

2016-3-30

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 维持

分析师 蒲东君

☎ (8621)68751692

✉ pudj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511090002

联系人 赵超

☎ (8621)68751692

✉ zhaochao@cjsc.com

联系人 吴海健

☎ (8621)68751692

✉ wuhj2@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《地产业绩高速增长,再融资有望获批》
 2014-3-29

天健集团(000090)

深圳国改先锋,静待转型升级

报告要点

■ 事件描述

天健集团(000090)今日公告 2015 年报:公司实现营业收入 63.18 亿元,同比增长 19.23%,净利润 3.93 亿元,同比下降 6.82%;净利率 6.22%,同比下降 1.74 个百分点,扣非净利润同比增长 21.64%,EPS 0.71 元。

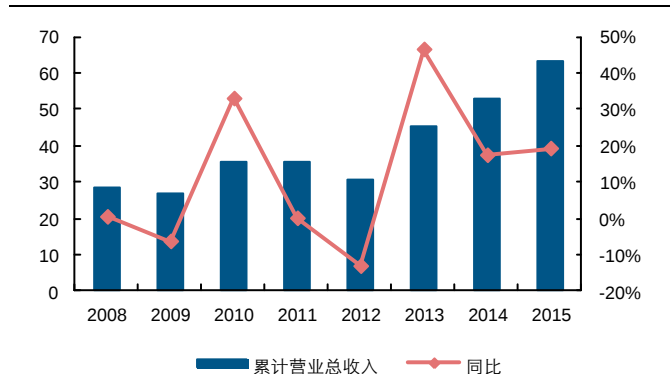
■ 事件评论

- **营业收入与扣非净利同步上升。**公司主业为地产与建筑,2015 年营收与扣非净利润均有 20%左右增幅,主要原因在于广州天健上城项目达到结转条件,建筑工程量同比提升。由于公司上期转让股权、股票取得投资收益而本期没有,净利润同比下降 6.82%。
- **负债水平有所下降。**公司 2015 年完成了 22 亿元定增,公司负债水平有所下降,年末资产负债率为 62.56%,同比下降 3.92 个百分点,真实负债率下降至 60.32%,货币资金覆盖率为 0.86,总体处于合理水平。
- **一线城市资源丰富。**公司深圳、上海、广州等一线城市的土储丰富,未来发展具有坚实保障。公司目前在深圳有 3 个在在建项目,4 个储备项目(2 居住+2 产业),在上海、广州各有 1 个在建居住项目,1 个储备项目,未结权益建面接近 70 万平。
- **深圳国企改革先锋。**公司是深圳市国资委旗下优质上市平台,持续走在深圳国企改革的最前线。公司实施了具有激励、混改等多重战略意义的定增方案,引入 163 名核心骨干、硅谷天堂等 9 为战略投资者,同时坚持国有资本对公司的主导控制,国资委持股比例由 36.35%提升至 39.57%。公司本次定增不仅增强了资金实力,也充分体现了公司在深圳国资委系统下的重要战略地位。
- **积极进行转型升级。**公司紧跟国家产业调整、城市建设升级等机遇,提出“运营+服务”的转型战略规划。2015 年以来,公司积极谋划转型升级,在结合传统产业优势的基础上,谋求公司长期可持续发展,分别与光大金控、中交城投、深圳巴士、深圳住建局等机构展开合作,布局医疗健康、围填海、公交场站开发、保障房建设等领域。
- **投资建议:**公司一线城市资源丰富,业绩增长保障性强,并在深圳国企改革中处于标兵位置,积极谋求转型升级。不考虑转增股本的稀释作用,预计公司 16、17 年 EPS 分别为 0.58 和 0.70 元每股,对应当前股价的 PE 分别为 24.23 和 20.02 倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**国企改革不达预期、一线城市楼市转向

营业收入与扣非净利同步上升

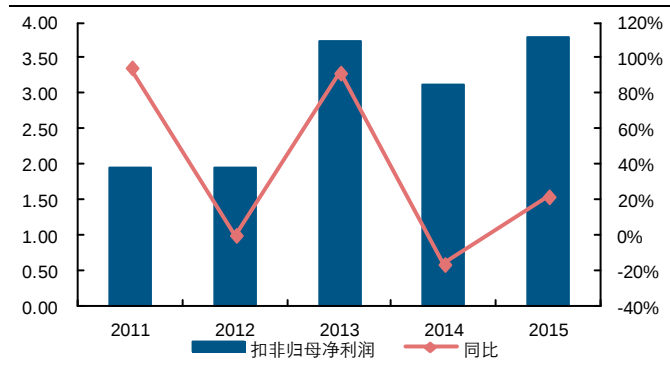
公司主业为地产与建筑，2015 年营收与扣非净利润均有 20% 左右增幅，主要原因在于广州天健上城项目达到结转条件，建筑工程量同比提升。由于公司上期转让股权、股票取得投资收益而本期没有，净利润同比下降 6.82%。

