

评级：买入(首次)

市场价格：8.85

目标价格：11.4

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

联系人：倪一琛

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

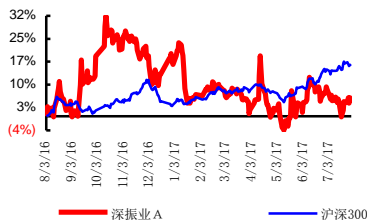
联系人：周子涵

电话：021-20315010

Email: zhoush@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,350
流通股本(百万股)	1,345
市价(元)	8.85
市值(百万元)	11,826
流通市值(百万元)	11,782

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,654	3,359	3,723	5,545	6,913
增长率 yoy%	56.9%	-8.1%	10.8%	48.9%	24.7%
净利润	417	779	1,025	1,283	1,228
增长率 yoy%	-18.0%	86.8%	31.6%	25.1%	-4.2%
每股收益(元)	0.31	0.58	0.76	0.95	0.91
净资产收益率	10.0%	16.1%	17.3%	17.9%	14.7%
P/E		15.1	11.5	9.22	9.63
P/B		2.2	1.9	1.5	1.3

投资要点
■ 公司简介

公司是深圳市国资委直管的地产上市公司，国资持股比例 34%，目前主要布局深圳、惠州、东莞等 8 个城市，截止 17 年上半年末，公司合计持有未结算土储建面约 225 万，从货值结构看，深圳和惠州占比较高，合计约 42%。

■ 房地产业务：立足深圳、布局全国，禀赋红利释放

销售方面，公司 16 年实现销售额 46.2 亿元（并表口径），同比增长 44.3%，创历史新高；此外，13 年和深铁合作的锦荟 Park 项目于去年开始贡献收益（由深铁并表，结算时公司确认收益），占 16 年净利的 57%，据我们估算，剩余可售 56 亿元，未来还将带来 17.8 亿元的投资收益，为公司未来业绩提供支撑。拿地方面，公司一直严控土地成本，楼面价连续 3 年下降，未来公司将努力通过旧改、合作收购、寻求国资资源等多种方式打破土储资源的瓶颈。资金方面，至 17 年上半年，公司净负债率降至 7% 的历史低位，回款率多年来一直在 90% 以上，在手货币资金 37 亿元。

■ 趁深汕合作特区东风，尽享区域红利

2011 年深汕合作特区由广东省委批复正式设立，由深圳和汕尾市共管，根据规划，到 2020 年，合作区 GDP 要达到 225 亿元，实现 12 至 20 年经济年均增速 30% 以上。合作区的战略意义：对于深圳，配合其“东进战略”，缓解土地资源紧张，扩大发展空间；对于汕尾乃至粤东，承接深圳产业转移，带动汕尾经济发展，助力区域经济一体化。公司是最早进驻合作区的开发商之一，于 16 年 3 月竞得振业时代花园项目，规划建面 22 万平，货值近 27 亿元。我们认为深汕合作区正进入发展快车道，凭借公司在当地的先发优势，公司有望享受合作区发展带来的资源红利。

■ 深圳国改加速推进，公司受益预期强

16 年 10 月，深圳市国资委提交了“1+12”深化国有企业改革系列制度文件，这标志着深圳国改顶层设计的初步形成，我们认为深圳国改有望在 2017 年迎来加速深化。房地产是深圳国资“一体两翼”产业体系的重要部分，深圳国资委要在 2020 年打造 15 家以上标杆企业，作为国资委旗下业务体量数一数二的产业，房地产无疑是不可或缺的部分。随着深圳国改的加速推进，公司有望充分受益。

■ 估值及盈利预测

据我们估计，公司 NAV116.3 亿元，折合每股 RNAV8.61 元/股，我们预计公司 2017、2018 年 EPS 为 0.76、0.95 元，对应 PE 倍数为 11.5x、9.2x。参照可比的 13 家中小市值的地方国企、央企的 PE 中位数，我们给予公司 17 年 15 倍 PE，对应目标价 11.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示事件：公司销售不达预期、深圳国改推进不及预期。

内容目录

深圳国资旗下的老牌地产国企	- 4 -
三十年成长之路	- 5 -
行业分析：深圳和惠州市场	- 6 -
公司土储分布	- 6 -
深圳市场：短期回落，但中长期向好	- 6 -
惠州市场：深圳“后花园”，库存处于低位	- 8 -
房地产：立足深圳、布局全国，禀赋红利释放	- 8 -
成长性：与深铁合作，助力销售、业绩加速释放	- 9 -
土地投资：严控拿地成本，资源获取待突破	- 10 -
资金面：杠杆率处于历史地位，回款率良好	- 11 -
趁深汕合作特区东风，尽享区域红利	- 12 -
深汕合作特区：深圳向东，再造一座新城	- 13 -
深汕合作特区的战略意义	- 13 -
低成本布局合作区，享区域红利	- 15 -
深圳国改加速推进，公司受益预期强	- 15 -
深圳国改顶层设计初成，改革加速在即	- 16 -
深圳国资迈入“资源整合年”，公司资产整合和混改预期强	- 17 -
估值及盈利预测	- 17 -
NAV 估值	- 20 -
盈利预测及相对估值	- 20 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 4 -
图表 2：公司股权结构	- 4 -
图表 3：公司未结算货值城市结构	- 5 -
图表 4：公司未结算资源区域结构	- 5 -
图表 5：公司房地产项目明细	- 6 -
图表 6：深圳一手住宅成交（万平方米）	- 7 -
图表 7：深圳一手住宅价格	- 7 -
图表 8：深圳一手住宅库存面积（万平方米）	- 7 -
图表 9：深圳二手住宅成交（万平方米）	- 7 -
图表 10：深圳宅地成交（万平方米）	- 8 -
图表 11：深圳人口流入（万人）	- 8 -
图表 12：惠州住宅成交（万平方米）	- 8 -
图表 13：惠州住宅库存和去化	- 8 -
图表 14：惠州宅地成交	- 9 -
图表 15：惠州人口流入（万人）	- 9 -

图表 16: 销售额及增速 (不含地铁项目)	- 9 -
图表 17: 销售均价 (不含地铁项目, 元/平)	- 9 -
图表 18: 锦荟 Park 项目销售 (亿元)	- 10 -
图表 19: 锦荟 Park 项目 (截止 17 年中报)	- 10 -
图表 20: 历年新增土储和楼面价 (含地铁项目)	- 11 -
图表 21: 拿地金额占销售额比重 (含地铁项目)	- 11 -
图表 22: 公司历年拿地项目明细	- 11 -
图表 23: 净负债率和短期偿债压力	- 12 -
图表 24: 资金回笼 (亿元)	- 12 -
图表 25: 经营性现金流量净额	- 12 -
图表 26: 销售管理费用率	- 12 -
图表 27: 深汕合作特区大事记	- 13 -
图表 28: 深汕合作特区地理位置	- 13 -
图表 29: 深圳东进战略	- 14 -
图表 30: 广东省 21 个地级市 2016 年 GDP	- 14 -
图表 31: 深汕合作特区规划产业体系	- 15 -
图表 32: 振业时代花园	- 16 -
图表 33: 深汕合作区规划图	- 16 -
图表 34: 深汕合作区四组团规划	- 16 -
图表 35: “1+12” 深化国企改革系列制度文件框架内容	- 17 -
图表 36: 深圳国改主要文件	- 17 -
图表 37: 深圳国资委直属企业梳理	- 18 -
图表 38: 深圳国资 19 家上市公司营收行业分布	- 18 -
图表 39: 深圳市国资委旗下 A 股上市房企对比	- 19 -
图表 40: 天健集团 15 年定增方案	- 19 -
图表 41: 宝能和国资委持股比例变化	- 19 -
图表 42: 深圳市国资委直属 5 家上市国企国改进展	- 20 -
图表 43: 公司 NAV 估值 (万元)	- 20 -
图表 44: 公司及可比公司估值对比	- 20 -
图表 45: 公司盈利预测	- 22 -

