，落实“3-9-12-24”的项目开发周期目标，加强土地储备管理，抓好在建房地产项目的进度，进一步优化房地产项目业务管控流程。2018年末，华富工业区已完成城市更新单元意愿公示工作。

### 地产增长稳健，天骄项目即将落地

**深圳市近年来地产投资逐渐放缓，同比维持在20%。**深圳市地产投资在2017年同比平均23.44%和2018年同比平均20.25%相较2016年同比平均32.2%有所放缓，但仍然维持在20%以上的年平均同比增速，房地产投资建设累计同比和累积量十分可观。

**图表22： 深圳市房地产投资及同比增速**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

天健·天骄项目和天健公馆项目为公司在深圳开发的高端重点项目。天健公馆项目提供住宅 2 万平, 公共租赁房 1.4 万平, 于 2016 年启动, 2018 年竣工, 实现营收 12.48 亿元, 主营业务利润 5.38 亿元, 毛利率为 70.29%。天健工业园片区更新单元(天健·天骄)项目是深圳市福田区景田片区首个城市更新项目, 被列为深圳市 2016 年度重大项目, 该项目更新范围面积 6.82 万平方米, 已于 2016 年 10 月破土动工, 项目开发有序进行中, 2019 年正在进行主体结构施工, 截至一季度末, 最高已施工至 35 层。

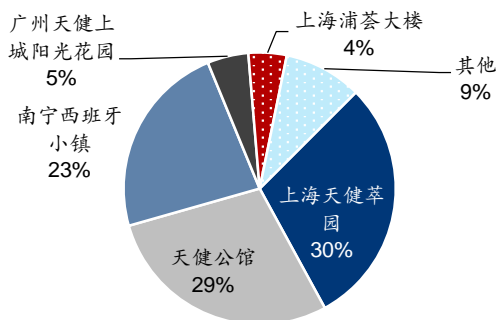
**图表23： 天健集团天健公馆和天骄项目**

| 项目    | 总投资(万元) | 占地面积 (平方米) | 规划建筑面积 (平方米) | 计容积率建筑 面积(平方米) | 可销售住宅面 积(平方米) | 可销售商业面积 (平方米) |
|-------|---------|------------|--------------|----------------|---------------|---------------|
| 天健·天骄 | 659871  | 65214      | 304022       | 208164         | 161019        | 9200          |
| 天健公馆  | 84411   | 6726       | 62489        | 42744          | 20146         | 3670          |

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

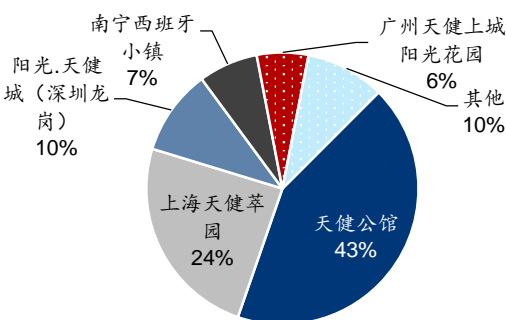
天健公馆项目是 2018 年公司业绩的重要部分。2018 年, 天健公馆项目实现收入 12.48 亿元, 占营业总收入的 28.55%, 位居同期项目第二位; 实现营业利润 5.38 亿元, 占主营业务利润的 42.81%, 位居同期项目第一位。

**图表24： 2018 年天健集团各项目占主营业务收入比重**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

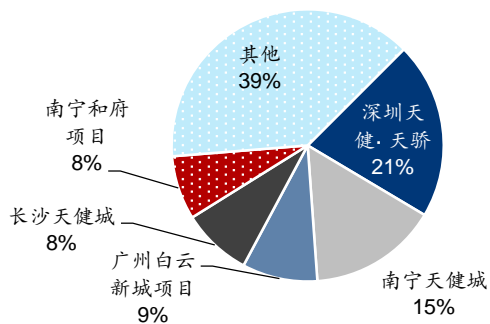
**图表25： 2018 年天健集团各项目占主营业务利润比重**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

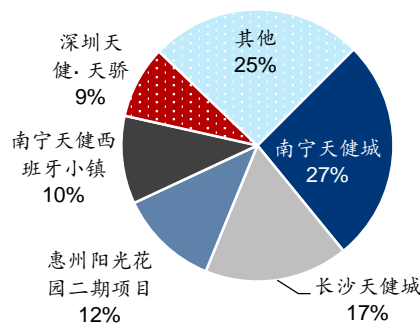
天健·天骄项目落地在即, 有望成为未来几年业绩重点。天健·天骄项目总投资 65.99 亿元, 占公司 2018 年总投资的 21.05%, 位居同期项目第一位; 可销售面积为 17.02 万<sup>2</sup> (其中约 6.5 万<sup>2</sup> 为还迁房, 全部为可销售), 占公司 2018 年总可销售面积的 8.62%。天健·天骄项目总投资/可销售面积比为 3.88 万元/<sup>2</sup>, 远高于公司 2018 年在建项目的平均水平 1.59 万元/<sup>2</sup>, 是公司重点打造的高端住宅项目, 预计未来几年将成为公司的重要支撑。

图表26: 2018年天健集团各在建项目投资占总投资比重



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表27: 2018年天健集团各在建项目可销售面积占总可销售面积比重



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

根据公司官网, 2019年7月3日下午公司在深圳举办“大湾区 大开局——主题论坛暨天健天骄产品发布会”, 我们预计该项目有望于近期备案开售, 而公司2018年年报显示该项目部分工程将于今年竣工, 因此天骄项目将于2019年确认部分销售收入。天骄项目位于福田区莲花街道, 莲花路与景田路交汇处西南侧, 被北环大道、香梅路、红荔西路以及新洲路围绕, 西侧是香蜜湖豪宅区, 项目紧邻地铁景田站(地铁2号线和9号线交汇), 区位优势明显。景田是福田区较早的生活居住区, 经过多年的积累和发展, 生活配套设施和各类市政设施完善。从天骄项目周边来看, 近几年缺乏可比的次新盘, 东边2000-2005年建成的二手楼盘均价在8万左右, 西侧2000年以前的二手楼盘均价在6-8万不等, 更西侧的香蜜湖水榭花都、香蜜湖第一生态苑价格在18万左右, 因此我们预计天骄备案价大概率不低於10万/m<sup>2</sup>。

