

天健集团 (000090)

强烈推荐

行业：房地产开发

国资粤通资产整体注入，协同整合价值凸显

公司发布收购深圳市粤通建设工程有限公司 100%股权的公告。

投资要点：

✧ 公司 2014 年 9 月公司启动对粤通公司的收购，至今初步完成。拟 9.75 亿元及小部分可能的期后损益获得粤通公司 100%股权（转让价格包括评估净资产，粤通工业区与华富工业区两宗地块补充评估差额及期后损益三部分，其中净资产评估值为 7.07 亿元，前述两宗地块补充评估差额为 2.75 亿元，期后损益另行评估）。继天健集团在深国资旗下首次施行员工持股后，**本次收购也开启了深国资委旗下资源整合的新形式，粤通公司的资产及全部员工 496 人实现整体打包进入上市公司，符合深化国资国企改革的目标要求，体现了深圳市国资委对天健集团做强做优做大的支持。**

✧ 我们认为，具有以下积极意义：

第一，战略及业务上协同，扩大业务收入规模，提升主营业务核心竞争力。粤通是深圳最早的路桥专业施工单位之一，在市路桥施工、公路隧道养护、市政绿化等知名度高，尤其在桥道养护市场份额居前，承担超 1600 公里高、快速路和国、省道及 500 座桥梁的日常养护任务。收购粤通公司有助于进一步完善延伸公司产业链，拓展道路、桥梁和隧道养护等市政管养和运营服务新领域。同时能扩大业务规模、提高市场份额，提高行业集中度，巩固在深圳市属建筑领域的行业龙头地位。

第二，粤通旗下权属清晰的土地房产资源，开发价值高。本次收购 12 项物业总建面 6.7 万方，包括办公、商业、厂房宿舍等。其中最难得的是粤通狮头岭工业区和华富工业区可更新项目，合计收购的土地面积为 2.9 万方、现有建筑物面积 4.6 万方，补充评估价 4.57 亿元（两宗地块所在片区法定图则规划发生了变化，有别于工业用地现状评估）。假设按更新后容积率均为 3，则狮头岭工业区、华富工业区项目可新规划建面 8.7 万方，计容积率楼面地价仅 5250 元/平米。

第三，潜在资源整合价值。粤通公司房地产类资产共计 40 项，其中 28 项无法于短期内确权而剥离至深投控；另 12 项产权清晰，纳入粤通公司股权转让范围。为了便于管理和加快转让进程，委托给天健进行经营管理。这里涉及土地资产共 30 项，建筑面积约 20.5 万方。在委托经营管理期内，公司将受托经营的粤通公司土地资产继续开展权属梳理与完善工作，不排除在将来时机成熟时成为公司土地储备。

✧ 此前我们多次提示公司旧改资源重估的质变机遇，将不断通过收购整合积累优势资源。对粤通公司的整合证明此前我们的判断，公司有了好开局、好起步，以低成本获取粤通的业务协同和土地资源。根据深圳市规土委数据，深圳 6 月一手住宅均价 61756 元/平方米，环比涨 10.6%，同比涨 101%。按照 5 万元/平米保守估计，粤通公司 6.6 万方建筑物资源价值高达 33 亿元，远高于本次约 10 亿元的收购代价。短期业务协同能够增加公司建筑和物业租赁营业收入，中长期这些土地资源升级改造以及 20 万方潜在土地储备，都将为公司积蓄后发优势。

✧ 深国资控股优质上市平台，将持续受益国资资源整合和体制升级，着力夯实基础蓄势待发。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，拓展新资源发展新路径，新发展模式打破成长瓶颈，中长期估值提升空间将因此打开。考虑收购粤通资产带来增值 RNAV 由 14.7 元提升至 16.6 元/股。天健工业区百亿级旧改项目开工在即，后续其他旧改及收购整合也有望带来可观优质项目，增厚公司价值。预测 16-18 年 EPS0.40/0.51/0.68 元，对应当前股价 PE24/19/14 倍，6-12 个月目标价 14 元，再次“强烈推荐”。

✧ **风险提示：**因行业及政策变化，对粤通公司的资产、业务等资源整合具有不确定性

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： 14

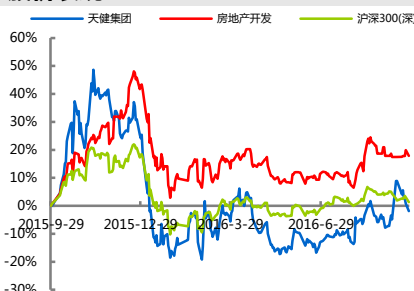
当前股价： 10.04

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,198
流通股本(百万股)	774
总市值(亿元)	120
流通市值(亿元)	78
成交量(百万股)	17.73
成交额(百万元)	175.26

股价表现



相关报告

《天健集团-百亿旧改项目开工在即，仍有其他更新项目》2016-09-11

《天健集团-积累后劲，深蹲待跃》
2016-08-22

《天健集团-厚积薄发，分享改革红利》
2016-08-03

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	474	615	812
净利润同比(%)	-7%	21%	30%	32%
毛利率(%)	21.1%	22.0%	22.9%	23.7%
ROE(%)	6.4%	7.3%	9.0%	11.0%
每股收益(元)	0.33	0.40	0.51	0.68
P/E	30.62	25.35	19.55	14.80
P/B	1.95	1.86	1.76	1.62
EV/EBITDA	17	15	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

