

房地产/金融

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 17.30

当前价格: 14.90

2015.01.13

天健集团 (000090)

“双轮”驱动，铸就国资改革标杆

——天健集团首次覆盖报告

 侯丽科 (分析师)	 李品科 (分析师)	 梁荣 (研究助理)
 0755-23976713	 010-59312815	 0755-23976775
 houlike@gtjas.com	 lipinke@gtjas.com	 liangrong@gtjas.com
证书编号 S0880514030004	S0880511010037	S0880113090015

本报告导读:

站在后地产周期和多元时代的起点,我们积极寻找具备平台属性和多元化发展的长期标的,天健集团以“双轮”驱动(国资整合平台+新兴产业发展平台)和“财貌”双全(现金充裕+坚实基本面)的姿态进入我们的视野。

投资要点:

- **安全边际高,现价空间 60%。**公司土地储备达 185 万平米,83%位于一二线城市。不考虑定增摊薄效应,2014-2015 年 EPS 预测为 0.76、1.00 元,2015 年 RNAV22.0 元(摊薄后为 14.4 元),现价折 36%(摊薄后折让 3%)。公司传统地产业务为未来三年业绩成长提供坚实支撑,而多元化拓展将打开业绩高成长想象空间,给予目标价 17.3 元。公司后续受益路径包括:1) 国资委资产整合逐步实施,天健可能会获取更多优质资产整合;2) 与战投深化合作,成立产业基金进行项目收购等。
- **管理层慷慨解囊认购,股价具备隐形安全边际。**2014 年 11 月 5 日,董事会审议通过公司非公开发行业案,拟募资不超过 22 亿元,其中管理层认购 3 亿元,锁定期 3 年,认购金额大,锁定期长,将为公司市值管理提供长期的内在动力。
- **打造国资整合和新兴产业发展“双平台”。**1) 深圳国资委主导天健收购旗下粤通公司,并积极参与定增计划(出资 10 亿元,占本次认购计划 45.5%),凸显将公司打造为国资资源整合平台的坚定决心。2) 战略投资者实力强劲,后续合作空间广阔,公司同时蓄力产业并购基金,外延式扩张可期,新兴产业发展平台轮廓显现。
- **新兴产业初露端倪,充裕现金为转型奠定坚实基础。**1) 公司联合法国万喜集团和达实智能,新兴产业或成为业绩增长第二极,估值提升空间大(新兴产业估值达 36xPE)。2) 通过定向增发和减持莱宝高科,预计 15 年在手可支配现金达 25 亿元(若利用杠杆可达 60 亿元以上),为转型提供有力的资金支持。
- **风险提示:政策调控风险;多元探索存不确定性。**

交易数据

52 周内股价区间(元)	6.12-14.92
总市值(百万元)	8,233
总股本/流通 A 股(百万股)	553/553
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	13.70
日均成交值(百万元)	168.32

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	3,480
每股净资产	6.30
市净率	2.4
净负债率	48.21%

EPS(元)	2013A	2014E
Q1	0.15	0.02
Q2	0.03	0.04
Q3	0.07	0.18
Q4	0.43	0.52
全年	0.68	0.76

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	77%	145%
相对指数	7%	37%	97%

相关报告

《国企改革:开发商受益全解析》
2013.10.18

财务摘要(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,081	4,514	4,902	5,953	6,491
(+/-)%	-13%	47%	9%	21%	9%
经营利润(EBIT)	253	463	571	794	724
(+/-)%	-27%	83%	23%	39%	-9%
净利润	250	378	419	553	650
(+/-)%	23%	51%	11%	32%	18%
每股净收益(元)	0.45	0.68	0.76	1.00	1.18
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率(%)	8.2%	10.2%	11.7%	13.3%	11.2%
净资产收益率(%)	7.8%	11.3%	11.4%	8.9%	9.7%
投入资本回报率(%)	7.6%	15.5%	18.9%	21.0%	21.2%
EV/EBITDA	25.0	16.1	12.9	11.7	11.4
市盈率	31.0	20.5	18.5	14.0	11.9
股息率(%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.01.13

