

公司研究/年报点评

2020年04月14日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 5.10
合理价格区间(元): 6.56-7.38

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

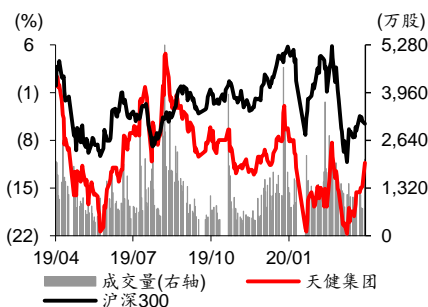
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

相关研究

- 1 《天健集团(000090 SZ,增持): 拟组建大建工平台, 国企改革更进一步》2019.11
- 2 《天健集团(000090 SZ,增持): 业绩稳健销售高增, 建工业务大步向前》2019.08
- 3 《天健集团(000090,增持): 区域旧改领头羊, 大建工成长可期》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

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)	4.50-7.87
总市值 (百万元)	9,530
总资产 (百万元)	3,994
每股净资产 (元)	5.13

资料来源: 公司公告

大项目结转顺利, 大建工发展可期

天健集团(000090)

地产结转成就业绩高增长, 激励有望激发中长期潜力

公司 2019 年实现营业收入 147 亿元, YoY+44%; 实现归母净利润 12.4 亿元, YoY+58%, 接近公司预增区间 (10.9-12.5 亿) 上限; 同时公告 20Q1 实现归母净利 9.0-10.8 亿元 (去年同期 0.6 亿), 2019 年及 20Q1 业绩超预期, 系天健天骄南苑项目结转较快。公司拟每 10 股派现 3.8 元, 当前价格对应股息率 7.5%。未来三年公司仍将推动南苑、北庐、虎丘等高端地产项目出售结转, 深圳搭建大建工平台开启新成长空间, 未来三年业绩有望较快增长; 同时公司公布骨干员工长效激励方案, 激发管理潜能, 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.82/0.93/1.08 元, 上调至“买入”评级。

深圳天骄项目盈利丰厚, 更多高端项目年内将竣工

公司 2019 年实现地产销售收入 66 亿元, YoY+50%, 毛利率 42%, 同比提升 3.9pct, 系深圳天骄南苑、长沙和南宁天健城项目销售结转。全年实现物业收入 3 亿元, YoY+20%, 毛利率 20%, 同比下降 4pct。公司 2019 年地产认购金额 103 亿元, YoY+73%; 签约金额 89 亿元, YoY+55%, 累计在售计容建筑面积 174 万平, 待结转建面 94 万平, 期末储备项目 4 个, 土地面积 15 万平。截至 19 年末南苑仍有 5 万平待结转, 而 2020 年公司深圳北庐、苏州虎丘、广州云山府等高端住宅项目也有望竣工开启预售。

施工毛利率小幅提升, 大建工发展可期

公司 2019 年实现建筑施工收入 97 亿元, YoY+44%, 毛利率 6.8%, 同比提升 0.9pct, 我们预计与低盈利的代建项目收入占比下降有关。2019 年公司新增施工合同 130 亿元, YoY+42%; 期末未完工项目金额 168 亿元, YoY+136%。公司作为深圳市属建筑国企, 本地市占率低, 2019 年 11 月, 深圳市国资委以公司为主体整合市属建工板块资源, 组建了特区建工集团。此次组建符合深圳市做大本地建工企业的战略规划, 有利于提升国有资产证券化和投融资能力, 公司大建工业务拓展可期。

高分红有望维持, 激励指标挂钩大建工战略

公司拟每 10 股派发现金股利 3.8 元 (含税), 对应股息率 7.5%。公司近三年分红比例分别为 40%/46%/57%, 19 年末资产负债率 76%, 但随着天健天骄项目结售, 公司有望保持较高分红水平。公司公告拟对 16 位骨干员工实施长效激励约束方案, 以其合法薪酬、自筹资金等通过二级市场购买公司股票, 购买上限 1000 万元, 锁定期 24 个月, 激励约束考核与大建工战略具体目标实现相挂钩, 如建筑施工收入达到 120 亿元等。

