

# 天健集团 (000090)

证券研究报告

2017年05月02日

## 一季度业绩超预期，各业务发展全线提速

### 一季度业绩超预期，城市服务板块发展提速

**1) 营收利润双升：**一季度营业收入和净利润大幅提升，业绩超过市场预期，保守预计17年全年净利润超过5个亿；**2) 物业服务收入翻倍：**天健物业一季度实现营业收入10,033万元，同比增长109.69%，通过招投标及合同续签新增拓展项目19个。天健科技大厦招商中心于2017年3月30日正式开放，未来物业营收将进一步提升；**3) 罗湖棚改项目进度超预期：**截止2017年3月底，罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目，签约率突破97%，8.7万人已经搬离，进展速度超出各方预期。

### 建筑施工模式转型成功，毛利有望提升

**1) 转型升级，未来可期：**公司建筑业务从施工向总承包升级，在传统市政工程优势基础上，聚焦建筑施工模式转型，今年一季度中标2个EPC项目，包括深圳市布吉河流域综合治理工程“EPC+O”项目、深圳机场三跑道扩建工程场地陆域形成及软基处理工程EPC项目等；**2) 与优势企业合作，拓展业务：**天健集团进一步与央企合作，抓紧布局围填海、海绵城市、综合管廊、流域治理等新型业务领域。**3) 毛利率将提升，新建项目增多：**未来建筑业务毛利有望从5%提升到8%。截止一季度末，在建工程共69项，合同造价162亿，一季度新开项目42亿元。

### 地产业务结转面积提升，项目储备优质

**1) 结转面积提升，助力营收翻倍：**2017年一季度，累计实现结算面积3.97万<sup>2</sup>，同比增长159.76%。实现营业收入9.5亿元，同比增长233.75%；**2) 项目储备毛利高：**公司在建和储备项目共14个，其中9个位于一线城市，项目储备优质。长短周期的项目合理搭配，商住项目11个，产业项目3个。深圳天健天骄项目总投资在76亿元，可售面积17.92万平方米，预计2019年完工，毛利率保守估计50%-80%；**3) 资金充足：**公司目前货币资金30亿元，比去年年底下降5亿，有充足资金用于项目建设开发。

### 盈利预测及投资评级

公司17年一季度业绩超预期，全年收入和毛利率有望大幅增长，未来增长潜力较大。2017/18/19年，公司EPS分别为0.42、0.59、0.68元，对应PE为24.79、17.76、15.30。公司每股RNAV为14.98元，当前股价较RNAV折价30%，维持“买入”评级。

**风险提示：**城市更新项目时间进度存在不确定性；地产政策调控使销售不及预期

| 财务数据和估值     | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E     |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 6,317.78 | 6,209.02 | 7,987.28 | 9,021.32 | 11,085.60 |
| 增长率(%)      | 19.23    | (1.72)   | 28.64    | 12.95    | 22.88     |
| EBITDA(百万元) | 701.72   | 882.12   | 1,020.10 | 1,395.57 | 1,684.16  |
| 净利润(百万元)    | 392.73   | 446.52   | 504.41   | 704.24   | 817.27    |
| 增长率(%)      | (6.82)   | 13.70    | 12.97    | 39.62    | 16.05     |
| EPS(元/股)    | 0.33     | 0.37     | 0.42     | 0.59     | 0.68      |
| 市盈率(P/E)    | 31.84    | 28.01    | 24.79    | 17.76    | 15.30     |
| 市净率(P/B)    | 2.03     | 1.99     | 2.04     | 1.88     | 1.70      |
| 市销率(P/S)    | 1.98     | 2.01     | 1.57     | 1.39     | 1.13      |
| EV/EBITDA   | 20.40    | 14.59    | 16.68    | 10.96    | 12.53     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 房地产/房地产开发 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级)  |
| 当前价格  | 10.44元    |
| 目标价格  | 12.6元     |
| 上次目标价 | 12.6元     |

### 基本数据

|             |            |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股)  | 1,197.79   |
| 流通A股股本(百万股) | 773.54     |
| A股总市值(百万元)  | 12,504.88  |
| 流通A股市值(百万元) | 8,075.78   |
| 每股净资产(元)    | 5.51       |
| 资产负债率(%)    | 67.23      |
| 一年内最高/最低(元) | 13.59/8.20 |

### 作者

**王茜** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516090005  
wangqian@tfzq.com  
**付雅婷** 联系人  
fuyating@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《天健集团-公司深度研究:城市更新助力腾飞，大建设联动提升业绩》  
2017-04-12

