



买入

29% ↑

目标价格: 人民币14.56

000090.CH

价格: 人民币 11.25

目标价格基础: 净资产折价 15%

板块评级: 增持

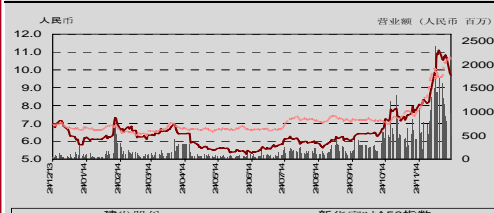
我们的观点有何不同?

- 天健集团作为深国资直属子公司, 股权结构清晰, 国资控股地位稳固, 原有业务多元化, 作为国资整合平台更具优势。
- 定增深国资花费 10 亿参与, 批准激励比例高达 4.7% 员工持股计划, 足见国资重视。
- 近期转型项目接连落地, 管理层效率大幅提升, 市值管理动力较强。
- 深圳旧改资源丰富, 潜在利润巨大。

主要催化剂/事件

- 明确国资整合平台定位, 实施资产注入。
- 产业转型项目的继续落地。
- 深圳工业用地项目转性。
- 广东自贸区方案的出台。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	35.5	24.9	59.6	39.8
相对上证指数	(13.2)	(13.4)	12.3	(11.7)

发行股数(百万)	553
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,216
14 年末每股评估净资产值(人民币)	17.13
3 个月日均交易额(人民币 百万)	235
净负债比率(%) (2014E)	22
主要股东(%)	
深圳国资委	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 12 月 23 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

天健集团

深国资改革先锋, 多元化产业转型

天健集团作为深国资直属子公司, 股权结构清晰, 国资控股地位稳固, 原有业务多元化, 是深圳国企改革领头羊; 深国资花费 10 亿参与定增及批准激励比例高达 4.7% 员工持股计划, 足见深国资对于天健的重视程度, 天健作为整合平台呼之欲出; 未来公司将对传统三大主营业务进行产业转型升级, 全方位转型城市运营商, 近期频繁转型项目的落地也反映了本次定增方案后高管效率提升, 市值管理动力增强; 另外, 公司旧改资源丰富、潜在利润巨大, 将助力公司业绩稳定释放和产业转型升级。我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 0.75、0.91 和 1.18 元, 目标价定为 14.56 元, 相当于 19.4 倍 2014 年市盈率和 15% 的 2014 年净资产值折价, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 治理结构及业务基础良好, 深圳国企改革领头羊初现。深市国资旗下 6 家上市房企, 未来深国资希望在其中打造 2-3 家上市国资整合平台, 其中境外 1 家, 境内 1-2 家, 而天健作为深国资直属子公司, 股权结构清晰, 深资委控股地位稳固, 同时公司原有业务多元化、并具有一定优势, 国资改革领头羊地位已成。
- 定增方案获深国资大力支持, 国资整合平台呼之欲出。深国资子公司“远致投资”出资 10 亿元参与定增, 作为深圳市的重大开支项目, 足见本次市政府和国资委对天健的支持力度; 而管理层持股的资产管理计划“天健如意”的持股比例达 4.7%, 股权占比处于行业前茅, 激励力度较大, 也同时体现了深国资对于天健的坚定支持。
- 多元化产业转型升级, 全方位转型城市运营商。预计公司将对传统三大主营业务进行产业转型升级: 1、施工业务转型升级市政运营(收购粤通延生市政运营+与法国万喜合作再生资源开发); 2、地产业务转型升级消费地产(打造汽车城运营+与达实智能合作智慧城市开发); 3、物管业务转型升级至电商平台(打造互联网服务平台)、4、此外, 新增产业股权投资业务。
- 深圳旧改土地资源丰厚, 巨大潜在利润助力转型。公司在深圳主要拥有天健工业园、天健科技大厦、福田安托山项目、龙岗回龙铺项目、粤通工厂项目等共计 5 个项目, 未来有望进入城市更新改造名录, 潜在利润丰厚, 这将支撑转型期业绩稳定增长。

评级面临的主要风险

- 房地产市场销售低迷、公司国企改革和产业转型低于预期。

估值

- 我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 0.75、0.91 和 1.18 元, 目标价定为 14.56 元, 相当于 19.4 倍 2014 年市盈率和 15% 的 2014 年净资产值折价, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,081	4,514	5,302	5,927	6,654
变动(%)	n.a.	47	17	12	12
净利润(人民币 百万)	250	378	412	502	653
全面摊薄每股收益(人民币)	0.453	0.685	0.745	0.908	1.181
变动(%)	n.a.	51.3	8.8	22.0	30.0
全面摊薄市盈率(倍)	24.8	16.4	15.1	12.4	9.5
每股现金流量(人民币)	1.18	1.00	0.10	0.48	0.61
价格/每股现金流量(倍)	9.6	11.2	111.3	23.5	18.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.5	13.2	10.9	8.9	6.9
每股股息(人民币)	0.045	0.206	0.224	0.273	0.355
股息率(%)	0.4	1.8	2.0	2.4	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

一、公司概况.....	3
二、传统主营业务分析.....	4
三、深圳国企改革的分析.....	7
四、传统主营业务的转型升级.....	11
五、旧改资源的分析.....	13
六、财务分析.....	15
七、投资建议.....	16