股票研究

金融
房地产

天健集团 (000090)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 17.30

当前价格: 14.90

2015.01.13

公司网址

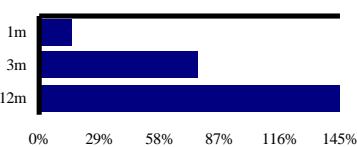
www.tagen.cn

公司简介

公司系深圳市国资委控股企业, 主营业务为建筑施工、房地产开发和商业运营, 下属子公司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。

100余项工程获市优、省优和国优荣誉, 包括国家建筑工程最高奖“鲁班奖”和中国市政工程最高奖“金杯奖”。

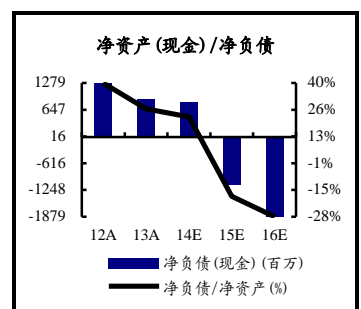
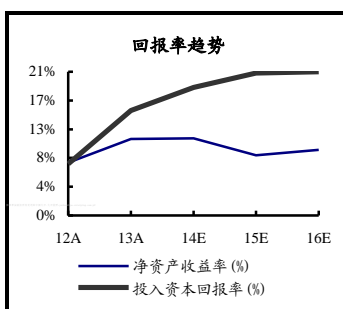
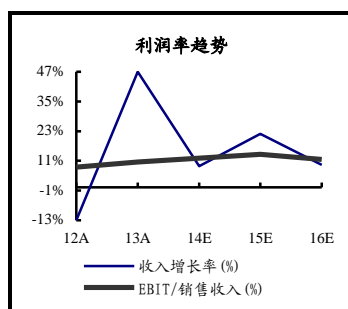
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 6.12-14.92
市值 (百万) 8,233

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	3,081	4,514	4,902	5,953	6,491
营业成本	2,393	3,437	3,663	4,348	4,883
税金及附加	258	396	430	523	570
销售费用	41	85	93	113	123
管理费用	135	133	144	175	191
EBIT	253	463	571	794	724
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	46	14	14	14	14
财务费用	24	18	71	128	-62
营业利润	262	464	515	680	801
所得税	53	91	101	133	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	250	378	419	553	650
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,140	1,844	971	2,062	2,841
其他流动资产	45	41	0	0	0
长期投资	2,055	2,060	2,060	2,060	2,060
固定资产合计	164	270	284	267	219
无形及其他资产	145	121	115	108	102
资产合计	8,578	9,792	9,097	11,834	12,480
流动负债	4,514	5,210	4,470	4,660	4,822
非流动负债	843	1,210	954	956	959
股东权益	3,221	3,361	3,663	6,208	6,688
投入资本(IC)	2,731	2,414	2,435	3,052	2,757
现金流量表					
NOPLAT	209	373	461	641	584
折旧与摊销	80	74	94	124	154
流动资金增量	377	365	-245	-699	241
资本支出	-36	-51	-96	-96	-96
自由现金流	630	761	214	-30	884
经营现金流	651	553	304	5	1,045
投资现金流	105	-67	-81	-81	-81
融资现金流	-204	217	-1,095	1,167	-186
现金流净增加额	552	703	-872	1,091	778
财务指标					
成长性					
收入增长率	-13.2%	46.5%	8.6%	21.5%	9.0%
EBIT 增长率	-27.3%	82.8%	23.5%	39.1%	-8.8%
净利润增长率	23.1%	51.3%	10.7%	31.9%	17.6%
利润率					
毛利率	22.3%	23.9%	25.3%	27.0%	24.8%
EBIT 率	8.2%	10.2%	11.7%	13.3%	11.2%
净利润率	8.1%	8.4%	8.5%	9.3%	10.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.8%	11.3%	11.4%	8.9%	9.7%
总资产收益率(ROA)	2.9%	3.9%	4.6%	4.7%	5.2%
投入资本回报率(ROIC)	7.6%	15.5%	18.9%	21.0%	21.2%
运营能力					
存货周转天数	603	462	462	462	462
应收账款周转天数	31	23	23	23	23
总资产周转天数	953	743	703	642	684
净利润现金含量	2.60	1.46	0.72	0.01	1.61
资本支出/收入	1%	1%	2%	2%	1%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	65.6%	59.6%	47.5%	46.3%
净负债率	39.7%	26.5%	22.5%	-17.8%	-28.1%
估值比率					
PE	31.0	20.5	18.5	14.0	11.9
PB	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	25.0	16.1	12.9	11.7	11.4
P/S	2.3	1.7	1.6	2.0	1.8
股息率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%



