

强烈推荐-A (首次)

天健集团 000090.SZ

目标估值: 13.53 元
当前股价: 11.5 元
2017 年 08 月 23 日

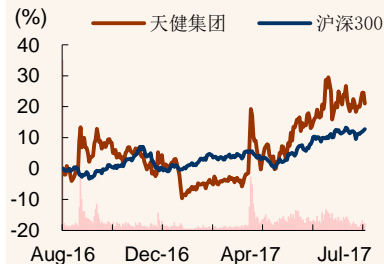
资源禀赋优质、湾区及棚改标杆

基础数据

上证综指	3290
总股本(万股)	119779
已上市流通股(万股)	77354
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	89
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	9.7
资产负债率	71.7%
主要股东	深圳市人民政府国有
主要股东持股比例	23.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	26	16
相对表现	-1	19	3



相关报告

赵可 博士
0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

刘义
0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

研究助理:
董浩
donghao@cmschina.com.cn
李洋
liyang24@cmschina.com.cn

公司中期业绩大幅增长,未来结算项目资源充足。公司超过 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。测算 NAV17.4 元,当前股价折让 32%。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57 元、0.99 元和 1.68 元,当前股价对应 PE 分别为 20.1 倍、11.6 倍和 6.8 倍,给予“强烈推荐-A”评级,目标价 13.53 元/股。

事件: 公司公布 2017 年半年报,上半年实现营收 31.1 亿,同比增长 28.8%,净利润 3.46 亿,同比增长 95.0%, EPS 为 0.29 元/股,与此前业绩预告披露一致。

点评:

1) 业绩符合预期,结算结构拉动业绩高增。2017 年上半年公司营收同比增长 28.8%,净利润同比增长 95%。业绩大幅增长主要由于结算结构变化以及期内转让深圳长沙部分物业,实现 5.82 亿营收。地产业务毛利率同比上升 26.4pct 至 66.5%,带动公司整体毛利率同比提升 15.1pct 至 35.1%。

2) 土地资源优势明显,深度参与深圳旧改。公司项目集中在深圳、广州、惠州等核心一二线,拿地时点主要集中地价大涨前的 2013-2014 年,部分项目地价与房价比分别不到 30%,未来业绩增速及毛利率均有望维持高位。2019 年深圳天健天骄将进入结算周期,该项目货值近 200 亿,总地价仅 25.8 亿,为 2019-2020 年业绩爆发奠定基础。未来香蜜新村、市政大厦、粤通工业区、华富工业区等项目有望受益深圳城市更新,保障未来三到五年公司在深圳项目开发和利润贡献。

3) 施工业务模式升级,棚改拓展新盈利点。报告期内建筑业务新增订单 33.86 亿元,同比略有下降。期内中标布吉河流域综合治理、深圳机场三跑道 EPC 项目,持续中标 EPC 项目标志着施工业务模式不断升级,未来毛利率有望改善。深圳罗湖棚改项目进展顺利,截止报告期末,签约率已超过 99%。该项目估算总投资额约为 150 亿元,按 6%的服务费可贡献超过 9 亿营收。

4) 员工持股激发企业活力。2015 年 12 月公司完成 22 亿元非公开发行,引入包括硅谷天堂在内的多个战略投资者,实现核心骨干持股(持股 4.8%),考虑分红转股后成本价约 5.0 元/股,锁定期三年,2018 年底解禁,股权结构优化和

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6318	6209	7575	9772	14071
同比增长	19%	-2%	22%	29%	44%
营业利润(百万元)	503	627	1339	2343	3968
同比增长	-10%	25%	114%	75%	69%
净利润(百万元)	392	446	685	1192	2012
同比增长	-7%	14%	54%	74%	69%
每股收益(元)	0.46	0.37	0.57	0.99	1.68
PE	25.1	30.9	20.1	11.6	6.8
PB	1.6	2.2	2.3	2.0	1.6