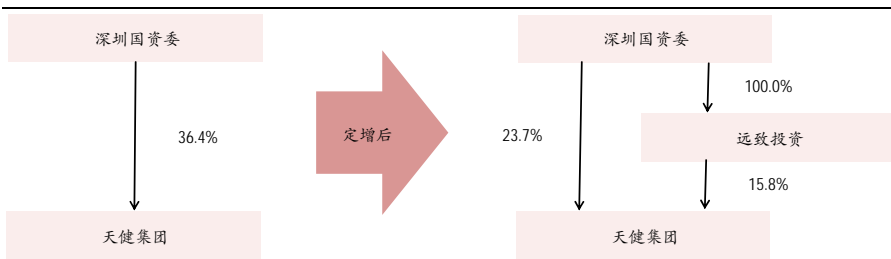
一、公司概要

老牌深国资控股房企，主营建筑、地产和商业运营

深圳市天健（集团）股份有限公司系深圳市国资委控股企业。深圳市天健（集团）股份有限公司原名深圳市天健实业股份有限公司（创立时原名深圳市天健股份有限公司）其前身最早为 1963 年组建的空军工程兵第 5 团，1976 年整编为基建工程兵 302 团，1983 年 9 月集体转业改编为深圳市市政工程公司，1993 年进行企业改制。1999 年在深圳证券交易所上市（证券简称：天健集团；证券代码：000090.SZ），主营业务为建筑施工、房地产开发和商业运营，旗下的知名企业包括深圳市市政工程总公司、深圳市天健房地产开发实业有限公司、深圳市天健商业物业运营有限公司等 10 余家。

其中，1) 深圳市市政工程总公司成立于 1983 年，拥有完备的建筑业企业资质，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；2) 深圳市天健房地产开发实业有限公司成立于 1988 年，房地产开发一级资质，已开发项目总建筑面积 200 多万平方米，集中在深圳、长沙、南宁、广州等地；3) 深圳市天健商业物业运营有限公司是商业物业策划和运营的专业机构，主要业务涵盖商业中心、酒店、写字楼及工业园区等。

图表 1. 天健集团股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

二、传统主营业务分析

施工业务贡献收入，地产业务贡献利润

天健集团主营业务为工程施工、房地产业、物业租赁及其他业务等。公司 70% 的收入来自于工程施工，79% 的毛利是来自于地产业务。公司的地产业务主要分布在深圳地区，近年来逐步进入上海、广州、惠州、长沙、南宁、湖南等城市。

公司 2006-2013 年收入的年均增速为 12.52%，净利润年均增速为 17.56%，略低于行业均值 20% 左右的增速。2013 年营业收入为 45.14 亿元，同比增长 46.53%，净利润为 3.78 亿元，同比增长 51.29%，基本每股收益为 0.68 元/股，ROE 为 10.76%，提升 2.88 个百分点。

2013 年公司房地产业务实现营收 15.65 亿元，同比增长 60.18%，主营业务利润 6.25 亿元，同比增长 81.67%，毛利率为 54.1%，同比增长 0.4 个百分点；建筑施工业务实现营收 31.3 亿元，同比增长 41.40%；毛利率为 5.4%，同比增长 0.16 个百分点；实现物业管理和租赁营收 1.07 亿元，同比增长 20.25%，毛利率为 47.92%，同比下降 7.05 个百分点。公司净利润快速增长主要是由于公司房地产业务快速增长所致。

图表 2. 天健集团业务收入结构和毛利结构

(万元)	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-6-30
营业收入	354,721	308,058	451,391	177,704
-工程施工	235,102	221,571	313,305	147,396
-房地产	119,751	97,687	156,491	30,711
-物业租赁	8,637	8,880	10,679	7,268
-其他与内部抵消	(8,770)	(20,080)	(29,083)	(7,671)
毛利	75,811	68,756	107,720	30,187
-工程施工	13,561	11,688	17,046	7,915
-房地产	54,092	52,454	84,656	18,341
-物业租赁	4,568	4,882	5,117	4,458
-其他与内部抵消	3,590	(268)	901	(527)
毛利率(%)	21.37	22.32	23.86	16.99
-工程施工	5.77	5.28	5.44	5.37
-房地产	45.17	53.7	54.1	59.72
-物业租赁	52.88	54.97	47.92	61.33

资料来源：公司公告，中银国际研究

深圳土地储备优质，并拥有多个潜在工业用地转性项目

截至 2013 年末，公司目前总未结算面积 194 万平米，其中深圳未结算面积 25 万平米，占比 13%；对应总未结算货值 308 亿元，其中深圳未结算货值 126 亿元，占比 41%。按照公司 13 年地产结算收入 16 亿元来估算，足够满足公司获得超过 6 年高成长结算收入增速要求。

另外，由于目前天健科技大厦（已转性）、回龙埔项目、安托山项目和粤通工业用地项目虽然也有转性可能性，但具体转性指标未确定，因而目前并未统计在公司目前未结算资源，但这四个项目未来如能顺利转性并确定指标，将极大地扩充公司深圳优质项目储备，支持公司的长远发展。（具体工业用地转性测算在后文“旧改资源的分析”中有进一步介绍）

公司目前房地产 194 万平米的净利润折现为 57 亿元，加上净资产 37 亿元，除

以总股本 5.5 亿股，公司 2014 年每股 NAV 为 17.13 元，对应 2015 年每股 NAV 为 18.32 元，并且如果其余工业用地项目顺利转型，公司的重估净资产价值将获得进一步地提升。