表 本次从粤通公司收购的土地物业资源

序号	物业名称	物业位置	物业用途	建筑面积 (m ²)
1	龙华粤通工业厂区综合楼、厂房及宿舍 (狮头岭厂房、宿舍)	深圳龙华街道三联村	厂房、宿舍	16,656.39
2	龙华华富工业区 (华富厂房、宿舍)	深圳龙华新区大浪街道	厂房、宿舍	29,491.08
3	隆盛花园S1商场	深圳横岗四联路以东	商业	282.86
4	翠竹路九号大院综合楼1栋一层	深圳罗湖区翠竹路以西	商业	392.64
	翠竹路九号大院7栋首层	深圳罗湖区翠竹路以西	商业	353.1
5	锦星别墅	深圳市罗湖区文锦渡	别墅	403.76
6	公路局综合楼1栋 (大横坑1栋)	深圳市罗湖区翠山路77号大院	办公	2,925.25
	公路工程总队综合楼 (大横坑综合楼)	深圳市罗湖区翠山路77号大院	办公	3,168.45
7	盐田沙头角办公宿舍综合楼局、办公住宅 楼 (沙头角综合楼)	深圳盐田区沙头角	综合楼	4,413.95
8	晒布路十一巷169-170首层 (罗湖区立新 路十巷169-170号首层)	深圳罗湖区晒布路西侧	住宅	306.55
9	罗湖区晒布路天富楼8号铺位	深圳罗湖区晒布路西侧	商住	40.00
10	罗湖区文锦北路田苑综合楼52-105、 /106//107//108/53-101、53-102	深圳罗湖区文锦北路以东	商业	337.60
11	公路局沙头班宿舍楼1栋102、103、105、 106 (沙头班宿舍楼首层)	深圳福田区新洲九街	住宅	299.14
	公路局沙头班宿舍楼1栋第一层 (沙头班 宿舍楼首层管理房)	深圳福田区新洲九街	住宅	142.34
12	石岩厂房	深圳宝安区石岩街道天宝路以东	厂房、宿舍	6,674.40
合 计				65,887.51

资料来源：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	12319	15290	19121
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	7846	9692	12087
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	14963	17864	21692
流动负债	8755	6698	9400	12652
短期借款	4144	1544	3868	5836
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	8461	10988	14237
少数股东权益	37	36	36	42
股本	856	1198	1198	1198
资本公积	2623	2281	2281	2281
留存收益	1984	2986	3362	3934
归属母公司股东权益	6161	6465	6840	7413
负债和股东权益	16554	14963	17864	21692

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-2193	1978	-1050	-580
净利润	392	474	615	818
折旧摊销	83	69	69	3
财务费用	119	97	132	215
投资损失	-1	-100	-60	-80
营运资金变动	-2779	1421	-1853	-1590
其它	-7	17	46	54
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	-3453	1772	1513
短期借款	2604	-2600	2324	1967
长期借款	722	0	0	0
普通股增加	303	342	0	0
资本公积增加	1872	-342	0	0
其他	-337	-853	-552	-454
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	97	132	215
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	632	820	1090
营业外收入	19	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	521	632	820	1090
所得税	129	158	205	273
净利润	392	474	615	818
少数股东损益	-0	-0	0	5
归属母公司净利润	393	474	615	812
EBITDA	705	799	1022	1309
EPS (元)	0.46	0.40	0.51	0.68

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%	25.6%	29.8%	32.9%
归属于母公司净利润	-6.8%	20.8%	29.7%	32.0%
获利能力				
毛利率	21.1%	22.0%	22.9%	23.7%
净利率	6.2%	6.1%	6.3%	6.6%
ROE	6.4%	7.3%	9.0%	11.0%
ROIC	7.9%	12.5%	11.7%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	62.6%	56.6%	61.5%	65.6%
净负债比率	60.48%	34.26%	47.53%	50.50%
流动比率	1.55	1.84	1.63	1.51
速动比率	0.61	0.66	0.59	0.55
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	13	12	13	13
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)	0.33	0.40	0.51	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.83	1.65	-0.88	-0.48
每股净资产(最新摊薄)	5.14	5.40	5.71	6.19
估值比率				
P/E	30.62	25.35	19.55	14.80
P/B	1.95	1.86	1.76	1.62
EV/EBITDA	17	15	11	9

相关报告

报告日期	报告标题
2016-09-11	《天健集团-百亿旧改项目开工在即，仍有其他更新项目》
2016-08-22	《天健集团-积累后劲，深蹲待跃》
2016-08-03	《天健集团-厚积薄发，分享改革红利》
2016-05-03	《天健集团-棚改和管廊建设重大突破，城市运营商又进一步》
2016-04-26	《天健集团-销售开门红，减持莱宝高科稳增业绩》
2016-03-30	《天健集团-合作共赢，蓄势待发》
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、城投控股、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,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,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

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