图表28: 天骄项目现场施工图



资料来源: 深圳房地产信息网, 华泰证券研究所

图表29: 天骄项目周边楼盘价格比较



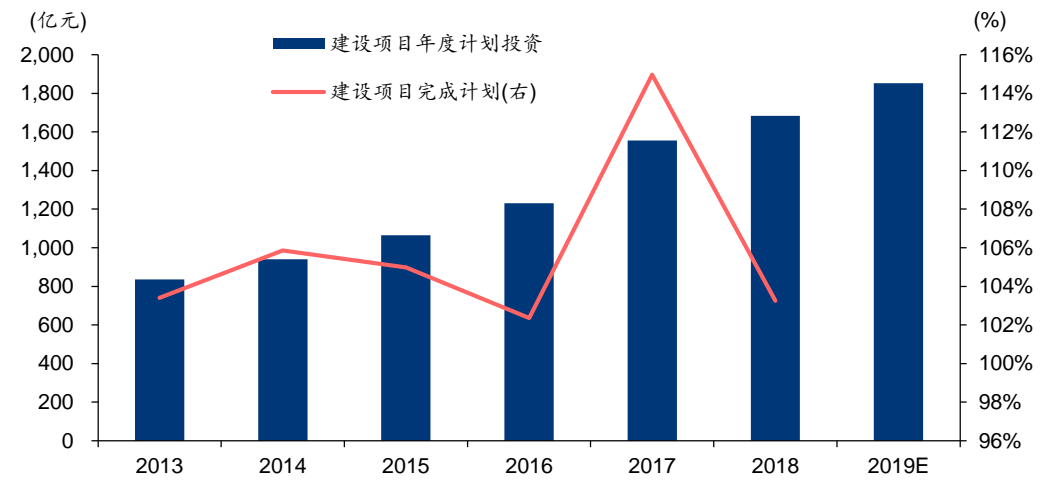
资料来源: 链家, 华泰证券研究所

## 市属资质最全建筑国企，改革助力全产业链发展

### 建工本地最优国企，市政水治理连获大单

深圳城市建设步伐加快，2019年重大项目计划完成投资1852亿元。2018年深圳市共安排重大项目546个，总投资23047.8亿元。其中，前期项目219个，总投资8866.5亿元；建设项目327个，年度计划完成投资1682.9亿元，实际完成1737.6亿元，完成比例103.2%。2019年，深圳市重大项目计划完成投资1852.9亿元，较2018年实际完成数增长13.5%。2019年深圳市区两级政府投资总规模1430亿元，同比增长19.2%，预计推动2019年全年社会固定资产投资规模达到7000亿元，同比增长13%，政府投资重点投向城市基础设施、民生服务、生态文明建设、产业创新配套等四大领域。

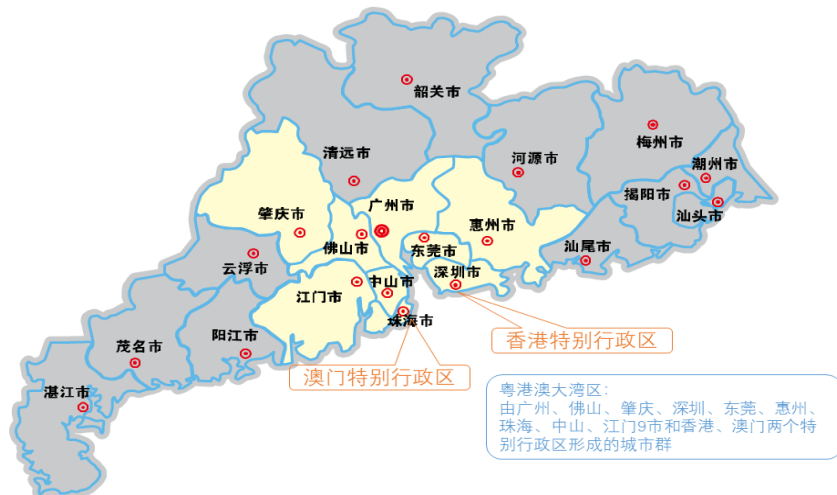
图表30：2013-2019年深圳市重大项目投资计划



资料来源：深圳市发改委，华泰证券研究所

2019年2月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，提出建设建成国际一流湾区和世界级城市群；规划近期至2022年，远期展望到2035年。规划指出，大湾区未来投资的重点，要建设国际科技创新中心，加快基础设施互联互通，构建具有国际竞争力的现代产业体系，推进生态文明建设，建设宜居宜业宜游的优质生活圈，紧密合作共同参与“一带一路”建设，共建粤港澳合作发展平台。未来，公司作为深圳市属优质建筑国企，有望受益粤港澳大湾区的建设。

图表31：粤港澳大湾区规划示意图



资料来源：华泰证券研究所

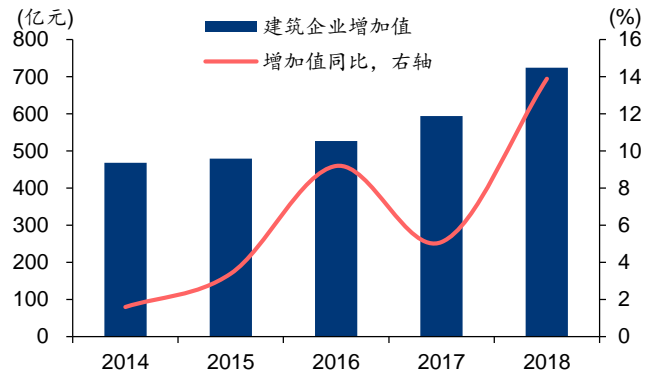
**深圳市建筑企业总产值及增加值有望持续攀升。**深圳的基础设施建设由不完善到较快发展，离不开建筑企业的共同参与，1999-2018年，深圳市建筑业总产值由157.82亿元增至3471.02亿元，CAGR+17.66%。2014年受宏观经济及地产调控等因素影响，建筑业总产值同比增速为负，但2015年以来又逐渐攀升，2018年建筑企业总产值同比增长20.94%。同期，2014-2018年深圳市建筑企业增加值由468.10亿元增长至724.46亿元，CAGR+11.54%，同比增速由1.60%震荡上行至13.9%。2019年深圳市重大项目投资及政府投资同比增长分别为13%/19%，预计深圳市建筑业产值维持较快增长。

