

## 深圳旧改排头尖兵，建筑全产业链协同

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 开发业务销售逆势同比增长 121%，积极推进城市更新项目，其中南岭村项目货值预计超 2000 亿，优质资源储备充足；2) 基建转型 EPC 总包商，毛利率稳步提高；3) 财务稳健，净负债率持续下降，现金短债比连续 5 年大于 1，ROE 水平持续提高至 16.3%。
- 业绩再创新高，盈利能力持续增强。** 1) 营收利润创新高：2021 年公司实现营收 233 亿元，同比增长 35.9%，归母净利润 19.3 亿元，同比增长 30.1%。2) ROE 水平持续提高：公司近五年杠杆比率、净利率稳定，存货及应收账款周转率提高明显，带动 ROE 持续提高，2021 年提升至 16.3%；3) 地产销售毛利率高于行业平均：2021 年行业平均毛利率为 16.3%，公司综合开发毛利率为 36%，远高于行业平均水平，地产业务毛利占比 73%。
- 聚焦深圳销售高增，旧改有望大幅扩充土储。** 1) 聚焦深圳销售逆势增长，结构持续优化：2021 年公司实现合同销售金额 158 亿，同比增加 121%，实现收入 98 亿元，同比增加 42%，其中湾区城市收入贡献 76 亿元，占比高达 78%，深圳创收 39 亿，占比 40%。公司打造“天骄”豪宅标杆，预计全年至少结算 31.8 亿收入及近 19.7 亿毛利润。2) 在手项目优质，南岭村项目潜在货值超 2000 亿：截至 2021 年末公司土地储备建筑面积 269 万方，未来营收增长确定性强。公司积极推进城市更新项目，其中南岭村项目建筑面积超 370 万方，货值预计超过 2000 亿，为公司未来业绩增长提供保障。
- 转型 EPC 做强湾区建设，盈利能力持续提升。** 2021 年公司实现新签合同金额 229 亿元，同比增长 97%，在手项目资源丰富。EPC 模式在流程管控和降本增效上具有更大的优势，公司已形成技术、业务和品牌等优势。近年来公司中标多个 EPC 项目，2017-2022Q1 在建项目金额由 38 亿元增至 69 亿元，毛利率稳步提升至 7.4%，较 EPC 特级资质公司仍有较大的提升空间，将带动公司业绩持续增厚。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 15.5%，考虑到公司营业收入稳健增长且财务稳健，土地资源储备充足，给予公司 2022 年 7 倍 PE，对应目标价 8.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：** 项目结算不及预期、政策调控风险等。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@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)	18.69
流通 A 股(亿股)	18.68
52 周内股价区间(元)	4.9-7.02
总市值(亿元)	130.80
总资产(亿元)	598.24
每股净资产(元)	5.09

### 相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23269.33	29613.68	34055.84	38489.78
增长率	35.88%	27.26%	15.00%	13.02%
归属母公司净利润(百万元)	1933.36	2334.59	2680.62	2977.53
增长率	30.09%	20.75%	14.82%	11.08%
每股收益 EPS(元)	1.03	1.25	1.43	1.59
净资产收益率 ROE	15.22%	15.52%	15.08%	14.25%
PE	6.6	5.5	4.8	4.3
PB	1.00	0.84	0.71	0.61

数据来源: Wind, 西南证券

## 目 录

<b>1 深系国资品牌，全产业链驱动发展</b>	<b>1</b>
1.1 深圳国资品牌，建筑全产业链协同发展	1
1.2 营收利润创新高，运营能力持续加强	3
1.3 三道红线仅触及一条，短期偿债压力较小	5
<b>2 地产开发：聚焦深圳销售高增，旧改扩充土储资源</b>	<b>6</b>
2.1 聚焦深圳销售高增，打造“天骄”豪宅标杆	6
2.2 深耕大湾区土储优质，南岭村旧改项目储备大量货值	9
<b>3 城市建设：项目资源丰富，转型 EPC 提升盈利能力</b>	<b>14</b>
3.1 在手项目资源丰富，签约规模快速增长	14
3.2 转型 EPC 提升效率，毛利率持续提升	15
<b>4 城市服务：培育利润新增长点，业务一体化协同</b>	<b>18</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>19</b>
5.1 盈利预测	19
5.2 相对估值	20
<b>6 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司三大业务板块及旗下子公司.....	2
图 3: 公司股权结构图 (更新至 2022 年 3 月 31 日) .....	2
图 4: 母公司业务涵盖城市基础设施全产业链条 .....	3
图 5: 2017-2021 年公司营业收入持续增长 .....	3
图 6: 2017-2021 年公司归母净利润持续增长 .....	3
图 7: 2021 年城市建设业务营收占比 57%.....	4
图 8: 2021 年地产开发业务毛利占比 73%.....	4
图 9: 2017-2021 典型房企整体利润率水平下滑明显 .....	4
图 10: 2021 年公司综合毛利率下降, 净利率稳定 .....	4
图 11: 2021 年公司房地产销售毛利率下滑 10.1pp.....	4
图 12: 2017-2021 年公司总资产周转率明显提升 .....	4
图 13: 2021 年公司费用率有所上升 .....	5
图 14: 2017-2021 年公司存货和应收账款周转持续加速 .....	5
图 15: 2021 年公司短期负债大幅下降 .....	5
图 16: 2017-2021 年公司经营性现金流回正 .....	5
图 17: 2021 年公司三道红线仅触及一条 .....	6
图 18: 2017-2021 年公司在手资金充足 .....	6
图 19: 2021 年地产合同销售金额同比增加 121%.....	6
图 20: 2017-2021 公司综合开发业务毛利率高于 35%.....	6
图 21: 2017-2022Q1 公司房地产收入深圳占比超 30% .....	7
图 22: 2021 年公司地产开发收入主要来源于深圳 (亿元) .....	7
图 23: 2020 年公司天骄项目结转收入占比 67% .....	7
图 24: 2021 年公司天骄项目结转收入占比 39% .....	7
图 25: 天骄项目位于商业文化顶级地段, 交通便利 .....	8
图 26: 天骄项目以山湖为邻, 拥有顶级生态环境 .....	8
图 27: 天骄项目效果图, 采用现代经典立面设计 .....	9
图 28: 配套优质教育资源 .....	9
图 29: 2021 年深圳商品住宅市场均价低于 90000/平米 .....	9
图 30: 天骄项目二手房价高于周边项目 .....	9
图 31: 2021 年公司在建、在售及储备等各类项目计容总建筑面积超过 269 万方 .....	10
图 32: 2022 年公司计划项目建筑面积湾区占比大幅提高 .....	10
图 33: 2017-2022 年公司持续拓展深圳周边湾区城市 .....	10
图 34: 2021 年末公司深圳在建项目建面占比 30% (万方) .....	11
图 35: 2021 公司深圳在建项目累计投资占比 62% (亿元) .....	11
图 36: 2021 年公司深圳未结面积占比 12% (万方) .....	11
图 37: 南岭村项目周边持续推出大规模城市更新项目 .....	12
图 38: 南岭村社区周边配套设施齐全 .....	13
图 39: 南岭村项目区位优越 .....	13

图 40: 市政公司业务版图遍布深圳各区 .....	14
图 41: 市政公司业务版图遍布深圳各区 .....	14
图 42: 2017-2021 年公司在建项目合同金额稳定提高 .....	15
图 43: 2021 年公司新签合同金额大幅提高 .....	15
图 44: 2017-2022Q1 公司在建项目合同金额构成 (亿元) .....	15
图 45: 2018-2022Q1 公司新签项目合同金额构成 (亿元) .....	15
图 46: EPC 模式更高效, 经济性更强 .....	16
图 47: 市政公司是市属唯一市政公用工程施工总承包特级企业 .....	17
图 48: 2017-2022Q1 在建 EPC 项目规模持续扩张 .....	17
图 49: 2016-2021 公司城市建设业务毛利率逐步提升 .....	17
图 50: 城市服务业务内容 .....	18
图 51: 棚改和代建服务业务布局 .....	18
图 52: 公司城市服务遍布 34 个城市 .....	19

## 表 目 录

表 1: 2020 年深圳项目平均毛利率 61%, 其中天骄项目毛利率高达 62% .....	8
表 2: 截至 2022 年 Q1 天骄项目结转情况及未来收入估计 .....	11
表 3: “十四五”规划城市更新相关内容 .....	12
表 4: 南岭村社区附近楼盘均价高于 4 万 .....	13
表 5: 政府持续出台 EPC 模式规范和鼓励政策 .....	16
表 6: 部分 EPC 特级资质公司毛利率水平 .....	17
表 7: 分业务收入及毛利率 .....	20
表 8: 可比公司估值 .....	20
附表: 财务预测与估值 .....	22