1. 公司发展历程

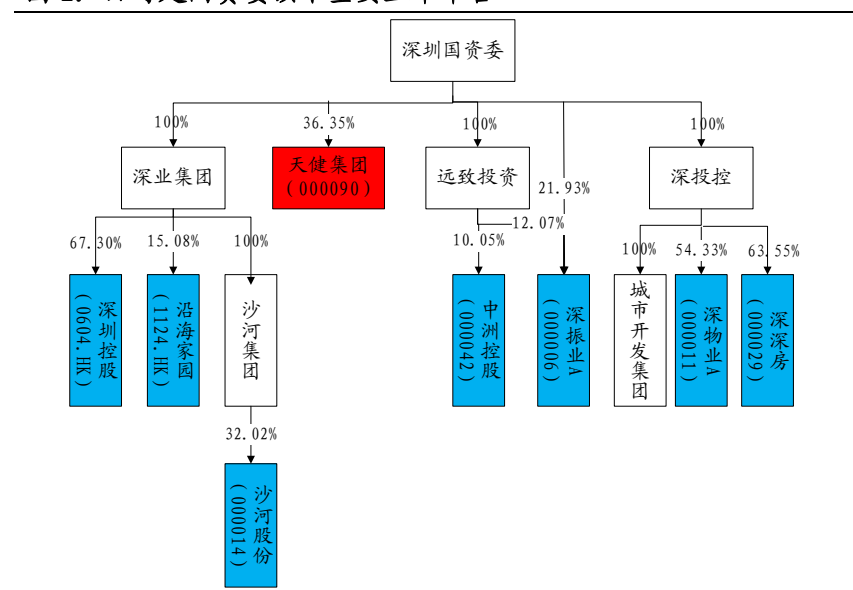
公司为老牌国资控股企业，1999 年上市：深圳市天健（集团）股份有限公司为深圳市国资委控股企业，控股比例为 36.4%。1999 年在深圳证券交易所上市。公司主营业务为建筑施工、房地产开发和商业运营，2013 年其三大块业务营业收入占比分别为 69.4%、34.7%和 2.4%。

2. 转型基础坚实，全面打造城市综合服务商

2.1. 国资委旗下重点企业，资源整合的理想平台

就整合平台的选择而言，深圳国资委拥有多家地产相关上市公司，其中包括深振业 A、深深房、深圳控股和中洲控股等。相比而言，天健集团股权结构相对清晰，国资委控股比例达 36.4%（二股东前海人寿 4.9%），占据主导地位。考虑到天健集团多元化的业务结构和坚实的建筑业务基础，公司有望成为未来国资委资源整合平台之一，存在着潜在资产整合等机会，公司城市综合服务商的定位和发展目标将逐步成型。

图 1：公司是国资委旗下重要上市平台



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

同时根据公司公布的定增预案，此次定增国资委旗下的远致投资参与其中（认购 45.5%增发股份），控股权进一步上升（上升至 39.5%）。这直接体现出国资委对天健集团未来发展的支持，平台价值凸显。

2.2. 战投强强联合，资本融合形成新兴产业发展平台

根据公司公布的定增预案，参与机构不乏实力颇丰的创投企业，其中包括深圳高新投集团、红土创新基金管理有限公司以及战略合作伙伴达实智能。公司三季度末在手现金为 10.6 亿元，加上补充流动资金的 10 亿元，可用资金达 20.6 亿元。公司在手现金充足，为后期转型之路和双平台发展战略奠定坚实基础。

