

天健集团 (000090)
强烈推荐
行业：房地产开发

积累后劲，深蹲待跃

公司公告 16 半年报，营收 24.19 亿元-11.65%，归母净利润 1.77 亿元-19.6%，EPS0.15 元。

投资要点：

- ✧ **房地产项目可结转面积减少致收入减少，但减持莱宝高科投资收益显著对冲利润的下滑。**上半年营收 24.19 亿元同比-11.65%，归母净利润 1.77 亿元-19.62%，扣非净利润 0.77 亿元-63.74%。作为主要利润来源的房地产项目营收 7.27 亿元-34.29%，毛利率 40.09%持平上年；建筑业务收入 18.01 亿元+10.61%，毛利率 7.73%比上年同期增 2.54 个百分点。投资收益 1.21 亿元同比大增 8,423%，主要是出售莱宝高科股票所得，尚余 5896.7 万股，占莱宝高科总股本的 8.35%，市值 6.6 亿元，拟 3 年内全部减持将有效增厚利润。
- ✧ **财务保持稳健。**资产负债率 63%，剔除预收款资产负债率 57%，净负债率仅 36% 较 15 年底提高 3 个百分点；货币资金 38.3 亿元，短债缺口仅 1.9 亿元；期末预收款 9.95 亿元，全年结算业绩锁定不足，但考虑到结算周期及减持股票收益，全年业绩仍将维持增长。三费率占比 7.8%，较上年同期提高 3.4 个百分点，主要是期财务费用增加 7439 万元，因 15 年下半年土地储备增加，如深圳西丽曙光汽车城项目、上海南码头项目等，动工前该等项目占用的借款资金成本需计入财务费用。
- ✧ **房地产项目储备丰富，尤其深圳项目的顺利推进将加速业绩释放并显著增厚公司估值。**我们统计公司未结算建面合计超 200 万方，上半年销售面积 8.3 万方，而 15 全年实际销售 9.1 万方。主要在售项目位于惠州、广州和南宁等地，上海天健萃园下半年将开售，预计将带来全年销售额的大幅增长。**公司深圳几个重要项目值得关注：**1) 天健工业片区城市更新单元一期改造项目的拆迁谈判问题解决，并于 7 月 31 日完成片区拆除工作。预计 16 年内完成地价补交、办证等工作，年底开工。规划计容积率建面 20.6 万方，预计可为公司贡献超 40 亿元利润。2) 8 月安托山项目获批建面由 1.8 万平提升为 4 万平；3) 龙岗区回龙埔地块由 4.9 万平调整为 9.8 万平米的申请正办理中；4) 正式启动福田区香蜜新村和市政大院的更新改造工作；景田综合市场完成装修改造；5) 粤通公司收购整合将于下半年完成，粤通旗下有部分土地资源，如华富（占地 3.6 万方）和狮头岭工业区（占地 1.4 万方）。
- ✧ **深国资控股的优质上市平台，持续受益资源整合和体制升级，不断夯实基础蓄势待发。**公司传统建筑施工业务优势显著，积极由“建筑+施工”向“运营+服务”的城市综合运营服务商转型，有望持续受益资源的整合和业务升级。公司是深圳国企改革先锋，15 年通过系列资本运作增强国资控制权至约 41%；引入战略投资者、员工持股。未来通过与深巴士、住房和建设局、中交等合作，拓展业务空间和资源。
- ✧ **我们认为，公司正夯实基础做大做强，厚积薄发，新发展模式打破成长瓶颈，长期估值提升可期。**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。发挥自身优势，增强核心竞争力。**RNAV14.2 元/股，深圳旧改及收购整合有望带来可观的优质项目，并增厚公司价值。**预测 16-18 年 EPS0.40/0.51/0.68 元，对应当前股价 PE25/19/14 倍，6-12 个月目标价 14 元，继续“强烈推荐”。
- ✧ **风险提示：**国企改革进度不及预期，棚改项目进度滞后。

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	29.64	24.54	18.93	14.33
P/B	1.89	1.80	1.70	1.57
EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

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

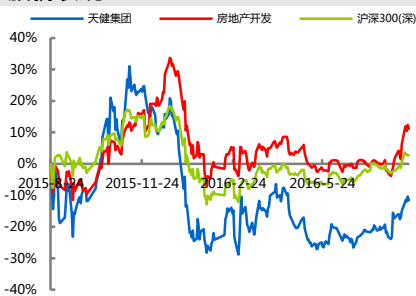
当前股价： 9.72

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)	116
流通市值(亿元)	75
成交量(百万股)	17.32
成交额(百万元)	171.55