图表32：深圳市建筑业总产值及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：深圳市建筑业增加值及同比增速



资料来源：深圳市统计局，华泰证券研究所

深圳建筑市场较为开放，且本地建筑国企少，行业竞争以央企为主。公司是市属国企唯一具有自主施工、开发、运营、服务全产业链的企业，也是市属国企唯一具有市政公用工程总承包特级资质的企业，但市占率低。2018年，天健集团收入占本市建筑业总产值的2.9%。相比之下，上海有包括上海建工集团、上海城建集团在内的十多家本地建筑国企，且市占率远高于公司在深圳的市场占有率。由于历史积累以及城市管理等多重因素的影响，我们预计深圳市有望后来居上，打造出更加强大的本地建筑国企。

图表34：2018各省建筑国企规模及市占率比较

| 所属省/市 | 当地最大建筑国企 | 2018年营业收入<br>(亿元) | 2018年省/市建筑业总产值<br>(亿元) | 2018年市场占有率<br>(%) |
|-------|----------|-------------------|------------------------|-------------------|
| 深圳    | 天健集团     | 102.09            | 3471.02                | 2.94              |
| 上海    | 上海建工     | 1,705.46          | 7072.21                | 24.11             |
| 上海    | 隧道股份     | 372.66            | 7072.21                | 5.27              |
| 北京    | 北京城建     | 133.81            | 10939.76               | 1.22              |
| 重庆    | 重庆建工     | 466.20            | 7819.42                | 5.96              |
| 四川    | 四川路桥     | 400.19            | 12983.75               | 3.08              |
| 山东    | 山东路桥     | 147.68            | 12898.29               | 1.14              |
| 浙江    | 浙江交科     | 263.77            | 28756.20               | 0.92              |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司有丰富的施工总承包和代建经验，未来在轨交、水治理等方面可以自主承包工程。公司积极拓展工程总承包（EPC）、施工总承包、代建及PPP项目等四种模式业务，并逐年增加转型业务模式的比重。新拓展EPC、PPP及代建业务占比42%。2018年，公司新签工程总承包（EPC）项目共11项，新签代建项目共12项；中标江苏如东“三河六岸”PPP项目，进军流域水环境综合治理与开发市场；入选福田区、坪山区和宝安区等区域建设工程代建预选承包商库，代建项目涉及学校改扩建、城中村综合整治提升、市政管网改造、市政道路建设、景观照明提升等领域。

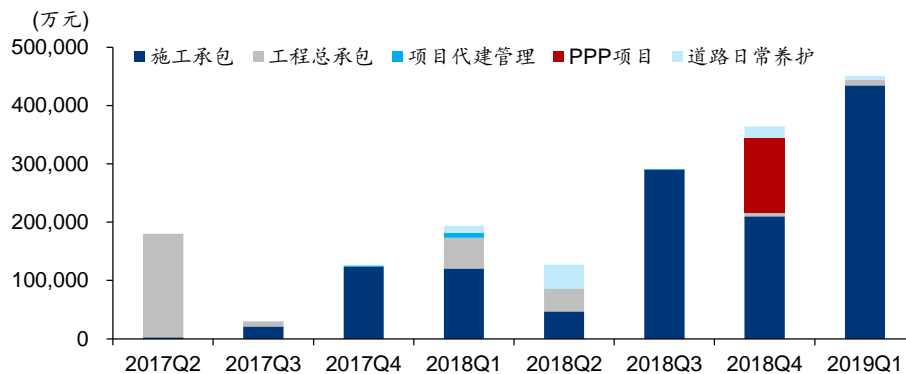


图表35: 天健集团 2018 年在建项目及竣工项目

| 在建项目  | 备注  |
|---|-----|
| 观澜河流域(龙华片区)水环境综合整治项目-油松河流域雨污分流管网完善工程          |     |
| 观澜河流域(龙华片区)水环境综合整治项目-松和片区雨污分流管网完善工程           |     |
| 深汕特别合作区西部水厂项目(一期)工程                           |     |
| 南山区 17 项目管网改造工程                               |     |
| 龙华新区环城绿道建设项目(羊台山南段、北段) —勘察、设计、施工项目总承包(EPC)    | EPC |
| 坪山区雨污水管网(坪山片区) EPC 总承包工程                      | EPC |
| 坝光片区场平工程(I 标段)                                |     |
| 珠海市情侣路南段拱北口岸至横琴大桥路段主线改造工程一标段                  |     |
| 白芒河流域水环境综合治理工程(初雨处理设施除外)                      |     |
| 大磡河流域水环境综合治理工程(初雨处理设施除外)                      |     |
| 麻磡河流域综合整治工程(施工)                               |     |
| 深圳市罗芳污水处理厂提标改造工程                              |     |
| 布吉河流域综合治理“EPC+O”项目                            | EPC |
| 省道 120 线华阳至安流段公路改建工程第六标段                      |     |
| 高新区交通改造工程设计采购施工项目总承包(EPC)                     | EPC |
| 深圳市城市轨道交通 6 号线交通疏解工程(含路灯改迁及恢复工程) 6601-1 标段    |     |
| 深圳地铁 6 号线给排水管线改迁及恢复工程 6602-1 标段               |     |
| 深圳市城市轨道交通 9 号线二期西延线交通疏解工程(含路灯改迁及恢复工程) 9611 标段 |     |
| 深圳地铁 9 号线西延线给排水管线改迁及恢复工程 9612 标段              |     |
| 深圳地铁 10 号线给排水管线改迁及恢复工程 10611 标段               |     |
| 北京大学深圳医院深汕门诊部项目 EPC 总承包污分流管网完善工程              | EPC |
| 深圳市城市轨道交通 3 号线南延线工程主体工程 3131 标段               |     |
| 下沙-上沙人行过街通道工程                                 |     |
| 天健天骄项目(天健工业园片区更新单元)(一期)及保障房项目                 |     |
| 天健智慧园项目                                       |     |
| 南宁天健城一期及二期工程施工总承包                             | EPC |
| 长沙天健城(芙蓉盛世三期)                                 |     |
| 广州天健云山府项目(白云新城地块)                             |     |
| 惠州天健阳光花园二期                                    |     |
| 竣工项目  | 备注  |
| 龙华办事处景龙片区雨污分流管网工程                             |     |
| 龙华新区污水支管网四期工程-观澜君子布片区雨污分流管网完善工程               |     |
| 东江南支流厚街水道堤防整治工程                               |     |
| 上沙村及新洲片区环境综合整治提升工程                            |     |
| 福田区老住宅区环境综合整治提升工程(二标)                         |     |
| 龙岗河流域梧桐山河综合整治工程(一标)                           |     |
| 坪山区田坑水、飞西水黑臭水体治理工程 EPC+O(施工设计采购运营一体化)         | EPC |
| 深圳市城市轨道交通 9 号线交通疏解工程 9602-2 标段                |     |
| 二线关口交通改善工程施工 3 标(同乐关)                         |     |
| 上海南码头社区 14-03C 地块新建商办项目                       |     |
| 天健公馆项目  |     |
| 上海市临港万祥社区 H0406 地块新建住宅工程                      |     |
| 天健·西班牙小镇项目                                    |     |