## 1. 事件

公司披露 2017 年一季报，一季度公司实现营业收入 18 亿元，同比增长 48.46%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.54 亿元，同比增长 500.71%；EPS 为 0.21 元。毛利率由去年同期 21.5%提升到 40%，期末总资产 203 亿元，较 2016 年年末增长 5.26%。

## 2. 一季度业绩超预期，城市服务板块发展提速

### 2.1. 营收利润双升

一季度营业收入和净利润大幅提升，业绩超过市场预期，保守预计 17 年全年净利润超过 5 个亿。公司 16 年净利率 7.19%，毛利率 22.2%；受结算结构的影响，17 年一季度净利率达到 14%，毛利率达到 39%，全年预计净利率和毛利率会超过 16 年。一季度末，公司资产负债率 67.2%，较去年同期上升了 5.22 个百分点，但仍维持在行业相对较低水平。

### 2.2. 物业服务收入翻倍

天健物业一季度实现营业收入 10,033 万元，同比增长 109.69%，通过招投标及合同续签新增拓展项目 19 个。天健科技大厦招商中心于 2017 年 3 月 30 日正式开放，未来物业营收将进一步提升。

### 2.3. 罗湖棚改项目进度超预期

截止 2017 年 3 月底，罗湖“二线插花地”棚户区改造服务项目，签约率突破 97%，8.7 万人已经撤离，进展速度超出各方预期。

## 3. 建筑施工模式转型成功，毛利有望提升

### 3.1. 建筑业务营收下滑，转型升级未来可期

2017 年一季度，公司建筑施工业务实现营业收入 8.97 亿元，同比下降 6.81%；目前建筑业务在营改增下处于转型升级，企业从施工向总承包升级。天健集团在传统市政工程优势基础上，聚焦建筑施工模式转型，今年一季度中标 2 个 EPC 项目，包括深圳市布吉河流域综合治理工程“EPC+O”项目、深圳机场三跑道扩建工程场地陆域形成及软基处理工程 EPC 项目等。

### 3.2. 与优势企业合作，拓展业务

天健集团进一步与央企合作，抓紧布局围填海、海绵城市、综合管廊、流域治理等新型业务领域。

### 3.3. 毛利率将提升，新建项目增多

未来建筑业务毛利有望从 5%提升到 8%。截止一季度末，在建工程共 69 项，合同造价 162 亿，一季度新开项目 42 亿元。

## 4. 地产业务结转面积提升，项目储备优质

### 4.1. 结转面积提升，助力营收翻倍

2017 年一季度，累计实现结算面积 3.97 万 $m^2$ ，同比增长 159.76%。实现营业收入 9.5 亿元，同比增长 233.75%，主要结转项目来自 2017 年 2 月挂牌出售深圳市香蜜三村 5 号楼 1-4 层、长沙市天健芙蓉盛世 H 栋 1-4 层两项早期物业，实现营业收入 5.8 亿元（税后）。

### 4.2. 在建项目历史新高，项目储备毛利高

公司在建和储备项目共 14 个，其中 9 个位于一线城市，项目储备优质。长短周期的项目合理搭配，商住项目 11 个，产业项目 3 个。深圳天健天骄项目总投资在 76 亿元，可售面积 17.92 万平方米，预计 2019 年完工，而包括天健公馆，香蜜新村，市政大院更新改造工程，毛利率保守估计 50%-80%。

### 4.3. 现有资金充足

公司目前货币资金 30 亿元，比去年年底下降 5 亿，有充足资金用于项目建设开发。

## 5. 盈利预测

公司 17 年一季度业绩超预期，全年收入和毛利率有望大幅增长。我们看好城市更新为公司带来的新的机遇，以及公司在深圳丰富的资源储备；看好公司建筑施工未来经营效率和盈利能力的提升以及棚户区改造等市政服务的潜在价值。公司 17 年业绩发力可期，未来增长潜力较大。2017/18/19 年，公司 EPS 分别为 0.42、0.59、0.68 元，对应 PE 为 24.9、17.7、15.4。公司每股 RNAV 为 14.98 元，当前股价较 RNAV 折价 30%，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

