

公司研究/季报点评

2020年04月29日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.42
合理价格区间(元): 8.20~9.02

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

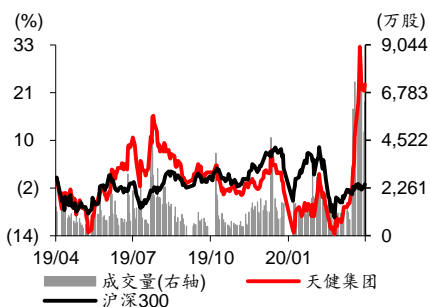
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

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,买入): 大项目结转顺利, 大建工发展可期》2020.04
- 2 《天健集团(000090 SZ,增持): 拟组建大建工平台, 国企改革更进一步》2019.11
- 3 《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

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)	4.50-7.05
总市值 (百万元)	11,996
总资产 (百万元)	3,994
每股净资产 (元)	5.60

资料来源: 公司公告

地产驱动 Q1 业绩高增, 建工发展可期

天健集团(000090)

地产项目结转驱动 20Q1 业绩大增, 大建工中长期发展可期

公司披露 2020 年一季报, 20Q1 实现营业收入 43 亿元, YoY+221%, 系天骄南苑项目集中结转收入; 实现归母净利润 9.8 亿元, YoY+1441%, 接近公司预增区间 9.0-10.8 亿元中间值。公司 20Q1 经营活动现金净流出 13 亿元, 较去年同期净流出 1045 万元大幅增加, 系支付购地款及供应商货款。公司近三年平均分红比例 48%, 且未来三年高端住宅项目陆续结转, 深圳搭建大建工平台有望推动公司施工规模快速扩大, 我们维持公司 20-22 年预测 EPS 为 0.82/0.93/1.08 元, 维持“买入”评级。

南苑项目顺利结转, 项目储备优质

公司 20Q1 综合开发业务实现收入 33.5 亿元, 占公司总收入的 78%, 其中天骄南苑项目结转收入 32.7 亿元, 毛利率 62%, 是 Q1 收入业绩最主要的贡献来源。截至今年 3 月末, 南苑项目累计销售 6 万平, 待结算面积 1.6 万平约 16.8 亿元。此外, 公司天骄北庐项目预计年内竣工, 20H2 有望开启预售, 未来三年天骄北庐、苏州虎丘、广州云山府等高端地产项目陆续出售结转, 项目结算收入有望稳健增长。截至 20Q1 末, 公司累计在建项目 13 个 206 万平, 在售项目 11 个 174 万平, 待结转建面 90 万平。

施工订单充足, 大建工有望开启新成长

截至 20Q1 末, 公司累计在施工项目 142 项, 合同总价 284 亿元, YoY +26%, 在 19Q1 同比增长 41% 的基础上实现较快增速。2019 年公司新增施工合同 130 亿元, YoY+42%; 期末未完工项目金额 168 亿元, YoY+136%, 公司施工项目储备充足, 建工规模有望实现快速扩张。2019 年 11 月, 深圳市国资委以公司为主体整合市属建工板块资源, 组建了特区建工集团。目前公司作为深圳市唯一建筑施工类上市平台, 在深圳本地施工市占率低, 后续有望通过内部资源整合、外延并购等方式实现产业链延伸。

旧改政策积极推动, 公司在手更新项目有望加快推进

4 月以来, 国常会等确定加大城镇老旧小区改造力度, 推动惠民生扩内需。根据我们今年 4 月 19 日外发报告《基建春来发新枝, 旧改更著消费花》中的测算, 2020 年 3.9 万个城镇老旧小区改造最高有望带动 6650 亿元市场。公司在棚户区改造和城市更新领域经验丰富, 今年有望受益相关政策推进, 而且基于深圳住宅开发用地总体偏紧的现状, 我们预计深圳旧改和城市更新将继续加快推进, 公司在手金翠、华富、狮头岭等项目进展有望加快。

Q1 业绩奠定全年增长基调, 维持“买入”评级

基于公司 20Q1 业绩高增长, 我们维持预计公司 20-22 年归母净利润预测 15/17/20 亿元。当前公司对应 20 年 8xPE, 低于可比地产/建筑公司对应 20 年 Wind 低于一致预期平均 11xPE, 考虑公司地产结转较快维持高盈利水平, 但做大施工收入可能拉低整体估值, 认可给予公司 20 年 10-11xPE, 目标价 8.20-9.02 元 (前值 6.56-7.38 元), 维持“买入”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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,209	14,665	17,290	19,579	22,160
+/-%	51.26	43.64	17.90	13.24	13.18
归属母公司净利润 (百万元)	781.58	1,236	1,525	1,746	2,025
+/-%	29.91	58.17	23.33	14.50	16.00
EPS (元, 最新摊薄)	0.42	0.66	0.82	0.93	1.08
PE (倍)	15.35	9.70	7.87	6.87	5.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期经营与估值一览