业绩有望较快增长, 高分红有望维持, 上调至“买入”

由于公司地产销售结转超预期, 且加快推动构建大建工业务, 我们预计公司 20-22 年归母净利 15/17/20 亿 (调整前 20-21 年为 13/15 亿)。当前可比地产/建筑公司对应 20 年平均 11/10xPE, 考虑公司地产结转较快维持高盈利能力, 但做大施工收入可能拉低整体估值, 认可给予公司 20 年 8-9xPE, 对应目标价 6.56-7.38 元, 上调至“买入”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。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,209	14,665	17,290	19,579	22,160
+/-%	51.26	43.64	17.90	13.24	13.18
归属母公司净利润 (百万元)	781.58	1,236	1,525	1,746	2,025
+/-%	29.91	58.17	23.33	14.50	16.00
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.66	0.82	0.93	1.08
PE (倍)	12.19	7.71	6.25	5.46	4.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司盈利预测与估值调整

图表1: 盈利预测变动表

	本次调整前			本次调整后			调整幅度 (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	120.8	113.3	-	172.9	195.8	221.6	43.2%	72.8%	-
毛利率 (%)	23.1%	23.1%	-	22.6%	21.6%	21.6%	-0.5%	-1.5%	-
净利率 (%)	10.6%	11.1%	-	8.8%	9.1%	9.3%	-1.8%	-2.0%	-
归母净利 (亿元)	12.8	14.7	-	15.3	17.5	20.3	18.7%	18.4%	-

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

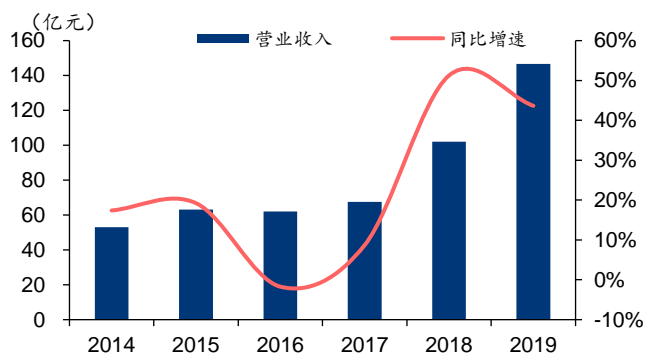
图表2: 可比公司估值表 (2020/4/13)

		市值	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
公司名称	股价	(百万元)	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
北京城建	6.77	12731	1.06	1.24	1.46	6.4	5.5	4.6	12.66	13.70	14.92	0.5	0.5	0.5	8.5	9.3	10.0
南山控股	2.63	7121	0.15	0.23	0.25	18.0	11.6	10.7	3.10	3.35	3.53	0.8	0.8	0.7	4.8	6.7	7.0
天保基建	3.01	3341	0.17	0.19	0.21	17.6	16.0	14.5	4.78	5.26	5.79	0.6	0.6	0.5	3.6	4.0	4.4
房地产行业平均值						14.0	11.0	10.0				0.7	0.6	0.6			
上海建工	3.18	28316	0.39	0.45	0.50	8.2	7.1	6.3	3.00	3.75	4.05	1.1	0.8	0.8	13.5	11.4	12.0
隧道股份	5.55	17450	0.69	0.77	0.85	8.0	7.2	6.5	7.07	7.66	8.40	0.8	0.7	0.7	9.9	10.1	10.2
浦东建设	6.86	6656	0.42	0.63	0.76	16.3	10.8	9.0	6.31	6.88	7.44	1.1	1.0	0.9	6.8	9.2	10.2
粤水电	3.03	3643	0.19	0.22	0.26	15.6	13.5	11.8	2.69	3.09	3.56	1.1	1.0	0.9	7.5	8.2	9.1
建筑施工行业平均值						12.0	9.7	8.4				1.0	0.9	0.8			
天健集团	5.10	9530	0.66	0.82	0.93	7.7	6.3	5.5	5.13	5.57	6.14	1.0	0.9	0.8	13.4	14.7	15.2