表 1: 定向增发参与主体

认购主体	认购股数	占比	股权占比	备注
深圳市远致投资有限公司	133,511,348	45.5%	15.8%	国资委全资控股
国泰君安君享天健如意集合资产管理计划	40,053,404	13.6%	4.7%	员工持股计划
嘉兴硅谷天堂恒智投资合伙企业	26,702,269	9.1%	3.2%	股权投资机构
深圳市高新投集团有限公司	26,702,269	9.1%	3.2%	深投控控股, 注册资本 22 亿
深圳市达实投资发展有限公司	13,351,134	4.5%	1.6%	达实智能大股东, 战略合作伙伴
红土创新基金管理有限公司	13,351,134	4.5%	1.6%	深圳创新投资控股
深圳市国信弘盛股权投资基金	13,351,134	4.5%	1.6%	投融资基金
深圳市凯富基金管理有限公司	13,351,134	4.5%	1.6%	股权投资机构
深圳市创东方长兴投资企业	6,675,573	2.3%	0.8%	股权投资机构
深圳市架桥富凯一号股权投资企业	6,675,573	2.3%	0.8%	股权投资机构
合计	293,724,966	100%	34.7%	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究。

3. 环保产业初具雏形, 智能社区服务平台加速扩张

房地产行业正处于“由夏入秋”的当口, 人言“秋风扫落叶”, 中小房企积极谋求转型之路才是王道, 2014 年, 天健与法国万喜、达实智能达成合作意向, 将逐步在城市服务运营商的框架下, 转型进入环保和智能社区领域。后续不排除公司继续多元拓展, 利用国资委和战略投资者丰富的资源, 进入汽车售后服务或大健康养老等领域。

3.1. 与万喜合作正式步入环保领域

2014 年 12 月 23 日, 天健集团与全球领先的建筑服务商万喜集团旗下的全资机构 VCGP 签署了《合作意向书》。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。公司作为国内领先的建筑施工企业, 与世界 500 强万喜合作有望结合双方优势和经验, 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。公司此次合作将在技术提升、促进产业的升级和转型方面获取先进的经验, 符合城市运营服务商的定位和发展战略。

3.2. 借力达实扩展智慧社区建造业务

构建智能社区, 寻找新蓝海。2014 年 11 月, 公司与达实智能签署了《智慧城市及绿色建筑项目战略合作框架协议》。建筑智能化和节能化已成为行业未来发展的重要方向之一, 空间巨大。智能化和节能化建筑行业受益于建筑行业规模的增长、消费升级和节能减排。根据达实智能官网测算数据, **智慧城市建设全球市场预估在未来大概有 40 万亿美元的市场规模, 中国估计将有 4 万亿人民币市场规模, 空间广阔。**达实智能作为国内领先的建筑智能化和节能化服务商, 在多项专业领域保持市场占有率第一, 天健与其合作能够很好的实现优势互补、经验互学的效果。

4. 盈利预测: 2014-15 年 EPS0.76/1.00 元, 首次覆盖 给予增持评级, 目标价 17.3 元

4.1. 公司项目储备集中一二线城市

公司目前主要项目储备有 21 个, 未结面积达 184.7 万平米, 其中 45.4 万平米在一线城市 (10 个项目位于上海、深圳和广州)。公司投资性物业在营面积达 27 万平米, 其中包括 6 万平米的写字楼、7 万平米的商业和 9.6 万平米的工业厂房。

表 2: 天健集团目前项目储备 (单位: 万平米)