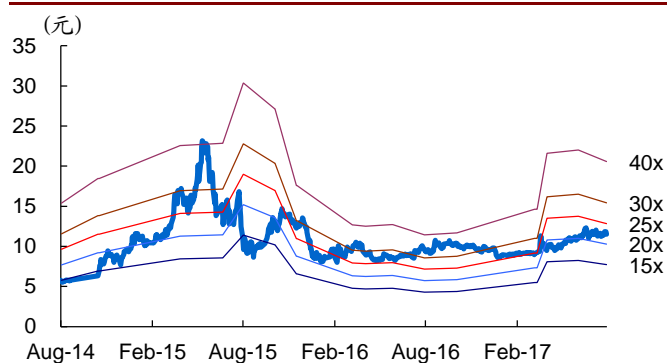
资料来源: 公司数据、招商证券

核心员工利益绑定激发国资活力，为公司未来发展增添动力。

投资建议：公司中期业绩大幅增长，未来结算项目资源充足。公司超过 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。测算 NAV17.4 元，当前股价折让 32%。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57 元、0.99 元和 1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 20.1 倍、11.6 倍和 6.8 倍，给予“强烈推荐-A”评级，目标价 13.53 元/股。

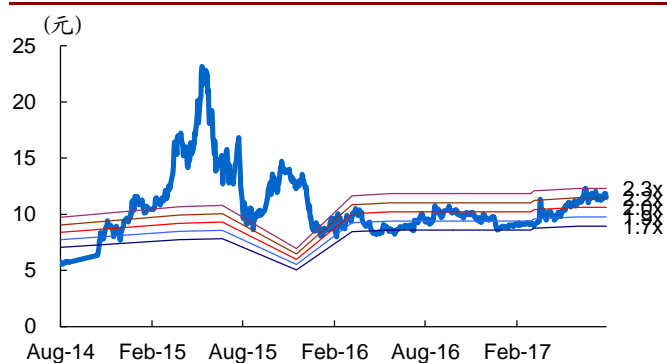
风险提示：地产销售不及预期。

图 1：天健集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：天健集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《地产股就是大盘缩影,强调蓝筹白马估值提升和地产上游机会 — 周观点&高频追踪报告》2017-6-25: <http://t.cn/RoNgd8f>
2. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好 -- A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22: <http://t.cn/RS5gfmF>
3. 《3 季度房地产上游或强于下游, 房地产股票仍遵循逆向投资和区域机会结合 -- 帮您“降噪”跟踪房地产月度全数据》2017-5-23
4. 《股票补涨 3 因素其 2 发生变化、配置上仍以蓝筹白马优先 — 帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2017-3-18
5. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好 -- A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22
6. 《价值股可持续加仓摊薄成本, 粤港澳更符合市场风格 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-14
7. 《地产板块存量流动性仍相对宽松, 再次强调粤港澳主题 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-8
8. 《基本面调整仍将继续, 粤港澳是短期更值得期待的“极”--周观点&高频追踪报告》2017-5-1
9. 《华侨城 A - 一季度业绩开门红、重申基本面大趋势已确立》2017-4-25
10. 《遵循逆向投资朴素逻辑, 认清基本面调整中段现实 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-23
11. 《保利地产 - 央企地产整合标杆、十三五剑指五千亿规模》2017-4-19
12. 《“逆向投资” 逻辑助力估值修复, 近期重仓获利的投资者均符合这个特点- 周观点&高频追踪报告》2017-4-16
13. 《华侨城 - “跨越式发展”成为主题、加快周转强化业绩释放预期》2017-4-11
14. 《华发股份 - 本轮周期拿地踩点精准、高折价与高成长兼备》2017-4-11
15. 《雄安已“停牌”, 短期流动性主导地产股 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-4
16. 《雄安已“停牌”、深圳也不是一天建成的》2017-4-2
17. 《万科 - 业绩符合预期、“轨道+物业”模式有望更进一步》2017-3-29
18. 《世联行 - 电商高速增长、长租快速上量、新业务是核心亮点》2017-3-29
19. 《地产复苏扩散效应尾部、低于市场预期时点还未到 — 周观点&高频追踪报告》2017-3-26
20. 《分类调控、有保有压仍是 2017 年政策主基调 -- 北京等地调控政策进一步升级点评》2017-3-20
21. 《总量调整中的扩散效应与周末继续打地鼠 — 周观点&高频追踪报告》2017-3-19
22. 《季节效应是销量反弹主因、配置上偏高折价资源型(含国企改革) — 周观点&高频追踪报告》2017-3-12
23. 《华侨城 - 安全边际与积极变化兼备、重申左侧价值逻辑》2017-3-7
24. 《分类调控、有保有压仍是 2017 年政策主基调 -- 政府工作报告要点简评》2017-3-7

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13575	15618	17614	15454	20383
现金	4224	3586	4290	627	1020
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	0	0	0	0
应收款项	482	638	719	927	1335
其它应收款	248	199	243	313	451
存货	8207	11110	12268	13478	17430
其他	410	85	94	108	146
非流动资产	2979	3672	4364	4790	5051
长期股权投资	265	264	264	264	264
固定资产	174	248	954	1392	1664
无形资产	106	121	109	98	88
其他	2434	3039	3037	3035	3034
资产总计	16554	19290	21978	20244	25434
流动负债	8755	9139	8073	8743	11653
短期借款	4144	3440	2502	2671	4189
应付账款	1313	2204	2419	2763	3723
预收账款	935	993	1090	1245	1677
其他	2363	2502	2062	2063	2064
长期负债	1601	3816	3816	3816	3816
长期借款	1354	3704	3704	3704	3704
其他	247	112	112	112	112
负债合计	10356	12955	11889	12559	15469
股本	856	1198	1198	1198	1198
资本公积金	3322	2833	2833	2833	2833
留存收益	1983	2259	1998	2915	4451
少数股东权益	37	46	299	740	1484
归属于母公司所有者权益	6161	6290	6029	6946	8482
负债及权益合计	16554	19291	18217	20245	25435

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(2193)	(731)	167	1150	335
净利润	392	446	685	1192	2012
折旧摊销	82	90	108	374	539
财务费用	127	188	201	246	283
投资收益	(1)	(110)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(2781)	(1881)	(1130)	(1169)	(3666)
其它	(12)	536	403	608	1267
投资活动现金流	(888)	(749)	(700)	(700)	(700)
资本支出	(83)	(200)	(800)	(800)	(800)
其他投资	(805)	(549)	100	100	100
筹资活动现金流	5164	841	(2525)	(351)	758
借款变动	3557	1773	(1378)	169	1518
普通股增加	303	342	0	0	0
资本公积增加	1906	(489)	0	0	0
股利分配	(277)	(616)	(946)	(274)	(477)
其他	(325)	(169)	(201)	(246)	(283)
现金净增加额	2083	(639)	(3058)	99	393

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6318	6209	7575	9772	14071
营业成本	4983	4832	5302	6058	8161
营业税金及附加	495	455	555	716	1031
营业费用	58	55	67	215	310
管理费用	154	164	200	283	408
财务费用	119	168	201	246	283
资产减值损失	7	18	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	110	100	100	100
营业利润	503	627	1339	2343	3968
营业外收入	19	29	29	29	29
营业外支出	1	11	11	11	11
利润总额	521	645	1357	2361	3986
所得税	129	199	419	728	1230
净利润	392	446	938	1632	2756
少数股东损益	0	0	253	441	744
归属于母公司净利润	392	446	685	1192	2012
EPS (元)	0.46	0.37	0.57	0.99	1.68

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	19%	-2%	22%	29%	44%
营业利润	-10%	25%	114%	75%	69%
净利润	-7%	14%	54%	74%	69%
获利能力					
毛利率	21.1%	22.2%	30.0%	38.0%	42.0%
净利率	6.2%	7.2%	9.0%	12.2%	14.3%
ROE	6.4%	7.1%	11.4%	17.2%	23.7%
ROIC	3.8%	3.9%	8.5%	12.7%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	67.2%	54.1%	62.0%	60.8%
净负债比率	37.8%	39.3%	28.2%	31.5%	31.0%
流动比率	1.6	1.7	2.2	1.8	1.7
速动比率	0.6	0.5	0.7	0.2	0.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6
存货周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	14.5	11.1	11.2	11.9	12.4
应付帐款周转率	3.9	2.7	2.3	2.3	2.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.46	0.37	0.57	0.99	1.68
每股经营现金	-2.56	-0.61	0.14	0.96	0.28
每股净资产	7.20	5.25	5.03	5.80	7.08
每股股利	0.72	0.79	0.23	0.40	0.67
估值比率					
PE	25.1	30.9	20.1	11.6	6.8
PB	1.6	2.2	2.3	2.0	1.6
EV/EBITDA	20.0	16.5	13.9	12.4	10.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

董浩：2017 年 7 月加入招商证券，南京大学管理学硕士，1 年房地产行业研究经验。

李洋：2017 年 2 月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。