城市更新项目时间进度存在不确定性；地产政策调控使销售不及预期

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2015             | 2016             | 2017E            | 2018E            | 2019E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 4,224.43         | 3,585.79         | 4,792.37         | 5,412.79         | 6,651.36         |
| 应收账款            | 730.54           | 836.30           | 933.92           | 1,132.86         | 1,465.16         |
| 预付账款            | 396.58           | 79.62            | 750.45           | 79.72            | 903.45           |
| 存货              | 8,207.03         | 11,110.25        | 13,530.69        | 13,400.53        | 20,897.52        |
| 其他              | 16.48            | 6.19             | 25.32            | 40.69            | 46.70            |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>13,575.07</b> | <b>15,618.15</b> | <b>20,032.75</b> | <b>20,066.59</b> | <b>29,964.19</b> |
| 长期股权投资          | 265.21           | 264.09           | 264.09           | 264.09           | 264.09           |
| 固定资产            | 174.05           | 248.10           | 427.93           | 514.78           | 526.14           |
| 在建工程            | 111.36           | 276.60           | 178.30           | 129.15           | 89.58            |
| 无形资产            | 106.39           | 120.88           | 113.74           | 106.59           | 99.45            |
| 其他              | 2,321.74         | 2,762.81         | 2,691.62         | 2,702.75         | 2,712.41         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>2,978.76</b>  | <b>3,672.48</b>  | <b>3,675.68</b>  | <b>3,717.36</b>  | <b>3,691.65</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>16,553.82</b> | <b>19,290.63</b> | <b>23,708.43</b> | <b>23,783.95</b> | <b>33,655.84</b> |
| 短期借款            | 4,144.30         | 3,440.00         | 6,842.82         | 7,249.62         | 12,991.48        |
| 应付账款            | 2,341.93         | 3,411.68         | 2,346.52         | 4,197.87         | 4,338.32         |
| 其他              | 2,268.86         | 2,287.10         | 3,841.55         | 2,589.50         | 4,562.49         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>8,755.10</b>  | <b>9,138.78</b>  | <b>13,030.89</b> | <b>14,036.98</b> | <b>21,892.30</b> |
| 长期借款            | 1,354.48         | 3,704.31         | 4,393.90         | 2,889.59         | 4,208.32         |
| 应付债券            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他              | 246.12           | 111.91           | 120.00           | 150.00           | 160.00           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>1,600.60</b>  | <b>3,816.22</b>  | <b>4,513.90</b>  | <b>3,039.59</b>  | <b>4,368.32</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>10,355.69</b> | <b>12,955.00</b> | <b>17,544.80</b> | <b>17,076.57</b> | <b>26,260.62</b> |
| 少数股东权益          | 36.80            | 45.77            | 45.49            | 44.95            | 44.36            |
| 股本              | 855.56           | 1,197.79         | 1,197.79         | 1,197.79         | 1,197.79         |
| 资本公积            | 2,623.07         | 2,280.85         | 2,280.85         | 2,280.85         | 2,280.85         |
| 留存收益            | 4,606.72         | 4,539.90         | 4,920.36         | 5,464.64         | 6,153.09         |
| 其他              | (1,924.02)       | (1,728.67)       | (2,280.85)       | (2,280.85)       | (2,280.85)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>6,198.13</b>  | <b>6,335.63</b>  | <b>6,163.64</b>  | <b>6,707.37</b>  | <b>7,395.23</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>16,553.82</b> | <b>19,290.63</b> | <b>23,708.43</b> | <b>23,783.95</b> | <b>33,655.84</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2015              | 2016            | 2017E             | 2018E             | 2019E             |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 392.38            | 446.14          | 504.41            | 704.24            | 817.27            |
| 折旧摊销           | 82.58             | 89.91           | 95.62             | 139.45            | 175.36            |
| 财务费用           | 126.65            | 187.72          | 228.30            | 246.83            | 338.11            |
| 投资损失           | (0.99)            | (110.16)        | (10.00)           | 0.00              | 0.00              |
| 营运资金变动         | (2,774.93)        | (1,210.06)      | (2,899.45)        | 1,204.75          | (6,545.24)        |
| 其它             | (18.83)           | (134.62)        | (0.28)            | (0.54)            | (0.59)            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(2,193.14)</b> | <b>(731.08)</b> | <b>(2,081.40)</b> | <b>2,294.73</b>   | <b>(5,215.09)</b> |
| 资本支出           | 375.18            | 490.12          | 161.91            | 140.00            | 130.00            |
| 长期投资           | 265.21            | (1.13)          | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (1,528.16)        | (1,238.05)      | (321.91)          | (310.00)          | (270.00)          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(887.76)</b>   | <b>(749.06)</b> | <b>(160.00)</b>   | <b>(170.00)</b>   | <b>(140.00)</b>   |
| 债权融资           | 6,263.58          | 7,584.31        | 11,936.72         | 10,839.21         | 17,899.80         |
| 股权融资           | 2,089.63          | (315.17)        | (780.48)          | (246.83)          | (338.11)          |
| 其他             | (3,188.83)        | (6,427.66)      | (7,708.26)        | (12,096.69)       | (10,968.03)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>5,164.38</b>   | <b>841.48</b>   | <b>3,447.98</b>   | <b>(1,504.31)</b> | <b>6,593.66</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2,083.48</b>   | <b>(638.66)</b> | <b>1,206.58</b>   | <b>620.42</b>     | <b>1,238.57</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2015            | 2016            | 2017E           | 2018E           | 2019E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>6,317.78</b> | <b>6,209.02</b> | <b>7,987.28</b> | <b>9,021.32</b> | <b>11,085.60</b> |
| 营业成本             | 4,982.50        | 4,831.80        | 6,160.23        | 6,640.58        | 8,231.53         |
| 营业税金及附加          | 494.79          | 454.67          | 583.07          | 703.66          | 831.42           |
| 营业费用             | 57.77           | 55.17           | 103.83          | 135.32          | 166.28           |
| 管理费用             | 153.93          | 164.11          | 215.66          | 270.64          | 332.57           |
| 财务费用             | 119.36          | 168.30          | 228.30          | 246.83          | 338.11           |
| 资产减值损失           | 7.15            | 18.07           | 10.00           | 15.00           | 15.00            |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 投资净收益            | 0.99            | 110.16          | 10.00           | 0.00            | 0.00             |
| 其他               | (1.97)          | (220.33)        | (20.00)         | 0.00            | (0.00)           |
| <b>营业利润</b>      | <b>503.26</b>   | <b>627.06</b>   | <b>696.18</b>   | <b>1,009.29</b> | <b>1,170.68</b>  |
| 营业外收入            | 19.28           | 28.77           | 6.00            | 1.00            | 1.00             |
| 营业外支出            | 1.41            | 11.09           | 2.00            | 5.00            | 5.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>521.13</b>   | <b>644.74</b>   | <b>700.18</b>   | <b>1,005.29</b> | <b>1,166.68</b>  |
| 所得税              | 128.74          | 198.60          | 196.05          | 301.59          | 350.01           |
| <b>净利润</b>       | <b>392.38</b>   | <b>446.14</b>   | <b>504.13</b>   | <b>703.70</b>   | <b>816.68</b>    |
| 少数股东损益           | (0.35)          | (0.38)          | (0.28)          | (0.54)          | (0.59)           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>392.73</b>   | <b>446.52</b>   | <b>504.41</b>   | <b>704.24</b>   | <b>817.27</b>    |
| 每股收益(元)          | 0.33            | 0.37            | 0.42            | 0.59            | 0.68             |

