国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

房地产/金融

天健集团（000090）

业绩迈入增长期，国改持续推进

——天健集团中报点评

	侯丽科（分析师）	申思聪（分析师）	吕聪（研究助理）
	0755-23976713	0755-23976926	0755-23976713
	houlike@gtjas.com	shensicong@gtjas.com	lvcong@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880515010002	S0880117070107

本报告导读：

公司中期业绩同比盈增 95%，深度布局粤港澳湾区，租赁、物业、旧改业务渐入佳境，长期持续看好，维持目标价 14.01 元。

投资要点：

- **维持增持评级，维持目标价 14.01 元。**考虑到全年结算面积增加，我们分别提升公司 2017-18 年 EPS63%和 88%至 0.72 元和 0.93 元。公司商业模式已形成建筑、开发、运营、服务于一体的全产业链格局，坚持布局重点城市，拥有一线城市项目 9 个。同时在国企改革和创新业务两个维度均有不同程度的推进，考虑到随着粤港澳大湾区规划及发展持续发酵，公司将显著受益，维持增持评级，给予 2017 年 PE19 倍，目标价 14.01 元。
- **业绩符合预期，结算助力利润高增长。**2017 年上半年公司实现营业收入总额 31.15 亿元，同比增长 28.8%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.46 亿元，同比增长 95.0%，业绩大幅提升主要归功于地产项目结算面积增加。核心地产业务积极布局重点城市，上半年地产业务实现销售收入 14.73 亿元，在建和储备的项目共 14 个，其中 9 个位于一线城市，项目储备优质，重点项目有序推进。
- **国改持续推进，新业务模式渐入佳境。**国改方面，公司持续推进，已完成粤通公司整合，同时转让天健运输公司，进一步聚焦主业发展。公司打造社区商业综合体和蜂巢公寓，提升租金收益和品牌形象；物业管理业务品牌影响力持续提升；罗湖棚改业务模式得到社会和政府持续认可，项目协议签约率超过 99%，房屋拆除率超过 80%。催化剂包括后续粤港澳湾区的区域性机会和旧改项目的不断推进。
- **风险提示：**市场景气度存不确定性。

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,318	6,209	7,591	9,565	12,625
(+/-)%	*19%*	*-2%*	*22%*	*26%*	*32%*
经营利润（EBIT）	629	703	1,236	1,591	1,961
(+/-)%	*29%*	*12%*	*76%*	*29%*	*23%*
净利润	393	447	867	1,113	1,369
(+/-)%	*-7%*	*14%*	*94%*	*28%*	*23%*
每股净收益（元）	0.33	0.37	0.72	0.93	1.14
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率(%)	10.0%	11.3%	16.3%	16.6%	15.5%
净资产收益率(%)	6.4%	7.1%	12.5%	14.3%	15.3%
投入资本回报率(%)	7.8%	6.3%	12.2%	12.5%	11.7%
EV/EBITDA	17.1	22.9	12.6	10.3	9.2
市盈率	36.1	31.8	16.3	12.7	10.4
股息率 (%)	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	**14.01**
上次预测：	14.01
当前价格：	11.50
	2017.08.22

交易数据

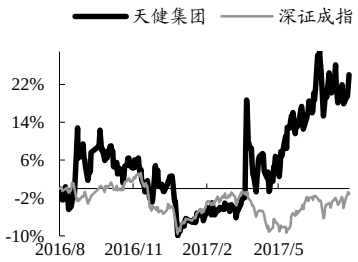
52 周内股价区间（元）	8.56-12.55
总市值（百万元）	13,775
总股本/流通 A 股（百万股）	1,198/774
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	65%
日均成交量（百万股）	2058.38
日均成交值（百万元）	232.95

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	6,341
每股净资产	5.29
市净率	2.2
净负债率	73.16%

EPS（元）	2016A	2017E
Q1	0.04	0.21
Q2	0.11	0.08
Q3	0.04	0.21
Q4	0.19	0.22
全年	0.37	0.72

