

天健集团 (000090)

各项业务稳健发展，毛利率下降拖累业绩

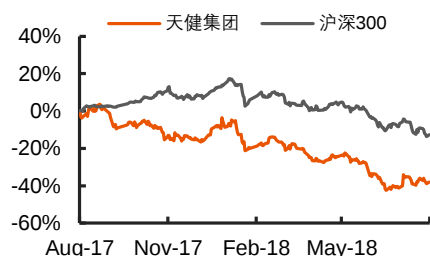
强烈推荐（维持）

现价：5.95 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.tagen.cn
大股东/持股	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会/23.47%
实际控制人	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,437
流通 A 股(百万股)	928
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	85.52
流通 A 股市值(亿元)	55.23
每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	75

行情走势图



相关研究报告

《天健集团*000090*结算周期致业绩滑落，全年依旧乐观》 2018-04-23

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文 一般从业资格编号
S1060118080013
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司公布2018年中报，上半年实现营业收入34.6亿元，同比增长11.2%，归属于上市公司股东净利润2.04亿元，同比下降41%，实现EPS0.14元，低于市场预期。

平安观点：

- **地产结算毛利率下降拖累业绩，高竣工规模保障全年业绩。**上半年营收同比增长 11.2%，净利润同比降 41%，业绩大幅下降主要因：1）由于结算结构变化，地产业务毛利率同比下降 32 个百分点至 30.9%，带动整体毛利率同比降 15.3 个百分点至 19.8%；2）期间费用率同比上升 1 个百分点至 8%；3）投资收益同比减少 1.1 亿。考虑高毛利率的深圳天健公馆、广州天健汇、南宁西班牙小镇均在年内竣工，全年业绩仍有望延续高增长。
- **推盘节奏影响销售表现，全年仍有望增长。**公司房地产业务主要分布在深圳、上海、长沙、南宁、惠州、广州六大城市，由于推盘节奏安排，上半年实现销售面积 7.8 万平米，同比下降 47.6%；其中南宁天健城为主要销售贡献，占比达 57.8%。7 月深圳天健公馆、广州天健汇等高货值项目已相继入市，预计全年销售金额仍有望实现增长。由于天健天骄等项目开工支出较多，叠加销售额下降，期内经营性净现金流净流出 20 亿。期内公司并未补充地块，期末累计在售未结转、在建及储备项目建面 316.1 万平，其中纯土储 46.5 万平。
- **各项业务平稳增长，积极拓展棚改业务机会。**期内城市建筑业务营收同比增长 23.5%，传统建筑施工业务门槛较低，市场低成本无序竞争激烈，近年逐步加快从施工承包商向工程总包商转型升级，预计未来毛利率有望提升。公司 2017 年 11 月正式进入住房租赁领域，期内加大长租公寓项目拓展力度，考察多个住房租赁项目，梳理房源近 2,000 套，实现物业租赁收入 1.21 亿元。期内新增物业管理项目 36 个，新增管理面积 454.8 万平，

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,209	6,750	8,923	12,956	16,998
YoY(%)	-1.7	8.7	32.2	45.2	31.2
净利润(百万元)	446.5	602	990	2,123	2,657
YoY(%)	13.7	34.7	64.6	114.3	25.2
毛利率(%)	22.2	26.1	28.9	37.0	36.8
净利率(%)	7.2	8.9	11.1	16.4	15.6
ROE(%)	7.0	9.1	13.5	23.2	23.0
EPS(摊薄/元)	0.31	0.42	0.69	1.48	1.85
P/E(倍)	19.2	14.2	8.6	4.0	3.2
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	0.9	0.7

进入北京物业管理市场，实现一线城市全覆盖，实现物业管理收入 2.3 亿。期末罗湖棚改项目实现签约率超 99.9%，以罗湖棚改品牌优势为依托，借助天健集团优质平台，期内拓展 12 个棚改新项目，项目涉及罗湖、宝安、福田、龙岗、坪山五个区，未来有望成为公司新的业绩增长点。