# 1 深系国资品牌，全产业链驱动发展

## 1.1 深圳国资品牌，建筑全产业链协同发展

深圳市天健（集团）股份有限公司系深圳市国资控股上市公司。公司具有城市建设、综合开发、城市服务三大主营业务，充分发挥产业协同优势。自 1983 年市政公司成立开始，公司在建筑产业链耕耘 40 年，逐步实现从传统“基建+地产”向“运营+服务”转型升级，主要经历以下三个阶段：1) 立足深圳，基建起家（1983-2000 年）：1983 年，中国人民解放军基建 302 团改编为深圳市政工程公司，于 1988 年、1991 年先后成立地产开发公司和物业公司，业务格局初步形成；1997 年成立天健集团公司，两年后赴深交所上市；2) 业务版图扩张，结构优化（2001-2017 年）：2001 年后陆续在长沙，南宁，广州，惠州，上海成立子公司；2014 年收购深圳市粤通建设工程有限公司，引入战略投资者，2016 年成立棚改投资发展公司，承接罗湖棚改项目；2017 年地铁项目获詹天佑奖；3) 深化布局，全链发展（2018 年至今）：在业务结构方面，2018 年公司明确“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”发展战略，营收首次破百亿；在业务布局上，公司进一步聚焦湾区城市。2019 年公司成为深圳特区建工集团旗下核心企业，同年成立东莞地产，2021 年公司组建特区铁工、光明建工和深汕建工。

图 1：公司发展历程

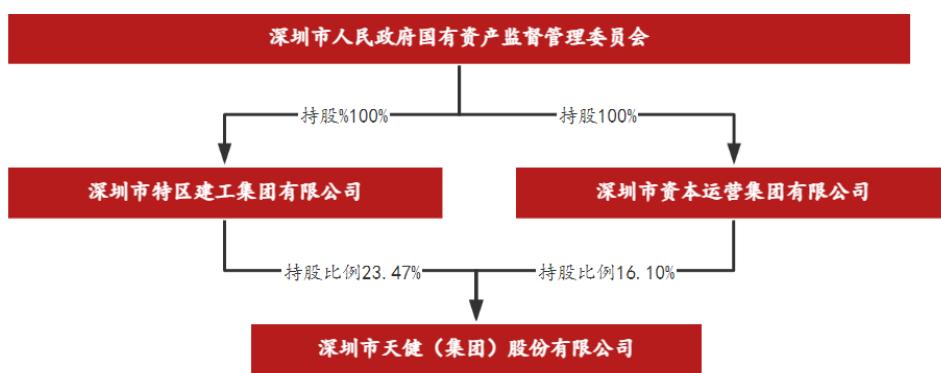


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 2：公司三大业务板块及旗下子公司**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**特区建工集团唯一上市子公司，享集团全产业链优势。**2019 年公司成为新组建的特区建工集团旗下核心企业，持股比例 23.47%。特区建工集团是深圳市国资委于 2019 年 12 月设立的深圳市国有全资大型建工产业集团，业务涵盖建筑设计、建筑施工、建筑工业化、城市服务、综合开发、建筑科技六大板块，是深圳市国资系统唯一具有城市基础设施全链条服务能力的企业，拥有市政、建筑施工总承包“双特级”等建筑业资质 150 余项，承担了深圳全市超 65%道路、桥梁、隧道管养任务。截至 2021 年底，总资产超 600 亿元，净资产超 140 亿元；2021 年营业收入超 300 亿元，利润总额超 23 亿元。

**图 3：公司股权结构图（更新至 2022 年 3 月 31 日）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：母公司业务涵盖城市基础设施全产业链条

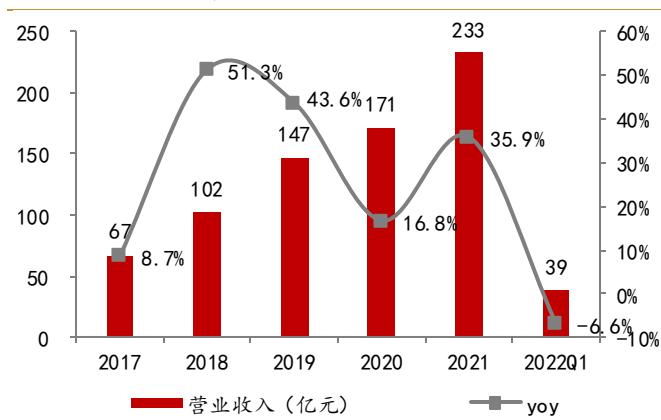


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 营收利润创新高，运营能力持续加强

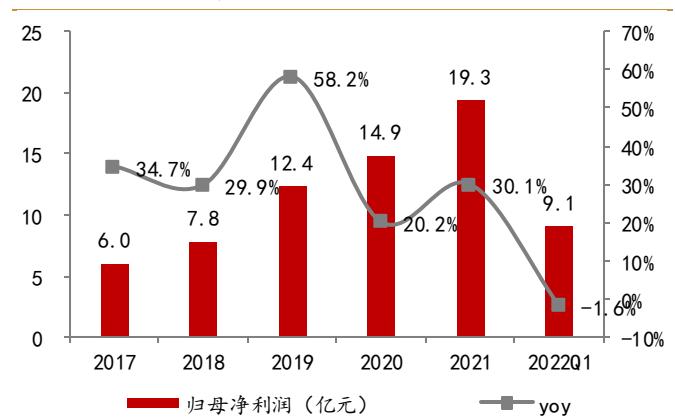
公司业绩创新高，保持高增速。2021年公司实现营业收入233亿元，同比增长35.9%，2018-2021年CAGR增长率为36.3%；实现归母净利润19.3亿元，同比增长30.1%，2018-2021年CAGR增长率为33.9%。在2021年房地产行业整体业绩承压的情况下，业绩表现稳健。2022Q1公司业绩保持平稳，营业收入39亿元，同比下降6.7%，归母净利润9.1亿元，同比下降1.6%。

图 5：2017-2021年公司营业收入持续增长



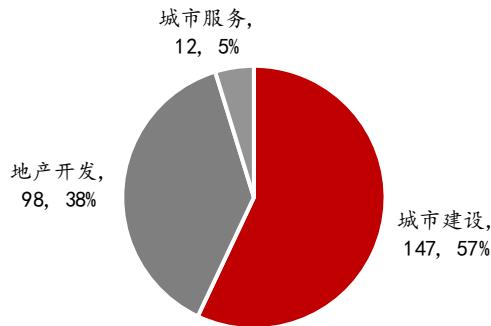
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2017-2021年公司归母净利润持续增长



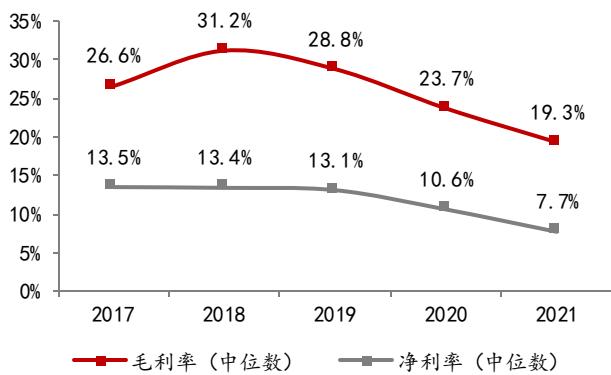
数据来源：公司公告，西南证券整理

城市建设板块贡献主要收入来源，综合开发业务决定利润总量。从收入构成来看，2021年公司城市建设业务营收147亿元，地产开发业务98亿元，城市服务业务12亿元，占比分别为57%/38%/5%；从毛利构成来看，综合开发板块盈利能力更强，2021年公司城市建设、地产开发和城市服务业务毛利占比分别为22%/73%/5%。

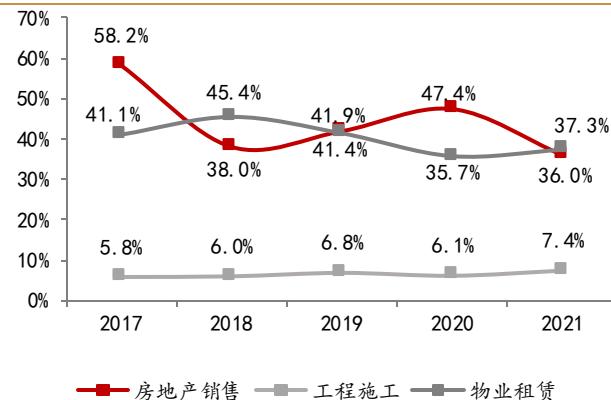
**图 7: 2021 年城市建设业务营收占比 57%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