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

施工承包是目前新签订单的主要来源, 19Q1 末在手未完订单 299 亿元。从公司新增订单情况来看, 三季度和四季度施工承包订单数量要比一、二季度显著高, 体现了季节性因素。2018 年公司累计新增承接 PPP、EPC、代建、总承包等各类工程 91 亿元, 年末在建项目合同造价达 186 亿元, 同比增长 30%。截止 2019 年 3 月末, 公司公告累计已签约未完工订单为 262 亿元, 已中标尚未签约订单金额 37 亿元, 公司 19Q1 末累计在手未完工订单达 299 亿元。

**图表36：天健集团新签订单情况**

资料来源：公司经营简报，华泰证券研究所

**深圳市水环境综合治理领域将得到大力扶持。**2018年深圳市共安排治水项目397个，完成投资392亿元，整治146个黑臭水体，新增污水管网2855公里。茅洲河水质持续改善，深圳河、观澜河、坪山河等考核断面水质达到地表水V类，全市基本消除黑臭水体。2019年深圳市需要完成治水投资近500亿元，完成小区和城中村正本清源改造3300个，新建管网200公里、改造修复管网800公里，新扩建水质净化厂6座、提标拓能17座，实现所有水质净化厂主要指标在V类及以上，其中IV类要达到425.5万吨/日、占65%，污水处理率提高到97.5%。

**2018年公司成功进军水环境综合治理领域与开发市场。**2019年1月，公司与广州市资源环保科技股份有限公司组成的投标联合体中标如东县“三河六岸”河道整治及景观绿化工程PPP项目，估算总投资为12.54亿元，标志着公司成功进军水环境综合治理领域。同月，公司再次中标2019年龙岗区深圳河流域消除黑臭及河流水质保障工程项目，中标金额为36.10亿元，标志着公司进军水环境综合治理领域取得了纵深突破，对进一步扩大公司在行业领域的市场影响力和品牌具有积极意义。

此外，公司逐步向产业链高价值领域延伸，在巩固现有区域市场的同时，着力挖掘潜在市场、优化布局、加大合作，已拥有规划设计、建设、开发、运营、服务的全产业链条和广泛而稳固的战略合作生态圈。

### 国企改革持续推进，激励加快业绩释放

**深圳国企改革稳步推进，2019年打造“综合改革攻坚年”。**深圳国企改革从营收和利润角度均有较大改善，龙头企业如深国际、深圳能源以及天健集团在内的多家国企仍在积极整改中，此外还设立多支基金，帮扶和鼓励整改中的国企和民营企业。

**图表37：代表企业改革进展情况**

| 时间         | 项目  |
|------------|---|
| 2019-03-28 | 深国际在出台实施国企改革“双百行动”综合改革方案和工作台账的基础上，制定了《股权多元化和混合所有制改革的“双百行动”实施方案》，明确了收费公路与环保、综合物流港、港口供应链、深圳物流园区等7大板块三年混改工作目标和年度工作任务。  |
| 2019-03-08 | 深圳能源“2019年第一期深圳能源集团股份有限公司绿色债券”在深交所成功上市，募集资金主要用于深圳能源下属垃圾发电项目建设和补充营运资金。市国资委高度重视金融创新工作，支持和鼓励市属国资国企积极开展绿色金融创新实践，探索新型融资模式。   |
| 2018-12-12 | 创新投集团的混改之路是深圳国企混合所有制改革的缩影。目前深圳市属国企混合所有制比重超过75%，资产证券化率达到54.6%，均保持全国领先。<br>为支持市属国有企业混改，近两年来，深圳先后设立了总规模1500亿元的国资改革与战略发展基金、100亿元的人才创新创业基金、50亿元的深圳天使母基金等，形成了涵盖天使基金、创投基金、产业基金、并购基金的国资基金群，总募资规模超过4200亿元。 |

资料来源：深圳市国资委，华泰证券研究所

2014-2018年，公司逐步收购了多家房地产开发和租赁运营公司，填补了原有城市建设和开发领域的空白领域，将公司打造成具备设计施工到运营产业链一体化的企业。2016年，粤通公司整体注入天健集团，天健集团成为首个完成深国资整体资产注入的上市公司。天健集团和粤通公司在战略、业务和资产方面具有良好的互补性，粤通公司是深圳市公路隧道养护市场份额最高的企业，注入后公司2018年在公路、桥梁、隧道的管养服务市场占有率约占深圳市的48%。此外，粤通公司拥有的土地和建筑物位于深圳重点规划区域内，部分具有更新改造价值，城市更新经验丰富的天健集团未来也有望通过综合开发等方式挖掘潜在价值。