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	15%	21%
相对指数	-2%	7%	22%

相关报告

《结算周期波动，价值重估待续》2016.08.23

《市政合作加速，协同效应凸显》2016.03.31

《业绩大幅提升，转型稳步推进》2015.08.24

模型更新时间：2017.08.22

股票研究

金融

房地产

天健集团（000090）

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**14.01**
上次预测:	14.01
当前价格:	11.50

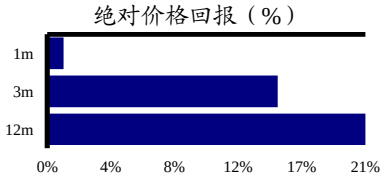
公司网址

www.tagen.cn

公司简介

公司系深圳市国资委控股企业，主营业务集建筑施工、地产开发、城市服务于一体的城市综合运营商，致力于为客户提供优质的产品和服务，建设宜居、生态、环保、智慧城市。

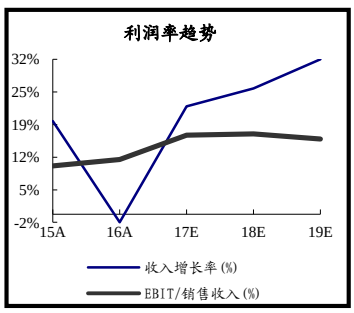
公司旗下有多家知名企业，其中深圳市市政工程总公司拥有完备的建筑企业资质，涉及市政、公路、房建、机电安装、轨道交通、水利水电等专业领域，其中包括市政公用工程施工总承包特级、公路工程施工总承包壹级和房屋建筑工程施工总承包壹级；深圳市天健房地产开发实业有限公司拥有房地产开

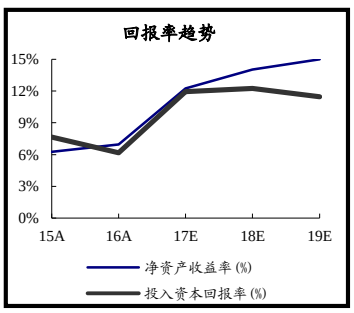


52 周价格范围	8.56-12.55
市值（百万）	13,775

财务预测（单位：百万元）

损益表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**6,318**	**6,209**	**7,591**	**9,565**	**12,625**
营业成本	4,983	4,832	5,531	6,936	9,294
税金及附加	495	455	556	700	925
销售费用	58	55	67	85	112
管理费用	154	164	201	253	334
EBIT	**629**	**703**	**1,236**	**1,591**	**1,961**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	110	0	0	0
财务费用	119	168	0	0	0
营业利润	**503**	**627**	**1,236**	**1,591**	**1,961**
所得税	129	199	386	495	609
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	**393**	**447**	**867**	**1,113**	**1,369**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,224	3,586	4,331	3,461	1,727
其他流动资产	12	6	0	0	0
长期投资	2,415	2,745	2,745	2,745	2,745
固定资产合计	285	525	656	759	834
无形及其他资产	114	148	155	161	168
资产合计	**16,554**	**19,291**	**19,992**	**22,312**	**25,799**
流动负债	8,755	9,139	9,324	10,771	13,128
非流动负债	1,601	3,816	3,704	3,704	3,704
股东权益	6,161	6,290	6,918	7,791	8,920
投入资本(IC)	**6,055**	**7,688**	**7,031**	**8,775**	**11,638**
现金流量表					
NOPLAT	473	487	855	1,101	1,357
折旧与摊销	83	90	116	144	173
流动资金增量	-3,462	-1,277	31	-1,634	-2,782
资本支出	-83	-194	-236	-236	-236
自由现金流	**-2,989**	**-895**	**766**	**-625**	**-1,489**
经营现金流	-2,193	-731	1,435	-394	-1,258
投资现金流	-888	-749	-236	-236	-236
融资现金流	5,164	841	-453	-240	-240
现金流净增加额	**2,083**	**-639**	**746**	**-870**	**-1,734**
财务指标					
成长性					
收入增长率	19.2%	-1.7%	22.3%	26.0%	32.0%
EBIT 增长率	28.7%	11.8%	75.8%	28.7%	23.3%
净利润增长率	-6.8%	13.7%	94.3%	28.3%	23.0%
利润率					
毛利率	21.1%	22.2%	27.1%	27.5%	26.4%
EBIT 率	10.0%	11.3%	16.3%	16.6%	15.5%
净利润率	6.2%	7.2%	11.4%	11.6%	10.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.4%	7.1%	12.5%	14.3%	15.3%
总资产收益率(ROA)	2.4%	2.3%	4.3%	5.0%	5.3%
投入资本回报率(ROIC)	7.8%	6.3%	12.2%	12.5%	11.7%
运营能力					
存货周转天数	495	730	730	730	730
应收账款周转天数	25	33	33	33	33
总资产周转天数	797	1054	944	807	695
净利润现金含量	-5.58	-1.64	1.65	-0.35	-0.92
资本支出/收入	1%	3%	3%	2%	2%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	67.2%	65.2%	64.9%	65.2%
净负债率	33.1%	63.6%	40.7%	47.3%	60.7%
估值比率					
PE	36.1	31.8	16.3	12.7	10.4
PB	1.6	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.1	22.9	12.6	10.3	9.2
P/S	1.6	2.3	1.9	1.5	1.1
股息率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%