图表 3. 天健集团截至 2013 年末未结算面积及未结算货值统计

	城市	权益(%)	总可售面积 (平米)	未结算面积 (平米)	销售均价 (元/平米)	未结算货值 (亿元)
时尚空间	深圳	100	42,564	1,992	41,861	1
时尚名苑	深圳	100	10,624	1,229	35,869	0
阳光·天健城	深圳	100	227,349	44,469	24,000	11
商务大厦	深圳	100	24,996	24,996	21,002	5
国际公馆	南宁	100	49,562	26,546	18,000	5
商务大厦	南宁	100	16,461	12,340	18,795	2
世纪花园	南宁	100	131,820	131,820	9,500	13
芙蓉盛世二期	长沙	100	126,000	126,000	8,000	10
壹平方英里	长沙	100	127,462	127,462	9,500	12
上城阳光花园	广州	100	158,196	158,196	20,000	32
芙蓉盛世三期	长沙	100	391,405	391,405	8,000	31
阳光花园二、三期	惠州	100	233,958	233,958	5,500	13
广氮健明四路地块	广州	100	158,796	158,796	21,348	34
临港万祥项目	上海	100	68,196	68,196	20,000	14
江南区项目	南宁	100	207,006	207,006	6,500	13
经开区项目	南宁	100	46,214	46,214	8,000	4
天健工业园项目 (工业用地，已转性)	深圳	100	181,000	181,000	60,000	109
龙岗区回龙埔地块 (工业用地，待转性)	深圳	100	NA	NA	NA	NA
福田区安托山地块 (工业用地，待转性)	深圳	100	NA	NA	NA	NA
天健科技大厦 (工业用地，已转性)	深圳	100	NA	NA	NA	NA
粤通工业用地项目 (工业用地，待转性)	深圳	100	NA	NA	NA	NA
合计			2,201,609	1,941,626		308
其中	深圳		486,533	253,687		126
	广州		316,992	316,992		66
	惠州		233,958	233,958		13
	南宁		451,063	423,926		37
	长沙		644,867	644,867		54
	上海		68,196	68,196		14

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 2013 年 5 月以来土地获取情况

项目名称	土地面积 (平米)	计容积率建筑 面积(平米)	现状
长沙芙蓉盛世三期	86,979	391,405	已预付 2.5 亿的土地款，目前三期土地拆迁工作正在进行中
惠州阳光花园二、三期	93,583	233,958	净地
广州天健广氮商业地块	10,943	30,415	净地
上海万祥临港项目	48,712	68,196	净地
南宁江南区项目	69,002	207,006	净地，2014 年 1 月竞得
南宁经开区项目	13,204	46,214	净地，2014 年 4 月竞得
深圳龙岗区回龙埔地块	34,999	48,999	宗地号：G01026-4，工业用地，现为公司施工生产基地；根据龙岗区产业布局，该地块拟纳入汽车产业园规划范围内
深圳福田区安托山地块	7,425	18,700	宗地号：B401-0012，协议出让土地，住宅用途
天健工业园项目	38,156	220,000	其中，可售部分 18.1 万平方米
合计	403,003	1,264,893	

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 天健集团 NAV

(万元)	2014 年	2015 年
房地产净利润折现	571,768	593,049
净资产	374,658	419,387
NAV	946,426	1,012,436
总股本	55,253	55,253
每股 NAV(元)	17.13	18.32

资料来源：中银国际研究

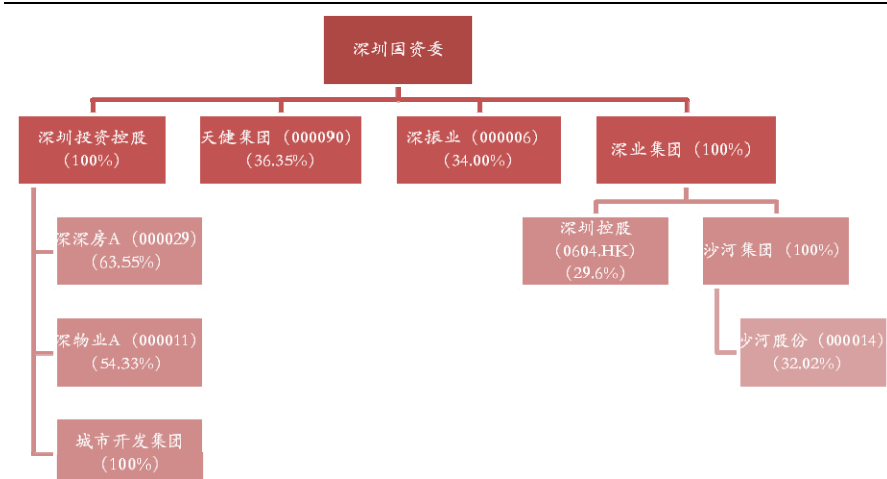
三、深圳国企改革的分析

治理结构及业务基础决定天健深圳国企改革领头羊优势

深圳市国资委旗下有 7 家房地产公司，其中上市 6 家，5 家在 A 股上市，1 家在港股上市。未来深国资希望打造 2-3 家上市国资整合平台，其中境外 1 家（预计为深圳控股），境内 1-2 家（预计其中之一为天健集团）。

目前天健大股东国资委持股 36.35%，二股东宝能系前海人寿持股 4.91%，股权结构清晰，国资委控股地位稳固，同时原有业务多元化、并具有一定优势，作为国资整合平台基础较好，此外公司目前规模较小，未来产业转型升级也相对更容易。因而，相对于深振业、沙河股份、深深房和深物业、城市开发集团等深圳国资委下属公司而言，天健集团作为整合平台的优势较为明显。

图表 6. 深国资旗下上市平台股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 7. 深国资旗下上市平台作为国资整合平台的优缺点

