

**证券研究报告—动态报告**

房地产

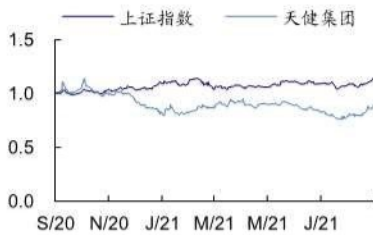
**天健集团(000090)**
**买入**

房地产开发 II

**2021 年中报点评**

(首次评级)

2021 年 09 月 10 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,869/1,868
总市值/流通(百万元)	10,894/10,891
上证综指/深圳成指	3,693/14,699
12 个月最高/最低(元)	7.98/4.73

**证券分析师: 任鹤**

 电话: 010-88005315  
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

**证券分析师: 王粤雷**

 电话: 0755-81981019  
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

**联系人: 王静**

 电话: 021-60893314  
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**积极推进地产开发, 做强城市建设服务**
**● 业绩稳健增长, 地产开发仍是利润核心来源**

2021 年上半年, 公司实现营业收入 77.6 亿元, 同比增长 6.9%; 归母净利润 13.0 亿元, 同比增长 4.3%, 业绩保持稳健增长。两大主营业务房地产开发和建筑施工在 2021 年上半年的收入占比分别为 47% 和 46%, 毛利占比分别为 82% 和 17%, 地产开发仍是利润的核心来源。

**● 地产开发项目少而精, 待结转资源充裕**

公司开发规模小但项目基本位于一线城市, 去化无忧。2021 年上半年, 结算收入为 41 亿元, 同比增长 0.4%; 毛利率为 58%, 较 2020 年全年提升了 10.6 个百分点; 多项目开盘助力实现认购 95 亿元, 已超过 2020 年全年水平的 34%。截至 2021 年上半年末, 公司合同负债为 99 亿元, 同比增长 96%; 在售楼盘未结转的建筑面积 127 万 m<sup>2</sup>, 在建项目计容建筑面积 152 万 m<sup>2</sup>, 待结转资源充裕, 后续业绩增长可期。

**● 持续夯实城市建设与服务能力, 业务稳中有进**

2021 年上半年, 公司城市建设板块营业收入 40 亿元, 毛利率为 12%, 远低于房地产开发业务; 城市服务板块营业收入 5.5 亿元。虽然当前对公司收入、毛利贡献有限, 但未来有望发展成为业绩增长新亮点。

**● 财务状况不断改善, 现金流安全有保障**

2021 年 6 月末, 公司剔除预收的资产负债率为 73%, 净负债率为 55%, 现金短债比为 1.5, 三大指标均较 2020 年末有所改善。同时, 公司的经营性现金流在 2021 年上半年大幅转正, 财务安全性有保障。

**● 积极推进地产开发, 做强城市建设服务, 首覆给予买入评级**

公司积极推进地产开发, 做强城市建设服务。预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 20、23 亿元, 对应 EPS 为 1.08、1.23 元, 对应最新股价的 PE 为 5.4、4.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

**● 风险**

1、公司房地产开发销售结算进度不及预期、土储不能及时补充或毛利率下行。2、公司城市建设服务业务收入增长或毛利率表现不及预期。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,665	17,125	19,849	22,665	25,454
(+/-%)	43.6%	16.8%	15.9%	14.2%	12.3%
净利润(百万元)	1236	1486	2022	2294	2555
(+/-%)	58.2%	20.2%	36.0%	13.5%	11.4%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.80	1.08	1.23	1.37
EBIT Margin	13.9%	15.1%	15.5%	15.3%	15.0%
净资产收益率(ROE)	12.9%	13.6%	16.3%	16.4%	16.2%
市盈率(PE)	8.8	7.3	5.4	4.7	4.3
EV/EBITDA	18.7	17.7	16.6	15.7	15.1
市净率(PB)	1.14	0.99	0.88	0.78	0.69

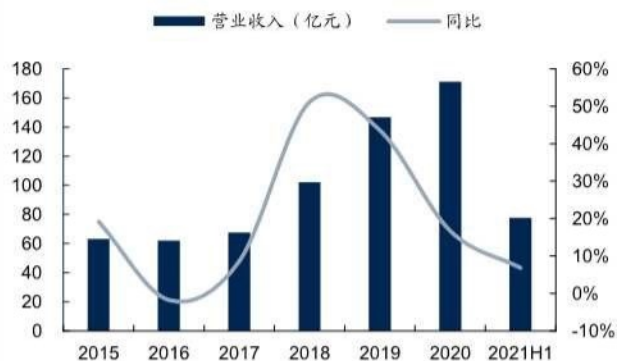
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 业绩稳健增长，地产开发仍是利润核心来源