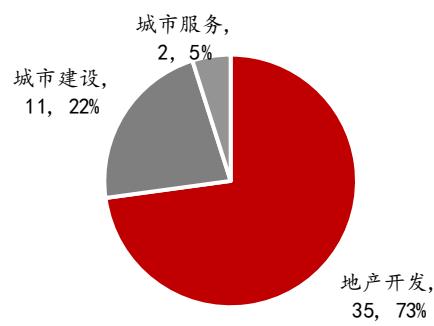
毛利率有所下滑, 运营能力增强带动 ROE 逆势提升。2017-2021 典型房企整体毛利率、净利率水平下滑明显, 2021 年公司综合毛利率为 19.7%, 同比下降 4.1pp, 其中房地产销售毛利率 36%, 净利率 8.4%, 近三年来稳定在 8% 以上, 盈利能力优于房企平均水平; 2021 年公司 ROE 为 16.3%, 同比提高 1.8pp, 近五年来持续提升, 较 2017 年增加 6.9pp。公司 ROE 提升的主要原因在于近年来公司运营能力持续增强, 近 5 年来总资产周转率持续提升, 在杠杆率和净利率相对稳定的情况下拉动 ROE 提升。

**图 9: 2017-2021 典型房企整体利润率水平下滑明显**


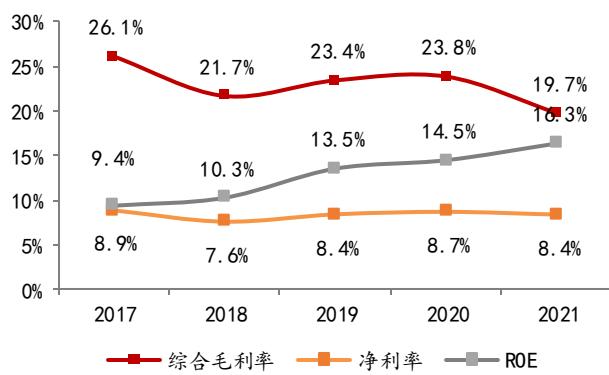
数据来源: CRIC, 西南证券整理

**图 11: 2021 年公司房地产销售毛利率下滑 10.1pp**


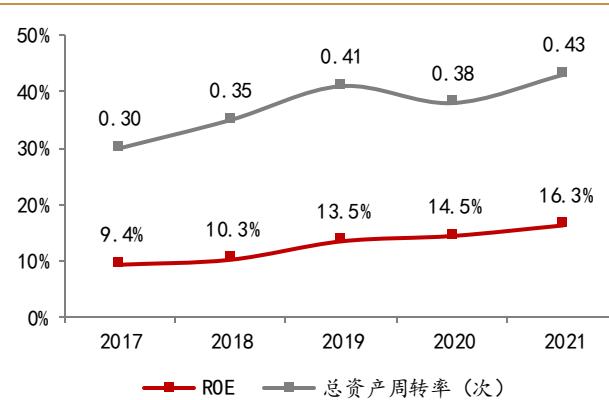
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 8: 2021 年地产开发业务毛利占比 73%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 10: 2021 年公司综合毛利率下降, 净利率稳定**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 12: 2017-2021 年公司总资产周转率明显提升**


数据来源: 公司公告, wind, 西南证券整理

费用率有所上升，运营能力持续加强。2021 年公司销售、管理和财务费用率分别为 1.0%、3.7%、2.9%，营销费率下降 0.6pp，管理和财务费率有所上升；公司持续加强存货和应收账款管理，地产项目去化加速，存货周转周期由 2020 年 742 天大幅下降至 530 天，近 5 年来持续下降；回款速度也平稳提升，应收账款周转天数下降至 47 天。

图 13：2021 年公司费用率有所上升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2017-2021 年公司存货和应收账款周转持续加速



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 三道红线仅触及一条，短期偿债压力较小

融资渠道多元，债务结构明显优化，经营性净现金流实现转正。2021 年公司授信规模增加 167 亿，使用超短贷 149 亿元，滚动发行超短融 42 亿元，发行永续债 25 亿元，签发商票 5.9 亿元、保理 1,500 万元，供应链金融实现历史性突破。2021 年末公司短期负债 46 亿元，在有息负债中的占比降至 33%，债务结构明显优化。另一方面公司加强现金流管理，2021 年公司经营性净现金流 10.7 亿元，实现转正。

图 15：2021 年公司短期负债大幅下降



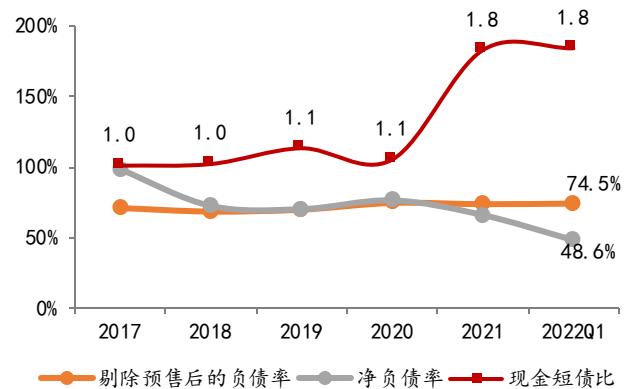
数据来源：wind，西南证券整理

图 16：2017-2021 年公司经营性现金流回正

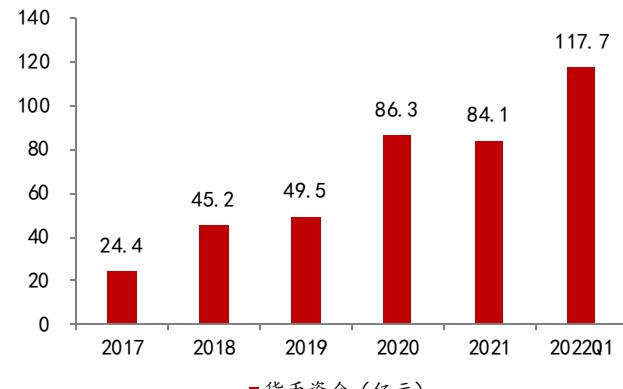


数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

三道红线仅触及一条，在手资金充裕。2021 年公司扣除预收账款的资产负债率为 74.5%，较 2020 年提高 1.5pp；净负债率 66.4%，近 5 年来逐步降低，2022 年 Q1 为 48.6%，远低于红线水平；截至 2021 年末，公司在手货币资金 84 亿元，现金短债比为 1.8，连续 5 年高于 1，资金充沛。

**图 17: 2021 年公司三道红线仅触及一条**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 18: 2017-2021 年公司在手资金充足**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 地产开发: 聚焦深圳销售高增, 旧改扩充土储资源

### 2.1 聚焦深圳销售高增, 打造“天骄”豪宅标杆

销售创新高, 毛利率高于行业平均。2021 年在市场下行的情况下, 公司主要在售项目 20 个, 实现合同销售金额 158 亿, 同比增加 121%, 呈现逆势提升。公司房地产销售盈利能力高于行业平均, 2021 年实现毛利率 36%, 2017-2021 年综合开发毛利率维持在 35% 以上。

**图 19: 2021 年地产合同销售金额同比增加 121%**

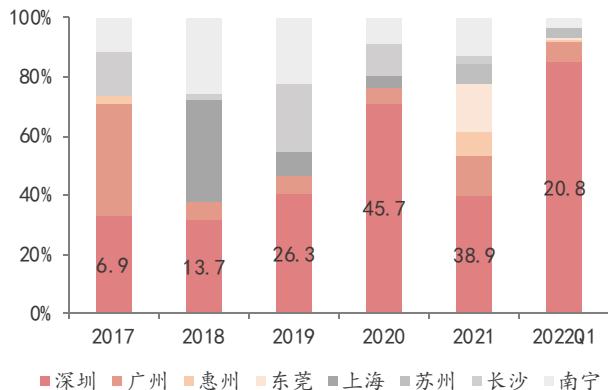

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 20: 2017-2021 公司综合开发业务毛利率高于 35%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司持续聚焦深圳布局大湾区, 辐射 8 大核心城市。公司地产项目大部分位于粤港澳大湾区、长三角一体化等重点区域及部分省会城市, 项目类型包括住宅、产业园区、商铺、写字楼、别墅等多业态。近两年公司实现大湾区地产项目收入占比维持在 70% 以上高位, 2021 年公司大湾区城市收入贡献 76 亿元, 占比高达 78%, 其中深圳创收 39 亿, 占比 40%。其他区域包括上海、苏州、长沙、南宁等收入合计仅占 22%。2022 年 Q1 公司受益于天骄项目结转收入 28 亿元, 深圳贡献收入占总地产结算收入高达 85%, 占公司总营业收入 73%。

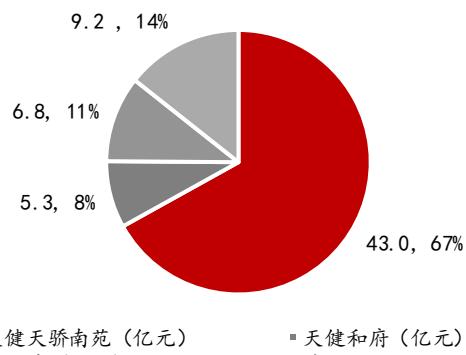
图 21：2017-2022Q1 公司房地产收入深圳占比超 30%



数据来源：公司公告，西南证券整理

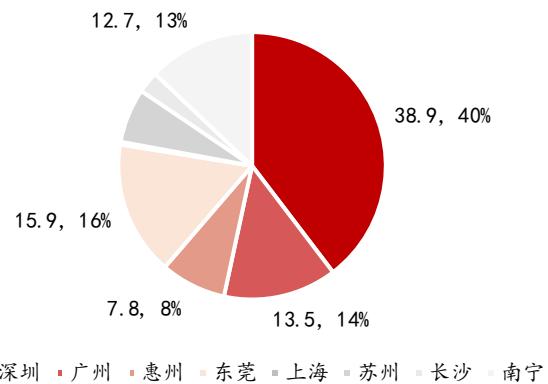
深圳天骄项目是公司盈利主力军。2020 年地产开发业务中深圳市场毛利率最高，达 61.2%，其中天骄项目毛利率高达 62.5%。2020 年天骄项目实现营业收入 43 亿元，利润 18.6 亿元，收入占比 67%，利润占比 87%，对应地产销售毛利率为 48.2%。2021 年天健集团房地产业务毛利率降至 36%，同比下降 11.4pp，主要是天骄南苑和天骄北庐营业收入有所下降，合计 39 亿元，占总地产销售收入比例下降至 40%，占公司总营业收入仅 17%，综合毛利率下降 4pp 至 20%。2022 年 Q1 项目受益于天骄项目结转 1.5 万方，创造营业收入约 25 亿元，占地产销售收入比例 65%，占总营业收入比例高达 53%，综合毛利率提高 25pp 至 45%。

图 23：2020 年公司天骄项目结转收入占比 67%



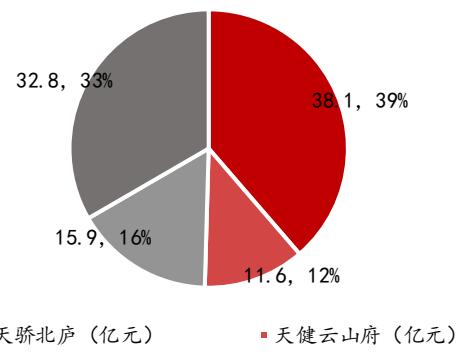
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：2021 年公司地产开发收入主要来源于深圳 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：2021 年公司天骄项目结转收入占比 39%



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：2020 年深圳项目平均毛利率 61%，其中天骄项目毛利率高达 62%

区域	项目	主营业务收入 (万元)	主营业务利润 (万元)	收入占比 (%)	利润占比 (%)	毛利率
深圳	天健公馆	27,430	6,492	4.3%	3.0%	42.1%
	天健天骄南苑	429,561	186,307	66.9%	87.1%	62.5%
<b>深圳小计</b>		<b>456,991</b>	<b>192,800</b>	<b>71.2%</b>	<b>90.2%</b>	<b>61.2%</b>
惠州	天健阳光花园一期	1,870	519	0.3%	0.2%	51.6%
<b>惠州小计</b>		<b>1,870</b>	<b>519</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>51.6%</b>
南宁	西班牙小镇	2,738	504	0.4%	0.2%	19.0%
	天健城	2,817	321	0.4%	0.2%	12.0%
	天健和府	52,540	-11,271	8.2%	-5.3%	-21.4%
<b>南宁小计</b>		<b>58,096</b>	<b>-10,446</b>	<b>9.1%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-17.8%</b>
长沙	天健城	67,613	16,791	10.5%	7.9%	33.6%
<b>长沙小计</b>		<b>67,613</b>	<b>16,791</b>	<b>10.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>33.6%</b>
广州	天健汇	8,054	709	1.3%	0.3%	15.8%
	广州云山府	22,708	5,098	3.5%	2.4%	25.1%
<b>广州小计</b>		<b>30,762</b>	<b>5,807</b>	<b>4.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>22.6%</b>
上海	天健萃园	6,470	2,877	1.0%	1.3%	55.4%
	浦荟大楼	19,950	5,466	3.1%	2.6%	28.7%
<b>上海小计</b>		<b>26,420</b>	<b>8,343</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.9%</b>	<b>35.2%</b>
<b>合计</b>		<b>641,752</b>	<b>213,814</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>48.2%</b>

数据来源：公司公告，西南证券整理

**打造“天骄”豪宅标杆，顶级品质打响天健品牌。**公司坚持耕耘深圳，精准切入高净值人群改善型需求，打造不可复制的高端人居产品，体现出超强的去化能力。**1) 顶级地段：**雄踞福田 CBD，位于香蜜湖国际金融中心，集国际交流中心、国际演艺中心和深圳金融文化中心于一体；**2) 顶级交通：**地下交通距地铁 2 号线和 9 号线枢纽——景田站仅百米，地面交通被北环大道、香梅路围绕，30 分钟可通达全城各大枢纽；**3) 顶级配套：**位于第一教育强区，配建幼儿园、荔园外国语小学天骄校区，500 米以内可达缤悦荟生鲜市场，直线一公里内有北大医院、莲花山公园、香蜜湖、市民广场、深圳图书馆等医疗及休闲娱乐资源，成为未来房价的强有力支撑；**4) 顶级生态：**与山湖为邻，坐拥一湖两山六公园；**5) 顶级设计：**由欧洲最大设计和工程咨询机构阿特金斯和知名建筑设计公司欧博联袂打造。

图 25：天骄项目位于商业文化顶级地段，交通便利



数据来源：公众号，西南证券整理

图 26：天骄项目以山湖为邻，拥有顶级生态环境



数据来源：公众号，西南证券整理

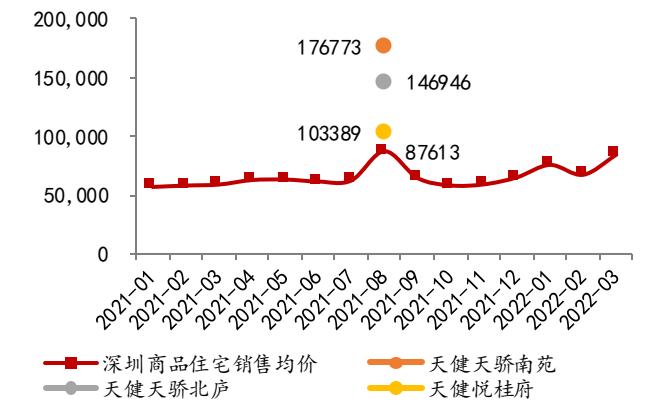
图 27：天骄项目效果图，采用现代经典立面设计



数据来源：公众号，西南证券整理

改善型需求叠加品牌溢价，销售均价远高于市场。2021 年天健地产项目预售均价为 41482 元/平方米，2022 年为 31430 元，深圳地区表现突出，销售均价 116120 元/平米，品牌溢价兼核心区位加持，深圳天骄南苑、天骄北庐和天健悦桂府销售（预售）均价分别达 176773 元/平方米、146949 元/平方米和 103389 万/平方米，远高于 2021 年深圳商品住宅平均价格最高水平 87613 元/平方米。从二手房市场来看，天骄周边项目二手房除香蜜湖高端别墅区外，销售均价均低于 10 万/平方米，天骄项目销售均价 12 万/平方米，表现出高于市场的增值保值能力。