注: 北京城建、隧道股份尚未公布年报或业绩快报, 19 年经营指标来自 Wind 一致预期。20-21 年除天健集团为华泰预测外, 其余均来自 Wind 一致预期。

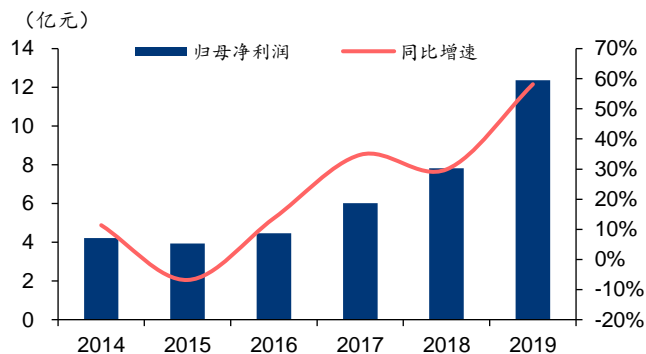
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

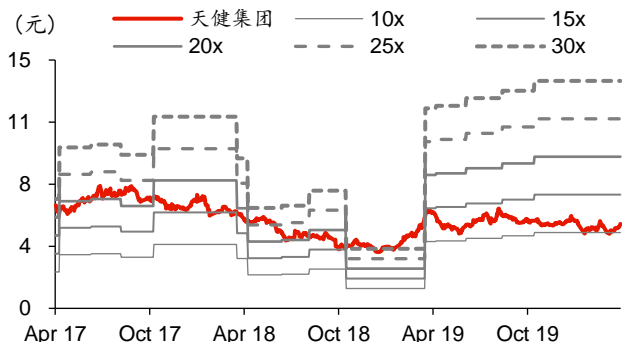
图表4: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

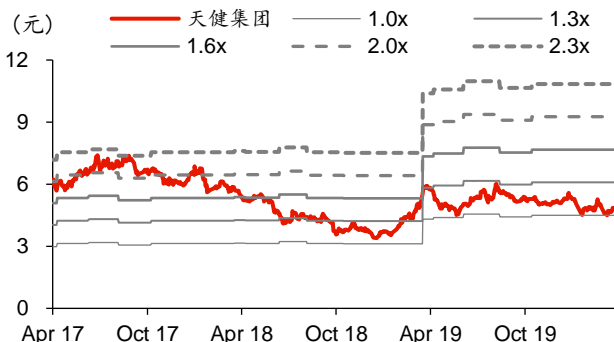
PE/PB - Bands

图表5: 天健集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 天健集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	27,904	35,349	40,755	45,925	51,268
现金	4,525	4,952	4,952	4,952	4,952
应收账款	1,994	2,177	2,567	2,907	3,290
其他应收账款	255.30	240.13	283.11	320.59	362.85
预付账款	110.62	120.94	144.00	165.18	186.91
存货	20,371	27,248	32,445	37,217	42,113
其他流动资产	648.18	611.21	363.98	363.98	363.98
非流动资产	3,837	4,964	4,985	4,987	4,994
长期投资	474.89	51.58	51.58	51.58	51.58
固定资产投资	312.12	407.26	418.26	420.19	431.68
无形资产	37.82	148.89	141.93	134.97	128.01
其他非流动资产	3,013	4,356	4,373	4,381	4,382
资产总计	31,741	40,313	45,740	50,913	56,262
流动负债	16,467	22,909	26,661	29,910	33,558
短期借款	1,530	2,052	2,580	3,291	3,956
应付账款	5,693	7,521	9,238	10,435	11,900
其他流动负债	9,244	13,336	14,843	16,184	17,703
非流动负债	6,536	7,744	8,606	9,475	9,941
长期借款	6,469	7,404	8,404	9,204	9,704
其他非流动负债	67.81	340.09	202.58	271.36	236.92
负债合计	23,003	30,653	35,268	39,385	43,499
少数股东权益	41.78	69.61	66.46	62.86	58.67
股本	1,437	1,869	1,869	1,869	1,869
资本公积	2,041	1,562	1,562	1,562	1,562
留存公积	3,163	3,933	6,975	8,034	9,274
归属母公司股东权益	8,696	9,591	10,406	11,465	12,705
负债和股东权益	31,741	40,313	45,740	50,913	56,262

