

## 地产资源丰富、业务协同推进

### 投资要点

- **事件:** 公司发布业绩公告。2017年实现总收入67.5亿元(+8.7%);归属于上市公司股东利润6.0亿元(+34.7%);毛利率26.1%,较上年增长3.9个百分点;拟每10股派发现金红利2.00元(含税),拟每10股转增2股。
- **固本强基,转型升级。** 2017年,公司城市建设业务实现营业收入46.8亿元(+14.9%),主要得益于公司积极整合内部资源,加强外部合作,加大对EPC项目和代建项目的拓展。截止2017年末,在建施工项目合同金额143.2亿元,较上年同比增长17.4%。公司从施工承包商向工程总包商转型升级,业务结构上从传统施工业务向EPC、PPP模式等方向转型升级。
- **深耕重点城市,业绩高增长来临。** 2017年,公司综合开发业务实现销售收入22.7亿元(-2.5%)。报告期内,公司在售楼盘12个,大部分位于一线城市,重点布局深圳、广州、上海、南宁、长沙、苏州、惠州等城市。截止报告期末,公司累计未结转的建筑面积达90.3万方;在建项目累计计容建筑面积164.8万方;在建项目可销售面积共145.9万方;储备计容建筑面积70.5万方。截止2017年末,公司在售未结转、在建及储备项目计容建筑面积共约325.5万方,上海南码头、深圳天健公馆、天健天骄等项目将于2018-2019年推出,我们预计2018年和2019年公司业绩将有较大幅度增长。
- **准确把握棚改机会,实现收入高增长。** 城市服务业务实现营业收入15.4亿元(+189.2%),受益于公司对服务业的加大投入和运营服务能力有效提升。其中,物业租赁实现营业收入2.4亿元,同比增加46.7%;物业公司累计实现营业收入5.2亿元,利润总额3958.6万元,年管理费收缴率达95.5%;棚改项目管理服务实现营业收入6.6亿元,同比大幅增长2225.0%,得益于公司持续推进罗湖棚改项目,积极做大棚改业务,强化合作,发挥自身优势,抢占棚改市场,2018年公司棚改项目或持续保持高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为0.95元、1.62元和1.87元,当前股价对应PE分别为10倍、6倍、5倍。考虑到公司为高增长的小市值公司,土地储备集中在粤港澳大湾区,维持目标价14.50元和“买入”评级。
- **风险提示:** 销售或低于预期、建筑施工领域竞争激烈或导致原材料价格上涨、更新改造项目及棚改项目或存在政策、拆迁等风险。

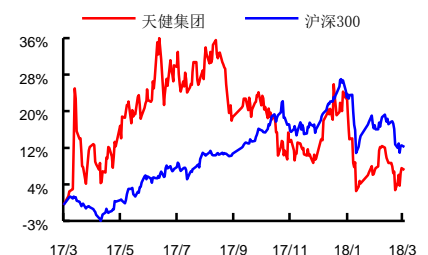
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6749.6	9580.9	12662.5	15250.4
增长率	8.7%	41.9%	32.2%	20.4%
归属母公司净利润(百万元)	601.6	1140.1	1942.3	2243.6
增长率	34.7%	89.5%	70.4%	15.5%
每股收益EPS(元)	0.50	0.95	1.62	1.87
净资产收益率ROE	9.1%	15.8%	21.8%	20.8%
PE	19	10	6	5
PB	1.77	1.63	1.32	1.09

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.98
流通A股(亿股)	7.74
52周内股价区间(元)	9.33-12.31
总市值(亿元)	116.66
总资产(亿元)	257.93
每股净资产(元)	5.46

### 相关研究

1. 天健集团(000090): 业绩大幅增长, 发力租赁市场 (2017-08-22)
2. 天健集团(000090): 结转增加, 业绩高速增长符合预期 (2017-07-11)
3. 天健集团(000090): 受益区域主题, 城市更新改造稀缺标的 (2017-06-28)

### 关键假设：

假设 1：公司建筑施工业务处于转型升级期，预计 2018-2020 年建筑施工业务规模保持 16%、22%、18%的增速，毛利率逐年小幅上升，分别为 6.3%、6.8%、7.2%；

假设 2：2017 年末公司有大量未结项目，加上 2018-2019 年公司有多个重点项目上市，将给公司房地产业务带来大幅增长。预计 2018-2020 年房地产业务规模保持 60%、40%、30%的增速，毛利率分别为 62%、65%、65%；

假设 3：公司棚改项目发展势态良好。预计 2018-2020 年棚改项目管理服务及其它业务规模稳步增长，保持 100%、51%、30%的增速，毛利率分别为 10%、11%、11%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	6749.6	9580.9	12662.5	15250.4
	增速	8.7%	41.9%	32.2%	20.4%
	毛利率	26.1%	31.0%	34.2%	36.5%
建筑施工	收入	4676.1	5424.3	6617.6	7808.8
	增速	14.9%	16.0%	22.0%	18.0%
	毛利率	5.8%	6.3%	6.8%	7.2%
房地产	收入	2269.2	3630.7	5082.9	6607.8
	增速	-2.5%	60.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	58.1%	62.0%	65.0%	65.0%
物业租赁	收入	244.3	366.5	454.4	513.5
	增速	46.7%	50.0%	24.0%	13.0%
	毛利率	41.0%	50.0%	52.0%	52.0%
棚改项目管理服务 及其它业务	收入	1292.4	2584.7	3903.0	5073.8
	增速	254.2%	100.0%	51.0%	30.0%
	毛利率	10.2%	10.0%	11.0%	11.0%
合并抵销	收入	(1732.3)	(2425.3)	(3395.4)	(4753.5)