- **投资建议：**上半年受结算结构影响，公司业绩同比下滑，但考虑高毛利率的深圳天健公馆、等项目期内均将迎来结算，同时下半年仍有 37 万平项目竣工，远高于 2017 年实际结转面积（9.9 万平），全年业绩仍有望延续增长。由于上半年结算项目毛利率低于此前预期，下调公司 2018–2020 年盈利预测，预计 2018–2020 年 EPS 分别为 0.69（–0.32）元、1.48（–0.61）元和 1.85（–0.84），当前股价对应 PE 分别为 8.6 倍、4.0 倍和 3.2 倍。公司 2018–2019 年将迎来多个高毛利项目的入市和结算，目前市值仅 85.5 亿，且超过 40%的土地储备位于粤港澳大湾区，有望受益粤港澳大湾区建设，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1）目前按揭利率连续 19 个月上行，置业成本上升或带来购买力恶化风险进而影响销售表现。2）建筑施工领域行业壁垒低，竞争激烈，原材料价格上涨，劳动力供给紧缺，人工成本快速上升，给企业形成较大压力；3）公司城市更新改造项目的规划调整和拆迁进度存在复杂性和不可控性，可能导致项目开发计划或棚改进度延后，相关成本增加等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	21884	20961	34270	36441
现金	2443	4386	3887	5100
应收账款	1409	1297	2632	2522
其他应收款	678	481	1202	1006
预付账款	96	136	200	241
存货	17160	14562	26250	27473
其他流动资产	99	99	99	99
非流动资产	3909	4153	4455	4678
长期投资	264	264	264	264
固定资产	313	446	609	715
无形资产	122	116	111	107
其他非流动资产	3209	3327	3471	3591
资产总计	25793	25113	38725	41119
流动负债	12572	11476	23605	24596
短期借款	1451	1451	4849	6192
应付账款	4951	4146	7558	7849
其他流动负债	6170	5879	11197	10554
非流动负债	6632	6298	5957	4992
长期借款	6541	6207	5866	4902
其他非流动负债	91	91	91	91
负债合计	19204	17774	29561	29588
少数股东权益	48	48	48	48
股本	1198	1437	1437	1437
资本公积	2281	2041	2041	2041
留存收益	2621	3198	4371	5833
归属母公司股东权益	6541	7292	9116	11483
负债和股东权益	25793	25113	38725	41119

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-1574	2436	-2871	1777
净利润	598	990	2123	2657
折旧摊销	133	124	198	279
财务费用	191	142	188	374
投资损失	-88	0	0	0
营运资金变动	-2340	1179	-5381	-1533
其他经营现金流	-69	0	0	0
投资活动现金流	-269	-368	-501	-501
资本支出	379	244	303	223
长期投资	-38	-0	-0	-0
其他投资现金流	72	-124	-199	-279
筹资活动现金流	700	-124	-525	-1406
短期借款	-1989	0	0	0
长期借款	2837	-334	-341	(964)
普通股增加	0	240	0	0
资本公积增加	0	-240	0	0
其他筹资现金流	-148	210	-184	-442
现金净增加额	-1143	1944	-3898	-131

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6750	8923	12956	16998
营业成本	4989	6344	8162	10745
营业税金及附加	451	714	1036	1360
营业费用	80	100	259	340
管理费用	224	247	362	490
财务费用	191	142	188	374
资产减值损失	73	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	88	0	0	0
营业利润	839	1376	2948	3690
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
利润总额	839	1376	2948	3690
所得税	240	385	826	1033
净利润	598	990	2123	2657
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司净利润	602	990	2123	2657
EBITDA	1418	1696	3413	4346
EPS (元)	0.42	0.69	1.48	1.85

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	8.7	32.2	45.2	31.2
营业利润(%)	33.9	63.9	114.3	25.2
归属于母公司净利润(%)	34.7	64.6	114.3	25.2
获利能力				
毛利率(%)	26.1	28.9	37.0	36.8
净利率(%)	8.9	11.1	16.4	15.6
ROE(%)	9.1	13.5	23.2	23.0
ROIC(%)	5.9	6.9	10.7	11.9
偿债能力				
资产负债率(%)	74.5	70.8	76.3	72.0
净负债比率(%)	98.8	65.7	94.7	70.0
流动比率	1.7	1.8	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.6	0.3	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.6	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.69	1.48	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.29	1.69	-2.00	1.24
每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.07	6.34	7.99
估值比率				
P/E	14.2	8.6	4.0	3.2
P/B	1.3	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	10.7	7.9	5.1	3.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033