深圳国资旗下的老牌地产国企

三十年成长之路

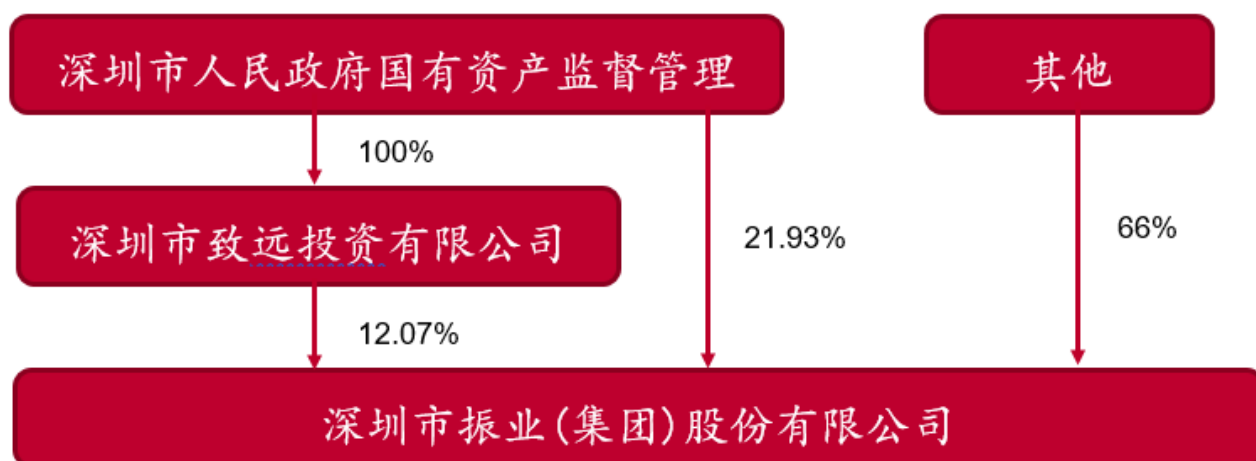
- 深振业（全称深圳市振业集团股份有限公司）是深圳国资委直管的地产上市公司，国资持股比例 34%，成立于 1989 年，于 1992 年在深交所挂牌上市。
- 2005 年股权分置改革之后，公司确立以房地产为主业，2009 年剥离建筑施工资产，并开启异地扩张；12 年进军商业地产，13 年和深铁合作开发项目。经过多年发展，公司目前已经形成以深圳和周边为中心，广州、天津、长沙、南宁等为重点的全国性布局，累计开发面积超 500 万平方米。

图表 1：公司发展历程

时间	阶段	大事
1989-1997 年	创立上市	1989 年深圳振业股份公司组建，1992 年深交所挂牌，1993-1997 年三次定增，募资 65 亿元
1998-2005 年	更名改制	1998 年更名振业集团，2000 年开发深圳第一个超大型社区 80 万平的“星海名城”，2005 年股权分置改革，确定以房地产为主业
2006-2011 年	深耕地产	2008 年进入西安、惠州市场，2009 年退出建筑施工业并进军天津市场，营收、利润总额均创历史新高
2012-2016 年	多元并进	2012 年进军商业地产，第一个商业综合体星海广场开业，进军长沙市场；2013 年进入南宁、东莞市场，并和深铁合作开发锦荟 Park 综合物业项目；2016 年 3 月布局深汕合作新区

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司股权结构



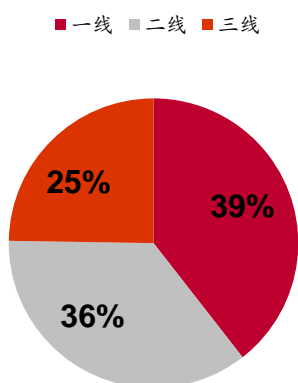
来源：公司公告，中泰证券研究所

行业分析：深圳和惠州市场

公司土储分布

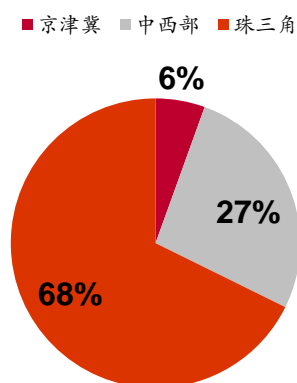
- 在进行市场分析之前，我们先来看一下公司的土储分布。公司坚持“立足深圳、布局全国”的战略，在深耕深圳基础上，重点布局惠州、东莞、广州、长沙、西安、南宁、天津等 8 个城市，截止 17 年上半年末，公司合计持有未结算土储建面约 225 万平，从货值结构来看，占比较高的是深圳、惠州，合计约 42%。基于公司的土储结构，我们下面重点分析一下深圳和惠州市场。

图表 3：公司未结算货值城市结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：公司未结算资源区域结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 公司房地产项目明细

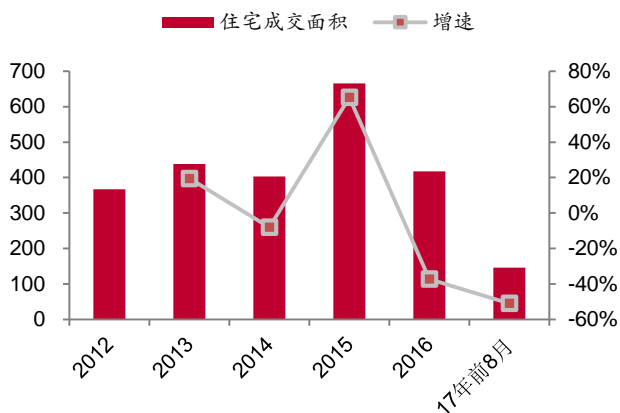
项目名称	城市	权益	总可售面积 (万平)	未结算面积 (万平)	进度	开工时间	竣工时间
锦荟 PARKP2、3、9、10 栋	深圳	70%	8.54	0	竣工在售	2015.07	201 . 2
锦荟 PARK4-8 栋及 B 地块	深圳	70%	9.09	9.09	在建在售	2015.07	2017.08
锦荟 PARK 商业以及 1 栋 B、C、D、E 座	深圳	70%	9.57	9.57	在建	2015.0	2018.05
锦荟 PARK1 栋 A 座: 商务公寓	深圳	70%	4.1	4.1	在建	2015.08	20 8 05
振业时代花园	深汕合作区	100%	21.38	21.38	在建	2017.06	2019.1
惠阳·振业 城二期 G、H 组团	惠州	82%	3.49	0. 2	竣工在售	2 10.09	2 11.12
惠阳·振业 城二期 D 组团	惠州	82%	1.6	0.24	竣工在售	2011.09	2013.11
惠阳·振业 城二期 Q 组团	惠州	82%	9.19	9.19	在建	015.07	2018.04
惠阳·振业 城二期剩余组团	惠州	82%	42.728	42.728	前期筹备	—	—
惠阳·振业城 F1 组团	惠州	82%	6.96	6.96	前期筹备	—	—
惠阳·象岭村项目	惠州	82%	.656	7.656	前期筹备	—	—
东莞松湖雅苑	东莞	100%	8 53	1.279	竣工在售	2014.09	2016.1
广州天颂花园 (广钢新城项目)	广州	100%	15.846	15.8 6	在建	2016.03	2018. 7
西安振业·泊墅二期 A 组团	西安	100%	12.67	2.534	竣工在售	2013.03	2014.09
西安振业·泊墅二期 B 组团	西安	00%	1 .97	3.594	竣工在售	2014.03	2015.11
西安振业泊岸 (世博大道项目)	西安	100%	13.84	13.84	在建在售	2016.04	2019.
长沙·振业城二期东组团	长沙	80%	6.42	6.42	在建在售	2015.07	2017.11
长沙·振业城二期别 墅	长沙	80%	2.4	2.4	前期筹备	—	—
长沙·振业城剩余组团	长沙	80%	50.148	50.148	前期筹备	—	—
广西振业·尚府	南宁	97%	. 2	1.4532	竣工在售	014.11	2016.1
广西振业·邕江雅苑	南宁	97%	3.99	3.99	在建在售	016.08	2017.12
天津·启春里	天津	100%	.5	3. 2	竣工在售	20 4.12	2016.12
天津·铂雅轩	天津	100%	6.89	6.89	在建在售	2015.08	2017 1
惠阳·振业城商务中心	惠州	8 %	1.93	1 93	竣工在售		2015.07
长沙振业城一期	长沙	80%	11.26	0.6756	竣工在售		201 . 1
合计			292.6	225.8			