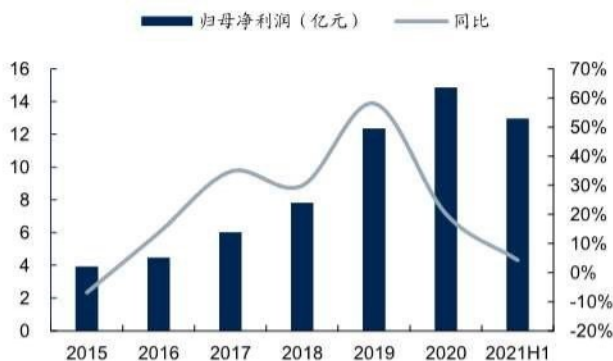
2021年上半年，公司实现营业收入77.6亿元，同比增长6.9%；归母净利润13.0亿元，同比增长4.3%，业绩保持稳健增长。公司最核心的两大主营业务是房地产开发和建筑施工，在2021年上半年的收入占比分别为47%和46%，毛利占比分别为82%和17%，地产开发业务仍是公司利润的核心来源。

图1：公司历年营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司各类型业务收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司各类型业务毛利占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

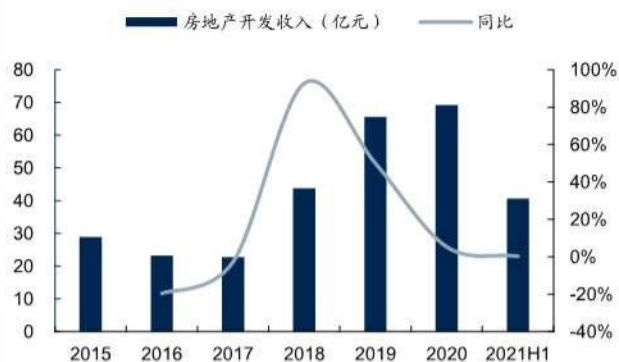
## 地产开发项目少而精，待结转资源充裕

公司房地产开发规模较小，截至2021年上半年末，在售楼盘18个，在建项目12个，储备项目1个，在克而瑞地产企业全口径销售额榜单上仅位列第144位。因此每个单体项目的开发销售结算节奏和毛利水平对公司业绩的影响都很大。不过，公司地产项目数量虽少，但质量较高，大部分位于一线城市，去化无忧。

2021年上半年，公司结算收入为41亿元，同比增长0.4%，深圳占比为82%，其中天骄北庐项目就结算了33亿元；结算毛利率为58%，较2020年全年提升了10.6个百分点，得益于深圳项目平均毛利率高达65%；多项目开盘助力实现认购金额95亿元，已超过2020年全年水平的34%，其中深圳前海悦桂府项目就销售了56亿元。

受益于优异的地产销售表现,截至2021年上半年末,公司合同负债为99亿元,同比增长96%,在售楼盘未结转的建筑面积127万m<sup>2</sup>,在建项目计容建筑面积152万m<sup>2</sup>,待结转资源充裕,后续业绩增长可期。

图 5: 公司历年房地产开发收入及同比 (单位: 亿元, %)



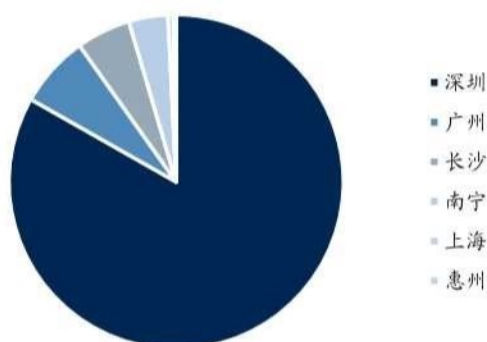
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司历年房地产开发毛利率



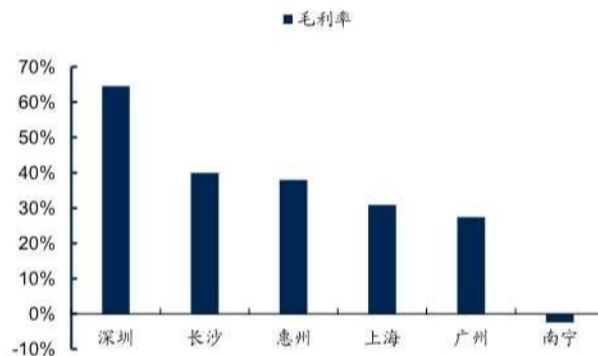
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司分地区房地产开发结算收入占比, 2021H1