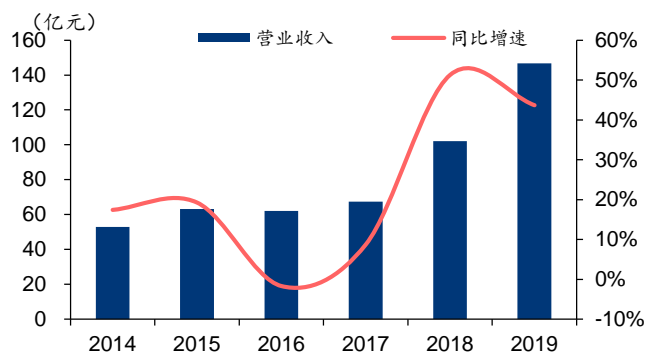
图表1: 可比公司估值表 (2020/4/28)

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 (%)		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E			
城建发展	6.66	12524	1.11	1.25	1.48	6.0	5.3	4.5	11.43	13.85	15.16	0.6	0.5	0.4	9.1	9.3	10.0		
南山控股	2.54	6878	0.15	0.23	0.25	17.4	11.2	10.3	3.01	3.35	3.53	0.8	0.8	0.7	4.8	6.7	7.0		
天保基建	3.17	3518	0.17	0.19	0.21	18.5	16.9	15.3	4.87	5.35	5.89	0.7	0.6	0.5	3.6	4.0	4.4		
房地产行业平均值						14.0	11.1	10.0				0.7	0.6	0.6					
上海建工	3.30	29385	0.44	0.45	0.51	7.5	7.3	6.5	2.98	3.68	4.05	1.1	0.9	0.8	14.2	11.8	12.0		
隧道股份	5.66	17796	0.68	0.73	0.80	8.3	7.8	7.1	7.01	7.97	8.61	0.8	0.7	0.7	10.1	9.4	9.4		
浦东建设	6.80	6598	0.42	0.46	0.51	16.2	14.7	13.4	6.31	6.95	7.64	1.1	1.0	0.9	6.8	0.0	0.0		
粤水电	2.99	3595	0.19	0.21	0.24	15.4	14.0	12.7	2.69	3.09	3.56	1.1	1.0	0.8	7.5	8.2	9.1		
建筑施工行业平均值						11.8	10.9	9.9				1.0	0.9	0.8					
天健集团	6.42	11996	0.66	0.82	0.95	9.7	7.9	6.7	5.13	5.57	6.15	1.3	1.2	1.0	13.4	14.6	15.5		

注: 20-21年除天健集团为华泰预测外, 其余均来自Wind一致预期。

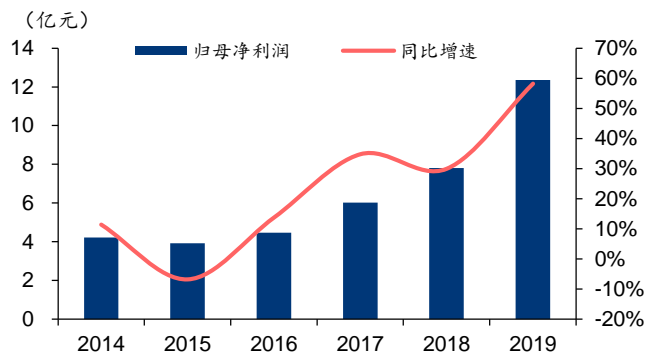
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 天健集团营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

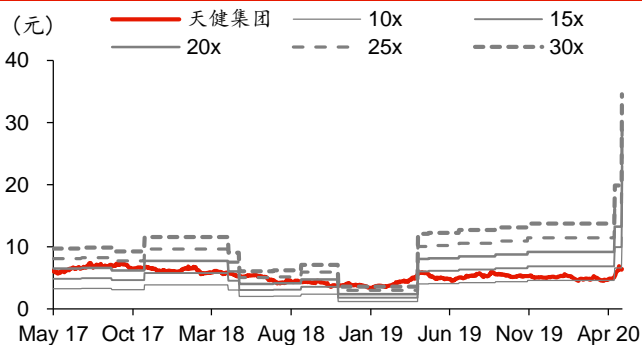
图表3: 天健集团归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

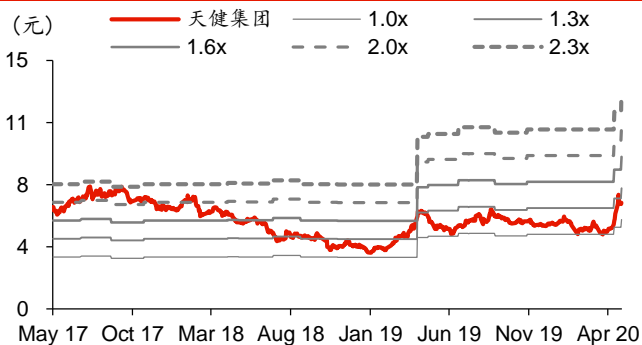
PE/PB - Bands

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	27,904	35,349	40,755	45,925	51,268
现金	4,525	4,952	4,952	4,952	4,952
应收账款	1,994	2,177	2,567	2,907	3,290
其他应收账款	255.30	240.13	283.11	320.59	362.85
预付账款	110.62	120.94	144.00	165.18	186.91
存货	20,371	27,248	32,445	37,217	42,113
其他流动资产	648.18	611.21	363.98	363.98	363.98
非流动资产	3,837	4,964	4,985	4,987	4,994
长期投资	474.89	51.58	51.58	51.58	51.58
固定投资	312.12	407.26	418.26	420.19	431.68
无形资产	37.82	148.89	141.93	134.97	128.01
其他非流动资产	3,013	4,356	4,373	4,381	4,382
资产总计	31,741	40,313	45,740	50,913	56,262
流动负债	16,467	22,909	26,661	29,910	33,558
短期借款	1,530	2,052	2,580	3,291	3,956
应付账款	5,693	7,521	9,238	10,435	11,900
其他流动负债	9,244	13,336	14,843	16,184	17,703
非流动负债	6,536	7,744	8,606	9,475	9,941
长期借款	6,469	7,404	8,404	9,204	9,704
其他非流动负债	67.81	340.09	202.58	271.36	236.92
负债合计	23,003	30,653	35,268	39,385	43,499
少数股东权益	41.78	69.61	66.46	62.86	58.67
股本	1,437	1,869	1,869	1,869	1,869
资本公积	2,041	1,562	1,562	1,562	1,562
留存公积	3,163	3,933	6,975	8,034	9,274
归属母公司股东权益	8,696	9,591	10,406	11,465	12,705
负债和股东权益	31,741	40,313	45,740	50,913	56,262

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(492.77)	292.42	(569.43)	(214.45)	387.97
净利润	775.38	1,234	1,521	1,742	2,021
折旧摊销	184.60	189.05	180.08	248.63	344.92
财务费用	219.74	148.24	368.87	434.15	490.92
投资损失	2.05	(81.56)	(81.56)	(81.56)	(81.56)
营运资金变动	(1,724)	(1,298)	(2,470)	(2,671)	(2,401)
其他经营现金	49.79	100.80	(88.01)	112.77	14.15
投资活动现金	(320.36)	(66.85)	120.78	(176.38)	(276.49)
资本支出	137.83	208.30	200.00	250.00	350.00
长期投资	196.80	(76.43)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	14.27	65.02	320.78	73.62	73.51
筹资活动现金	2,878	(287.49)	448.66	390.83	(111.47)
短期借款	79.00	522.14	527.58	711.07	665.03
长期借款	(72.53)	935.05	1,000	800.00	500.00
普通股增加	239.56	431.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(239.56)	(479.07)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,872	(1,697)	(1,079)	(1,120)	(1,277)
现金净增加额	2,065	(61.92)	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,209	14,665	17,290	19,579	22,160
营业成本	7,999	11,235	13,378	15,346	17,365
营业税金及附加	438.91	916.98	899.10	959.39	975.05
营业费用	118.88	114.62	135.14	153.02	173.20
管理费用	279.12	356.24	420.01	475.61	538.30
财务费用	219.74	148.24	368.87	434.15	490.92
资产减值损失	(41.21)	(8.95)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.12	(28.77)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.05)	81.56	81.56	81.56	81.56
营业利润	1,096	1,801	2,221	2,543	2,950
营业外收入	3.45	9.01	9.01	9.01	9.01
营业外支出	13.54	9.01	9.01	9.01	9.01
利润总额	1,086	1,801	2,221	2,543	2,950
所得税	310.76	566.94	699.23	800.63	928.72
净利润	775.38	1,234	1,521	1,742	2,021
少数股东损益	(6.20)	(2.55)	(3.15)	(3.61)	(4.18)
归属母公司净利润	781.58	1,236	1,525	1,746	2,025
EBITDA	1,501	2,138	2,770	3,226	3,785
EPS (元, 基本)	0.42	0.66	0.82	0.93	1.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	51.26	43.64	17.90	13.24	13.18
营业利润	30.60	64.25	23.33	14.50	16.00
归属母公司净利润	29.91	58.17	23.33	14.50	16.00
获利能力 (%)					
毛利率	21.65	23.39	22.63	21.62	21.64
净利率	7.66	8.43	8.82	8.92	9.14
ROE	8.99	12.89	14.65	15.23	15.94
ROIC	8.00	10.91	12.09	11.78	11.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.47	76.04	77.11	77.36	77.31
净负债比率 (%)	47.32	38.37	37.68	37.58	36.70
流动比率	1.69	1.54	1.53	1.54	1.53
速动比率	0.45	0.35	0.31	0.29	0.27
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.41	0.40	0.41	0.41
应收账款周转率	5.49	6.41	6.60	6.48	6.48
应付账款周转率	1.50	1.70	1.60	1.56	1.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.66	0.82	0.93	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.26)	0.16	(0.30)	(0.11)	0.21
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.13	5.57	6.14	6.80
估值比率					
PE (倍)	15.35	9.70	7.87	6.87	5.92
PB (倍)	1.38	1.25	1.15	1.05	0.94
EV_EBITDA (倍)	10.73	7.53	5.81	4.99	4.25

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、陈慎、方晏荷、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、陈慎、方晏荷、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司