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

深圳市场: 短期回落, 但中长期向好

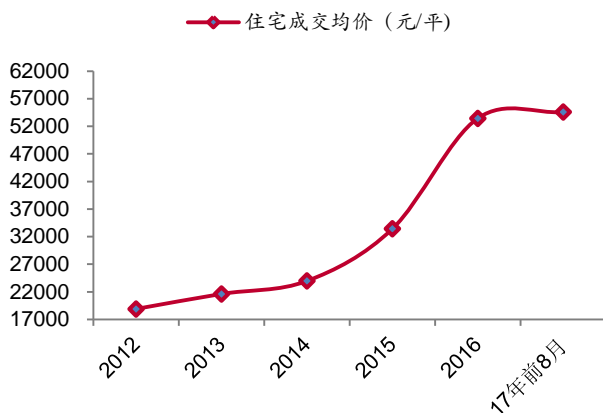
- 深圳是本轮房地产“大牛市”中最具代表性的市场之一, 于 14 年四季度最早启动, 也是在 16 年二季度成交最先行。从目前的一手房成交来看, 深圳一手楼市仍处于下行通道, 17 年前 8 月一手住宅成交同比下降 51%, 已经连续 18 个负增长; 从库存去化情况来看, 深圳去化周期自去年四季度开始上行, 8 月末去化月数达到 18.2, 可售面积较 7 月上升 10%。但从更具代表性的二手房市场来看 (深圳存量房交易占比达到 70%), 深圳楼市底部可能已经出现, 在经历了 13 个负增长之后, 今年 5、6 月深圳二手房成交反弹, 同比分别增长 68.4%、40.3%, 7、8 月增速虽回落, 但也仅为 -0.01%、-1.67%。

图表 6: 深圳一手住宅成交 (万平米)



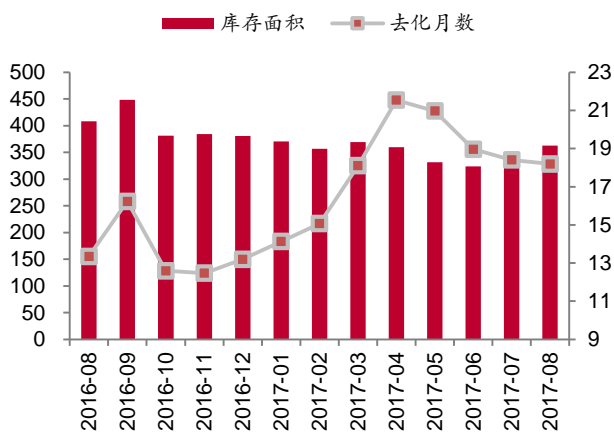
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 深圳一手住宅价格



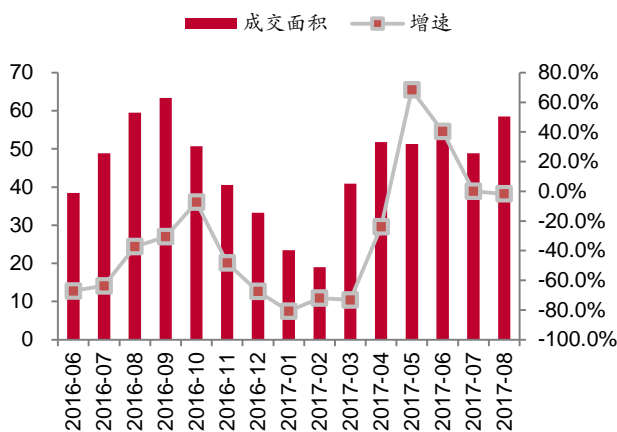
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 深圳一手住宅库存面积 (万平米)



来源: wind, 中泰证券研究所

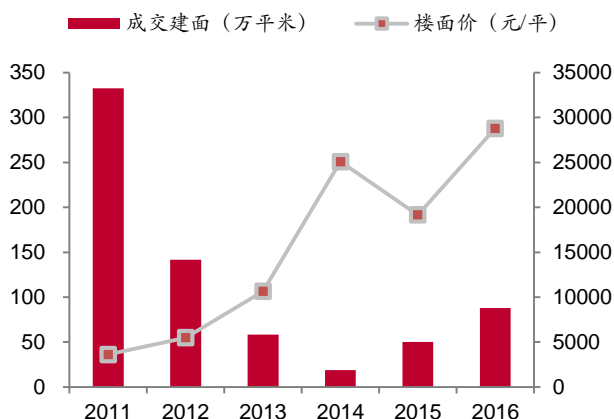
图表 9: 深圳二手住宅成交 (万平米)



来源: wind, 中泰证券研究所

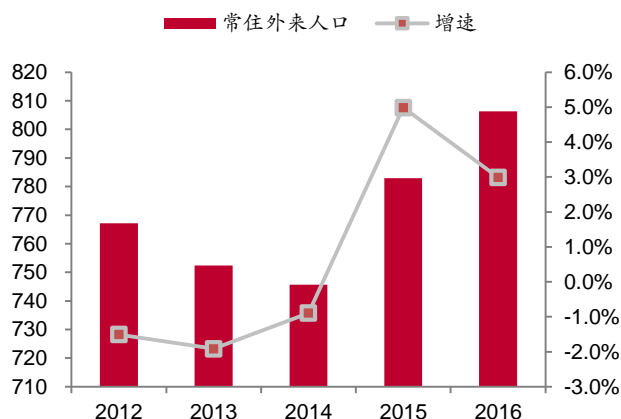
深圳楼市由于政策调控, 短期虽趋于冷淡, 但从中长期来看, 土地供应持续收缩和外来人口持续流入带来的供需矛盾依然紧张, 从而为深圳楼市基本面提供长期支撑。从土地供应来看, 自 13 年以来, 深圳宅地出让常年处于地位, 16 年成交宅地规划建面 87.9 万平, 仅为 16 年商品住宅成交面积的 21%, 17 年至今更是无一宗宅地成交; 而人口流入方面, 15、16 年深圳外来常住人口 (常住人口-户籍人口) 连续增长, 增速分别为 5%、3%, 作为中国最具活力的创新城市之一, 我们长期看好深圳的人口吸附力。

图表 10: 深圳宅地成交 (万平方米)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 深圳人口流入 (万人)

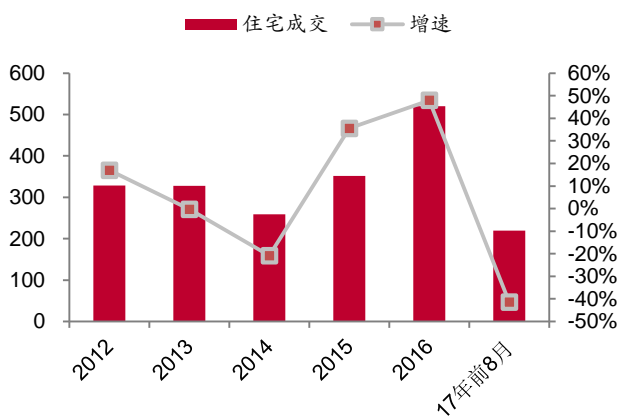


来源: wind, 中泰证券研究所

惠州市场: 深圳“后花园”, 库存处于低位

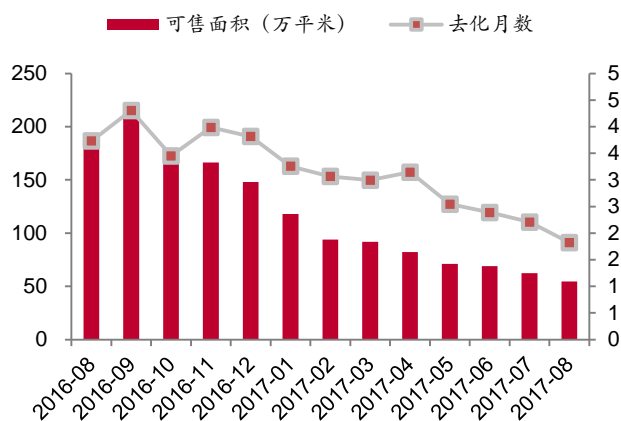
- 惠州紧靠深圳东边, 可以说是深圳的“后花园”, 得益于深圳楼市的溢出效应, 惠州市场近两年迎来量价齐升, 16 年住宅成交面积 520 万平, 同比增长 48%, 创历史新高, 其中外地客源占比达到 65%, 多数来自深圳。进入 17 年以来, 惠州楼市热度有所回落, 前 8 月住宅成交同比下降 42%, 但 8 月底去化仅为 1.8 个月, 处于历史低位, 为房价提供支撑。