图 1：2015 年公司营业收入同比上升 19.23%（亿元）



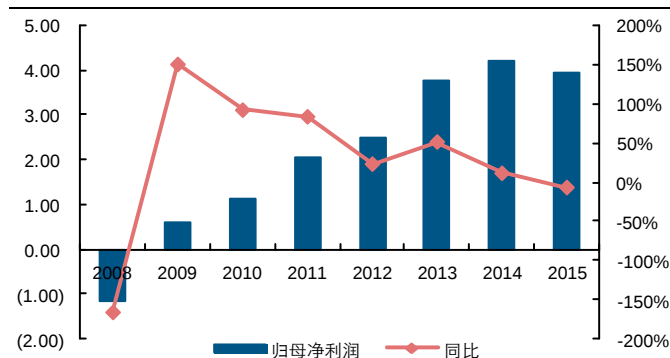
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2015 年公司扣非净利润同比增长 21.64%（亿元）



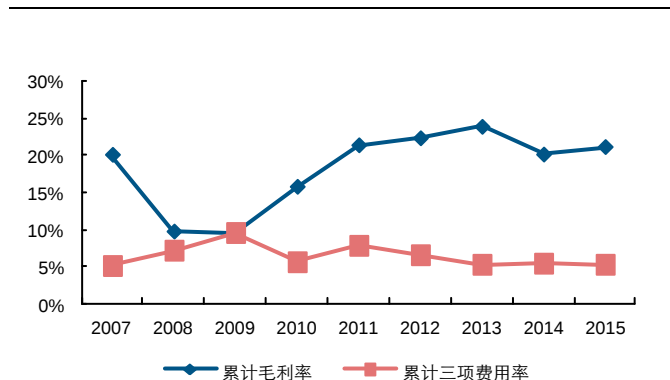
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2015 年公司净利润同比下降 6.82%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司近年来毛利率与三项费用率变化情况



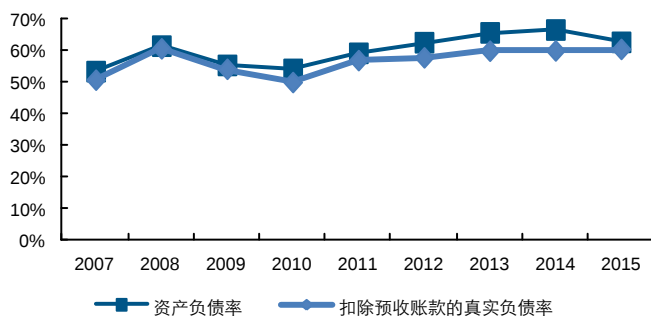
资料来源：Wind，长江证券研究所

负债水平有所下降

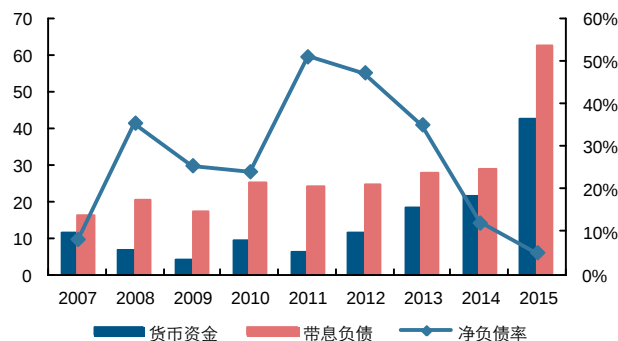
公司 2015 年完成了 22 亿元定增，公司负债水平有所下降，年末资产负债率为 62.56%，同比下降 3.92 个百分点，真实负债率下降至 60.32%，货币资金覆盖率为 0.86，总体处于合理水平。