| 主要财务比率         | 2015    | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 营业收入           | 19.23%  | -1.72% | 28.64% | 12.95% | 22.88% |
| 营业利润           | -10.35% | 24.60% | 11.02% | 44.97% | 15.99% |
| 归属于母公司净利润      | -6.82%  | 13.70% | 12.97% | 39.62% | 16.05% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 毛利率            | 21.14%  | 22.18% | 22.87% | 26.39% | 25.75% |
| 净利率            | 6.22%   | 7.19%  | 6.32%  | 7.81%  | 7.37%  |
| ROE            | 6.37%   | 7.10%  | 8.24%  | 10.57% | 11.12% |
| ROIC           | 21.28%  | 9.30%  | 8.77%  | 8.27%  | 11.18% |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 62.56%  | 67.16% | 74.00% | 71.80% | 78.03% |
| 净负债率           | 37.80%  | -2.09% | 28.96% | 12.16% | 11.15% |
| 流动比率           | 1.55    | 1.71   | 1.54   | 1.43   | 1.37   |
| 速动比率           | 0.61    | 0.49   | 0.50   | 0.47   | 0.41   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 9.38    | 7.93   | 9.02   | 8.73   | 8.53   |
| 存货周转率          | 0.94    | 0.64   | 0.65   | 0.67   | 0.65   |
| 总资产周转率         | 0.46    | 0.35   | 0.37   | 0.38   | 0.39   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.33    | 0.37   | 0.42   | 0.59   | 0.68   |
| 每股经营现金流        | -1.83   | -0.61  | -1.74  | 1.92   | -4.35  |
| 每股净资产          | 5.14    | 5.25   | 5.11   | 5.56   | 6.14   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |        |
| 市盈率            | 31.84   | 28.01  | 24.79  | 17.76  | 15.30  |
| 市净率            | 2.03    | 1.99   | 2.04   | 1.88   | 1.70   |
| EV/EBITDA      | 20.40   | 14.59  | 16.68  | 10.96  | 12.53  |
| EV/EBIT        | 22.99   | 16.18  | 18.41  | 12.17  | 13.99  |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                           | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                    | 邮编：201204                      | 邮编：518017                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889           | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-82566970         |
|                      | 传真：(8627)-87618863           | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-23913441         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com         | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |