

公司研究/公告点评

2019年11月04日

房地产/房地产开发 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 5.29
合理价格区间(元): 6.05~7.15

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

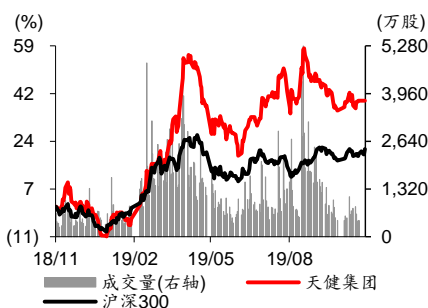
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

相关研究

- 1 《天健集团(000090 SZ,增持): 业绩稳健销售高增, 建工业务大步向前》2019.08
- 2 《天健集团(000090,增持): 区域旧改领头羊, 大建工成长可期》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,869
流通 A 股 (百万股)	1,868
52 周内股价区间 (元)	4.58-8.00
总市值 (百万元)	9,885
总资产 (百万元)	39,163
每股净资产 (元)	4.68

资料来源: 公司公告

拟组建大建工平台, 国企改革更进一步 天健集团(000090)

拟组建市属建设控股集团, 大建工业务成长可期

公司公告控股股东深圳市国资委拟组建市属国有全资的深圳市建设控股集团, 并将其持有的全部公司股份转让至建设控股集团, 公司股票将于 11 月 4 日复牌。我们认为此次组建符合深圳市做大地建企业的战略规划, 有利于提升国有资产证券化和投融资能力。公司前三季度累计实现营收 60.6 亿元, YoY+30.6%; 实现归母净利 2.5 亿元, YoY+42.8%, 若建设集团成功组建并成为公司控股股东, 我们预计公司建工业务规模将再上新台阶, 维持公司 19-21 年 EPS 0.55/0.69/0.79 元的预测, 维持“增持”评级。

深圳本地建工市场广阔, 但市属建筑国企实力较弱

作为新兴发展的一线城市, 深圳基建房建需求较大, 2018 年建筑业总产值 3471 亿元, 深圳市政府报告预计 2019 年重大项目投资及政府投资同比增长 13%/19%。深圳市建筑市场参与者仍以央企为主, 本地建筑国企规模小, 公司拥有市政工程总承包特级资质, 在市属建筑国企中资质等级最高, 但 2018 年营业收入才首次突破百亿达到 102 亿元, 其中城市建设工程施工收入 67 亿元。公司营收占 2018 年深圳市建筑业产值比重仅 3%, 低于上海市上海建工的 24% 和隧道股份的 5%, 以及重庆市重庆建工的 6%。

公司建工订单快速增长, 集团组建进一步增强核心实力

公司由代建和房建业务起步, 逐渐发展成综合性建设集团, 2019 年前三季度累计已签约未完工订单 298 亿元, YoY+57.2%; 已中标未签约订单 8.8 亿元, YoY+208.4%。此次拟组建的建工控股集团, 注册资本 50 亿元, 成立后深圳市国资委将直接持有的天健集团 23.47% 股份以及国资系统内相关建工企业的国有股份、深投控未确权的 28 项土地 (房产) 权益划转至该集团, 公司作为深圳市国资委下属唯一的建工类上市国企, 未来不排除通过集体上市或资产重组等方式进一步解决同业竞争的可能。

前三季度归母净利润增长 43%, 天骄项目预计 Q4 集中确认收入

公司 19Q3 单季度实现归母净利润 876 万元, YoY+129.42%, 由于地产结算的季节性较强, 公司前三季度累计实现归母净利 2.5 亿元, YoY+42.8%。根据公司官网, 今年 8 月 31 日公司天健天骄 (南苑) 项目单日出售 410 套, 去化率近 8 成, 销售金额超过 50 亿元, 公司 2019 年中报显示该项目预计年内竣工, 我们认为若年内交房, 将有望在 Q4 实现业绩集中确认。

大建工国企改革可期, 维持“增持”评级

根据《深圳市区域性国资国企综合改革试验实施方案》, 到 2022 年市属企业总资产要达到 4.5 万亿元, 营收 6000 亿元, 利润总额 1000 亿元。我们认为此次组建建设控股集团符合深圳市国企改革的要义, 未来几年大建工也将成为国资改革的重点领域之一, 公司有望加快构建“大建工+大管养+大棚改”三大平台。我们维持预计公司 19 年 10.4 亿净利润 (地产 7.8 亿+建筑 1.9 亿+物业 0.7 亿), 维持目标价 6.05-7.15 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 地产销售结算不及预期, 市政施工盈利能力未能提升。

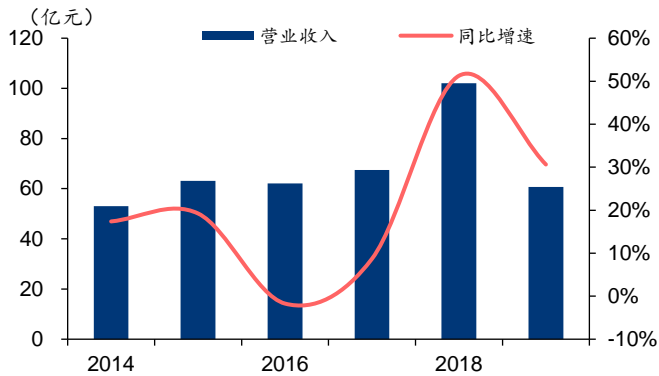
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,750	10,209	10,898	12,078	13,300
+/-%	8.71	51.26	6.75	10.83	10.12
归属母公司净利润 (百万元)	601.62	781.58	1,036	1,284	1,474
+/-%	34.74	29.91	32.56	23.92	14.79
EPS (元, 最新摊薄)	0.32	0.42	0.55	0.69	0.79
PE (倍)	16.43	12.65	9.54	7.70	6.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

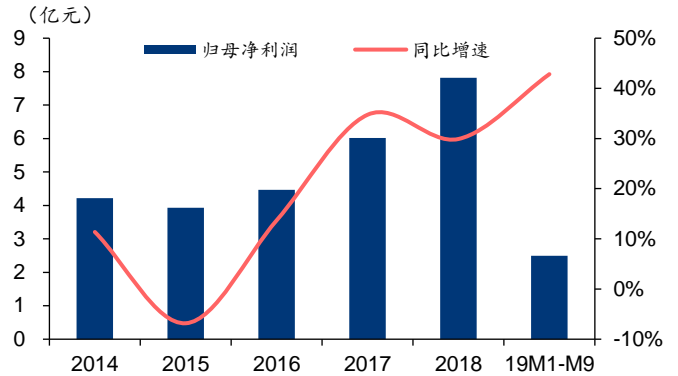
公司近期经营一览

图表1: 公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表 (2019/11/3)