图表 12: 惠州住宅成交 (万平方米)



来源: wind, 中泰证券研究所

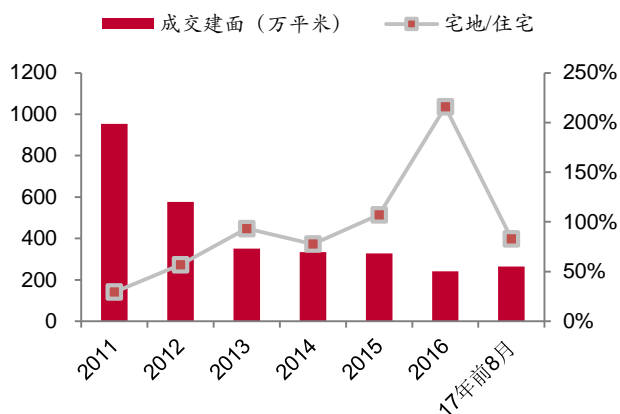
图表 13: 惠州住宅库存和去化



来源: wind, 中泰证券研究所

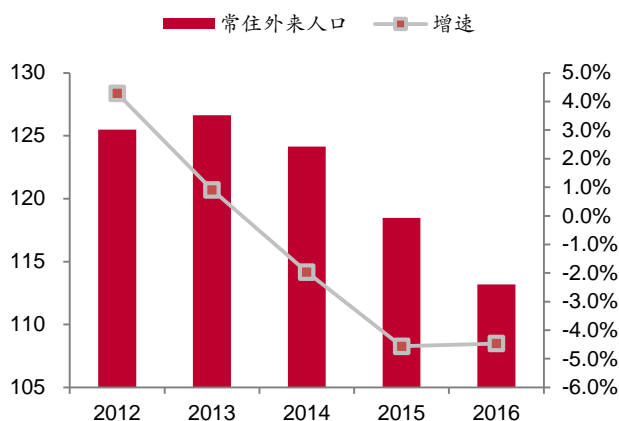
- 土地供应方面, 自 13 年以来, 惠州宅地出让持续收缩, 16 年出让宅地建面仅为当年商品住宅的 46%, 17 年前 8 月宅地出让 265 万平, 同比增长 96%, 但仍处于相对低位; 人口流入方面, 惠州外来常住人口规模连续 4 年下降, 中长期看, 当地购房需求仍取决于深圳楼市的溢出。

图表 14: 惠州宅地成交



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 惠州人口流入 (万人)



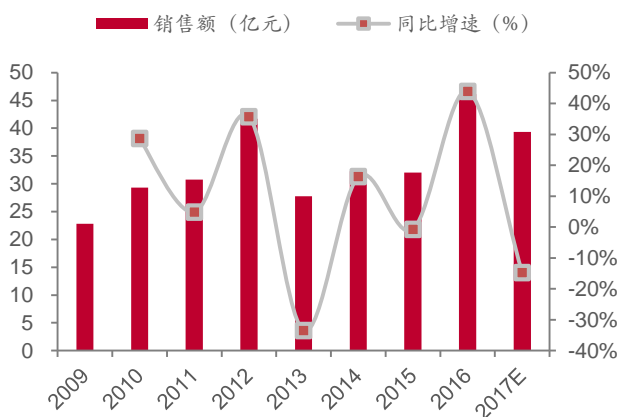
来源: wind, 中泰证券研究所

房地产：立足深圳、布局全国，禀赋红利释放

成长性：与深铁合作，助力销售、业绩加速释放

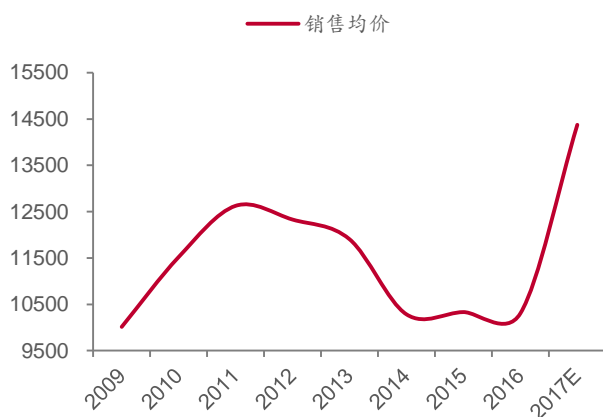
- 得益于布局城市近两年楼市的量价齐升，公司销售额稳步增长，尤其自 14 年行业回暖以来，公司顺势抓住机遇，销售重回快车道，2016 年公司实现销售额 46.2 亿元，同比增长 44%，销售面积 44.8 万平，同比增长 44.3%，创下历史新高。
- 进入 2017 年，受布局城市政策调控影响，上半年公司并未有大规模新盘入市，导致销售业绩下滑，上半年销售额 15.2 亿元，同比下降 38.4%，当前 17 年销售目标完成率为 38.7%。但下半年公司将陆续新推天津·铂雅轩三期、长沙振业城二期别墅和惠阳振业城 Q 组团等新盘，上半年供货相对不足的局面将有所缓解，我们认为公司仍有望完成 39.3 亿的年度销售目标。

图表 16: 销售额及增速 (不含地铁项目)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 17: 销售均价 (不含地铁项目, 元/平)

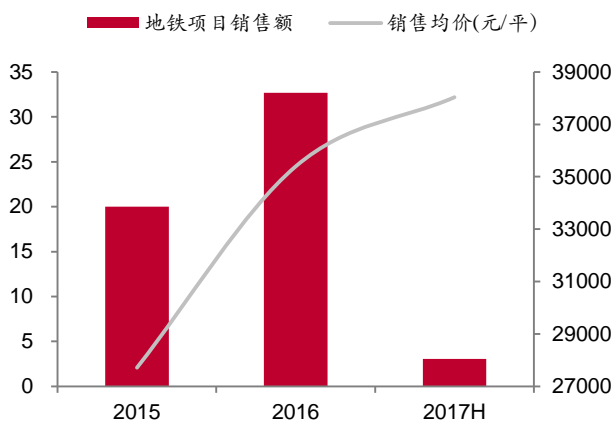


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 除了以上并表项目销售之外，公司在 13 年中标的深铁横岗车辆段综合项目锦荟 Park 也开始为公司近年业绩提供支撑。13 年 11 月公司以 8.66

亿元获得锦荟 Park70%的投资、开发和受益权，由深铁并表，在项目结算时公司确认投资收益。锦荟 Park 总可售面积 31.3 万平，其中住宅占比 85%，剩余为公寓、商业等。项目 15 年开盘，目前一二期约 17 万平基本售罄，剩余可售货值约 56 亿元；16 年项目一期结算 8.1 万平，结算额 17.3 亿元，对应净利润 6.53 亿元，净利率高达 26.5%，占公司净利润比重达到 57%。根据我们测算，该项目未来还将为公司带来约 17.8 亿元的投资收益，持续增厚公司利润。

图表 18: 锦荟 Park 项目销售 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

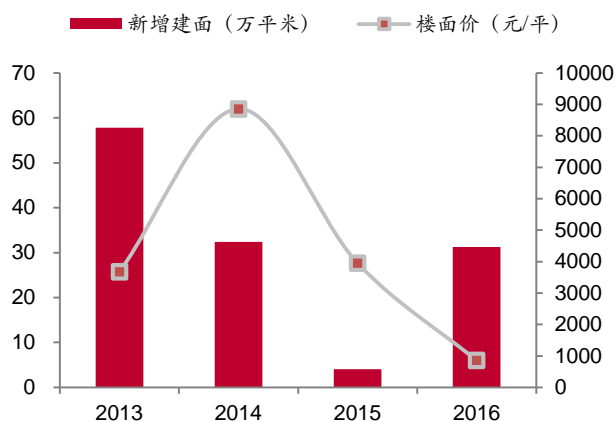
图表 19: 锦荟 Park 项目 (截止 17 年中报)

项目名称	锦荟 Park
业态	住宅、公寓、商业
总可售面积(万平方米)	31.3
剩余可售面积 (万平方米)	1 .0
剩 货值 (亿元)	56
未结算货值 (亿元)	91
楼面价 (元/平)	2768
售价 (元/平)	40000

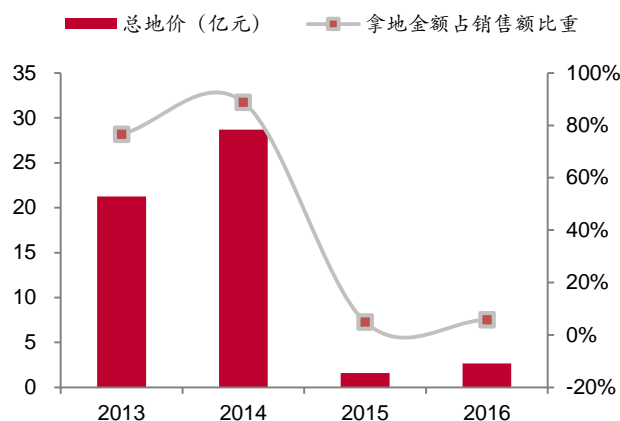
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

土地投资: 严控拿地成本, 资源获取待突破

- 自 2013 年以来, 由于土地市场地价的持续攀升, 公司拿地规模逐步缩减, 2013-2015 年每年新增项目建面分别为 58、32、4 万平, 总地价占销售额比重分别为 77%、89%、5%。到了 2016 年, 公司拿地规模虽有所反弹, 新增项目建面达到 31 万平, 但公司严控拿地成本, 新增项目楼面价平均为 855 元/平, 楼面价连续 3 年下降。据我们统计, 13 年至今增加的 9 个项目楼面价占房价比重平均为 27%, 为公司近年来的高毛利率奠定基础。
- 进入 2017 年以来, 由于地价居高不下, 公司并未新增一块土储, 土地资源成为制约公司未来发展的瓶颈之一。作为深圳国资旗下最大的地产上市平台之一, 公司已在 16 年报中明确努力通过旧改、合作、股权收购、在市国资系统中寻求资源等多种方式进行项目拓展, 凭借公司在深圳的禀赋优势, 我们对公司未来的资源拓展抱以期许。

图表 20: 历年新增土储和楼面价 (含地铁项目)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 拿地金额占销售额比重 (含地铁项目)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

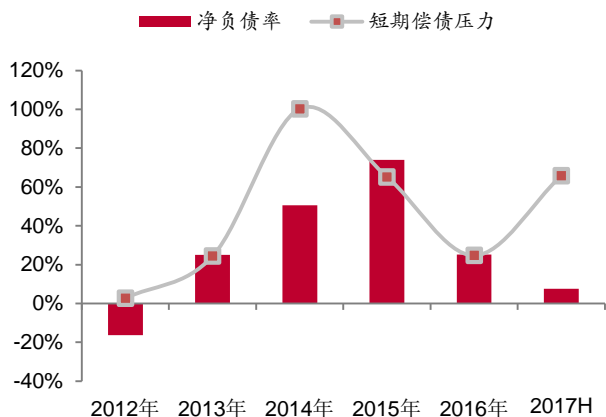
图表 22: 公司历年拿地项目明细

时间	项目	土地性质	占地面积	规划建面 (万平方米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平)	售价 (元/平)	地价占 房价比重
2013年6月20日	东莞松湖雅苑	宅地	5.5	8.77	2.86	3258	13000	25%
2013年7月17日	天津·启春里	居住	4.12	9.93	7.	7959	22000	36%
2013年8月23日	南宁振业·尚府	商住	1.6	6.91	1.83	264	9200	29%
2013年11月28日	锦荟 Park 项目	综合	11.12	32.2	8.66	2691	40000	7%
2014年4月10日	天津·铂雅轩	居住	.86	7.15	5.55	7764	20000	39%
2014年9月29日	广州天颂花园	居住	2.85	11.12	20.30	18255	4500	41%
2014年10月9日	西安振业泊岸	居住	7.06	14.11	2.83	2006	9500	21%
2015年6月16日	南宁振业·邕江雅苑	商住	1.34	4.03	1.59	3950	30000	13%
2016年3月8日	深汕振业时代花园	宅地	8.67	21.69	1.0	500	12500	4%
2016年12月14日	惠阳·象岭村项目	商住	7.71	9.57	1.59	1658	11500	14%

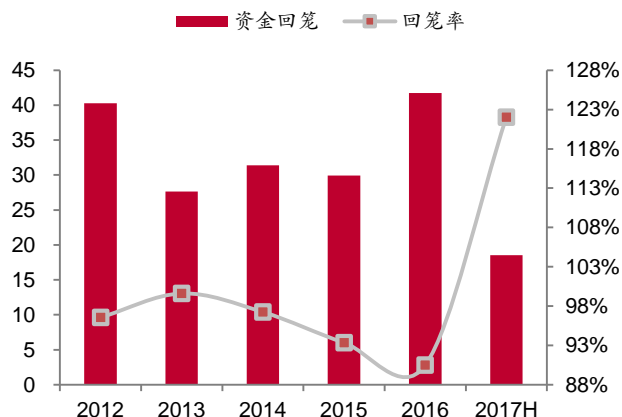
来源: 公司公告, 搜房网, 中泰证券研究所

资金面: 杠杆率处于历史地位, 回款率良好

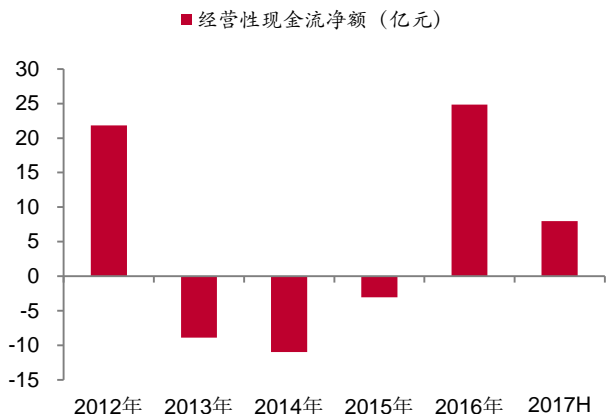
- 随着近两年公司拿地力度的缩减, 公司杠杆率亦开始下降, 截至 17 年上半年末, 公司净负债率仅为 7%, 较 16 年末收窄 18 个百分点, 处于历史低位。上半年由于 15 年发行的 15 亿公司债在 1 年内到期 (票面利率 5.2%) 导致短期有息负债增加, 公司短期偿债压力上升至 66%, 较 16 年末上升 41 个百分点, 但公司一直保持良好的现金回款, 回款率多年来都在 90% 以上, 16 年、17 年上半年经营性现金流净额亦均为正, 分别为 24.8、8 亿元, 短期资金压力无虞。在当前房企融资难的背景下, 较低的杠杆率和良好的现金流为公司地产业务奠定资金优势。

图表 23: 净负债率和短期偿债压力


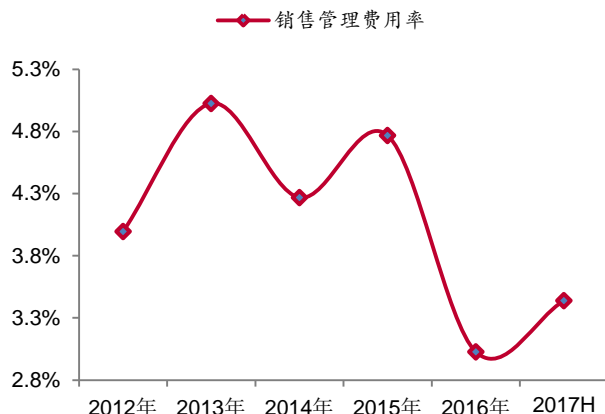
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 资金回笼 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 经营性现金流量净额


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 销售管理费用率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

趁深汕合作特区东风, 尽享区域红利

深汕合作特区: 深圳向东, 再造一座新城

- 2011年2月广东省委、省政府批复《深汕(尾)特别合作区基本框架》, 正式设立深汕合作特区。2011年5月, 合作区管委会挂牌, 合作区正式运作。合作区发展定位: 1、区域协调发展示范区; 2、粤东振兴发展先行区; 3、深圳产业拓展支撑区; 4、承接珠三角产业转移协作区; 5、现代产业新城。根据2014年出台的《深汕特别合作区发展总体规划(2015-2030年)》报告显示, 起步区开发建设2017年全面开展; 到2020年起步区基本建成, GDP达到225亿元、人均GDP10万元、常住人口22万, 实现2012至2020年经济年均增速30%以上; 到2030年, 现代综合新城基本建成。
- 合作区地理位置优越, 地处珠三角经济圈和海峡西岸经济圈结合部, 是珠三角通往粤东的桥头堡, 深港向东拓展辐射的重要战略支点, 产业转移的最佳承接地。合作区是深圳和汕尾市共管, 深圳主导经济建设, 汕尾负责征地拆迁和社会事务, 属于省直管。