深国资下属公司	作为国资整合平台的优缺点
天健集团	大股东国资委持股 36.35%，二股东宝能系前海人寿持股 4.91%，股权结构清晰，国资委控股地位稳定，同时原有业务多元化、并具有一定优势，作为整合平台基础较好，此外公司目前规模较少，未来产业转型升级也相对容易。
深振业	深振业股权结构呈现两方资金角逐的态势，大股东国资系持股 34%（国资委 21.93%+远致投资 12.07%），二股东宝能系 15%（钜盛 6.69%+华利通投资 4.99%+创邦集团 3.32%），控股权之争仍难下定论导致深振业的国资改革难以推荐。不过，从深国资过去两年的连续爬行增持深振业来看，仍然比较看重深振业的价值，另一方面，宝能系分别于 11 月下旬和 12 月上旬减持了 4.99% 股权，目前持股仅剩 5%，股权结构已经理清。
沙河股份	深国资旗下重孙辈公司，股权结构为深业集团->沙河集团->沙河股份，间接持股 32.02%，但因为深业集团下属还有科技园集团、农科集团、鹏基工业园、沙河股份、深业南方和深圳控股等子公司都做房地产业务，兄弟公司之间需要解决工业竞争问题，从而业务也会被限制，沙河的股权结构和同业关系限制了未来空间，因而深国资把它作为平台也有难度。
深深房和深物业、城市开发集团	属于深国资孙子辈公司，深圳投资控股下属公司，主营房地产开业，本部深圳投资控股直接投资也是做地产的，也面临着同业竞争问题，同时人员安排问题较为麻烦，因为将他们作为平台也有难度。

资料来源：公司公告，中银国际研究

新一轮国企改革大潮来临，天健集团定增方案顺势而为

2014年11月6日，天健集团公布了非公开发行预案，拟向10名特定机构发行不超过2.93亿股，发行价7.49元/股，募资总额不超过22亿元，其中，远致投资（深圳国资委全资子公司）拟认购13,511万股，本次发行实施后，深圳国资委实际控制股权比例将由原先的36.4%提升至39.5%；天健如意（管理层持股的资产管理计划）拟认购4,005万股，其参与人员主要为公司核心骨干人员，包括公司董监高，本次发行实施后，该资产管理计划将持股达4.7%。

其实，天健集团从2013年就启动了本次非公开发行方案的工作，但当时由于公司方案只考虑再融资的因素，并没有从国企改革和国资整合平台的角度思考，因而当时并没有获得国资委通过。而在十八届三中全会提出国企改革之后，同时在北京、上海、广东、深圳等省市陆续出台各地国资改革相关政策之后，2014年11月6日天健集团公布了更为成熟的非公开发行方案，由于公司本次方案是站在国企改革政策导向的背景之下的一揽子的系统工程的高度下、并从深圳全市国资整合角度下推出的，该方案顺应了国企改革的大浪潮，并很顺利地获得国资委的批准。

图表8. 国企改革大背景

日期	主体	政策
2013年11月12日	十八届三中全会	《关于全面深化改革若干重大问题的决定》三“要”点：要不断增强国有经济活力、控制力、影响力；要积极发展混合所有制经济；要适应市场化、国际化新形势，进一步深化国企改革，建立长效激励约束机制。
2014年5月8日	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》要点：推动混合所有制经济发展；鼓励上市公司建立市值管理制度；完善上市公司股权激励制度，允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划；鼓励企业开展市场化的并购重组。
2014年6月20日	证监会	《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，明确上市公司可以根据员工意愿实施员工持股计划。
2014年7月	各地实践：北京	推出北京国资国企改革27条，明确对市属国企实施分类监管，并在一些企业先行试点混合所有制改革；
2014年8月	各地实践：上海	推出上海国资国企改革20条，其中发展混合所有制是主线，多家上市国企拟引入战投；
2014年9月	各地实践：广东	广东国资委下发《体制机制创新试点企业相关工作说明》，此后50家试点国企改革进入实操阶段；国内主流财经媒体报道了深圳新一轮国企改革目标，即以淡马锡模式为参照，形成“一体两翼”
2014年9月	各地实践：深圳	的产业布局，通过归核化集中做强优势产业及民生领域，通过引战的同时实施股权激励深化混合所有制。

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表9. 天健集团本次非公开增发方案主要指标

	主要指标
发行价	7.49元/股
增发股本	不超过2.94股
募集资金总额	不超过22亿元
募集资金用途	天健科技大厦（12亿元）+补充流动资金（10亿元）
定向增发对象	深圳远致投资（深圳国资委全资子公司，拟持股15.8%）、天健如意（管理层持股的资产管理计划，拟持股达4.7%）、嘉兴硅谷天堂恒智、深圳高新投、深圳达实、红土创新、深圳国信弘盛、深圳凯富基金、深圳创东方长兴、深圳架桥富凯一号
目前进展	11月27日，非公开发行方案获得深圳市国资委批复同意；12月5日，该方案又获得公司2014年度第二次临时股东大会高票通过。

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 10. 天健集团本次非公开增发拟认购机构情况

序号	认购主体	认购数量(股)	占比增发(%)	占比增发后股本(%)
1	深圳市远致投资有限公司	133,511,348	45.5	15.8
2	国泰君安君享天健如意集合资产管理计划（筹）	40,053,404	13.6	4.7
3	嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业（有限合伙）	26,702,269	9.1	3.2
4	深圳市高新投集团有限公司	26,702,269	9.1	3.2
5	深圳市达实投资发展有限公司	13,351,134	4.5	1.6
6	红土创新基金管理有限公司	13,351,134	4.5	1.6
7	深圳市国信弘盛股权投资基金（有限合伙）	13,351,134	4.5	1.6
8	深圳市凯富基金管理有限公司	13,351,134	4.5	1.6
9	深圳市创东方长兴投资企业（有限合伙）	6,675,573	2.3	0.8
10	深圳市架桥富凯一号股权投资企业（有限合伙）	6,675,567	2.3	0.8
增发合计		293,724,966	100.0	34.7
扩股后股本		846,255,760		

资料来源：公司公告，中银国际研究

定增方案获深国资大力支持，天健作为整合平台呼之欲出

从国资股权上来看，本次方案中，深圳国资委全资子公司“远致投资”拟认购本次非公开发行 10 亿元（拟认购 13,511 万股，占比 15.8%），而花费如此巨额资金需要经过市人大和市长办公室批准，属于深圳市的重大开支项目，足见本次市政府和国资委对本次方案的支持力度之强，同时，深圳国资委实际控制股权比例将由原先的 36.4% 提升至 39.5%，深圳国资的持股比例不降反增，反映出了深圳国资对于公司的重视程度。

从员工激励上来看，本次方案中，管理层持股的资产管理计划“天健如意”拟认购 4,005 万股，其参与人员主要为公司核心骨干人员，包括公司董监高，本次发行实施后，该资产管理计划将持股达 4.7%，捆绑公司、股东与员工三者利益，这将激发企业内生动力，有利于长远发展。此外，横向对比过去几年中上市房企的激励方案，无论是股权激励方案还是员工持股方案，无论国企改革房企激励方案还是上市房企的激励方案，天健集团 4.7% 的激励比例都处于行业前茅，彰显激励力度较大之余，也体现了深圳国资委对于天健集团的支持力度之大。

因而，无论是从国资股权还是从员工激励上来看，都显示了深圳国资委对于公司对本次方案的支持力度之强，甚至是对于公司国企改革方案的支持力度之强。而目前在新一轮国企改革大浪潮中，深圳国资委急需打造 2-3 个国资整合平台，同时目前也在倡导国企退出房地产行业，因而天健后续有望作为深圳国资整合平台，并在并购国企旗下优质资管的过程中转型升级。

图表 11. 上市房企股权激励或员工持股比例横向对比

名称	公告时间	激励方式	激励总数 (万股)	占股本比例 (%)	激励标的来源
泛海控股	2008-1-8	股权激励	3,500	9.96	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
阳光城	2012-9-28	股权激励	4,875	9.10	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
中国宝安	2011-2-18	股权激励	7,500	6.88	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
天健集团	2014-11-7	员工持股计划	4,005	4.73	非公开发行股票
华侨城 A	2007-9-29	股权激励	5,000	4.50	上市公司定向发行股票
新湖中宝	2012-2-16	股权激励	27,336	4.40	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
深振业 A	2008-12-26	股权激励	1,060	4.18	股东转让股票
金地集团	2010-3-20	股权激励	9,937	4.00	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
福星股份	2006-12-16	股权激励	1,505	3.70	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
新湖中宝	2008-6-25	股权激励	10,034	3.56	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
世联行	2014-3-25	员工持股计划	2,670	3.49	非公开发行股票
荣盛发展	2010-7-31	股权激励	4,800	3.35	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
万科 A	2014-4-23	员工持股计划	3.59 亿股(截至 9 月)	3.26	设立集合计划购买二级市场股票
中天城投	2013-9-6	股权激励	3,864	3.02	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
冠城大通	2010-12-22	股权激励	2,000	2.72	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
中南建设	2011-12-30	股权激励	3,000	2.57	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
万泽股份	2012-12-6	股权激励	1,217	2.51	上市公司定向发行股票
南国置业	2011-7-18	股权激励	2,400	2.50	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
阳光城	2014-9-17	员工持股计划	3 亿元/购买价格 (估算 2,355 万股)	估算 2.26	设立集合计划购买二级市场股票
西藏城投	2008-3-18	股权激励	480	2.10	股东转让股票
苏宁环球	2014-12-11	员工持股计划	4,000	1.96	大股东所持股票
美都能源	2012-11-21	股权激励	2,150	1.57	上市公司定向发行股票
华业地产	2011-6-4	股权激励	800	1.24	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
美好集团	2012-7-14	股权激励	2,617	1.02	上市公司定向发行股票
万科 A	2011-4-20	股权激励	11,000	1.00	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
保利地产	2012-4-27	股权激励	5,567	0.94	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
万科 A	2007-4-16	股权激励	10,095	0.93	上市公司提取激励基金买入流通 A 股
招商地产	2014-9-18	股权激励	2,323	0.90	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
世茂股份	2013-6-29	股权激励	1,000	0.85	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
中天城投	2013-9-6	股权激励	966	0.76	上市公司定向发行股票

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

四、传统主营业务的转型升级

多元化产业转型升级，全方位转型城市运营商

公司未来在努力争取成为国资整合平台的同时，自身也在多方位尝试产业转型升级。从目前公司的各种公告事项总结来看，公司将针对传统三大主营业务进行产业转型升级，以符合公司更长远的发展需求：施工业务转型升级市政运营、地产业务转型升级消费地产、物管业务转型升级至电商平台、此外，新增产业股权投资业务。

施工业务转型升级市政运营。一方面，14年9月30日公告，公司通过收购粤通公司（深圳最早的路桥专业施工单位之一），延伸产业链，拓展道路、桥梁和隧道养护业务新领域，由施工业务转型升级至市政运营业务；另一方面，14年12月23日公告，公司通过法国万喜集团（VINCI GROUP）合作，双方计划在城市再生资源综合利用、新能源、环保、特许运营、高端建筑工程管理等领域的重大项目建设和运营方面展开全面合作。

地产业务转型升级消费地产。一方面，公司依靠自身旧改资源打造汽车城，并且依靠汽车城的线下载体，提供汽车售后保养维护服务，同时打造汽车城线上平台，主要引入零配件供应商等；另一方面，14年10月27日公告，公司通过与达实智能合作，双方将以天健集团在建筑、地产和商业服务等领域的的项目为基础，共建科技、高效、生态、宜居的智慧城市环境，打造智慧办公楼宇、智慧城市更新项目、智慧园区和智慧社区。

物管业务转型升级至电商平台。公司物业管理面积达416万平方米，公司将从传统物业服务向智慧人居综合服务商转型，打造一个消费者和供应商的撮合平台。公司成熟的物业管理经验以及优秀的物业管理人员都为公司的物管业务向电商平台转型升级提供了良好的基础。2013年，天健物业的业主满意率为88.8%，并且天健物业荣获“中国物业管理品牌影响力企业”称号。

此外，新增产业股权投资业务。公司本次非公开发行方案中，引入战投多数为PE投资公司，除国资系外其余7名占比增发后股权11%，同时需要锁定3年，后续他们的市值维护动力也会比较强烈，从公司与达实投资控股上市公司达实智能的合作来看，本次引入的7名战投更倾向于积极为天健集团创造转型资源，助力天健传统业务转型和升级，从而达到市值管理目的，以分享公司未来市值增长。

图表 12. 天健集团和达实智能签署战略合作框架协议公告

项目	内容
合作简介	2014年11月27日，天健集团与达实智能签署了《智慧城市及绿色建筑项目战略合作框架协议书》。
合作方简介	达实智能（002421.SZ）于2010年在深圳证券交易所上市，主营业务为智慧城市顶层规划及总体解决方案、建筑智能化及节能全生命周期服务，是国内智能化及节能领域的领先企业。
合作内容	<p>（一）技术合作：双方以天健集团在建筑、地产和商业服务等领域的的项目为基础，共建科技、高效、生态、宜居的智慧城市环境，打造智慧办公楼宇、智慧城市更新项目、智慧园区和智慧社区，通过样板示范作用，全面提升天健集团的项目建设品质。</p> <p>（二）市场合作：双方积极响应《国家新型城镇化规划（2014-2020）》精神，以绿色、智慧为目标，在智慧城市顶层规划设计、投资建设、运营管理等全生命周期服务领域全面合作，大力推动智慧城市的投资、建设和运营。通过双方的研发、技术、市场等多领域合作所产生的协同效应，相互兼容促进，形成系统的智慧城市综合运营体系和智慧社区体系，支持国家新型城镇化建设，推动社会进步和环境保护，为城市创建更好的可持续发展环境。</p>

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 13. 天健集团和万喜集团签署合作意向书公告

项目	内容
合作简介	2014 年 12 月 23 日，天健集团与 VINCI CONSTRUCTION GRANDS PROJETS 签署了《合作意向书》。
合作方简介	VCGP 为全球领先的建筑服务商--万喜集团 (VINCI GROUP) 旗下的全资机构。万喜集团为巴黎 CAC40 指数成份股，业务涵盖土木、建筑、基建、特许经营、能源、环保等领域，项目遍布全球 100 多个国家和地区。
合作内容	VCGP 是一家全球知名、管理先进、技术领先、拥有丰富运营经验的公司，天健集团具有良好的本土经营和资源优势。双方拟结合各自突出的优势和经验，共同开拓中国大陆内地本土市场及海外市场（但不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区的市场）。VCGP 将天健集团作为中国市场重要的战略合作伙伴，双方计划就城市再生资源综合利用、新能源、环保、特许运营、高端建筑工程管理等领域的重大项目建设和运营方面展开全面合作，共同致力于中国新型城镇化建设，推动城市节能环保。天健集团通过与 VCGP 的合作，提升其技术、装备和管理水平，促进产业的升级和转型。

资料来源：公司公告，中银国际研究

五、旧改资源的分析

估算深圳旧改资源丰厚，巨额潜在利润助力公司转型

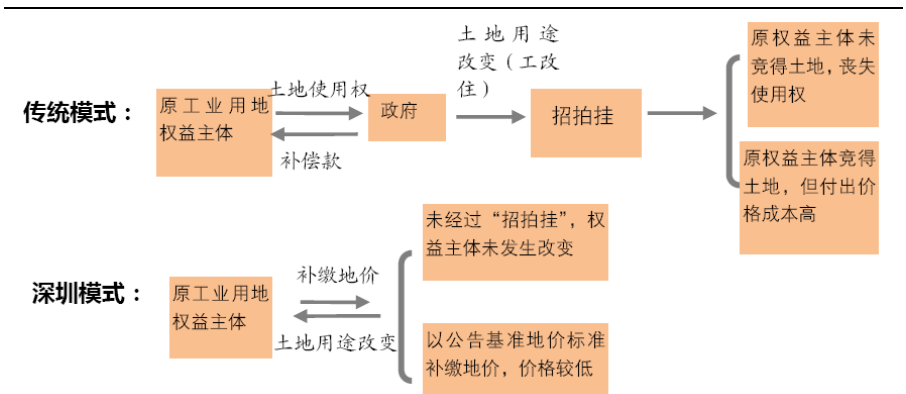
受制于土地资源的紧缺，深圳近年一直积极推进土地制度改革。2009 年推出的深圳城市更新计划极大地释放深圳存量建设用地，借助《深圳城市更新办法》，通过补缴地价，工业用地所有者可在不变更土地使用权主体的前提下改变土地的用途。

10 月 28 日，天健集团公告，公司旗下福田区莲花街道天健工业园片区城市更新单元规划（草案）经市规划和国土资源委员会综合业务会审议通过。该项目位于深圳市福田区中心位置，地理位置优势明显，改造前占地面积 6.32 万平米，本次改造后建筑面积提升至 20 万平米，其中住宅 19.9 万平方米（含保障性住房 2.9 万平方米），商业 1.1 万平方米，公共配套设施 9,700 平方米。

按照售价 6 万元/平米，成本 2 万元/平米（其中预计地价 1.5 万元/平米），因而毛利价格 4 万元/平米，同时剔除保障房 3 万平米和两个社会机构的还建 1 万平米，天健开发获利部分的面积为 18 万平米，因而总毛利润预计约 70 亿元，扣去营业税、所得税和三项费用之后，预计净利润在 30-40 亿元左右，改造后每平米净利润 1.5-2 万元/平米。

公司在深圳主要拥有天健工业园、天健科技大厦、福田安托山项目、龙岗回龙铺项目、粤通工厂项目等共计 5 个项目，估算更新改造后建面约 90 万平米，这将支撑转型期业绩稳定增长。按照天健工业园工业用地转性每平米盈利 1.5-2 万元/平米，保守估计上述 90 万平米工业用地将至少贡献超百亿元的利润，足见深圳旧改项目利润丰厚。

图表 14. 《深圳市城市更新办法》实现了土地招拍挂制度的突破



资料来源：中银国际研究

图表 15. 天健工业园工业用地转性情况

项目	改造前占地面积(万平米)	改造后建筑面积(万平米)
商品房	NA	17.00
保障性住房	NA	2.93
商业	NA	1.10
公共配套设施	NA	0.97
总计	6.32	22.00

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 16. 天健深圳旧改资源约 90 万方

项目	占地面积 (万平方米)	容积率(倍)	改造后建筑面积 (万平方米)	备注
天健工业园	3.8	5.8	22.0	
天健科技大厦	2.4	3.0	7.1	
福田安托山项目	0.7	10.0	7.0	
龙岗回龙铺项目	3.5	4.0	14.0	按 4 倍容积率估算
粤通工厂项目	10.0	4.0	40.0	按 4 倍容积率估算
合计	20.4		90.1	

资料来源：中银国际研究

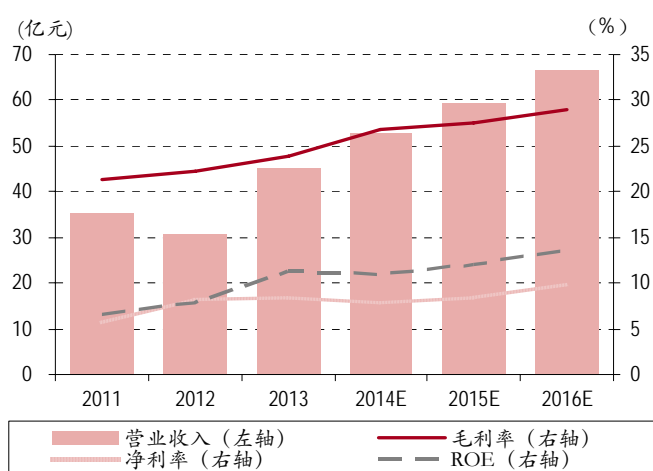
六、财务分析

负债率较低，三费控制优秀

从负债率来看，截至 2013 年末，公司资产负债率为 65.6%，净负债率仅为 26.4%，低于行业水平，并且过去几年中呈现下降趋势；货币资金为 18 亿元，持平于短债合计 18 亿元，短期还债压力不大。

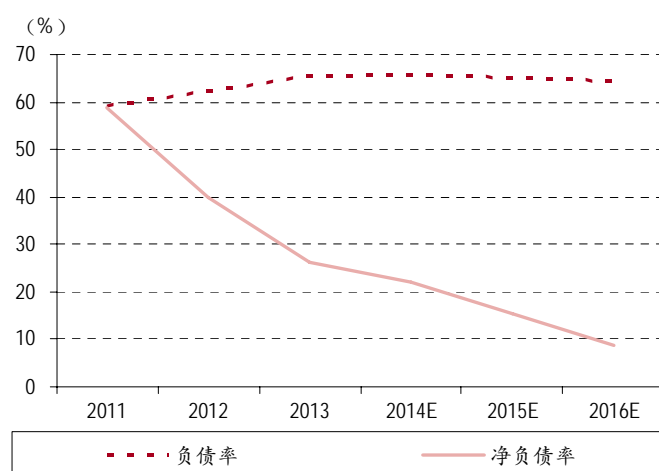
从三项费用率来看，过去几年中，公司三项费用率呈现出一个逐步略微改善的过程，三项费用率由 2011 年的 7.8% 下降至 2013 年的 5.2%，其中，管理费用率和财务费用率均有不同程度的改善。

图表 17. 天健集团营业收入、毛利率、净利率及 ROE 情况



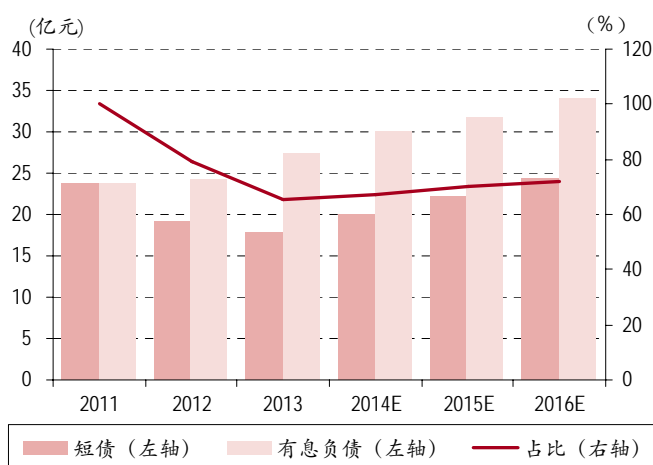
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 18. 天健集团资产负债率及净负债率情况



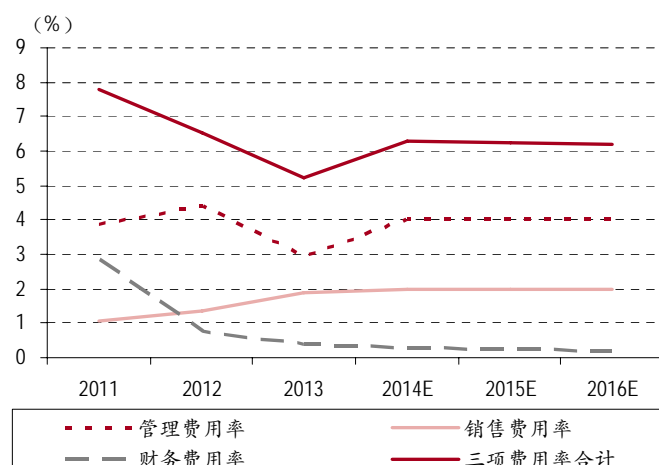
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 19. 天健集团短债占比有息负债情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 20. 天健集团三项费用率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

七、投资建议

深国资改革先锋，多元化产业转型

天健集团作为深国资直属子公司，股权结构清晰，国资控股地位稳固，原有业务多元化，是深圳国企改革领头羊；深国资花费 10 亿参与定增及批准激励比例高达 4.7% 员工持股计划，足见深国资对于天健的重视程度，天健作为整合平台呼之欲出；未来公司将对传统三大主营业务进行产业转型升级，全方位转型城市运营商，近期频繁转型项目的落地也反映了本次定增方案后高管效率提升，市值管理动力增强；另外，公司旧改资源丰厚、潜在利润巨大，将助力公司业绩稳定释放和产业转型升级。我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 0.75、0.91 和 1.18 元，目标价定为 14.56 元，相当于 19.4 倍 2014 年市盈率和 15% 的 2014 年净资产值折价，首次评级为 **买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,081	4,514	5,302	5,927	6,654
销售成本	(2,651)	(3,833)	(4,421)	(4,888)	(5,371)
经营费用	(97)	(144)	(234)	(272)	(316)
息税折旧前利润	333	536	647	767	967
折旧及摊销	(80)	(74)	(84)	(84)	(84)
经营利润 (息税前利润)	253	463	563	683	883
净利息收入/(费用)	(7)	(7)	(3)	(1)	2
其他收益/(损失)	72	22	(1)	(1)	(1)
税前利润	303	469	549	669	870
所得税	(53)	(91)	(137)	(167)	(218)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	250	378	412	502	653
核心净利润	250	378	412	502	653
每股收益(人民币)	0.453	0.685	0.745	0.908	1.181
核心每股收益(人民币)	0.453	0.685	0.745	0.908	1.181
每股股息(人民币)	0.045	0.206	0.224	0.273	0.355
收入增长(%)	n.a.	47	17	12	12
息税前利润增长(%)	n.a.	83	22	21	29
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	61	21	18	26
每股收益增长(%)	n.a.	51	9	22	30
核心每股收益增长(%)	n.a.	51	9	22	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	303	469	549	669	870
折旧与摊销	80	74	84	84	84
净利息费用	22	16	13	13	12
运营资本变动	370	56	(454)	(335)	(411)
税金	(53)	(91)	(137)	(167)	(218)
其他经营现金流	(71)	29	1	1	1
经营活动产生的现金流	651	553	56	265	338
购买固定资产净值	(38)	(63)	0	0	0
投资减少/增加	70	(3)	10	12	14
其他投资现金流	73	(0)	58	33	35
投资活动产生的现金流	105	(67)	68	46	50
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(14)	395	264	182	223
支付股息	(188)	(178)	(124)	(151)	(196)
其他融资现金流	(2)	0	58	33	35
融资活动产生的现金流	(204)	217	198	64	62
现金变动	552	703	322	375	450
期初现金	588	1,140	1,844	2,165	2,540
公司自由现金流	756	486	124	310	388
权益自由现金流	742	882	388	492	611

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,140	1,844	2,165	2,540	2,990
应收帐款	399	440	517	578	649
库存	4,216	4,484	5,266	5,887	6,610
其他流动资产	270	423	434	481	529
流动资产总计	6,025	7,191	8,382	9,486	10,777
固定资产	147	239	318	396	475
无形资产	122	115	110	104	99
其他长期资产	2,087	2,091	2,148	2,053	1,972
长期资产总计	2,554	2,601	2,576	2,554	2,546
总资产	8,578	9,792	10,958	12,040	13,323
应付帐款	1,278	1,618	1,825	2,023	2,225
短期债务	1,920	1,780	2,044	2,226	2,449
其他流动负债	1,316	1,813	2,127	2,376	2,666
流动负债总计	4,514	5,210	5,996	6,625	7,340
长期借款	500	953	953	953	953
其他长期负债	343	257	262	268	273
股本	502	553	553	553	553
储备	2,719	2,809	3,184	3,631	4,194
股东权益	3,221	3,361	3,737	4,184	4,746
少数股东权益	0	10	10	10	10
总负债及权益	8,578	9,792	10,958	12,040	13,323
每股帐面价值(人民币)	5.83	6.08	6.76	7.57	8.59
每股有形资产(人民币)	6.17	5.87	6.56	7.38	8.41
每股净负债/(现金)(人民币)	2.55	1.61	1.51	1.16	0.75

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.8	11.9	12.2	12.9	14.5
息税前利润率(%)	8.2	10.2	10.6	11.5	13.3
税前利润率(%)	9.8	10.4	10.4	11.3	13.1
净利率(%)	8.1	8.4	7.8	8.5	9.8
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	6.8	18.9	24.0	27.1	33.0
净权益负债率(%)	39.7	26.4	22.2	15.2	8.7
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	24.8	16.4	15.1	12.4	9.5
核心业务市盈率(倍)	24.8	16.4	15.1	12.4	9.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	32.2	21.3	19.5	16.0	12.3
市净率(倍)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	9.6	11.2	111.3	23.5	18.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.5	13.2	10.9	8.9	6.9
周转率					
存货周转天数	580.5	414.2	402.5	416.4	424.6
应收帐款周转天数	47.2	33.9	33.0	33.7	33.7
应付帐款周转天数	151.5	117.1	118.5	118.5	116.5
回报率					
股息支付率(%)	12.2	37.3	40.1	40.1	40.1
净资产收益率(%)	7.8	11.5	11.6	12.7	14.6
资产收益率(%)	2.4	4.1	4.1	4.5	5.2
已运用资本收益率(%)	4.8	8.0	8.9	9.8	11.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371