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(492.77)	292.42	(569.43)	(214.45)	387.97
净利润	775.38	1,234	1,521	1,742	2,021
折旧摊销	184.60	189.05	180.08	248.63	344.92
财务费用	219.74	148.24	368.87	434.15	490.92
投资损失	2.05	(81.56)	(81.56)	(81.56)	(81.56)
营运资金变动	(1,724)	(1,298)	(2,470)	(2,671)	(2,401)
其他经营现金	49.79	100.80	(88.01)	112.77	14.15
投资活动现金	(320.36)	(66.85)	120.78	(176.38)	(276.49)
资本支出	137.83	208.30	200.00	250.00	350.00
长期投资	196.80	(76.43)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	14.27	65.02	320.78	73.62	73.51
筹资活动现金	2,878	(287.49)	448.66	390.83	(111.47)
短期借款	79.00	522.14	527.58	711.07	665.03
长期借款	(72.53)	935.05	1,000	800.00	500.00
普通股增加	239.56	431.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(239.56)	(479.07)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,872	(1,697)	(1,079)	(1,120)	(1,277)
现金净增加额	2,065	(61.92)	0.00	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,209	14,665	17,290	19,579	22,160
营业成本	7,999	11,235	13,378	15,346	17,365
营业税金及附加	438.91	916.98	899.10	959.39	975.05
营业费用	118.88	114.62	135.14	153.02	173.20
管理费用	279.12	356.24	420.01	475.61	538.30
财务费用	219.74	148.24	368.87	434.15	490.92
资产减值损失	(41.21)	(8.95)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.12	(28.77)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.05)	81.56	81.56	81.56	81.56
营业利润	1,096	1,801	2,221	2,543	2,950
营业外收入	3.45	9.01	9.01	9.01	9.01
营业外支出	13.54	9.01	9.01	9.01	9.01
利润总额	1,086	1,801	2,221	2,543	2,950
所得税	310.76	566.94	699.23	800.63	928.72
净利润	775.38	1,234	1,521	1,742	2,021
少数股东损益	(6.20)	(2.55)	(3.15)	(3.61)	(4.18)
归属母公司净利润	781.58	1,236	1,525	1,746	2,025
EBITDA	1,501	2,138	2,770	3,226	3,785
EPS (元, 基本)	0.42	0.66	0.82	0.93	1.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	51.26	43.64	17.90	13.24	13.18
营业利润	30.60	64.25	23.33	14.50	16.00
归属母公司净利润	29.91	58.17	23.33	14.50	16.00
获利能力 (%)					
毛利率	21.65	23.39	22.63	21.62	21.64
净利率	7.66	8.43	8.82	8.92	9.14
ROE	8.99	12.89	14.65	15.23	15.94
ROIC	8.00	10.91	12.09	11.78	11.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.47	76.04	77.11	77.36	77.31
净负债比率 (%)	47.32	38.37	37.68	37.58	36.70
流动比率	1.69	1.54	1.53	1.54	1.53
速动比率	0.45	0.35	0.31	0.29	0.27
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.41	0.40	0.41	0.41
应收账款周转率	5.49	6.41	6.60	6.48	6.48
应付账款周转率	1.50	1.70	1.60	1.56	1.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.66	0.82	0.93	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.26)	0.16	(0.30)	(0.11)	0.21
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.13	5.57	6.14	6.80
估值比率					
PE (倍)	12.19	7.71	6.25	5.46	4.71
PB (倍)	1.10	0.99	0.92	0.83	0.75
EV_EBITDA (倍)	9.09	6.38	4.92	4.23	3.60

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、陈慎、方晏荷、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、陈慎、方晏荷、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司