图 5：2015 年末公司资产负债率、真实负债率分别为 62.56%、60.32%

图 6：2015 年末公司净负债率仅为 5.07%（亿元）

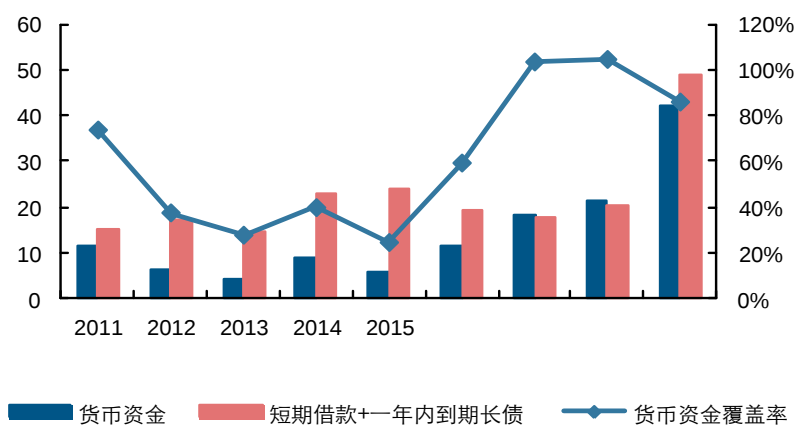


资料来源: Wind, 长江证券研究所



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 7: 2015 年末公司货币资金覆盖率为 0.86 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 1: 公司主要财务指标 (亿元, 元)

财务指标	2012	2013	2014	2015
主营业务收入增长率	(13.16)	46.53	17.39	19.23
净利润增长率	23.09	51.29	11.37	(6.82)
经常性净利润增长率	(0.18)	91.60	(16.67)	21.64
毛利率	22.32	23.86	20.12	21.14
ROE	7.88	10.76	11.87	9.92
三项费用率	6.53	5.24	5.39	5.24
净利率	8.12	8.38	7.95	6.21
存货周转率	0.61	0.79	0.87	0.74
每股经营性净现金流	1.30	1.00	0.64	(2.56)
预收账款 (亿元)	9.73	14.16	18.23	9.35
货币资金/(一年内到期长债+短期借款)	0.59	1.04	1.05	0.86
速动比率	0.40	0.52	0.50	0.61
资产负债率	62.45	65.57	66.48	62.56
真实资产负债率	57.65	59.75	59.84	60.32

净负债率	47.23	35.05	12.02	5.07
------	-------	-------	-------	------

资料来源: Wind, 长江证券研究所

一线城市资源丰富

公司深圳、上海、广州等一线城市的土储丰富,未来发展具有坚实保障。公司目前在深圳有 2 个在售在建项目,4 个储备项目(2 居住+2 产业),在上海、广州各有 1 个在建居住项目,1 个储备项目,未结权益建面接近 70 万平。

表 2: 公司报告期末在一线城市未结资源一览

城市	项目/地块名称	项目类型	进度	尚未结转面积 (㎡)
深圳	阳光·天健城(深圳龙岗)	居住	在售	23,612
深圳	天健·时尚空间(深圳宝安)	居住	在售	98
广州	天健上城阳光花园	居住	在售	72,808
上海	天健萃园(上海临港项目)	居住	在建	63,217
广州	广氮健明四路地块	居住	储备	30,415
上海	南码头项目	居住	储备	24,075
深圳	福田区安托山地块	居住	储备	18,700
深圳	景田天健工业园更新改造项目	居住	储备	206,410
深圳	龙岗区回龙埔地块	产业	储备	48,999
深圳	西丽曙光汽车城项目	产业	储备	199,180
合计				687,514

资料来源: Wind,长江证券研究所

深圳国企改革先锋

公司是深圳市国资委旗下优质上市平台,持续走在深圳国企改革的最前线。公司实施了具有激励、混改等多重战略意义的定增方案,引入 163 名核心骨干、硅谷天堂等 9 为战略投资者,同时坚持国有资本对公司的主导控制,国资委持股比例由 36.35%提升至 39.57%。公司本次定增不仅增强了资金实力,也充分体现了公司在深圳国资委系统下的重要战略地位。

表 3: 公司 2015 年非公开发行股票实施方案对象

定增对象	持股数量	持股比例	主营业务
深圳市远致投资有限公司	13774	16.10%	并购重组、股权投资
嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业(有限合伙)	2755	3.22%	股权投资
深圳市高新投集团有限公司	2755	3.22%	担保、创投
拉萨市达实投资发展有限公司	1377	1.61%	综合投资
深圳市国信弘盛股权投资基金(有限合伙)	1377	1.61%	基金业
深圳市凯富基金管理有限公司	1377	1.61%	房地产金融、投资
红土创新基金-银河证券-红土创新红石8号资产管理计划	689	0.80%	基金业
红土创新基金-银河证券-深圳市创新投资集团有限公司	689	0.80%	基金业
深圳市创东方长兴投资企业(有限合伙)	689	0.80%	股权投资
深圳市架桥富凯一号股权投资企业(有限合伙)	689	0.80%	股权投资