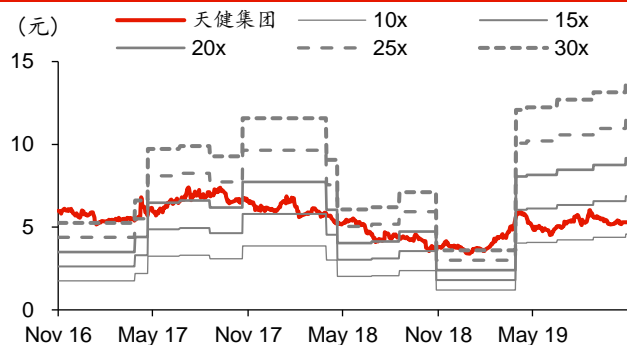
公司名称	股价 (百万元)	市值			每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
北京城建	7.43	13,972	0.65	0.78	0.92	11.4	9.5	8.1	10.35	12.97	13.56	0.7	0.6	0.5	5.7	6.2	6.9		
中洲控股	10.20	6,781	0.67	0.93	1.20	15.2	11.0	8.5	10.94	11.07	12.27	0.9	0.9	0.8	6.5	8.4	9.8		
南山控股	2.98	8,069	0.19	0.22	0.25	16.0	13.5	11.9	2.98	3.17	3.37	1.0	0.9	0.9	6.4	7.8	8.1		
天保基建	3.15	3,496	0.09	0.38	0.50	36.4	8.3	6.3	4.69	5.08	5.58	0.7	0.6	0.6	1.9	7.5	9.0		
房地产行业平均值						19.7	10.6	8.7				0.8	0.8	0.7					
上海建工	3.44	30,631	0.31	0.38	0.44	11.0	9.0	7.8	2.76	3.50	3.76	1.2	1.0	0.9	10.7	10.8	11.6		
隧道股份	5.88	18,487	0.63	0.68	0.76	9.3	8.6	7.8	6.50	6.94	7.47	0.9	0.8	0.8	10.0	9.9	10.1		
浦东建设	6.42	6,229	0.47	0.54	0.63	13.8	11.9	10.1	6.03	6.42	6.88	1.1	1.0	0.9	8.0	8.4	9.2		
粤水电	3.02	3,631	0.17	0.21	0.25	18.1	14.6	12.0	2.53	2.67	2.87	1.2	1.1	1.1	6.8	7.7	8.6		
建筑施工行业平均值						13.1	11.0	9.4				1.1	1.0	0.9					
天健集团	5.29	9,885	0.42	0.55	0.69	12.6	9.5	7.7	4.65	5.02	5.48	1.1	1.1	1.0	9.0	11.1	12.5		

注: 表中数据截至2019年11月3日收盘。除天健集团为华泰预测外, 其余均来自wind最新一致预期。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

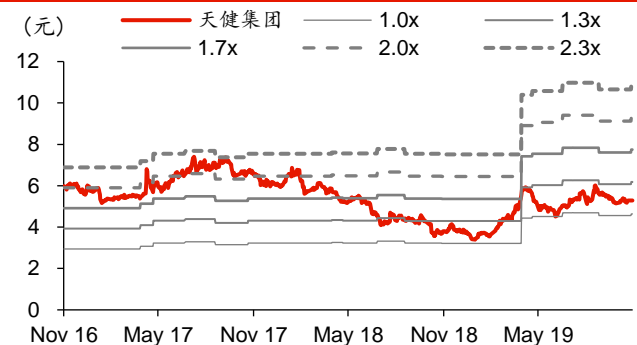
PE/PB - Bands

图表4: 天健集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 天健集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	21,884	27,904	29,326	32,439	35,544
现金	2,443	4,525	4,830	5,353	5,895
应收账款	1,409	1,994	2,128	2,359	2,597
其他应收账款	678.01	255.21	272.42	301.92	332.46
预付账款	95.50	110.62	115.83	128.42	140.81
存货	17,160	20,371	21,331	23,649	25,931
其他流动资产	99.31	648.26	648.06	648.06	648.06
非流动资产	3,909	3,837	3,788	3,696	3,731
长期投资	286.37	474.89	474.89	474.89	474.89
固定投资	313.36	312.12	269.39	184.53	225.59
无形资产	122.20	37.82	30.81	23.80	16.79
其他非流动资产	3,187	3,013	3,013	3,013	3,014
资产总计	25,793	31,741	33,114	36,135	39,275
流动负债	12,572	16,467	17,227	19,470	21,730
短期借款	1,451	1,530	1,906	2,822	4,003
应付账款	4,951	5,693	5,961	6,609	7,247
其他流动负债	6,170	9,244	9,360	10,038	10,480
非流动负债	6,632	6,536	6,480	6,400	6,331
长期借款	6,541	6,469	6,396	6,324	6,251
其他非流动负债	90.67	67.81	84.32	76.32	80.23
负债合计	19,204	23,003	23,708	25,870	28,061
少数股东权益	47.97	41.78	33.56	23.38	11.70
股本	1,198	1,437	1,869	1,869	1,869
资本公积	2,281	2,041	1,610	1,610	1,610
留存公积	2,621	3,163	5,894	6,764	7,724
归属母公司股东权益	6,541	8,696	9,373	10,242	11,202
负债和股东权益	25,793	31,741	33,114	36,135	39,275