图 29：2021 年深圳商品住宅市场均价低于 90000/平米



数据来源：Choice 数据，西南证券整理

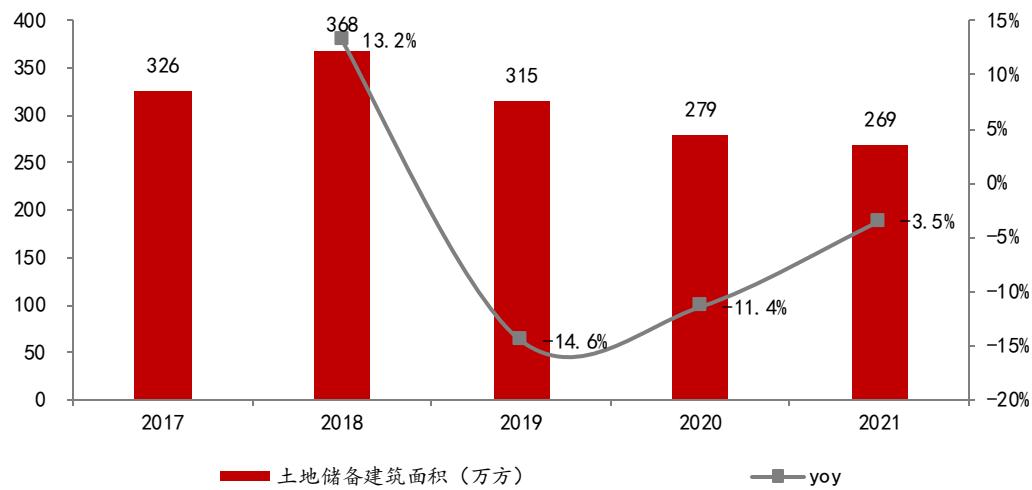
图 28：配套优质教育资源



数据来源：公众号，西南证券整理

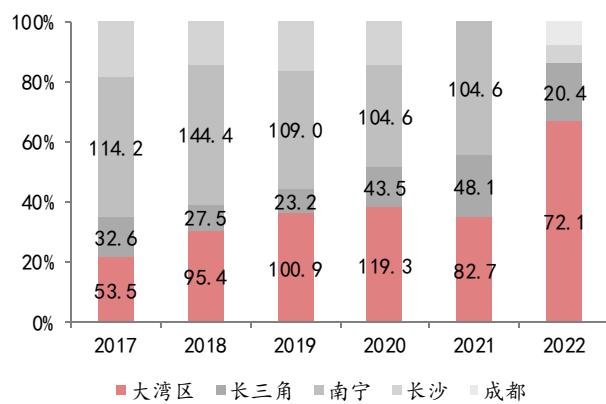
图 30：天骄项目二手房价高于周边项目



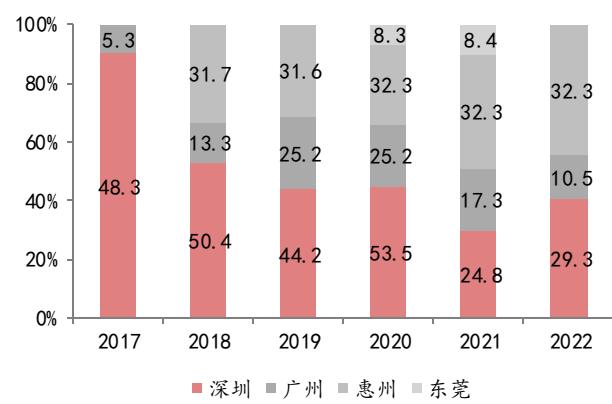
**图 31：2021 年公司在建、在售及储备等各类项目计容总建筑面积超过 269 万方**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司深耕大湾区和深圳市场，在手资源优质。2017 年以来公司加大湾区城市项目投资，聚焦深圳，同时逐步辐射广州、惠州、东莞等城市。截至 2021 年末公司在建湾区项目 51 万方，占比 74%，累计投资 128 亿元，占比近 80%。其中深圳项目建筑面积达 21 万方，占比 30%，累计投资 98 亿元，占比 62%。2021 年公司大湾区项目未结建筑面积合计 39 万方，占比 46%，深圳项目未结面积 13.1 万方，占比 12%。2022 年公司计划新建和续建项目建筑面积 107 万方，其中大湾区项目面积 72.1 万方，占比 67%。

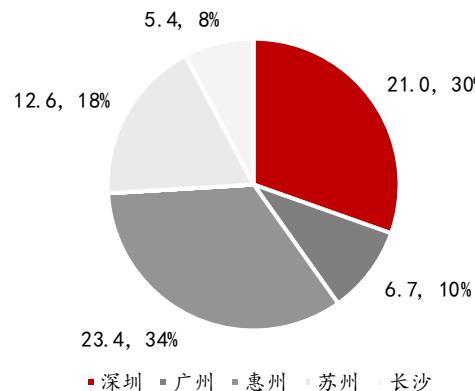
**图 32：2022 年公司计划项目建筑面积湾区占比大幅提高**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 33：2017-2022 年公司持续拓展深圳周边湾区城市**


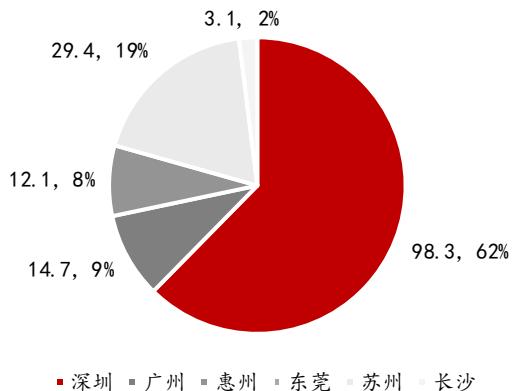
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34: 2021 年末公司深圳在建项目建面占比 30% (万方)



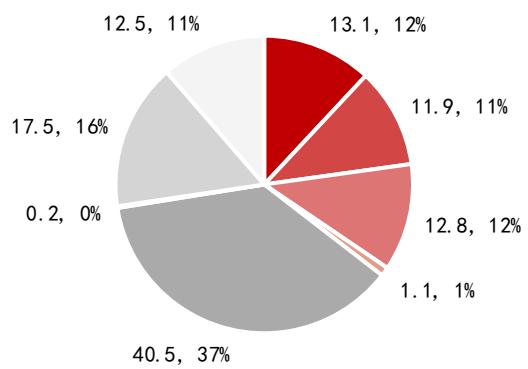
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 2021 公司深圳在建项目累计投资占比 62% (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 2021 年公司深圳未结转面积占比 12% (万方)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

未来两年现金牛天骄项目结转, 盈利增长确定性强。一季度公司地产销售实现营业收入 24.5 亿元, 其中深圳区域实现 20.8 亿收入, 均来自天骄项目结转面积 1.5 万方, 剩余未结转面积 5.5 万方。其中天骄南苑和北庐结算均价分别为 17.1 万元/平、13.5 万元/平, 预计会在两年内结转完毕。若按一季度结算均价、2020 年毛利率 62% 测算, 可实现约 76 亿营业收入, 47 亿毛利, 与一季度已结算收入合计可实现至少 31.8 亿的确定性收入, 近 19.7 亿毛利润。

表 2: 截至 2022 年 Q1 天骄项目结转情况及未来收入估计

项目名称	本期结算面积 (万方)	本期结算金额 (万元)	结算均价 (元/万方)	未结转面积 (万方)	未结算金额估 (万元)
天健天骄南苑	273	4,677	171,319	4,539	77,762
天健天骄北庐	15,114	203,700	134,776	50,794	684,580
合计	-	-	-	55,333	762,341

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

前瞻性调整投拓布局, 积极推进一批城市更新项目。深圳“十四五”规划提出建成现代化国际化创新型城市的目标, 打造国际化都市圈建设, 加大旧改力度, 给城市更新业务带来机遇。1) 罗湖金翠城市更新项目: 用地面积预计 34521 平米, 项目更新后配套包括住宅、新型产业园区, 已列入 2021 年度深圳市重大项目, 公司正积极推动项目专项规划申报

工作；2) 龙华华富工业区项目：位于龙华产业转型升级的重要区域，重建用地面积预计为52923 平米，项目更新后配套包括住宅、商业等，目前正在项目立项的预申报工作；3) 南岭村土地整备利益统筹前期服务项目：2021 年公司发挥旧改优势拓展的首个片区统筹项目，目前房屋申报登记率已达 99.07%。

表 3：“十四五”规划城市更新相关内容

《深圳市国土空间规划保护与发展“十四五”规划》部分内容	
建设用地供应规模 58 平方公里，其中更新整备直接供应用地 10 平方公里	
提升都市核心区扩容区域的发展质量和功能，促进新安、西乡、民治、龙华、坂田、布吉、吉华、南湾街道等扩容区域优先承接原中心城区服务功能外溢	
培育西丽、蛇口、民治、坂田、布吉、机场东、松岗、石岩、横岗、坪地、坑梓、新大—龙岐等 12 个城市功能节点，承担所在片区的商业、文化、教育、医疗等公共服务功能。	
在存量空间再开发上，加强城市更新、土地整备和旧住宅区改造等多种再开发手段的有机结合与综合运用	
优先开展配套设施不足地区的城市更新、土地整备和旧住宅区改造，增加民生设施用地和住房用地供给，提升公共设施服务水平	
在城市空间复合利用上，适度促进立体开发和功能混合	
探索将居住类历史遗留建筑纳入住房保障体系，作为政府公共住房的补充路径之一	

数据来源：公开资料，西南证券整理

南岭村周边将推出大规模旧改项目，公司有望延伸旧改版图。“十四五”对龙岗区提出全新目标定位：创新龙岗、东部中心、产业高地和幸福家园。南岭村项目位于龙岗区优质地段，东临惠沙路，南临求水山公园，西临湖中路，北临龙岗大道，周边持续推出大规模城市更新项目，未来将有大型的住宅、办公等业态入市。其中平方公里级重点更新单元 5 个，拆除重建面积超 527 公顷（龙岗布吉一村项目计划调整拆除 95 公顷）；重点利益统筹项目 5 个，总研究范围 2337 公顷，位于龙岗区“一芯两核多支点”重点区域，未来将带动房价提升。

图 37：南岭村项目周边持续推出大规模城市更新项目



数据来源：公开资料，西南证券整理 (注：龙岗布吉一村项目计划调整拆除 95 公顷)