资料来源: Wind,长江证券研究所

积极进行转型升级

公司紧跟国家产业调整、城市建设升级等机遇，提出“运营+服务”的转型战略规划。2015 年以来，公司积极谋划转型升级，在结合传统产业优势的基础上，谋求公司长期可持续发展，分别与光大金控、中交城投、深圳巴士、深圳住建局等机构展开合作，布局医疗健康、围填海、公交场站开发、保障房建设等领域。

投资建议：维持买入评级

公司一线城市资源丰富，业绩增长保障性强，在深圳国企改革中处于标兵位置，并积极谋求转型升级。不考虑转增股本的稀释作用，预计公司 16、17 年 EPS 分别为 0.58 和 0.70 元每股，对应当前股价的 PE 分别为 24.23 和 20.02 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国企改革不达预期、一线城市楼市转向

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6318	7809	9513	11532
增长率(%)		24%	22%	21%
归属母公司所有者净利润(百万元)	392.7	493.7	597.4	758.6
增长率(%)		26%	21%	27%
每股收益(元)	0.459	0.577	0.698	0.887
净资产收益率(%)	6.4%	7.5%	8.4%	9.7%
每股经营现金流(元)				

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6318	7809	9513	11532	货币资金	4224	781	951	1153
营业成本	4983	6146	7475	9057	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1335	1662	2037	2475	应收账款	731	903	1100	1333
%营业收入	21.1%	21.3%	21.4%	21.5%	存货	8207	12397	15627	17145
营业税金及附加	495	612	745	903	预付账款	397	489	595	721
%营业收入	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	其他流动资产	12	15	18	22
销售费用	58	71	87	105	流动资产合计	13575	14590	18298	20382
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	1057	1057	1057	1057
管理费用	154	190	232	281	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	119	162	223	255	投资性房地产	1093	1093	1093	1093
%营业收入	1.9%	2.1%	2.3%	2.2%	固定资产合计	2459	2308	2154	1999
资产减值损失	7	0	0	0	无形资产	106	101	96	91
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	164	0	0	0
营业利润	503	627	751	931	其他非流动资产	-1902	-1902	-1902	-1902
%营业收入	8.0%	8.0%	7.9%	8.1%	资产总计	16554	17248	20797	22721
营业外收支	18	11	2	2	短期贷款	4909	4501	6503	6539
利润总额	521	638	753	932	应付款项	1313	1620	1969	2386
%营业收入	8.2%	8.2%	7.9%	8.1%	预收账款	935	1156	1408	1707
所得税费用	129	145	156	174	应付职工薪酬	94	116	141	170
净利润	392	493	597	758	应交税费	475	576	686	820
归属于母公司所有者的净利润	392.7	493.7	597.4	758.6	其他流动负债	1029	1270	1544	1871
少数股东损益	0	0	-1	-1	流动负债合计	8755	9238	12250	13493
EPS(元/股)	0.46	0.58	0.70	0.89	长期借款	1354	1354	1354	1354
现金流量表(百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-2193	-2824	-1548	496	递延所得税负债	233	0	0	0
取得投资收益	1	0	0	0	其他非流动负债	13	13	13	13
长期股权投资	-527	0	0	0	负债合计	10356	10605	13618	14860
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	6161	6606	7143	7826
固定资产投资	-83	0	0	0	少数股东权益	37	36	36	35
其他	-278	0	0	0	股东权益	6198	6642	7179	7861
投资活动现金流净额	-888	0	0	0	负债及股东权益	16554	17248	20797	22721
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	2177	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
银行贷款增加(减少)	3407	-408	2001	36	EPS	0.459	0.577	0.698	0.887
筹资成本	372	-211	-282	-330	BVPS	7.20	7.72	8.35	9.15
其他	-791	0	0	0	PE	30.46	24.23	20.02	15.77
筹资活动现金流净额	5164	-619	1719	-294	PEG	1.24	0.99	0.82	0.64
现金净流量	2083	-3444	170	202	PB	1.94	1.81	1.67	1.53
					EV/EBITDA	19.95	18.01	16.67	13.90
					ROE	6.4%	7.5%	8.4%	9.7%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼（430015）
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

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

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。