项目	权益未结面积	项目	权益未结面积
阳光天健城 (深圳龙岗)	4.45	南宁经开区项目	4.62
天健. 时尚空间 (深圳宝安)	0.20	长沙芙蓉盛世一期	0.14
天健. 时尚名苑 (深圳保税区)	0.12	长沙芙蓉盛世二期	12.60
深圳天健科技大厦	7.11	长沙芙蓉盛世三期	39.14
深圳天健商务大厦	2.50	长沙天健壹平方英里	12.75
深圳龙岗区回龙埔地块	3.50	南宁天健世纪花园	13.18
深圳福田区安托山地块	1.87	南宁天健商务大厦	1.23
上海万祥临港项目	6.82	南宁天健国际公馆	2.65
广州天健上城阳光花园	15.82	南宁江南区项目	20.70
广州天河区广氮地区商业项目	3.04	惠州阳光花园一期	8.84
		惠州阳光花园二、三期	23.40
一线城市合计	45.43	其他地区合计	139.25
合计	184.67		

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4.2. 公司业绩稳步增长, 预计 2014/15 年 EPS0.76/1.00 元

核心假设: 1) 根据工程开发进度, 预测 2014-15 年结算面积分别为 17.4 万平米和 18.3 万平米; 2) 建筑施工业增长稳健, 2014-15 年营收增速分别假设为 20%、30%; 3) 物业租赁业务租金收入保持稳定增长, 营收增速均假设为 10%。

预计 2014-15 年公司实现营业收入 49.0/59.5/65.0 亿, 分别增长 9%/21%/9%, 净利润分别为 4.2/5.5/6.5 亿, 分别增长 11%/31%/19%, 对应 EPS0.76/1.00/1.18 元 (不考虑定增所带来的摊薄效应)。

4.3. RNAV 和 PE 估值

公司当前未结二级开发项目面积达 184.7 万方, 其中一线城市土地储备占 25% (45.4 万方); 此外公司尚存 27 万方自持商业物业, 面积达 416 万平米。我们测算, 公司每股 RNAV22.0 元, 现价折 35%; 若计算摊薄效应, 每股 RNAV 为 14.4 元, 较现价折让 1%。公司传统地产业务将为未来三年业绩成长提供坚实支撑, 而多元化拓展将打开业绩高成长的想象空间, 我们给予目标价为 17.3 元。

表 3: 公司每股 RNAV 22 元

RNAV(开发)	房地产开发	11878
	净负债	823
	开发合计	11055
RNAV(出租)	经营出租	1116
RNAV 合计	开发出租合计	12171
	总股本	553
	公司估值	22.0

数据来源: 国泰君安证券研究

若不考虑定增的摊薄效应, 公司 2014-15 年 EPS 预测分别为 0.76、1.00 元。公司目前手持充足的现金储备, 并拥有众多实力强劲的战略投资者, 加之国资委的支持, 预计后期有更多资源进行多元拓展、整合, 安全边际和成长空间兼具, 理应享有一定估值溢价, 故制定目标价为 17.3 元, 对应 2015 年 17 倍 PE。

表 4: 地产+X 类型公司估值比较 (单位: 元, 亿股, 亿元)

证券简称	01.12 股价	13A PE	14E PE	15E PE	15E PB	RNAV	溢价率	总市值	总股本	年初涨幅
华侨城 A	7.6	12.5	10.1	8.0	2.1	14.5	-48%	549.0	72.7	45%
中天城投	10.6	16.9	13.5	10.1	2.6	13.7	-23%	182.4	17.2	94%
福星股份	10.3	10.9	8.4	7.3	1.0	13.3	-23%	73.0	7.1	48%
华业地产	7.2	20.5	10.7	9.0	2.6	6.8	6%	102.4	14.2	77%
地产+X	8.9	14.1	10.4	8.5	2.1	12.1	-22%	226.7	27.8	——
天健集团	14.3	21.0	18.8	14.3	2.3	22.0	-35%	78.8	5.5	3%

数据来源: 国泰君安证券研究

综合 RNAV 和 PE 估值, 我们对公司进行首次覆盖, 给予增持评级。

5. 风险提示

1) **政策调控风险**。若房地产价格上涨过快, 中央及地方政府房地产调控政策可能从严, 房地产股仍将面临政策加严带来的估值下挫风险。

2) **多元探索存不确定性**。公司做多元探索的意愿较强, 但进入新的领域、获取新的项目都需要一定时间, 而且人员配备也需要一定准备。多元探索进度存在一定不确定性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		