图表 27：深汕合作特区大事记

时间	事件
2011 年 2 月	广东省委、省政府批复《深汕（尾）特别合作区基本框架方案》，正式成立深汕特别合作区
2011 年 5 月	广东省委、省政府授牌成立深汕特别合作区党工委、管委会，合作区正式运作
2013 年 7 月	广东省委、省政府印发《关于进一步促进粤东西北地区振兴发展的决定》
2014 年 4 月	深圳、汕尾两市审议通过了《关于优化深汕特别合作区体制机制进一步加快合作区建设发展的若干意见》
2014 年 5 月	深汕特别合作区投资控股有限公司注册成立，成为在合作区注册登记的第一家企业
2014 年 7 月	广东省委书记胡春华率有关部门到合作区检查指导工作
2014 年 11 月	广东省政府常务会议审议通过了《深汕特别合作区发展总体规划（2015-2030）》
2014 年 12 月	广东省委书记胡春华率有关部门第三次到合作区检查指导工作
2015 年 7 月	省政府常务会议审议通过了《深汕特别合作区管理服务规定》
2015 年 8 月	广东省委书记胡春华率有关部门第四次到合作区检查指导工作
2016 年 4 月	广东省委书记胡春华赴汕尾调研，再次到合作区考察
2017 年 4 月	省委书记胡春华赴汕尾调，强调 设好深汕合作特区
2017 年 8 月	广东省委书记胡春华、省长马兴瑞等考察深汕合作新区

来源：深汕合作区官网，中泰证券研究所

图表 28：深汕合作特区地理位置



来源：深汕合作区官网，中泰证券研究所

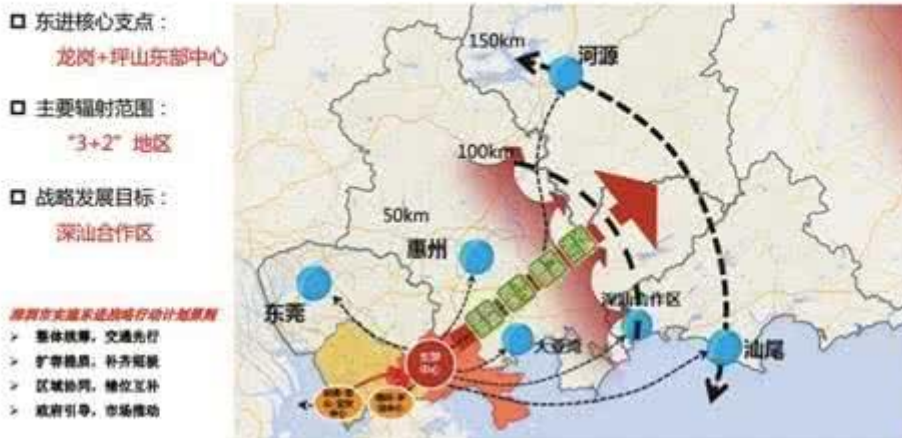
深汕合作特区的战略意义

- 我们从两个维度思考深汕合作特区的战略意义：对于深圳而言，作为“东进战略”的重要一极，深汕合作特区这块“飞地”的设立有助于缓解深

圳的土地资源紧张，扩大发展空间；对于汕尾乃至粤东而言，合作区作为粤东振兴的先行区，通过承接深圳的产业转移，带动汕尾经济发展，助力区域一体化和经济协调发展。

图表 29：深圳东进战略

深圳东进主要依托深惠、深汕两条轴线，以东部中心为支点，发挥深汕合作区尖兵带头作用，促进“3+2”地区发展



来源：深圳市政府，中泰证券研究所

图表 30：广东省 21 个地级市 2016 年 GDP

排名	城市	GDP	排名	城市	GDP
1	广州	19610.94 亿元	12	汕头	2080.54 亿元
2	深圳	19492.60 亿元	13	揭阳	2032.61 亿元
3	佛山	8630.00 亿元	14	清远	1388.10 亿元
4	东莞	6827.67 亿元	15	阳江	1319.33 亿元
5	惠州	3412.17 亿元	16	韶关	1218.39 亿元
6	中山	3202.78 亿元	17	梅州	1045.56 亿元
7	茂名	2636.74 亿元	18	潮州	976.83 亿元
8	湛江	2584.78 亿元	19	河源	898.72 亿元
9	江门	2418.78 亿元	20	汕尾	828.49 亿元
10	珠海	2226.37 亿元	21	云浮	778.28 亿元
11	肇庆	2084.02 亿元			

来源：wind，中泰证券研究所

图表 31：深汕合作特区规划产业体系



来源：深汕合作区官网，中泰证券研究所

- 近两年合作区创新探索出“深圳总部+深汕基地”的发展模式，推动合作区发展进入快车道。据深汕合作特区官网数据，截止 17 年 5 月，合作区共引进产业项目 64 个，总投资 316.3 亿元，其中 56 个来自深圳，占比 87.5%，64 个项目中 35 个为先进制造业、7 个为新兴海港产业，腾讯、华润、中国建筑、华为等知名企业均已入驻合作区，表明“总部+基地”“研发+生产”发展模式取得一定成效。未来，合作区将秉承“深圳总部+深汕基地”的发展模式，由招商引资转向招商选资，综合考量企业的投资规模、产品先进性和资金来源等因素，明确项目引进的投资规模不低于 5 亿元。

低成本布局合作区，享区域红利

- 合作区为深汕两地共建，深圳市属国企是最早进入合作区投资开发的企业之一，而公司是第一批进军合作区的市属房企之一。公司于 2016 年 3 月以 1.08 亿元竞得振业时代花园项目地块，规划建面 21.7 万平，楼面价仅 500 元/平，预计售价 12500 元/平，货值近 27 亿元。项目地处合作区四组团中的鹤埠组团，该组团定位产业集聚区，重点发展电子信息、传统优势产业，具备较强的人口集聚力；同时合作区小学、合作区高级中学、深圳科学高中附校等中小学校也即将建成，完善项目周边配套。我们认为深汕合作区正进入发展快车道，凭借公司在当地的先发优势，公司有望享受合作区发展带来的资源红利。

图表 32: 振业时代花园



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 33: 深汕合作区规划图



来源: 深汕合作区官网, 中泰证券研究所

图表 34: 深汕合作区四组团规划

组团	定位	简介
鹅埠组团	产业集聚区	重点发展电子信息、传统优势产业, 依托鹅埠老镇区, 完善生活及产业配套服务功能, 按照产城融合发展的思路, 建设成为合作区先进制造业基地和产业配套服务区。
鲘门组团	对外交通门户和滨海旅游功能区	依托厦深高铁鲘门站, 强化交通集散和综合服务功能, 推动鲘门镇区的升级改造, 建设绿色驿站、特色美食、渔人码头、特色商品城、滨海体育公园等项目, 发展成为集旅游休闲、健康养生、商务居住于一体的综合功能区。
小漠组团	新能源及临港产业基地	依托现有产业基础和临海资源优势, 结合乌山港和疏港通道建设, 重点发展电力能源、新材料、仓储物流等产业, 打造粤东能源产业带的重要组团。
赤石组团	以科教、休闲旅游、生态农业为主导的远景功能提升区	重点发展生物科技、科教研发、生态农业等产业, 合理开发利用片区内历史文化遗迹、温泉等旅游资源, 发展生产性服务业和休闲旅游。

来源: 深汕合作区官网, 中泰证券研究所

深圳国改加速推进, 公司受益预期强

深圳国改顶层设计初成, 改革加速在即

- 2016年10月, 在深圳市推进国改和反腐倡廉工作座谈会上, 市国资委提交了已出台和拟出台的“1+12”深化国有企业改革系列制度文件, 不断将国改引向深入, 其中, “1”是指《关于深化市属国有企业改革促进发展的实施方案》(这是当前及今后深圳国改的纲领性文件), “12”是指12项配套制度, 涵盖国企功能界定与分类、国资结构调整与企业重组整合、管理层和核心骨干持股、加强党建等国改的重点环节和关键领域。本次“1+12”系列制度文件体现四大特色: **1、市场化:** 国资监管运营市场化、选人用人职业化及专业化、激励约束市场化; **2、大创新:** 创新型城市是深圳的最核心定位, 深圳国企要实施圈层梯度推进战略、一区多园战略、增量突破战略; **3、开发型:** 推进大国资开放性并购重组, 走出深圳、走向国际, 紧抓“一路一带”、京津冀协同、长江经济带三大国家战略机遇; **4、加强党的领导。** 根据《深圳市国资委2016年工作总结和2017年工作计划》显示, 当前改革实施方案已获深圳深改组

审议通过，正按程序上报市政府正式发文实施，具备深圳特色的国改顶层设计方案初步形成。

图表 35：“1+12”深化国企改革系列制度文件框架内容

主要内容		
“1”	是指《关于深化市属国有企业改革促进发展的实施方案》，实施方案是当前及今后一段时期市属国资国企改革的纲领性文件	
“12”	是指 12 项配套制度，涉及 5 个范畴：	
范畴	数量	内容包括
厘清权责关系	3 项	权责清单、国企功能界定与分类、容错机制
经济调整优化	1 项	国有资本结构调整与企业重组整合
选人用人	4 项	领导人员能上能下能进能出、中小企业经营班子整体市场化选聘、专职外部董事、后备人才队伍建设
激励约束	2 项	薪酬分配机制、管理层和核心骨干持股
加强党的领导	2 项	坚持党的领导加强党的建设、章程增加党建内容修订指导

来源：深圳国资委官网，中泰证券研究所

- 自 2014 年深圳推进深化国企改革以来，深圳国改在多个领域取得重要突破：1、优化国资监管职能，撤销企业一、二处，成立股东事务处、战略发展处、改组综合研究处，积极推动简放证券；2、积极推进混改工作，特发物业通过进场+公开+挂牌+遴选+择优+竞价”的系统性操作完成改革，盛波光电成功引进外部战略投资者；3、《关于深化市属企业负责人薪酬制度改革方案》出台，实施市场化薪酬制度改革；4、加快资源整合和资本运作步伐，巴士集团收购深业深港集团，打造市属国有出租车统一运营平台，赛格集团核心资产整体上市等。随着顶层设计文件的形成和落地，我们认深圳国改有望在 2017 年迎来加速，持续深化。

图表 36：深圳国改主要文件

时间	政策	主要内容
2014/1	深圳市国资国企工作会议	提出深圳国资国企改革的总体思路，即“明确一个定位，坚持三项原则，力争 2020 年实现五个重点突破”。
2014/10	《关于进一步深化深圳国资国企改革的总体方案》	提出四大改革任务和 18 项重点举措，推进 85% 以上国有资本集聚到“一体两翼”产业体系，提出将混合所有制比重由 75% 提升至 85%，资产证券化率由 43% 提升至 60%。
2015/4	《深圳市属国资国企 2014 年工作总结与 2015 年工作计划》	明确 2015 年国企改革重点工作，包括继续完善以管资本为主的国资监管运营体制，优化以国资委直接监管为主、国有资本投资运营公司辅助履职、产业集团市场化运营的“2+N”监管运营新体制等。
2016/9	《深圳市国资委关于促进市属国有企业创新发展的若干措施》	激发市属国企作为创新主体的积极性、创造性，在全国国资国企改革、产业升级和“走出去”发展中更好地发挥引领作用，助力深圳加快建成更高水平的国家自主创新示范区和现代化国际化创新型城市。
2016/11	《关于深化市属国有企业改革促进发展的实施方案》	推出 12 项深化国企改革的配套制度，涉及厘清权责、经济调整优化、选人用人、激励约束、加强党的领导 5 个范畴

来源：深圳国资委官网，中泰证券研究所

深圳国资迈入“资源整合年”，公司资产整合和混改预期强

- 深圳国资委在 2014 年提出要推进将 85% 以上的国有资本集中到“一体两翼”产业体系中，其中，一体是以公用事业、房地产开发为主的涉及民生的基础性行业，两翼是现代服务业和战略新兴产业。根据规划，到 2020 年，深圳国有资产证券化率要提升至 60%，混合所有制比重提升至 85%，形成一批资产规模大、综合实力强、跻身行业前列的优势企业。在 2017 年的深圳国资委市属国企工作会议上，国资委将 2017 年定调为“资源整合年”，未来力争打造 1-2 两家世界 500 强，3-5 家资产规模超千亿、2 家市值超千亿和 5 家市值超过 200 亿元的国有控股上市企业。从深圳国资的行业分布来看，国资委直管 19 家国企中，6 家主营从事房地产及相关行业，10 家业务涉及房地产开发；从市国资委控股的 19 家上市公司来看，上市房企 16 年营收占比达到 23%，房地产位居各大行业第二位。深圳国资要在 2020 年打造 15 家以上标杆企业，作为国资委旗下业务体量数一数二的产业，房地产无疑是不可或缺的部分。

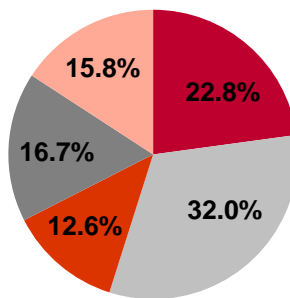
图表 37：深圳国资委直属企业梳理

公司名称	国资委持股	持股房地产公司	涉及行业
深圳市投资控股有限公司	100%	深圳市城市建设开发(集团)公司; 深圳市物业发展(集团)股份有限公司(000011.SZ); 深圳经济特区房地产(集团)股份有限公司(000029.SZ); 深圳市深福保(集团)有限公司	金融投资
深业集团有限公司	100%	沙河实业股份有限公司(000014.SZ); 路劲基建有限公司; 沿海绿色家园有限公司(1124.HK); 深业置地有限公司; 深业华东地产开发有限公司; 深业南方地产(集团)有限公司	房地产
深圳市地铁集团有限公司	100%	深圳市朗通房地产开发有限公司(深业置地共同持股)	交运物流
深圳市机场(集团)有限公司	100%	深圳机场地产有限公司	交运物流
深圳市盐田港集团有限公司	100%		交运物流
深圳能源集团股份有限公司	47.8%		公用事业
深圳市水务(集团)有限公司	55%		公用事业
深圳市燃气集团股份有限公司	50%		公用事业
深圳巴士集团股份有限公司	55%		交运物流
深圳市特发集团有限公司	43.3%	深圳市特发地产有限公司	房地产
深圳市粮食集团有限公司	100%	深粮置地公司	粮油及相关
深圳市农产品股份有限公司	28.8%		粮油及相关
深圳创新投资集团有限公司	28.2%		金融投资
深圳市赛格集团有限公司	46.5%	深圳市赛格地产投资股份有限公司	房地产
深圳市国有免税商品(集团)有限公司	100%		零售
深圳市天健(集团)股份有限公司	39.6%		房地产
深圳市振业(集团)股份有限公司	34.6%		房地产
深圳国际控股有限公司	44.3%		交运物流
深圳东部公共交通有限公司	34%		交运物流
深圳人才安居集团有限公司	100%		房地产

来源：深圳国资委官网，中泰证券研究所

图表 38：深圳国资 19 家上市公司营收行业分布

■ 房地产 ■ 公用事业 ■ 交运 ■ 金融 ■ 其他



来源: wind, 中泰证券研究所

- 在深圳国资委控股的 5 家上市房企中, 无论从利润、土储规模还是业务集中度来看, 深振业排名均较靠前, 在未来做大做强深圳国资地产板块中, 公司或将受益。此外, 在 2012-2014 年宝能系连续增持举牌公司股权时 (最高持股比例达到 15%), 深圳国资委及其一致行动人先后大比例累计增持 12%, 将持股比例由 22% 提升至 34%, 国资委对公司控股权的重视可见一斑。

图表 39: 深圳市国资委旗下 A 股上市房企对比

公司名称	深圳国资委 下属层级	持股比例	2016 年资产规模		2016 年业务规模		2016 年末土	
			总资产 (亿元)	归母净资产 (亿元)	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	储规划建面 (万平)	地产业务占比
深振业 A	直属	34.6%	131.7	50.1	33.6	7.8	250	97.5%
天健集团	直属	39.6%	192.9	62.9	62.1	4.5	221	37.5%
沙河股份	二级子公司	34.0%	18.7	7.4	6.2	0.3	50	93.3%
深物业 A	二级子公司	63.8%	66.5	24.1	20.6	3.5	47	73.5%
深深房 A	二级子公司	63.6%	38.5	26.8	23.5	3.1	52	57.2%