**南岭村项目周边配套设施齐全。**1) 交通便利: 毗邻高铁站——深圳东站, 地铁 3 号线、17 号线在项目片区设置多个停靠站; 2) 教育医疗资源丰富: 周边有英郡年华幼儿园、南岭小学、沙西小学、布吉高级中学, 一公里距离内可达南湾人民医院; 3) 休闲娱乐一应俱全: 南邻求水山公园, 多家华润万家、沃尔玛、汇佳购物广场等大型商超密集。

图 38: 南岭村社区周边配套设施齐全



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

**南岭村项目货值近 2000 亿, 为公司业绩增长提供保障。**当前南岭村周边优质一手房资源稀缺, 周边优质二手房源汇聚, 均价 4-5 万。对标距离最近的万科公园里, 二手房销售均价达 47300 元/平方米, 南岭村项目建筑面积规模远大于天骄, 总建筑面积约 370 万方, 货值预计超过 2000 亿, 天骄项目总建筑面积约 17 万方, 预计未来收入规模不亚于天骄项目, 为公司未来业绩增长提供保障。

表 4: 南岭村社区附近楼盘均价高于 4 万

项目名称	建成时间	步行距离 (km)	均价 (元/m <sup>2</sup> )
万科公园里三期	2015-2017	1.3-1.5	47300
桂芳园八期	2006	1.8	48500
英郡年华花园二期	2008	1.8	47700
康达尔花园五期蝴蝶堡	2005-2009	2.5	48000
佳兆业可园七期	2008-2009	3.2	49100
信义金御半山三期	2008-2019	4	72000

数据来源: 链家, 贝壳找房, 西南证券整理

图 39: 南岭村项目区位优越



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

3 城市建设：项目资源丰富，转型 EPC 提升盈利能力

### 3.1 在手项目资源丰富，签约规模快速增长

以深圳为核心，做强湾区建设。城市建设板块主要产品为市政工程、建筑工程、轨道交通工程、道路养护等，持续多年聚焦大湾区建设，不断向上海和江苏等核心城市扩张，子公司和分公司遍布深圳各区，其中在核心区域福田区成立了4个子公司，布局5个分公司，持续提升在深圳核心片区的市占率，2021年公司城市建设板块实现营业收入147亿元，同比增长19.3%，2018-2021年复合增长率33%。

图 40：城市建设板块业务构成



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 40：市政公司业务版图遍布深圳各区



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：市政公司业务版图遍布深圳各区

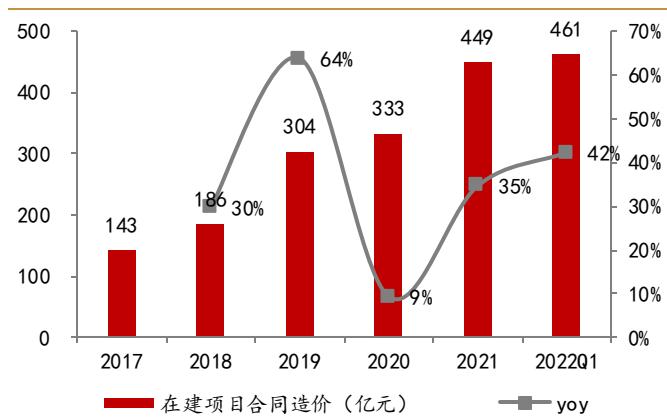


数据来源：公司公告，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

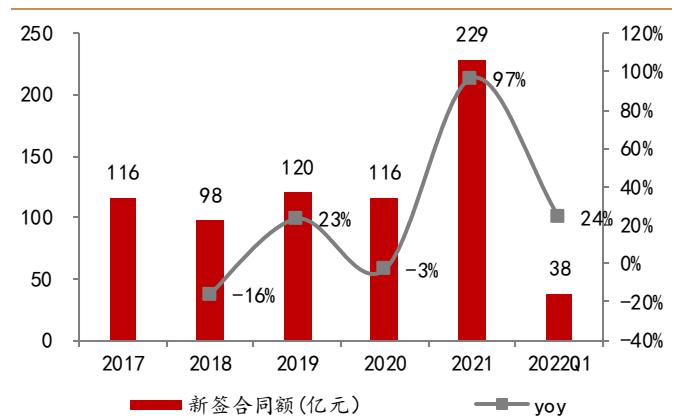
在手项目资源丰富，业务拓展能力持续增强。2017-2021 年公司在建项目规模持续扩张，截至 2022 年 Q1 公司在建合同造价 461 亿元，同比增长 42%，2018-2021 年来复合增长率 33%。2021 年公司新签合同金额 229 亿元，同比增长 97%，2022 年 Q1 实现新签金额 38 亿元，同比增长 24%，已中标未签约订单金额 32 亿元，未来营业收入增长确定性强。

图 42：2017-2021 年公司在建项目合同金额稳定提高



数据来源：公司公告，西南证券整理

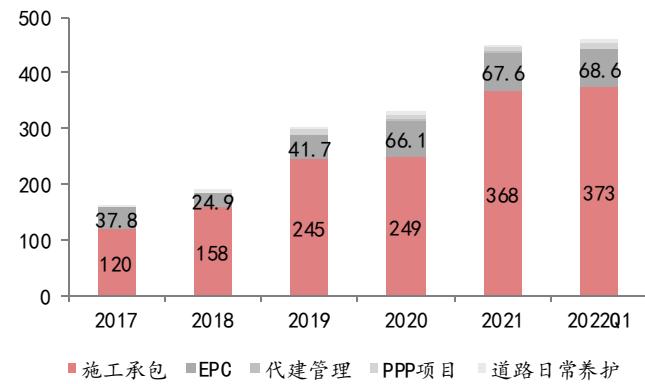
图 43：2021 年公司新签合同金额大幅提高



数据来源：公司公告，西南证券整理

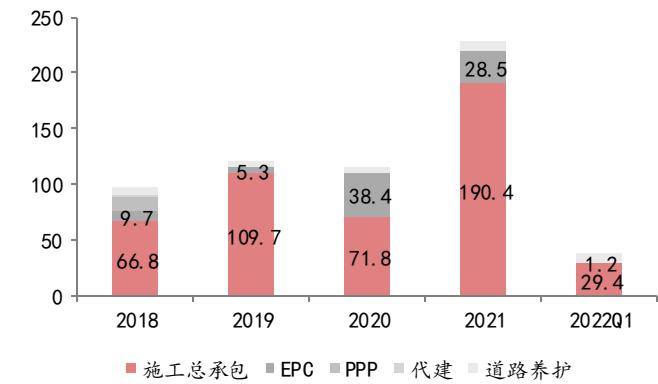
施工总承包仍是创收主力，EPC 项目在建规模持续扩张。2021 年 DBB 项目新签合同金额 190 亿元，占比 79%，EPC 项目 28.5 亿元，占比 13%。2022 年 Q1 DDB 新签合同金额 29.4 亿元，占比 79%，EPC1.2 亿元，占比 3%。近年来公司中标多个 EPC 项目，在建合同金额逐步提高，截至 2022 年 Q1 公司在建 EPC 项目合同金额 68.6 亿元。

图 44：2017-2022Q1 公司在建项目合同金额构成（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：2018-2022Q1 公司新签项目合同金额构成（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 转型 EPC 提升效率，毛利率持续提升

EPC 模式在流程管控和降本增效上具有更大的优势。DBB 模式下设计和施工严重割裂。EPC 模式下，委托一家工程公司对设计-采购-建造进行总承包，对企业管理要求更高，在流程管控和降本增效上具有更大的优势。2020 年 7 月住建部提出要形成加快培育具有智能建造系统解决方案能力的工程总承包企业，2022 年 1 月福田发展改革局鼓励学校、保障性

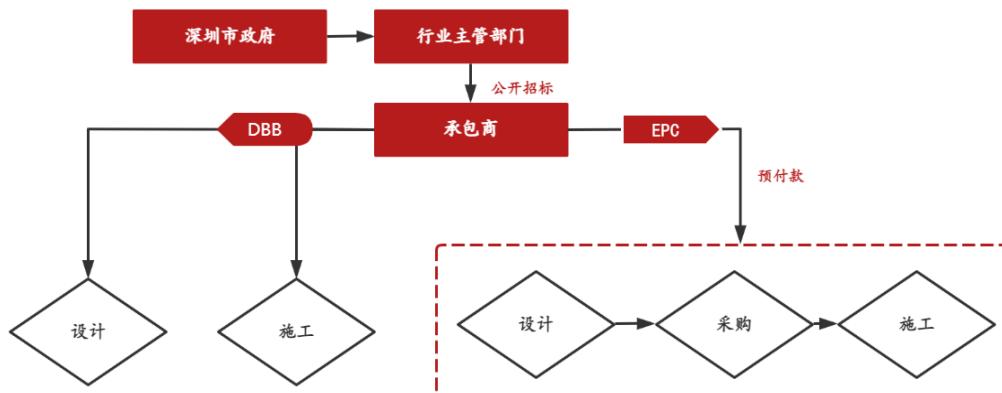
住房、市政道路、装配式建筑等房屋建筑和市政工程项目、信息化建设项目包括智慧城市、智慧园区（信息化建设）、数据中心等工程采用 EPC 模式，与公司业务结构高度匹配，预计未来将持续收益。

表 5：政府持续出台 EPC 模式规范和鼓励政策

发布时间	发布机构	主要内容
2017年2月	国务院	<b>适用范围：</b> 装配式建筑原则上应采用工程总承包模式，政府投资项目应完善建设管理模式，带头推行工程总承包。
2018年12月	住房和城乡建设部	<b>适用范围：</b> 房屋建筑工程、市政工程、城市轨道交通工程，除设计-采购-施工总承包模式外，创新提出设计-施工总承包或其他工程总承包形式 <b>合同形式：</b> 应采用总价合同，除合同另有约定外，合同价款不予调整
2019年12月	住建部发改委	<b>对管理能力提出更高要求：</b> 设立项目管理机构及经理 (1) 取得工程建设注册执业资格或高级专业技术职称 (2) 担任过与拟建项目相类似工程总承包项目经理、设计项目负责人、施工项目负责人或者项目总监理工程师
2020年7月	住建部	<b>适用范围：</b> 积极推荐钢结构住宅和农房建设采用 EPC 模式 提出要形成以工程总承包企业为核心、相关领先企业深度参与的开放型产业体系
2022年1月	福田区发展改革局	<b>适用范围：</b> 学校、保障性住房、市政道路、装配式建筑、智慧城市、智慧园区（信息化建设）、数据中心等 <b>黑名单：</b> 设计个性化要求较高、建筑材料及施工工艺特殊、建设需求不明确、地下工程占比较大的项目 <b>资质条件：</b> 具备工程总承包管理能力或与招标工程规模适应的工程设计资质或施工总承包资质的独立法人单位 <b>合同形式：</b> 地面采用总价合同，地下部分采用单价合同

数据来源：公开资料，西南证券整理

图 46：EPC 模式更高效，经济性更强



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司转型 EPC 总承包已形成技术、业务和品牌等优势。1) 技术集成，市政公司是市属唯一市政公用工程施工总承包特级企业，拥有涉及市政、公路、桥梁、房建、机电安装、轨道交通、水利水电等 66 项施工建筑类资质，全年引进项目经理 150 余人，新增一级建造师 162 人，在册一级建造师达到 575 人，成建制团队共 145 支，市场拓展团队 148 人，自有产业工人 2,700 余人；2) 业务协同，可以提供全过程服务，包括项目管理、设计、采购、施工、开车服务；3) 多年承建民生工程，加强政府合作，匠心打造天健品牌。

图 47：市政公司是市属唯一市政公用工程施工总承包特级企业



数据来源：公司官网，西南证券整理

**转型 EPC 带动毛利率持续提升，未来仍有较大提升空间，有望带动利润持续增厚。**

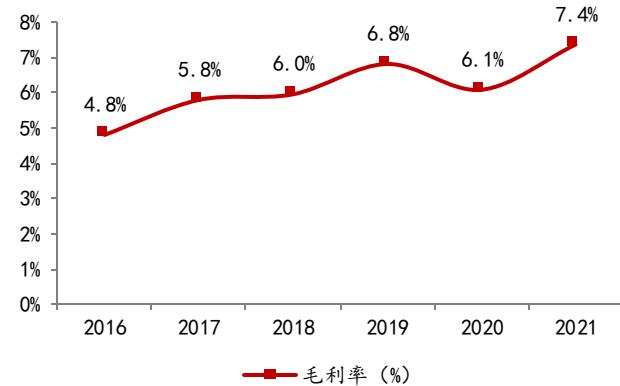
2016 年公司推行建筑施工业务升级转型以来，EPC 在建项目规模持续提升，2017 年末公司在建 EPC 项目金额仅 38 亿元，毛利率为 4.8%，截至 2022 年 Q1 公司在建 EPC 项目金额 69 亿元，毛利率稳步提升至 7.4%，参考国内工程项目类似、具有 EPC 特级资质的公司平均毛利率达 8.9%，公司仍有较大的提升空间。2021 年公司城市建设板块实现营业收入 148 亿元，假设毛利率提高 1%，不考虑收入增长，可增加毛利至少 1.5 亿元。

图 48：2017-2022Q1 在建 EPC 项目规模持续扩张



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 49：2016-2021 公司城市建设业务毛利率逐步提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：部分 EPC 特级资质公司毛利率水平

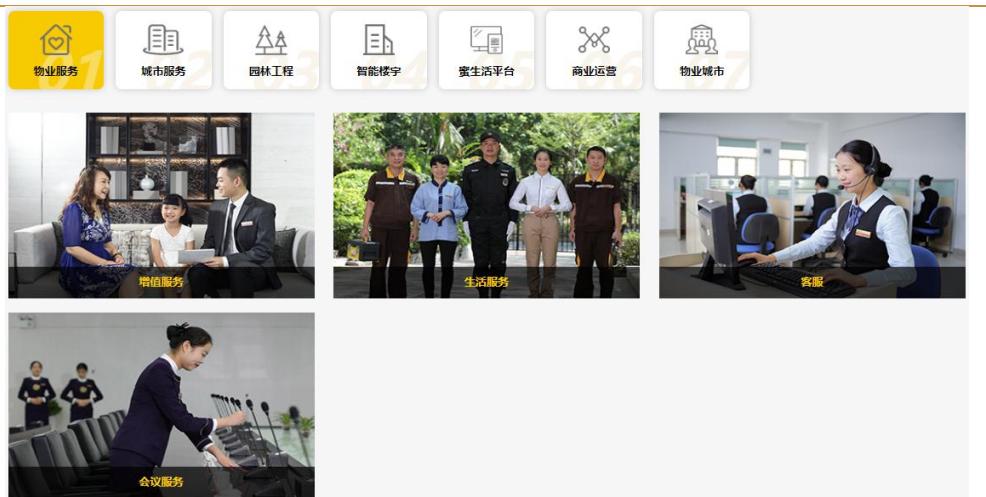
EPC 特级资质公司	基础建设相关业务内容	21 年毛利率
中国交建	包括港口建设、道路与桥梁、铁路建设、城市建设、海外工程等	11.3%
中国建筑	市政工程、公路工程、市政公用	8.3%
中国铁建	房建、市政、铁路、公路、城市轨道、水电力工程等	7.9%
中国中铁	铁路、公路、市政及其他工程建设	8.4%
中国中冶	主营房屋与建筑工程和交通设施工程，冶金工程占比较小	9.2%
上海建工	房屋工程、基建工程、专业工程、建筑装饰	8.2%
平均		8.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 城市服务：培育利润新增长点，业务一体化协同

**探索城市大物业，业务一体化协同。**深圳市天健城市服务有限公司具有国家注册物业管理一级资质，业务范围涵盖物业服务、城市服务、商业运营、智能楼宇、园林工程和天健蜜生活六大板块。其中物业服务包括住宅物业、写字楼物业、政府物业、景区物业、产业园物业、商业物业等；城市服务主要包括物业城市、长租公寓、市政管养、政府窗口、三供一业、养老托育、城市更新、工程服务后勤一体化服务等，形成多元品牌效应。2020年位列深圳市物业服务企业综合实力100强第13位、全国物业服务企业综合实力500强第43位，获“2020物业服务企业品牌价值100强”。

图 50：城市服务业务内容



数据来源：公司官网，西南证券整理

**积极培育棚改和代建服务，延展城市更新服务链条。**公司棚改服务不断拓展经营业务范畴，业务遍及罗湖、宝安、福田、龙岗、坪山、南山、盐田、光明、龙华等“九大区域”。公司是深圳市最早从事代建业务单位之一，具备丰富的代建管理和建设经验，近年来积极服务政府代建制，先后入选深圳市及福田、南山、罗湖、宝安、坪山、光明等各区代建单位预选库，现有代建项目70多项，涉及景观照明、市政道路、雨污分流、综合环境整治、城市公园景观、保障房、学校、派出所等多个领域。

图 51：棚改和代建服务业务布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

经营业务和地域范围实现从 1 到 “N” 的飞跃。1) 物业管理服务：公司拥有国家物业管理一级资质，管理面积达 3000 多万平米，其中 2021 年新增项目 82 个、续约项目 94 个，新增服务面积 1492 万  $m^2$ ，立足深圳布局全国，在北京、上海、广州、武汉等 34 个城市建立了区域公司和分公司，物业管理面积超过 5000 万平方米；2) 道路、隧道、桥梁养护业务在深圳市占约 40%；3) 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领先，现有产业园区 5 个，总建筑面积 52 万  $m^2$ ；4) 代建文化教育、景观提升、环境整治等各类项目超 100 个。5) 近年在物业城市、一体化管养、长租公寓、智慧园区等业务方面先行先试。

