

天健集团 (000090)
强烈推荐
行业：房地产开发

合作共赢，蓄势待发

公司公告 15 年营收 63.2 亿元 (+19%)，归母净利润 3.9 亿元 (-6.8%)，扣非净利 3.8 亿元 (+22%)。最新摊薄 EPS0.46 元 (-7%)，每 10 股派现 2 元、转增 4 股。

投资要点：

✧ **营收符合预期。**2015 年营收 63.2 亿元同比+19.2%，此前预期 63.4 亿元，归母净利润 3.93 亿元 (-6.8%)，扣非净利 3.78 亿元 (+21.6%，上年同期转让建工股权及减持“莱宝高科”股票共获得股权转让收益 1.44 亿元本期无)。其中房地产业务实现营收 28.9 亿元同增 36%，工程施工+8.3%、物业租赁-4.7%，毛利方面工程施工-20.3%、物业租赁-13.3%拖累业绩，房地产业务实现毛利 10.8 亿元同比增 37.3%，房地产业务毛利率 37.4%较上年提高 0.4 个百分点。公司房地产业务布局深圳、广州、上海、南宁、长沙和惠州六个城市，显著受益深圳、上海和惠州市场的量价齐升。在售项目中深圳未结转建面 2.4 万方，南宁、长沙和广州项目合计 21.6 万方。储备项目合计规划建面 115 万方、深圳 47 万方，其中仅天健工业园更新改造项目预计货值 200 亿元，2016 年底前开工建设；在上海有临港和南码头 2 个项目合计建面 9.2 万方，16 年预计可入市销售。富足的资源保障了公司业绩增长的可持续性。此外，公司在深圳核心区仍有少量旧改资源，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）和粤通狮头岭工业区（占地 1.4 万方）。

✧ **充分利用公司拥有的从建筑施工、地产开发到后续商业服务一体化全产业链城市运营经验，以及与深圳市国资集团的良好关系，拓展新资源发展路径。**此前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。**公司今日又同深圳市住房和建设局签约，双方将合作参与深圳市（含深汕合作区）保障性住房建设及棚户区改造、道路地下管廊建等城市公共基础设施建设一系列重点领域、重点项目的落实。**公司曾积极参与深圳市政府多项保障性住房建设，积累了丰富的经验。在 3 月 24 日报告中我们指出公司“**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，公司有望担当深圳旧改与棚改主力为外延发展奠基。**”这一逻辑得到继续验证。

✧ **财务保持稳健。**截至 15 年底资产负债率 63%较上年下降 3pc，净负债率提升 14 个百分点至 33%仍维持行业降低水平；货币资金 42 亿元，短债缺口仅 6.85 亿元。三项费用率 5.2%控制在较好水平。15 年成功定增募资 22 亿，并借此增强了国资控制力、员工持股及完成战略投资者的引入。

✧ **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。**现有产业地产项目达近百万方：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；**龙岗回龙埔项目工业用地**——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

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

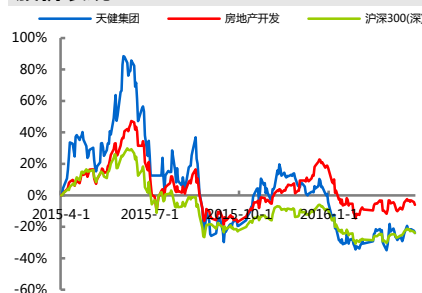
当前股价： 13.98

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)	120
流通市值(亿元)	77
成交量(百万股)	11.01
成交额(百万元)	151.95

股价表现



相关报告

《天健集团-资源富足受益价值重估，改革成行静待厚积薄发》2016-03-24

《天健集团-改革先锋，激励护航，转型大有可为》2015-12-11

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，营造永不落幕的汽车嘉年华；**收购取得 40% 股权的上海漕河泾南桥园区**——占地面积 25 万方。

- ✧ **国企改革成行，夯实基础做大做强。**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。公司正探索产业转型升级，由“基建+地产开发”转向“运营+服务”，增量服务打开成长空间。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。此外，公司进行的企业文化建设和对下属公司的激励也积累了发展的后劲。
- ✧ **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；**公司上下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 16-18 年 EPS0.56/0.72/0.96 元，对应当前股价 PE25/19/15 倍，6-12 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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6318	7771	9716	12237
收入同比(%)	19%	23%	25%	26%
归属母公司净利润	393	476	620	819
净利润同比(%)	-7%	21%	30%	32%
毛利率(%)	21.1%	22.0%	22.9%	23.7%
ROE(%)	6.4%	7.2%	8.8%	10.6%
每股收益(元)	0.46	0.56	0.72	0.96
P/E	30.46	25.12	19.28	14.60
P/B	1.94	1.80	1.69	1.55
EV/EBITDA	16	15	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司 15 年主要财务指标

图 1：经营情况

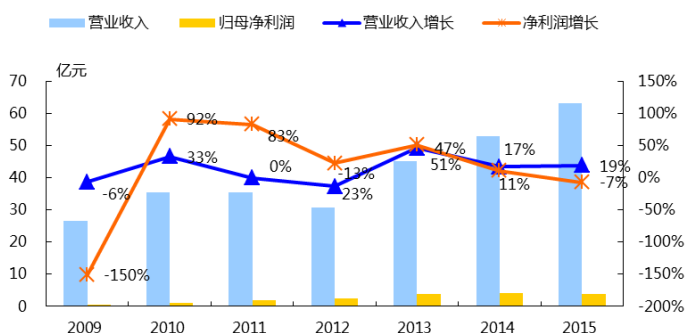


图 2：EPS 和 ROE

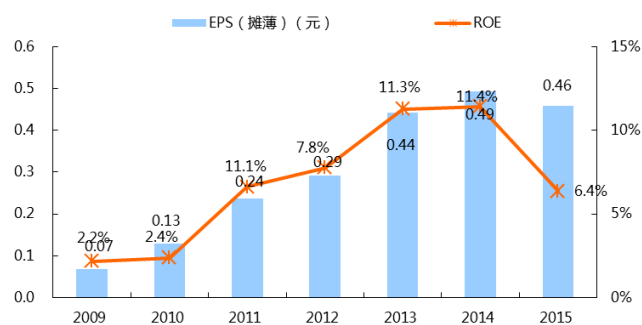


图 3：综合毛利率和净利率

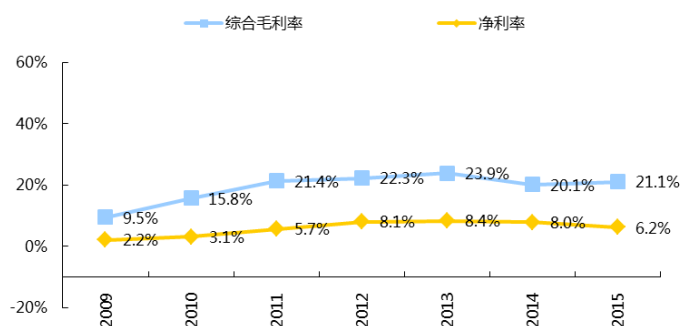


图 4：三费水平

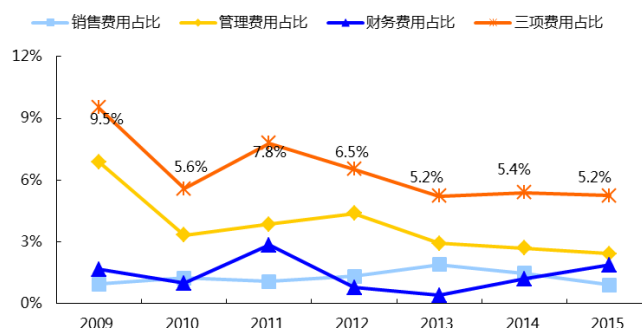


图 5：货币资金和短期负债

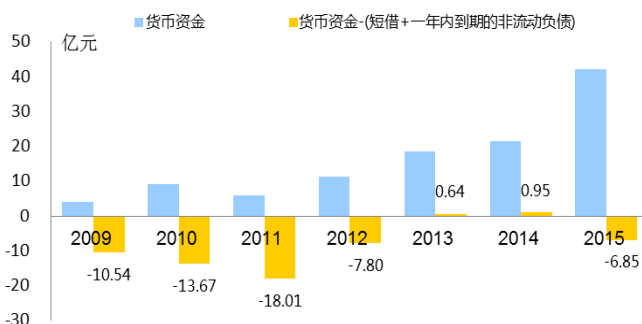
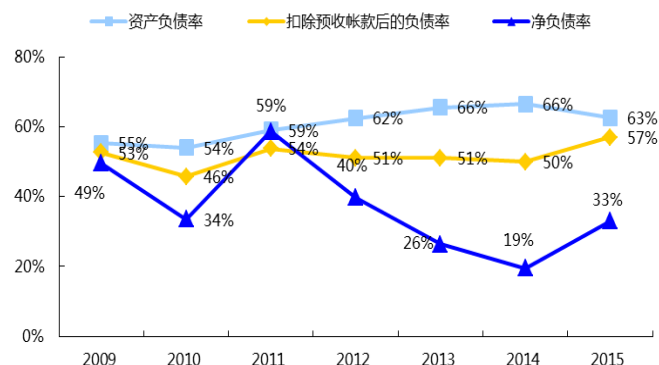


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	13575	12356	15336	19179
现金	4224	3108	3886	4895
应收账款	482	593	742	934
其它应收款	248	305	382	481
预付账款	397	463	584	721
存货	8207	7883	9739	12145
其他	16	3	3	4
非流动资产	2979	2644	2574	2571
长期投资	265	0	0	0
固定资产	174	108	42	42
无形资产	106	106	106	106
其他	2433	2429	2426	2422
资产总计	16554	15000	17911	21750
流动负债	8755	6562	9200	12388
短期借款	4144	1409	3668	5571
应付账款	1313	1598	1974	2462
其他	3298	3555	3558	4354
非流动负债	1601	1764	1587	1585
长期借款	1354	1354	1354	1354
其他	246	409	233	231
负债合计	10356	8326	10787	13973
少数股东权益	37	37	37	42
股本	856	856	856	856
资本公积	2623	2623	2623	2623
留存收益	1984	3159	3608	4256
归属母公司股东权益	6161	6637	7086	7735
负债和股东权益	16554	15000	17911	21750

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-2193	1940	-1061	-594
净利润	392	476	620	825
折旧摊销	83	69	69	3
财务费用	119	94	126	206
投资损失	-1	-100	-60	-80
营运资金变动	-2779	1407	-1819	-1546
其它	-7	-7	3	-2
投资活动现金流	-888	359	56	76
资本支出	83	0	0	0
长期投资	-316	-265	0	0
其他	-1120	94	56	76
筹资活动现金流	5164	-3415	1783	1526
短期借款	2604	-2736	2260	1903
长期借款	722	0	0	0
普通股增加	303	0	0	0
资本公积增加	1872	0	0	0
其他	-337	-679	-477	-377
现金净增加额	2083	-1116	778	1008

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6318	7771	9716	12237
营业成本	4983	6064	7491	9342
营业税金及附加	495	777	972	1224
营业费用	58	111	124	148
管理费用	154	189	237	298
财务费用	119	94	126	206
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	100	60	80
营业利润	503	635	827	1100
营业外收入	19	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	0	635	827	1100
所得税	129	159	207	275
净利润	392	476	620	825
少数股东损益	-0	0	0	5
归属母公司净利润	393	476	620	819
EBITDA	705	799	1022	1309
EPS (元)	0.46	0.56	0.72	0.96

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	19.2%	23.0%	25.0%	25.9%
营业利润	-10.3%	26.1%	30.3%	33.0%
归属于母公司净利润	-6.8%	21.2%	30.3%	32.1%
获利能力				
毛利率	21.1%	22.0%	22.9%	23.7%
净利率	6.2%	6.1%	6.4%	6.7%
ROE	6.4%	7.2%	8.8%	10.6%
ROIC	-	12.4%	11.6%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	62.6%	55.5%	60.2%	64.2%
净负债比率	60.48%	33.19%	46.56%	49.56%
流动比率	1.55	1.88	1.67	1.55
速动比率	0.61	0.68	0.61	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.49	0.59	0.62
应收账款周转率	14	14	15	15
应付账款周转率	3.95	4.17	4.19	4.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.72	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.56	2.27	-1.24	-0.69
每股净资产(最新摊薄)	7.20	7.76	8.28	9.04
估值比率				
P/E	30.46	25.12	19.28	14.60
P/B	1.94	1.80	1.69	1.55
EV/EBITDA	16	15	11	9

相关报告

报告日期	报告标题
2016-03-24	《天健集团-资源富足受益价值重估，改革成行静待厚积薄发》
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

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

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

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