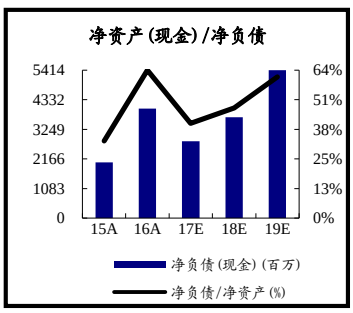


表 1：天健集团 2017 年上半年由于可结转面积大幅提升，营业收入和净利润增长显著

项目	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2016Q2	2017Q2
主营业务收入增长率	-13.2%	46.5%	17.4%	19.2%	-1.7%	-11.7%	28.8%
净利润增长率	23.1%	51.3%	11.4%	-6.8%	13.7%	-19.6%	95.0%
经常性净利润增长率	0.6%	97.3%	-16.0%	23.8%	-7.4%	-60.4%	292.2%
毛利率	22.3%	23.9%	20.1%	21.1%	22.2%	20.0%	35.1%
ROE	7.8%	11.3%	10.7%	7.2%	0.0%	-0.3%	3.1%
三项费用率	6.5%	5.2%	5.4%	5.2%	6.2%	7.8%	7.1%
净利率	8.1%	8.4%	8.0%	6.2%	7.2%	7.3%	11.1%
存货周转率	0.57	0.77	0.80	0.61	0.43	0.39	0.33

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2：天健集团现金储备充足，达 30.9 亿元（单位：百万元）

项目	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2016Q2	2017Q2
现金	1140.0	1843.5	2135.4	4224.4	3585.8	3830.5	3085.4
每股经营性净现金流	1.30	1.00	0.64	-2.56	-0.61	8.39	6.76
预收款项	972.8	1416.0	1823.4	935.1	993.2	994.9	2172.8
银行借款	1920	2053	2672	6264	7584	5993	7724
银行借款/负债	35.8%	32.0%	36.5%	60.5%	58.5%	58.4%	47.8%
速动比率	0.35	0.45	0.45	0.57	0.48	0.58	0.39
资产负债率	62.4%	65.6%	66.5%	62.6%	67.2%	63.0%	71.7%
真实资产负债率	51.1%	51.1%	49.9%	56.9%	62.0%	56.9%	62.0%
净负债率	39.7%	26.5%	19.4%	33.1%	63.6%	36.1%	73.2%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com