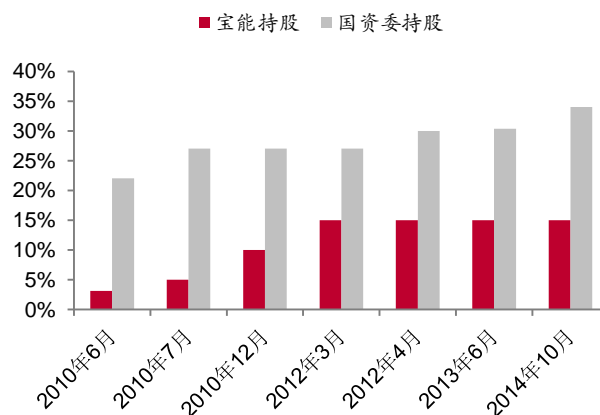
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 天健集团 15 年定增方案

参与定增方	认购金额	目前持股比例
深圳远致投资	10 亿元	16.1%
核心骨干持股计划	3 亿元	4.83%
硅谷天堂等 6 名战投	9 亿元	9.6%
合计	22 亿元	30.5%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 宝能和国资委持股比例变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 在 17 年 7 月出台的《深圳市 2017 年改革计划》中明确强调了深化市属国企的混合所有制改革, 实施管理层核心骨干持股、资产重组, 年内推

进 10 家企业开展混改，力争完成 4-5 家。随着深圳混改的加速推进，我们期待看到公司在这一方面的突破。

图表 42：深圳市国资委直属 5 家上市国企国改进展

代码	公司名称	国资委持股比例	国改进展
000006.SZ	深振业	34%	暂无
000027.SZ	深圳能源	47.82%	暂无
000061.SZ	农产品	33.99%	6 月拟出售中农网 8.36% 股权停牌，参与深深宝重大重组，持股 19.1% 是第一大股东
000090.SZ	天健集团	39.60%	2015 年完成 22 亿元定增，引入战略投资者和管理层、核心骨干持股，16 年 9 月完成对深圳国企粤通公司收购
601139.SH	深圳燃气	50.09%	16 年 9 月完成股权激励，向 305 名高管及核心骨干授予 3017.4 万限制性股票，占总股本 1.383%

来源：中泰证券研究所

估值及盈利预测

NAV 估值

- 公司主营房地产开发和物业租赁（开发占到营收比重在 95% 以上），据我们估算，两个业务带来的权益增加值分别为 64.9、1.25 亿元，截止 17 年上半年末，公司归属母公司股东的净资产为 50.1 亿元，合计 NAV116.3 亿元，折合每股 RNAV8.61 元，为公司当前股价提供一定支撑。

图表 43：公司 NAV 估值（万元）

WACC	8%
净权益增加值	649338
投资性房地产租金收入现值	12500
2017 年中期净资产	501175
NAV	1163012
每股 RNAV(元/股)	8.61

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测及相对估值

- 我们预计公司 17-18 年归属上市公司股东净利润为 10.25、12.83 亿元，同比增长 31.6%、25.1%，EPS0.76、0.95 元，对应 PE 倍数为 10.9x、8.7x。剔除转型概念个股，我们选取了 13 家地方国企、央企的中小市值房企作为可比公司，根据可比公司 PE 中位数，我们给予公司 17 年 15 倍 PE，对应目标价 11.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44：公司及可比公司估值对比

代码	公司	市值(亿元)	PE (TTM)	2017PE	2018PE
002305.SZ	南国置业	91.9	185.7	36.3	27.9
600322.SH	天房发展	60.6	-18.6	54.1	37.6
601588.SH	北辰实业	177.9	24.3	24.5	19.1
600675.SH	中华企业	127.1	11.6	19.9	10.4
000090.SZ	天健集团	136.5	22.2	19.7	12.7

600748.SH	上实发展	128.4	21.1	18.7	15.9
000031.SZ	中粮地产	145.1	21.6	18.1	16.8
600683.SH	京投发展	54.4	27.9	15.8	12.8
600266.SH	北京城建	225.2	17.7	12.7	10.6
600325.SH	华发股份	168.4	11.9	11.8	8.7
600376.SH	首开股份	286.1	19.1	11.6	9.1
000006.SZ	深振业 A	111.9	12.1	10.9	8.7
600743.SH	华远地产	99.5	12.7	10.0	8.8
600708.SH	光明地产	121.7	12.0	5.9	5.9
	中位数		19.1	15.8	10.6

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

公司销售不达预期

- 公司下半年供货集中在天津、长沙等限购城市，市场存在波动，销售面临下滑风险。

深圳国资改革推进力度不达预期。

- 深圳国资改革需要多方面协调，整体的推进节奏和力度取决于国资委，进展可能较为缓慢。

图表 45: 公司盈利预测

利润表					资产负债表				
(百万元)					(百万元)				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E	指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,359	3,723	5,545	6,913	货币资金	2,908	4,474	6,654	10,029
减:					预付账款	263	32	39	46
营业成本	2,381	2,625	3,882	4,908	存货	7,700	6,490	3,971	594
毛利率	29.1%	29.5%	30.0%	29.0%	其他流动资产	204	840	513	613
营业税金及附加	205	372	566	682	流动资产	11,082	11,858	11,215	11,343
营业费用	71	69	73	100	投资性房地产	1,180	1,188	1,198	1,210
营业费用率	2.1%	1.8%	1.3%	1.5%	递延所得税资产	272	281	282	285
管理费用	69	67	73	94	非流动资产	2,088	2,584	3,094	3,511
管理费用率	2.0%	1.8%	1.3%	1.4%	资产总计	13,170	14,442	14,309	14,853
财务费用	153	39	5	-12	短期借款	0	0	0	0
财务费用率	0.2%	1.8%	0.7%	0.2%	应付账款	1,156	1,259	1,369	1,495
资产减值损失	33	0	0	0	预收款项	1,693	1,988	1,253	569
营业利润	911	1,187	1,546	1,541	应交税费	798	848	1,085	1,325
营业利润率	27.1%	31.9%	27.9%	22.3%	其他流动负债	909	2,284	2,106	1,981
营业外收入	15	0	0	0	流动负债	4,555	6,380	5,812	5,370
营业外支出	2	0	0	0	长期负债	1,986	1,390	973	681
利润总额	924	1,187	1,546	1,541	递延所得税负债	2	19	39	65
所得税费用	121	142	237	287	非流动性负债	3,486	1,409	1,012	746
所得税率	13.0%	11.9%	15.3%	18.6%	负债合计	8,041	7,789	6,824	6,116
净利润	804	1,046	1,309	1,253	股本	1,350	1,350	1,350	1,350
少数股东损益	25	21	26	25	少数股东权益	125	146	172	197
归属母公司股东的净利润	779	1,025	1,283	1,228	股东权益合计	5,130	6,176	7,484	8,738
					负债及股东权益总计	13,170	13,965	14,309	14,853
					主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
现金流量表					增长率 (%)				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E	营业收入	-8.1%	10.8%	48.9%	24.7%
销售商品、提供劳务收入	4,248	4,004	4,792	6,207	营业利润	53.8%	30.4%	30.2%	-0.3%
减: 购买商品、接受劳务支出	1,861	964	1,167	1,351	净利润	86.8%	31.6%	25.1%	-4.2%
职工支出	88	59	71	92	利润率 (%)				
税费支出	492	532	621	810	毛利率	16.1%	17.3%	17.9%	14.7%
经营现金流	1,708	2,449	2,934	3,954	EBIT Margin	17.9%	15.9%	17.2%	16.3%
取得借款	1,325	0	0	0	EBITDA Margin	17.9%	15.9%	17.2%	16.3%
发行债券	0	0	0	0	回报率 (%)				
偿还债务	2,227	719	596	417	ROE	16.1%	17.3%	17.9%	14.7%
融资现金流	-1,343	-882	-702	-476	ROA	6.1%	7.2%	9.1%	8.4%
现金及现金等价物净增额	971	1,566	2,180	3,376					

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。