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分地区房地产开发结算毛利率, 2021H1



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司历年房地产认购金额及签约金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司历年合同负债及结算收入 (单位: 亿元)



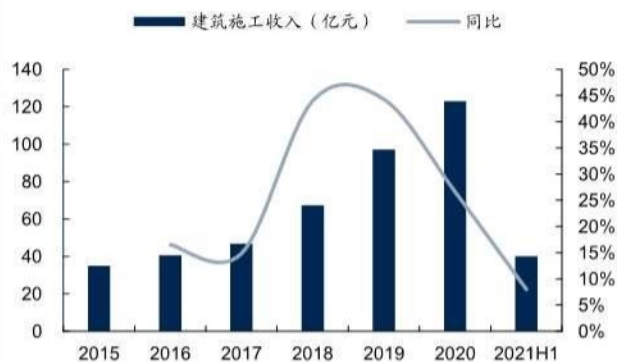
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 持续夯实城市建设与服务能力，业务稳中有进

公司城市建设业务致力于持续做精房建、市政、水厂、管网等传统优势领域，加大拓展公路、桥梁、隧道等传统业务领域。2021年上半年，公司城市建设板块营业收入40亿元，同比增长8%；毛利率为12%，远低于房地产开发业务；在建项目189项，合同造价359亿元，比上年同期增长8%。

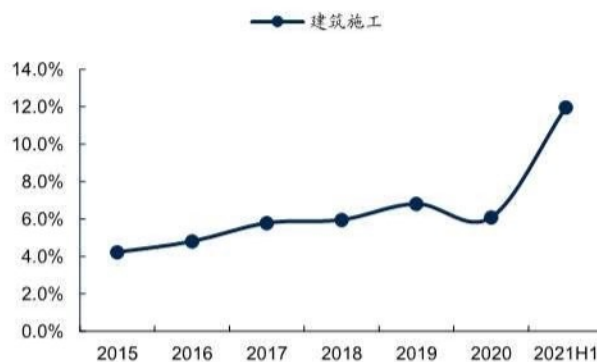
公司城市服务业务涵盖城市基础设施管养服务、棚户区改造服务、商业运营服务、物业服务四大方面。2021年上半年，公司城市服务板块营业收入5.5亿元，同比增长32%；实现宝安碧海花园棚改项目仅用30天实现100%搬迁交房；新增物业管理面积123万 $m^2$ ，总体物业出租率达95%。虽然当前对公司收入、毛利贡献有限，但随着业务能力的提升，未来有望发展成为业绩增长新亮点。

图 11: 公司历年建筑施工收入及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司历年建筑施工毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务状况不断改善，现金流安全有保障

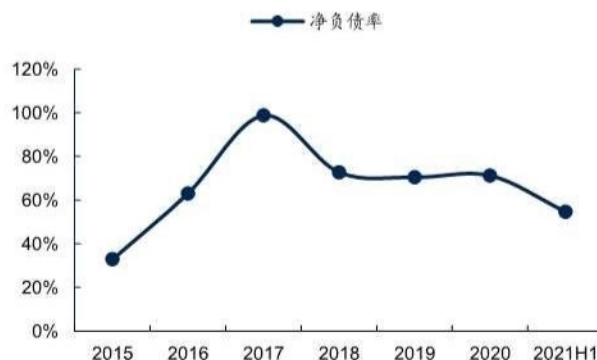
2021年6月末，公司剔除预收的资产负债率为73%，净负债率为55%，现金短债比为1.5，三大指标均较2020年末有所改善，按“三道红线”的指标要求处于较为健康的黄档。同时，公司经营性现金流在2021年上半年大幅转正，财务安全性有保障。

图 13: 公司历年剔除预收的资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

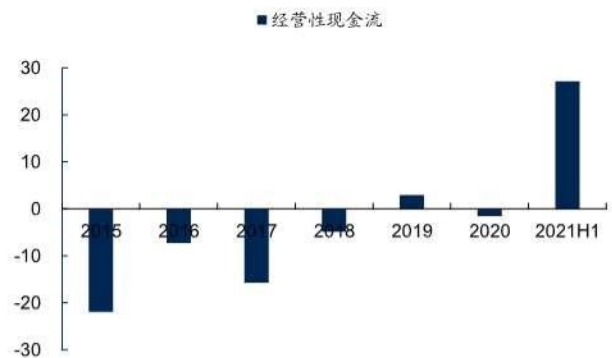
图 14: 公司历年净负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 15: 公司历年现金短债比**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图 16: 公司历年经营性现金流 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 积极推进地产开发, 做强城市建设服务, 首次覆盖给予“买入”评级

公司作为深圳国企, 牢牢把握“城市建设与服务”核心功能, 立足深圳、服务湾区, 积极推进地产开发, 做强城市建设服务。预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 20、23 亿元, 对应 EPS 为 1.08、1.23 元, 对应最新股价的 PE 为 5.4、4.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险

- 1、公司房地产开发销售结算进度不及预期、土储不能及时补充或毛利率下行;
- 2、公司城市建设服务业务收入增长或毛利率表现不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8630	12271	12173	12175	营业收入	17125	19849	22665	25454
应收款项	2711	3142	3588	4029	营业成本	13046	14952	17154	19347
存货净额	26494	30596	35018	39395	营业税金及附加	1020	1191	1360	1527
其他流动资产	5362	1985	2267	2545	销售费用	123	142	163	183
<b>流动资产合计</b>	<b>43360</b>	<b>47994</b>	<b>53045</b>	<b>58145</b>	管理费用	348	489	531	568
固定资产	499	1107	1855	2700	财务费用	189	375	394	416
无形资产及其他	586	563	539	516	投资收益	22	0	0	0
投资性房地产	4476	4476	4476	4476	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	78	78	78	78	其他收入	(229)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>48999</b>	<b>54217</b>	<b>59993</b>	<b>65914</b>	营业利润	2193	2700	3064	3412
短期借款及交易性金融负债	8179	8500	9000	9500	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	10648	12296	14073	15832	<b>利润总额</b>	<b>2193</b>	<b>2700</b>	<b>3064</b>	<b>3412</b>
其他流动负债	10063	11672	13342	14991	所得税费用	704	675	766	853
<b>流动负债合计</b>	<b>28889</b>	<b>32468</b>	<b>36415</b>	<b>40323</b>	少数股东损益	3	3	4	4
长期借款及应付债券	8317	8317	8317	8317	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1486</b>	<b>2022</b>	<b>2294</b>	<b>2555</b>
其他长期负债	755	977	1198	1420					
<b>长期负债合计</b>	<b>9072</b>	<b>9293</b>	<b>9515</b>	<b>9736</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>37961</b>	<b>41762</b>	<b>45930</b>	<b>50060</b>	净利润	1486	2022	2294	2555
少数股东权益	81	83	86	89	资产减值准备	51	110	119	160
股东权益	10956	12372	13977	15766	折旧摊销	166	106	156	219
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>48999</b>	<b>54217</b>	<b>59993</b>	<b>65914</b>	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	189	375	394	416
					营运资本变动	(1927)	2433	(1362)	(1308)
					其它	66	(108)	(117)	(157)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(158)</b>	<b>4563</b>	<b>1090</b>	<b>1469</b>
					资本开支	(284)	(800)	(1000)	(1200)
					其它投资现金流	85	162	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(602)</b>	<b>(638)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1200)</b>
					权益性融资	707	0	0	0
					负债净变化	913	0	0	0
					支付股利、利息	(452)	(607)	(688)	(767)
					其它融资现金流	2546	321	500	500
					<b>融资活动现金流</b>	<b>4599</b>	<b>(285)</b>	<b>(188)</b>	<b>(267)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>3839</b>	<b>3640</b>	<b>(98)</b>	<b>2</b>
					货币资金的期初余额	4952	8630	12271	12173
					货币资金的期末余额	8630	12271	12173	12175
					企业自由现金流	(288)	4046	387	582
					权益自由现金流	3171	4086	591	770

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.80	1.08	1.23	1.37
每股红利	0.24	0.32	0.37	0.41
每股净资产	5.86	6.62	7.48	8.44
ROIC	7%	9%	9%	9%
ROE	14%	16%	16%	16%
毛利率	24%	25%	24%	24%
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%
收入增长	17%	16%	14%	12%
净利润增长率	20%	36%	13%	11%
资产负债率	78%	77%	77%	76%
息率	4.1%	5.6%	6.3%	7.0%
P/E	7.3	5.4	4.7	4.3
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	17.7	16.6	15.7	15.1

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032