**图表38：深圳市近期国企改革成果与进展**

| 时间         | 项目  |
|------------|---|
| 2019-03-22 | 按照省国资委部署，力争年底前完成省属企业集团层面战略性重组，完成省属国企资本70%以上集中到基础性、公共性、平台性、引领性等重要行业和关键领域。<br>去年，广东国企供给侧结构性改革取得亮眼成绩。截至2018年12月底，省属“僵尸企业”共1031户，已实现市场出清885户，出清率为85.8%；省属企业管理层级均在4级及业内，共减少法人单位846户，减少比例约24%，超额完成了压减20%的目标任务。  |
| 2019-02-12 | 2018年全年完成16家商业类国有企业混改立项。2016年以来已完成混改的9家企业，实现营业收入、利润总额分别增长40%、38%，高于市属国企整体水平。  |
| 2019-01-09 | 市属国企在2012-2017年均营收、利润复合增长率保持两位数增长的基础上，2018年实现营业收入、利润总额均保持增长，且同创同期历史新高。  |
| 2018-07-25 | 2018年1至6月，市属国资国企累计实现营业收入1738亿元，同比增长20.3%；利润总额347亿元，同比增长9.5%。主要效益指标营业收入和利润总额分别连续19个月和18个月保持正增长，总资产利润率、销售收入利润率、成本费用利润率保持全国领先水平。<br>市属国企推进国有资本向重要关键领域、核心产业、优势企业集中，以基础设施及公用事业、金融准金融和战略性新兴产业为“一体两翼”企业的净资产占比达79.5%。市属国企资产证券化率超过50%，核心资产证券化成效明显。                             |
| 2018-01-19 | 2017年市属国资国企营业收入和利润总额分别较上年增长165.4%、153.6%，税费贡献逐步提升，累计上缴税金705亿元，较上年增长170.8%。市属国有企业重组整合取得突破，混改迈出实质性步伐，目前市属国有控股上市公司增至24家。<br>市属国企坚持市场化改革方向，加大集团层面的兼并重组和同质化业务整合，提升整体功能和运行效率。市投控公司收购天音控股、信达财险；地铁集团成功收购万科股权，成为其第一大股东；特区建发集团与路桥集团整合完成；全市国有出租车专业化统一运营平台全面重组搭建；83户国有“僵尸企业”全部出清。 |

资料来源：深圳市国资委，华泰证券研究所

非公开发行壮大建筑龙头企业，激发企业内生动力。2015年12月，公司完成了非公开发行股票工作，募集资金22亿元，发行价7.26元/股，国有资本控股比例从36.35%提高到39.57%，进一步巩固了国有资本的控制力，有力扩充了公司资本和资金实力。发行方案按照“资产收购+市场化引进战略投资者+管理层核心骨干持股+管理提升”四位一体方式进行一揽子设计，并引入163名核心骨干通过集合资产管理计划参与认购，限售期3年。该方案实施后，2016-2018年公司收入及净利润均取得了较快增长。

**图表39：天健集团2015年非公开发行对象及金额**

| 序号 | 认购主体                  | 认购数量(万股) | 认购后持股比例 | 最新持股比例 |
|----|-----------------------|----------|---------|--------|
| 1  | 深圳市远致投资有限公司           | 13774.10 | 16.10%  | 16.10% |
| 2  | 国泰君安君享天健如意集合资产管理计划    | 4132.23  | 4.83%   | 4.09%  |
| 3  | 嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业(有限合伙)  | 2754.82  | 3.22%   | 2.05%  |
| 4  | 深圳市高新投集团有限公司          | 2754.82  | 3.22%   | 3.22%  |
| 5  | 拉萨市达实投资发展有限公司         | 1377.41  | 1.61%   | 1.33%  |
| 6  | 红土创新基金管理有限公司          | 1377.41  | 1.61%   |        |
| 7  | 深圳市国信弘盛股权投资基金(有限合伙)   | 1377.41  | 1.61%   | 0.81%  |
| 8  | 深圳市凯富基金管理有限公司         | 1377.41  | 1.61%   |        |
| 9  | 深圳市创东方长兴投资企业(有限合伙)    | 688.71   | 0.80%   |        |
| 10 | 深圳市架桥富凯一号股权投资企业(有限合伙) | 688.71   | 0.80%   |        |

注：最新持股比例为截至2019年3月31日。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 关键假设与盈利预测

**建筑业务:** 2018年公司建筑施工收入67亿元,同比增长44%,毛利率6.0%。截至2018年末,公司143个未完工项目合同总额228亿元,累计确认收入111亿元,剩余合同额约117亿元。建筑施工项目一般在2-3年内完成,我们根据公司在手订单及施工节奏,预计2019-2021年施工收入同比增长15%/12%/10%,考虑到代建项目制逐渐转向工程独立承包,盈利能力提升,毛利率每年提升0.2pct。

图表40: 天健集团建筑施工订单与收入

|         | 2016年  |        | 2017年  |        | 2018年  |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 项目数(个) | 金额(亿元) | 项目数(个) | 金额(亿元) | 项目数(个) | 金额(亿元) |
| 期初在建    | 63     | 92.51  | 65     | 122.00 | 64     | 143.20 |
| 期内新开    | 18     | 58.61  | 34     | 54.59  | 30     | 82.98  |
| 期内竣工    | 26     | 33.62  | 35     | 33.39  | 27     | 40.36  |
| 期末在建    | 65     | 122.00 | 64     | 143.20 | 67     | 185.82 |
| 本年新签    |        |        |        | 116.27 |        | 91.00  |
| 本年施工收入  |        | 40.70  |        | 46.76  |        | 67.35  |
| 期末未完工项目 |        |        | 93     | 169.13 | 143    | 227.86 |

资料来源:公司经营简报,华泰证券研究所

**房地产业务:** 2018年公司房地产开发收入44亿元,同比增长93%,毛利率38%。截至2018年末,公司16个在售项目可供销售面积合计223.82万平,年末尚未结转面积121.52万平。高端住宅项目深圳天健公馆可供销售面积2.4万平,年末尚未结转面积0.9万平,该项目2018年实现收入12.5亿元,营业利润5.38亿元,是房地产业务主要的利润来源。2019年天健天骄项目(南苑)预计竣工,我们预计将实现部分销售。基于改善在手项目及土地储备情况,我们采用RNAV方式测算改善房地产业务价值。预计2019-2021年地产收入同比增长-4%、10%、12%,毛利率为45%、45%、45%。

**其他业务:** 考虑公司物业租赁与棚改业务较为稳定,预计2019-2021年物业租赁业务收入每年增长10%,毛利率维持45%;棚改服务收入每年增长5%,毛利率维持12%。

图表41: 分部营收及毛利率预测

|            | 2016A   | 2017A  | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 工程施工(百万元)  | 4070    | 4676   | 6735    | 7745   | 8675   | 9542   |
| YOY(%)     | 16.55%  | 14.90% | 44.03%  | 15.00% | 12.00% | 10.00% |
| 毛利率(%)     | 4.81%   | 5.80%  | 5.96%   | 6.20%  | 6.40%  | 6.60%  |
| 房地产开发(百万元) | 2327    | 2269   | 4376    | 4200   | 4614   | 5150   |
| YOY(%)     | -19.44% | -2.50% | 92.86%  | -4.02% | 9.84%  | 11.63% |
| 毛利率(%)     | 45.86%  | 58.15% | 38.00%  | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 物业租赁(百万元)  | 167     | 244    | 251     | 276    | 304    | 334    |
| YOY(%)     | 14.71%  | 46.71% | 2.79%   | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率(%)     | 55.56%  | 41.05% | 45.44%  | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 棚改服务(百万元)  |         | 656    | 492     | 517    | 543    | 570    |
| YOY(%)     |         |        | -24.98% | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率(%)     |         | 13.96% | 11.14%  | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 其他主营(百万元)  | 365     | 636    | 617     | 647    | 680    | 714    |
| YOY(%)     | 10.90%  | 74.36% | -3.10%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率(%)     | 7.96%   | 6.28%  | 11.01%  | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 内部抵销(百万元)  | -719    | -1732  | -2262   | -2488  | -2737  | -3010  |
| 营收合计(百万元)  | 6,209   | 6,750  | 10,209  | 10,898 | 12,078 | 13,300 |
| YOY(%)     | -1.72%  | 8.71%  | 51.26%  | 6.75%  | 10.83% | 10.12% |
| 毛利率(%)     | 22.18%  | 26.08% | 21.65%  | 23.14% | 23.11% | 23.44% |

资料来源:Wind,华泰证券研究所

**期间费用与税率假设：**(1) 考虑公司作为地方国企，各项业务增长较为稳健，我们预计公司 2019-2021 年销售费用率、管理费用率、实际所得税税率与 2018 年持平，短期借款余额与新增长期借款也与 2018 年持平；(2) 由于建筑与地产行业已于 2016 年 5 月实行“营改增”，在减税降费背景下，我们预计 2019-2021 年公司营业税金及附加占收入比重分别为 4.2%/4.1%/4.0%，较 2018 年有望实现进一步下降。

**图表42： 期间费用率与税率预测**

|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 (%)   | 0.89%  | 1.18%  | 1.16%  | 1.16%  | 1.16%  | 1.16%  |
| 管理费用率 (%)   | 2.64%  | 3.31%  | 2.92%  | 2.92%  | 2.92%  | 2.92%  |
| 财务费用率 (%)   | 2.71%  | 2.84%  | 2.15%  | 2.10%  | 2.22%  | 1.83%  |
| 营业税金及附加 (%) | 7.32%  | 6.69%  | 4.30%  | 4.20%  | 4.10%  | 4.00%  |
| 实际有效税率 (%)  | 30.80% | 28.67% | 28.61% | 28.61% | 28.61% | 28.61% |

资料来源：公司经营简报，华泰证券研究所

综合上述假设，我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 109/121/133 亿元，同比增长 6.7%、10.8%、10.1%；归母净利润分别为 10.4/12.8/14.7 亿元，同比增长 32.6%、23.9%、14.8%。根据地产 NAV 测算，我们预计公司 2019 年地产净利润为 7.8 亿元，建筑施工对应归母净利润为 1.9 亿元（对应净利率为 2.5%），剩余 0.7 亿元为“棚改服务+物业租赁+其他主营”业务净利润。

### 估值与投资建议

根据前述盈利预测，我们预计公司 2019-2021 年对应 EPS 为 0.55/0.69/0.79 元。考虑公司业务分部主要由地产开发+建筑施工+物业服务三部分构成，其中物业服务净利润占比不高，与地产业务具有高度关联性，因此我们将公司按“地产物业+建筑施工”划分为两个主要的业务分部。

基于区域性与收入规模可比性，我们选取适当的房地产行业与建筑施工行业可比公司进行比较，可比地产行业公司对应 19 年平均 11.0xPE，可比建筑行业公司对应 19 年平均 11.9xPE，考虑二者估值差异不大且公司目前建筑利润占比尚不高，我们对建筑和地产分部给予统一的估值。2016-2018 年公司分红比例分别为 54%/40%/46%，大幅高于一般的建筑公司，而公司今年 6 月作为首批被纳入富时罗素指数的 A 股上市企业之一，未来有望获得更多海外资金青睐，因此我们认可公司应享有一定的估值溢价，综合给予公司 2019 年 11-13 xPE，对应公司合理市值为 114-135 亿元，对应目标价区间 6.05-7.15 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表43： 可比公司估值表**

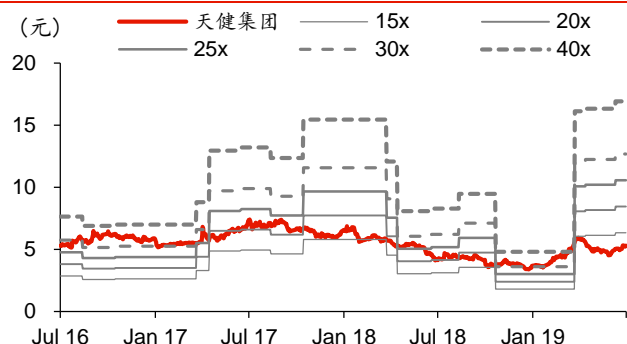
| 公司名称             | 股价   | 市值<br>(百万元) | 每股收益 (元/股) |      |      | P/E (x)     |             |             | 每股净资产 (元/股) |       |       | P/B (x)    |            |            | ROE (%) |      |      |
|------------------|------|-------------|------------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|------------|------------|------------|---------|------|------|
|                  |      |             | 18A        | 19E  | 20E  | 18A         | 19E         | 20E         | 18A         | 19E   | 20E   | 18A        | 19E        | 20E        | 18A     | 19E  | 20E  |
| 北京城建             | 8.30 | 15,608      | 0.65       | 0.82 | 0.96 | 12.7        | 10.2        | 8.7         | 10.35       | 13.33 | 14.09 | 0.8        | 0.6        | 0.6        | 5.7     | 6.1  | 6.8  |
| 中洲控股             | 9.66 | 6,422       | 0.67       | 0.93 | 1.20 | 14.4        | 10.4        | 8.0         | 10.94       | 11.07 | 12.27 | 0.9        | 0.9        | 0.8        | 6.5     | 8.4  | 9.8  |
| 南山控股             | 2.97 | 8,042       | 0.19       | 0.22 | 0.25 | 15.9        | 13.3        | 11.8        | 2.98        | 3.17  | 3.37  | 1.0        | 0.9        | 0.9        | 6.4     | 7.8  | 8.1  |
| 天保基建             | 3.98 | 4,417       | 0.09       | 0.38 | 0.50 | 46.0        | 10.4        | 7.9         | 4.69        | 5.08  | 5.58  | 0.8        | 0.8        | 0.7        | 1.9     | 7.5  | 9.0  |
| <b>房地产行业平均值</b>  |      |             |            |      |      | <b>22.2</b> | <b>11.0</b> | <b>9.1</b>  |             |       |       | <b>0.9</b> | <b>0.8</b> | <b>0.7</b> |         |      |      |
| 上海建工             | 3.79 | 33,748      | 0.31       | 0.37 | 0.43 | 12.1        | 10.1        | 8.8         | 2.76        | 3.47  | 3.72  | 1.4        | 1.1        | 1.0        | 10.7    | 10.6 | 11.5 |
| 隧道股份             | 6.19 | 19,462      | 0.63       | 0.71 | 0.79 | 9.8         | 8.7         | 7.8         | 6.50        | 6.97  | 7.48  | 1.0        | 0.9        | 0.8        | 10.0    | 10.2 | 10.6 |
| 浦东建设             | 7.18 | 6,966       | 0.47       | 0.53 | 0.60 | 15.4        | 13.5        | 12.0        | 6.03        | 6.44  | 6.90  | 1.2        | 1.1        | 1.0        | 8.0     | 8.3  | 8.7  |
| 粤水电              | 3.12 | 3,751       | 0.17       | 0.21 | 0.25 | 18.7        | 15.1        | 12.4        | 2.53        | 2.67  | 2.87  | 1.2        | 1.2        | 1.1        | 6.8     | 7.7  | 8.8  |
| <b>建筑施工行业平均值</b> |      |             |            |      |      | <b>14.0</b> | <b>11.9</b> | <b>10.2</b> |             |       |       | <b>1.2</b> | <b>1.1</b> | <b>1.0</b> |         |      |      |
| 天健集团             | 5.29 | 9,885       | 0.42       | 0.55 | 0.69 | 12.6        | 9.5         | 7.7         | 4.65        | 5.02  | 5.48  | 1.1        | 1.1        | 1.0        | 4.7     | 5.0  | 5.5  |

注：表中数据截至 2019 年 7 月 10 日收盘。除天健集团为华泰预测外，其余均来自 wind 一致预期。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## PE/PB - Bands

图表44: 天健集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表45: 天健集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示:

#### (1) 地产销售、结算进度放缓或不及预期

房地产业务目前仍是公司的重要利润来源,其中天健公馆项目、天健天骄项目等的结算节奏会影响公司地产收入确认。且房地产业务面临的政策环境仍然存在一定不确定性,若未来公司地产销售、结算进度放缓或不及我们预期,公司营业收入将受到一定程度影响。

#### (2) 市政施工业务盈利能力提升慢于预期

公司拥有较高等级的建筑工程资质,并积极通过代建施工业务积累工程项目经验,近期已在水环境治理、市政道路、地下空间开发与地下停车场建设、海绵城市等领域斩获大单。工程总承包业务毛利率较一般的代建施工更高,近几年随着工程承包业务占比的提升,工程施工毛利率已呈现提升,但未来若市政建设需求下滑或行业竞争格局恶化导致行业毛利率下行,将可能导致公司工程施工毛利率提升慢于预期。

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 21,884 | 27,904 | 29,326 | 32,439 | 35,544 |
| 现金         | 2,443  | 4,525  | 4,830  | 5,353  | 5,895  |
| 应收账款       | 1,409  | 1,994  | 2,128  | 2,359  | 2,597  |
| 其他应收账款     | 678.01 | 255.21 | 272.42 | 301.92 | 332.46 |
| 预付账款       | 95.50  | 110.62 | 115.83 | 128.42 | 140.81 |
| 存货         | 17,160 | 20,371 | 21,331 | 23,649 | 25,931 |
| 其他流动资产     | 99.31  | 648.26 | 648.06 | 648.06 | 648.06 |
| 非流动资产      | 3,909  | 3,837  | 3,788  | 3,696  | 3,731  |
| 长期投资       | 286.37 | 474.89 | 474.89 | 474.89 | 474.89 |
| 固定投资       | 313.36 | 312.12 | 269.39 | 184.53 | 225.59 |
| 无形资产       | 122.20 | 37.82  | 30.81  | 23.80  | 16.79  |
| 其他非流动资产    | 3,187  | 3,013  | 3,013  | 3,013  | 3,014  |
| 资产总计       | 25,793 | 31,741 | 33,114 | 36,135 | 39,275 |
| 流动负债       | 12,572 | 16,467 | 17,227 | 19,470 | 21,730 |
| 短期借款       | 1,451  | 1,530  | 1,906  | 2,822  | 4,003  |
| 应付账款       | 4,951  | 5,693  | 5,961  | 6,609  | 7,247  |
| 其他流动负债     | 6,170  | 9,244  | 9,360  | 10,038 | 10,480 |
| 非流动负债      | 6,632  | 6,536  | 6,480  | 6,400  | 6,331  |
| 长期借款       | 6,541  | 6,469  | 6,396  | 6,324  | 6,251  |
| 其他非流动负债    | 90.67  | 67.81  | 84.32  | 76.32  | 80.23  |
| 负债合计       | 19,204 | 23,003 | 23,708 | 25,870 | 28,061 |
| 少数股东权益     | 47.97  | 41.78  | 33.56  | 23.38  | 11.70  |
| 股本         | 1,198  | 1,437  | 1,869  | 1,869  | 1,869  |
| 资本公积       | 2,281  | 2,041  | 1,610  | 1,610  | 1,610  |
| 留存公积       | 2,621  | 3,163  | 5,894  | 6,764  | 7,724  |
| 归属母公司股东权益  | 6,541  | 8,696  | 9,373  | 10,242 | 11,202 |
| 负债和股东权益    | 25,793 | 31,741 | 33,114 | 36,135 | 39,275 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | (1,574)  | (492.77) | 700.73   | 472.61   | 300.80   |
| 净利润        | 598.23   | 775.38   | 1,028    | 1,274    | 1,462    |
| 折旧摊销       | 133.15   | 184.61   | 160.93   | 203.25   | 77.08    |
| 财务费用       | 191.47   | 219.74   | 228.36   | 268.17   | 243.08   |
| 投资损失       | (87.74)  | 2.05     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运资金变动     | (2,340)  | (1,724)  | (751.05) | (1,298)  | (1,520)  |
| 其他经营现金     | (69.46)  | 49.78    | 34.67    | 25.57    | 38.49    |
| 投资活动现金     | (268.83) | (320.36) | (110.86) | (111.27) | (111.08) |
| 资本支出       | 378.66   | 137.83   | 104.00   | 104.00   | 104.00   |
| 长期投资       | 38.32    | 196.80   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金     | 148.14   | 14.27    | (6.86)   | (7.27)   | (7.08)   |
| 筹资活动现金     | 699.81   | 2,878    | (284.65) | 161.60   | 351.76   |
| 短期借款       | (1,989)  | 79.00    | 375.58   | 916.71   | 1,181    |
| 长期借款       | 2,837    | (72.53)  | (72.53)  | (72.53)  | (72.53)  |
| 普通股增加      | 0.00     | 239.56   | 431.20   | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 0.00     | (239.56) | (431.20) | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (148.00) | 2,872    | (587.69) | (682.58) | (756.62) |
| 现金净增加额     | (1,143)  | 2,065    | 305.22   | 522.94   | 541.48   |

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入        | 6,750  | 10,209 | 10,898 | 12,078  | 13,300  |
| 营业成本        | 4,989  | 7,999  | 8,376  | 9,286   | 10,183  |
| 营业税金及附加     | 451.32 | 438.91 | 457.72 | 495.20  | 531.99  |
| 营业费用        | 79.67  | 118.88 | 126.90 | 140.64  | 154.87  |
| 管理费用        | 223.70 | 297.79 | 317.88 | 352.29  | 387.93  |
| 财务费用        | 191.47 | 219.74 | 228.36 | 268.17  | 243.08  |
| 资产减值损失      | 72.92  | 41.21  | 41.21  | 41.21   | 41.21   |
| 公允价值变动收益    | 0.00   | 0.12   | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益       | 87.74  | (2.05) | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润        | 839.37 | 1,096  | 1,450  | 1,794   | 2,058   |
| 营业外收入       | 17.24  | 3.45   | 3.45   | 3.45    | 3.45    |
| 营业外支出       | 17.95  | 13.54  | 13.54  | 13.54   | 13.54   |
| 利润总额        | 838.66 | 1,086  | 1,440  | 1,784   | 2,048   |
| 所得税         | 240.43 | 310.76 | 411.94 | 510.47  | 585.95  |
| 净利润         | 598.23 | 775.38 | 1,028  | 1,274   | 1,462   |
| 少数股东损益      | (3.39) | (6.20) | (8.22) | (10.18) | (11.69) |
| 归属母公司净利润    | 601.62 | 781.58 | 1,036  | 1,284   | 1,474   |
| EBITDA      | 1,164  | 1,501  | 1,839  | 2,266   | 2,378   |
| EPS (元, 基本) | 0.32   | 0.42   | 0.55   | 0.69    | 0.79    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2017   | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力          |        |        |       |       |       |
| 营业收入          | 8.71   | 51.26  | 6.75  | 10.83 | 10.12 |
| 营业利润          | 33.86  | 30.60  | 32.26 | 23.75 | 14.70 |
| 归属母公司净利润      | 34.74  | 29.91  | 32.56 | 23.92 | 14.79 |
| 获利能力 (%)      |        |        |       |       |       |
| 毛利率           | 26.08  | 21.65  | 23.14 | 23.11 | 23.44 |
| 净利率           | 8.91   | 7.66   | 9.51  | 10.63 | 11.08 |
| ROE           | 9.20   | 8.99   | 11.05 | 12.53 | 13.16 |
| ROIC          | 6.31   | 6.84   | 8.31  | 9.44  | 9.60  |
| 偿债能力          |        |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 74.45  | 72.47  | 71.59 | 71.59 | 71.45 |
| 净负债比率 (%)     | 46.62  | 47.32  | 47.19 | 46.51 | 46.83 |
| 流动比率          | 1.74   | 1.69   | 1.70  | 1.67  | 1.64  |
| 速动比率          | 0.37   | 0.45   | 0.46  | 0.45  | 0.44  |
| 营运能力          |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率        | 0.30   | 0.35   | 0.34  | 0.35  | 0.35  |
| 应收账款周转率       | 5.90   | 5.49   | 4.85  | 4.94  | 4.93  |
| 应付账款周转率       | 1.39   | 1.50   | 1.44  | 1.48  | 1.47  |
| 每股指标 (元)      |        |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.32   | 0.42   | 0.55  | 0.69  | 0.79  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.84) | (0.26) | 0.38  | 0.25  | 0.16  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.50   | 4.65   | 5.02  | 5.48  | 6.00  |
| 估值比率          |        |        |       |       |       |
| PE (倍)        | 16.43  | 12.65  | 9.54  | 7.70  | 6.71  |
| PB (倍)        | 1.51   | 1.14   | 1.05  | 0.97  | 0.88  |
| EV_EBITDA (倍) | 11.40  | 8.84   | 7.21  | 5.86  | 5.58  |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com