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,574)	(492.77)	700.73	472.61	300.80
净利润	598.23	775.38	1,028	1,274	1,462
折旧摊销	133.15	184.61	160.93	203.25	77.08
财务费用	191.47	219.74	228.36	268.17	243.08
投资损失	(87.74)	2.05	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2,340)	(1,724)	(751.05)	(1,298)	(1,520)
其他经营现金	(69.46)	49.78	34.67	25.57	38.49
投资活动现金	(268.83)	(320.36)	(110.86)	(111.27)	(111.08)
资本支出	378.66	137.83	104.00	104.00	104.00
长期投资	38.32	196.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	148.14	14.27	(6.86)	(7.27)	(7.08)
筹资活动现金	699.81	2,878	(284.65)	161.60	351.76
短期借款	(1,989)	79.00	375.58	916.71	1,181
长期借款	2,837	(72.53)	(72.53)	(72.53)	(72.53)
普通股增加	0.00	239.56	431.20	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(239.56)	(431.20)	0.00	0.00
其他筹资现金	(148.00)	2,872	(587.69)	(682.58)	(756.62)
现金净增加额	(1,143)	2,065	305.22	522.94	541.48

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,750	10,209	10,898	12,078	13,300
营业成本	4,989	7,999	8,376	9,286	10,183
营业税金及附加	451.32	438.91	457.72	495.20	531.99
营业费用	79.67	118.88	126.90	140.64	154.87
管理费用	223.70	297.79	317.88	352.29	387.93
财务费用	191.47	219.74	228.36	268.17	243.08
资产减值损失	72.92	41.21	41.21	41.21	41.21
公允价值变动收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.74	(2.05)	0.00	0.00	0.00
营业利润	839.37	1,096	1,450	1,794	2,058
营业外收入	17.24	3.45	3.45	3.45	3.45
营业外支出	17.95	13.54	13.54	13.54	13.54
利润总额	838.66	1,086	1,440	1,784	2,048
所得税	240.43	310.76	411.94	510.47	585.95
净利润	598.23	775.38	1,028	1,274	1,462
少数股东损益	(3.39)	(6.20)	(8.22)	(10.18)	(11.69)
归属母公司净利润	601.62	781.58	1,036	1,284	1,474
EBITDA	1,164	1,501	1,839	2,266	2,378
EPS (元, 基本)	0.32	0.42	0.55	0.69	0.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.71	51.26	6.75	10.83	10.12
营业利润	33.86	30.60	32.26	23.75	14.70
归属母公司净利润	34.74	29.91	32.56	23.92	14.79
获利能力 (%)					
毛利率	26.08	21.65	23.14	23.11	23.44
净利率	8.91	7.66	9.51	10.63	11.08
ROE	9.20	8.99	11.05	12.53	13.16
ROIC	6.31	6.84	8.31	9.44	9.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.45	72.47	71.59	71.59	71.45
净负债比率 (%)	46.62	47.32	47.19	46.51	46.83
流动比率	1.74	1.69	1.70	1.67	1.64
速动比率	0.37	0.45	0.46	0.45	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.35	0.34	0.35	0.35
应收账款周转率	5.90	5.49	4.85	4.94	4.93
应付账款周转率	1.39	1.50	1.44	1.48	1.47
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.55	0.69	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.84)	(0.26)	0.38	0.25	0.16
每股净资产(最新摊薄)	3.50	4.65	5.02	5.48	6.00
估值比率					
PE (倍)	16.43	12.65	9.54	7.70	6.71
PB (倍)	1.51	1.14	1.05	0.97	0.88
EV_EBITDA (倍)	11.40	8.84	7.21	5.86	5.58

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com