股价表现



相关报告

《天健集团- 厚积薄发，分享改革红利》

2016-08-03

《天健集团-棚改和管廊建设重大突破，城市运营商又进一步》2016-05-03

《天健集团-销售开门红，减持莱宝高科 稳增业绩》2016-04-26

附：2016H 主要财务指标

图 1 经营情况

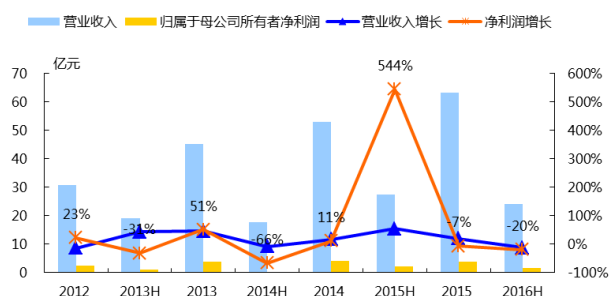


图 2 EPS 和 ROE

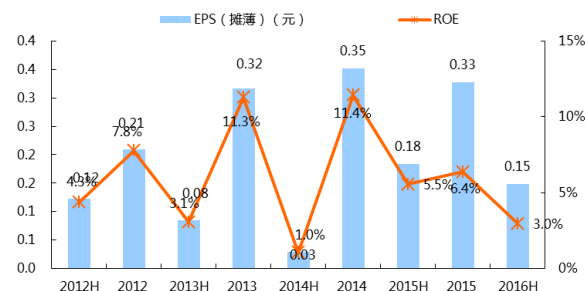


图 3 综合毛利率和净利率

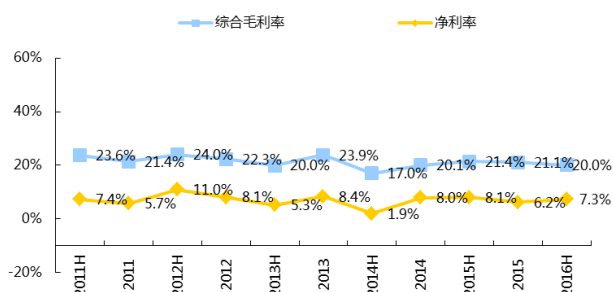


图 4 三费水平

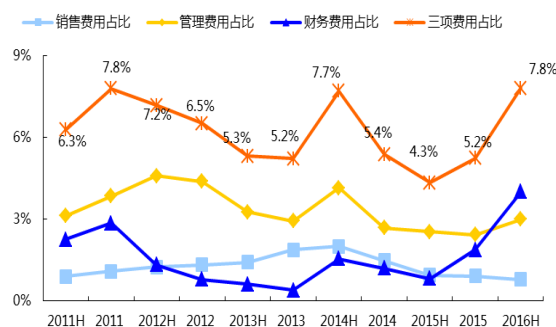


图 5 货币资金和短期负债

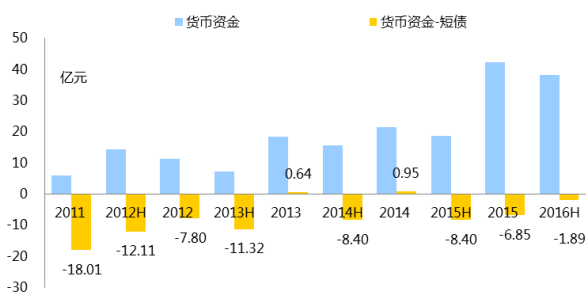
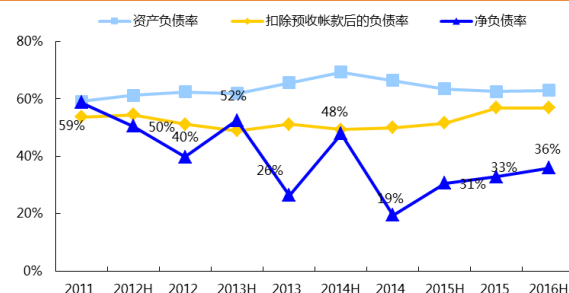


图 6 负债水平



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

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	29.64	24.54	18.93	14.33
P/B	1.89	1.80	1.70	1.57
EV/EBITDA	16	14	11	9

相关报告

报告日期	报告标题
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