图 52：公司城市服务遍布 34 个城市



数据来源：公司官网，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022-2024 年公司房地产销售金额增速为 15%/15%/10%，毛利率分别为 36%/40%/40%；

假设 2：2022-2024 年公司工程施工收入增速为 15%，毛利率分别为 7.5%/7.8%/8.0%；

假设 3：2022-2024 年公司物业租赁收入增速分别为 30%/25%/20%，毛利率分别为 37%/37%/38%；

假设 4：2022-2024 年公司棚改项目管理服务收入增速为 5.0%，毛利率为 20%；

假设 5：2022-2024 年公司其他业务收入增速均为 10%，毛利率为 8%；

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产业	收入	9839	11314	13012	14313
	yoY	42.2%	15.0%	15.0%	10.0%
	成本	6301	7241	7807	8588
	毛利率	36.0%	36.0%	40.0%	40.0%
工程施工	收入	14677	16879	19410	22322
	yoY	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	13596	15613	17896	20536
	毛利率	7.4%	7.5%	7.8%	8.0%
物业租赁	收入	399	519	648	778
	yoY	31.2%	30.0%	25.0%	20.0%
	成本	250	327	408	482
	毛利率	37.3%	37.0%	37.0%	38.0%
棚改项目管理服务	收入	127	133	140	147
	yoY	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	112	106	112	117
	毛利率	11.5%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	收入	699	769	846	930
	yoY	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	625	707	778	856
	毛利率	10.6%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	收入	23269	29614	34056	38490
	yoY	35.9%	27.3%	15.0%	13.0%
	成本	18676	23995	27002	30580
	毛利率	19.7%	19.0%	20.7%	20.6%

数据来源：公司公告，西南证券

## 5.2 相对估值

我们选取建筑施工行业上海建工、中国建筑、中国中铁三家可比公司，2022 年平均 PE 为 5.5 倍；地产开发行业选取滨江集团、华发股份、万科 A 三家可比公司，2022 年平均 PE 为 6.5 倍。考虑公司建筑板块利润占比不高，地产业务土地储备资源丰富，我们给予公司 2022 年 7 倍 PE，对应目标价 8.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600170.SH	上海建工	288	3768.8	4200.0	4694.7	5241.6	8.51	6.85	6.13	5.49
601668.SH	中国建筑	2,533	51407.7	56907.4	62931.7	69391.7	4.08	4.45	4.03	3.65
601390.SH	中国中铁	1,665	27617.6	31466.8	35404.7	39553.7	5.15	5.29	4.70	4.21
建筑施工行业							5.91	5.53	4.95	4.45

代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002244.SZ	滨江集团	265	3027.3	3647.3	4353.9	5044.0	4.97	6.52	5.46	4.71
600325.SH	华发股份	156	3194.8	3453.2	3712.1	3983.4	3.99	4.48	4.17	3.89
000002.SZ	万科 A	2,089	22,524	26479	29121	30455	10.2	8.63	7.86	7.15
地产开发行业							6.39	6.54	5.83	5.25
平均值							6.15	6.04	5.39	4.85

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截止 2022.05.10)

## 6 风险提示

项目结算不及预期、政策调控风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23269.33	29613.68	34055.84	38489.78	净利润	1951.65	2358.17	2707.70	3007.61
营业成本	18675.89	23994.57	27001.72	30579.54	折旧与摊销	246.92	252.93	314.13	377.90
营业税金及附加	137.68	1125.32	1873.07	2116.94	财务费用	259.26	340.56	391.64	442.63
销售费用	228.22	296.14	340.56	384.90	资产减值损失	-312.22	-41.41	-64.27	-85.37
管理费用	439.59	533.05	613.01	692.82	经营营运资本变动	3505.80	-514.96	-1558.22	-1729.02
财务费用	259.26	340.56	391.64	442.63	其他	-4579.42	-90.22	56.12	31.45
资产减值损失	-312.22	-41.41	-64.27	-85.37	经营活动现金流量净额	1071.99	2305.08	1847.10	2045.19
投资收益	82.52	44.11	35.45	42.95	资本支出	-462.78	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	2.05	1.19	1.48	1.38	其他	0.07	-1148.73	-1236.07	-1501.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-462.71	-1748.73	-1836.07	-2101.86
<b>营业利润</b>	<b>2807.74</b>	<b>3410.76</b>	<b>3937.04</b>	<b>4402.66</b>	短期借款	-3699.34	1574.93	461.66	471.31
其他非经营损益	-29.92	-35.90	-45.74	-57.81	长期借款	991.34	1000.00	1000.00	1000.00
<b>利润总额</b>	<b>2777.82</b>	<b>3374.86</b>	<b>3891.30</b>	<b>4344.85</b>	股权融资	-4.28	0.00	0.00	0.00
所得税	826.17	1016.69	1183.61	1337.24	支付股利	-710.05	-711.64	-808.80	-882.59
<b>净利润</b>	<b>1951.65</b>	<b>2358.17</b>	<b>2707.70</b>	<b>3007.61</b>	其他	2344.78	1013.57	1112.96	1241.53
少数股东损益	18.29	23.58	27.08	30.08	筹资活动现金流量净额	-1077.55	2876.86	1765.83	1830.25
归母净利润	1933.36	2334.59	2680.62	2977.53	<b>现金流量净额</b>	<b>-468.26</b>	<b>3433.21</b>	<b>1776.86</b>	<b>1773.58</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
货币资金	8412.27	11845.47	13622.34	15395.91	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
应收和预付款项	3639.04	4742.11	5330.56	5999.72	成长能力				
存货	28505.12	35780.04	40261.98	45638.31	销售收入增长率	35.88%	27.26%	15.00%	13.02%
其他流动资产	10466.46	11946.89	13704.17	15472.66	营业利润增长率	28.04%	21.48%	15.43%	11.83%
长期股权投资	115.15	115.15	115.15	115.15	净利润增长率	31.09%	20.83%	14.82%	11.08%
投资性房地产	3056.97	3668.36	4402.03	5282.44	EBITDA 增长率	29.06%	20.83%	15.95%	12.50%
固定资产和在建工程	516.06	599.46	632.05	611.28	获利能力				
无形资产和开发支出	1123.03	1396.80	1665.17	1928.13	毛利率	19.74%	18.97%	20.71%	20.55%
其他非流动资产	3989.91	4523.22	5117.04	5817.81	三费率	3.98%	3.95%	3.95%	3.95%
<b>资产总计</b>	<b>59824.02</b>	<b>74617.49</b>	<b>84850.48</b>	<b>96261.42</b>	净利润率	8.39%	7.96%	7.95%	7.81%
短期借款	1882.13	3457.06	3918.72	4390.03	ROE	15.22%	15.52%	15.08%	14.25%
应付和预收款项	16838.35	29735.81	33600.05	37941.59	ROA	3.26%	3.16%	3.19%	3.12%
长期借款	9307.99	10307.99	11307.99	12307.99	ROIC	10.34%	11.89%	12.00%	11.86%
其他负债	18969.02	15925.09	18071.09	20509.54	EBITDA/销售收入	14.24%	13.52%	13.63%	13.57%
<b>负债合计</b>	<b>46997.50</b>	<b>59425.96</b>	<b>66897.86</b>	<b>75149.16</b>	营运能力				
股本	1868.55	1868.55	1868.55	1868.55	总资产周转率	0.43	0.44	0.43	0.43
资本公积	1557.94	1557.94	1557.94	1557.94	固定资产周转率	47.13	55.88	59.73	67.22
留存收益	5686.45	7309.39	9181.22	11276.16	应收账款周转率	7.66	7.88	7.64	7.58
归属母公司股东权益	12705.37	15046.81	17780.82	20910.38	存货周转率	0.67	0.74	0.71	0.71
少数股东权益	121.15	144.73	171.81	201.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.09%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>12826.52</b>	<b>15191.54</b>	<b>17952.62</b>	<b>21112.26</b>	资本结构				
负债和股东权益合计	59824.02	74617.49	84850.48	96261.42	资产负债率	78.56%	79.64%	78.84%	78.07%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	带息债务/总负债	23.81%	23.16%	22.76%	22.22%
EBITDA	3313.92	4004.25	4642.82	5223.19	流动比率	1.37	1.34	1.35	1.36
PE	6.62	5.48	4.77	4.30	速动比率	0.61	0.59	0.60	0.61
PB	1.00	0.84	0.71	0.61	股利支付率	36.73%	30.48%	30.17%	29.64%
PS	0.55	0.43	0.38	0.33	每股指标				
EV/EBITDA	1.57	0.52	-0.18	-0.82	每股收益	1.03	1.25	1.43	1.59
股息率	5.55%	5.56%	6.32%	6.90%	每股净资产	6.86	8.13	9.61	11.30
					每股经营现金	0.57	1.23	0.99	1.09
					每股股利	0.38	0.38	0.43	0.47

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  
持有：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 指数涨幅介于 -20% 与 10% 之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 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 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn