

天健集团 (000090)

强烈推荐

行业：房地产开发

资源富足受益价值重估，改革成行静待厚积薄发

作为深圳国资企业改革的先锋，公司积极推进自上而下的深度变革，引入员工持股作为激励，欲将平台做大夯实基础以整合更多优质资源，同时升级现有业务。而紧随深圳的城市发展，公司在未来深圳旧改、棚改、填海造路及轨道交通等领域都有大的机遇。

投资要点：

- ◇ **旧改资源丰富，深圳城市规划升级及房价暴涨后带来巨大开发价值。**深莞惠与河源、汕尾“3+2”经济圈建设、福田“一核两廊三带”的空间格局规划，以及深圳大规模的轨道交通建设外延，将直接提升这些处于城市核心区域的旧改项目的价值。1) 最典型的是天健工业区的改造，位于深圳核心城区，西邻景田西路，南邻商报路，占地面积 6.8 万平方米，计容积率总建筑面积 22 万平米，我们预计该项目货值超过 200 亿元。2) 通过内生增长与外延发展，参与城市核心区旧改与棚改以拓展更丰富的开发项目，公司在深圳核心区仍有少量旧改资源，并有望担当深圳旧改与棚改主力为外延发展奠基。3) 正在推进与粤通公司的收购整合，加大产业地产版图。粤通旗下拥有华富工业区（占地 3.6 万方）和狮头岭工业区（占地 1.4 万方）。
- ◇ **地产开发升级园区项目运营，与产业相融合，打造特色产业园区延长地产开发的周期和可持续性。**现有产业地产项目储备建筑面积近 110 万方：**天健科技大厦**——建筑面积 13.8 万方，旨在打造一个集智能化绿色总部基地、创新型产业孵化基地和片区商业配套服务基地为一体的科技产业运营项目；**龙岗回龙铺项目工业用地**——占地面积 3.5 万方，若规划改变预计可提高容积率使得建面达 11-13 万方，拟打造健康医疗相关产业；**南山区曙光片区物流用地**——公司所属深车联合公司于 2015 年竞得，占地 9 万方、规划建面 19 万方，将承接深圳市内的汽车销售展示终端，并且配套金融、研发、物流、商务、维护、保养等汽车综合服务；**坪山坑梓工业厂房及配套**——当前建筑面积 1.2 万平米。此外，公司 15 年收购取得 40% 股权的**上海漕河泾南桥园区**，占地面积 25 万方，假设最终容积率 2.5 则规划建面可达约 63 万方。未来公司在园区开发项目上仍有外延拓展的机会。
- ◇ **深国资综合性整合平台地位进一步确定。**天健集团已经打响深圳国企改革第一枪。2015 年的一系列资本动作完全符合深圳国资委“归核”、“引战”和“激励”的国企改革思路，通过定增增强国资控制力、引入战略投资者、施行员工持股计划、收购粤通公司整合国资优势资源。公司有望成为深圳国资旗下 7 家地产公司整入的平台之一，其他优质资源也有望持续注入。此前，公司与中国交建旗下的“中交城投”合资成立“中交天健”公司，志在开拓深圳及周边市场的围填海和基础设施投资建设运营业务，而深圳市委书记马兴瑞表示深圳将再填海 55 平方公里、陆地整备 50 平方公里左右。近期，公司与深圳巴士集团战略合作，以巴士集团的公共交通和公交场站土地资源为基础，发挥天健集团的开发经验、融资能力、品牌影响等优势，共同推进公交场站的综合立体开发，并在未来城市更新中将保障性住房、商业开发和交通枢纽等项目进行整合开发，共同发掘公交站场的经营潜力。**深圳地域有限，土地资源极其稀缺，对土地的升级开发利用是为必然，而天健集团拥有从建筑施工、地产开发到后续商业服务一体化全产业链城市运营经验，有助于其在未来的市政改**

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 19

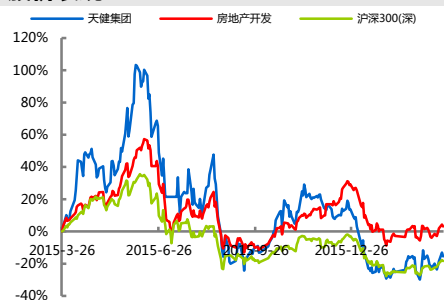
当前股价： 13.87

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	856
流通股本(百万股)	553
总市值(亿元)	119
流通市值(亿元)	77
成交量(百万股)	14.01
成交额(百万元)	197.62

股价表现



相关报告

《天健集团-改革先锋，激励护航，转型大有可为》2015-12-11

造中发挥大作用。

- ✧ **可售货值富足，由“基建+地产开发”转向“运营+服务”，增量服务打开成长空间。**
 公司现有项目（含储备项目）未结权益建面约 200 万方，货值近 500 亿元，其中深圳超 300 亿元，可满足 3-5 年的持续开发。通过深圳旧改与棚改、收购粤通、与深圳巴士合作拓展开发空间，与中交合作打开地下管廊建设、地铁物业和填海等百亿级工程空间。而传统业务的业务升级转向“运营+服务”，通过 15 年的定增引入高新投、硅谷天堂、红土创新基金等战略投资者，公司将有望分享他们的资源加速自身转型升级。
- ✧ **深圳是本轮深化国企改革的排头兵，而天健是深圳国资改革先锋，发展目标正逐一兑现；公司在原有业务基础上创造条件做大做强夯实基础，厚积薄发，呈现深国资之巨头之气象。“十三五”将是公司战略转型升级之五年，新的发展模式打破成长瓶颈，长期估值提升可期。RNAV19 元/股，预测 15-17 年 EPS0.59、0.73、0.89，对应当前股价 PE24/19/16 倍，6 个月目标价 19 元，继续“强烈推荐”。**
- ✧ **风险提示：**国企改革进度不及预期，转型不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5299	6342	7580	9284
收入同比(%)	17%	20%	20%	22%
归属母公司净利润	421	508	622	761
净利润同比(%)	11%	20%	23%	22%
毛利率(%)	20.1%	22.4%	22.9%	23.0%
ROE(%)	11.4%	8.1%	9.3%	10.4%
每股收益(元)	0.49	0.59	0.73	0.89
P/E	28.34	23.53	19.19	15.70
P/B	3.24	1.91	1.78	1.64
EV/EBITDA	15	14	12	11

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	8444	10995	12468	14550
现金	2135	3475	3682	3714
应收账款	391	468	559	685
其它应收款	226	271	324	397
预付账款	310	455	484	627
存货	5303	6323	7415	9124
其他	79	3	3	4
非流动资产	2584	2512	2441	2439
长期投资	0	0	0	0
固定资产	191	121	52	52
无形资产	111	111	111	111
其他	2281	2280	2278	2276
资产总计	11027	13507	14909	16988
流动负债	6260	5723	6452	7543
短期借款	1540	1000	1000	1180
应付账款	1211	1409	1673	2045
其他	3509	3315	3779	4318
非流动负债	1071	1532	1753	2153
长期借款	632	1132	1532	1932
其他	438	399	221	220
负债合计	7331	7255	8205	9695
少数股东权益	10	10	10	10
股本	553	856	856	856
资本公积	751	2623	2623	2623
留存收益	1718	2763	3215	3804
归属母公司股东权益	3687	6242	6693	7283
负债和股东权益	11027	13507	14909	16988

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	351	-325	-19	-575
净利润	422	508	622	761
折旧摊销	88	73	73	4
财务费用	64	18	18	-34
投资损失	-152	-180	-200	-168
营运资金变动	-95	-744	-539	-1144
其它	24	1	6	6
投资活动现金流	90	174	196	164
资本支出	63	0	0	0
长期投资	-2	0	0	0
其他	151	174	196	164
筹资活动现金流	-150	1490	31	443
短期借款	-240	-540	0	180
长期借款	359	500	400	400
普通股增加	0	303	0	0
资本公积增加	0	1872	0	0
其他	-269	-645	-369	-137
现金净增加额	292	1339	207	32

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5299	6342	7580	9284
营业成本	4233	4923	5845	7148
营业税金及附加	356	634	758	928
营业费用	79	100	125	146
管理费用	143	171	204	250
财务费用	64	18	18	-34
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	152	180	200	168
营业利润	561	677	830	1014
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	564	677	830	1014
所得税	143	169	207	254
净利润	422	508	622	761
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	421	508	622	761
EBITDA	713	767	921	984
EPS (元)	0.76	0.59	0.73	0.89

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	17.4%	19.7%	19.5%	22.5%
营业利润	20.9%	20.6%	22.6%	22.3%
归属于母公司净利润	11.4%	20.4%	22.6%	22.3%
获利能力				
毛利率	20.1%	22.4%	22.9%	23.0%
净利率	8.0%	8.0%	8.2%	8.2%
ROE	11.4%	8.1%	9.3%	10.4%
ROIC	19.0%	16.7%	17.7%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	66.5%	53.7%	55.0%	57.1%
净负债比率	36.46%	29.39%	30.86%	32.10%
流动比率	1.35	1.92	1.93	1.93
速动比率	0.50	0.82	0.78	0.72
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.58
应收账款周转率	14	15	15	15
应付账款周转率	3.94	3.76	3.79	3.85
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	0.73	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.38	-0.02	-0.67
每股净资产(最新摊薄)	4.31	7.30	7.82	8.51
估值比率				
P/E	28.34	23.53	19.19	15.70
P/B	3.24	1.91	1.78	1.64
EV/EBITDA	15	14	12	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-12-11	《天健集团-改革先锋，激励护航，转型大有可为》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434