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6749.59	9580.86	12662.52	15250.39	净利润	598.23	1133.65	1931.39	2230.94
营业成本	4989.47	6607.05	8327.89	9686.78	折旧与摊销	133.15	31.59	37.31	43.96
营业税金及附加	451.32	739.64	949.69	1357.28	财务费用	191.47	433.53	445.25	600.26
销售费用	79.67	179.16	221.59	347.71	资产减值损失	72.92	20.00	27.00	32.00
管理费用	223.70	229.94	265.91	411.76	经营营运资本变动	-2478.53	5695.35	-861.56	-510.34
财务费用	191.47	433.53	445.25	600.26	其他	-91.49	-160.00	-177.00	-192.00
资产减值损失	72.92	20.00	27.00	32.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1574.25</b>	<b>7154.12</b>	<b>1402.39</b>	<b>2204.83</b>
投资收益	87.74	140.00	150.00	160.00	资本支出	-289.63	-100.00	-110.00	-125.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	20.80	-559.32	-721.00	95.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-268.83</b>	<b>-659.32</b>	<b>-831.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>839.37</b>	<b>1511.53</b>	<b>2575.19</b>	<b>2974.59</b>	短期借款	-1989.00	1549.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.71	0.00	0.00	0.00	长期借款	2836.81	-600.00	600.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>838.66</b>	<b>1511.53</b>	<b>2575.19</b>	<b>2974.59</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	240.43	377.88	643.80	743.65	支付股利	0.00	-120.32	-228.02	-388.47
净利润	598.23	1133.65	1931.39	2230.94	其他	-148.00	-1834.55	-445.25	-600.26
少数股东损益	-3.39	-6.43	-10.96	-12.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>699.81</b>	<b>-1005.88</b>	<b>-73.27</b>	<b>-988.73</b>
归属母公司股东净利润	601.62	1140.08	1942.35	2243.60	<b>现金流量净额</b>	<b>-1143.28</b>	<b>5488.93</b>	<b>498.12</b>	<b>1186.10</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2442.51	7931.43	8429.56	9615.65	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2182.19	1807.44	2191.12	2479.86	销售收入增长率	8.71%	41.95%	32.16%	20.44%
存货	17159.55	13214.09	16655.78	19373.57	营业利润增长率	33.86%	80.08%	70.37%	15.51%
其他流动资产	99.31	140.97	186.32	224.39	净利润增长率	34.09%	89.50%	70.37%	15.51%
长期股权投资	264.10	264.10	264.10	264.10	EBITDA 增长率	31.49%	69.82%	54.69%	18.35%
投资性房地产	1609.68	2309.00	3180.00	3245.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	793.12	857.22	927.49	1003.49	毛利率	26.08%	31.04%	34.23%	36.48%
无形资产和开发支出	138.69	145.18	149.77	156.99	三费率	7.33%	8.79%	7.37%	8.92%
其他非流动资产	1103.53	1101.35	1099.17	1097.00	净利率	8.86%	11.83%	15.25%	14.63%
<b>资产总计</b>	<b>25792.68</b>	<b>27770.79</b>	<b>33083.32</b>	<b>37460.05</b>	ROE	9.08%	15.83%	21.79%	20.84%
短期借款	1451.00	3000.00	3000.00	3000.00	ROA	2.32%	4.08%	5.84%	5.96%
应付和预收款项	8781.24	9750.67	12283.89	14442.33	ROIC	7.33%	16.27%	31.42%	31.39%
长期借款	6541.11	5941.11	6541.11	6541.11	EBITDA/销售收入	17.25%	20.63%	24.15%	23.73%
其他负债	2430.59	1917.95	2393.88	2769.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>19203.94</b>	<b>20609.74</b>	<b>24218.89</b>	<b>26753.15</b>	总资产周转率	0.30	0.36	0.42	0.43
股本	1197.79	1197.79	1197.79	1197.79	固定资产周转率	24.04	27.74	30.69	31.40
资本公积	2280.85	2280.85	2280.85	2280.85	应收账款周转率	6.60	9.01	17.13	20.04
留存收益	2621.12	3640.88	5355.21	7210.34	存货周转率	0.35	0.44	0.56	0.54
归属母公司股东权益	6540.77	7119.51	8833.84	10688.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.97%	—	—	—
少数股东权益	47.97	41.54	30.59	17.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6588.74</b>	<b>7161.05</b>	<b>8864.43</b>	<b>10706.90</b>	资产负债率	74.45%	74.21%	73.21%	71.42%
负债和股东权益合计	25792.68	27770.79	33083.32	37460.05	带息债务/总负债	41.62%	43.38%	39.40%	35.66%
					流动比率	1.74	1.58	1.56	1.58
					速动比率	0.38	0.68	0.61	0.61
					股利支付率	0.00%	10.55%	11.74%	17.31%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1163.99	1976.65	3057.75	3618.81	每股收益	0.50	0.95	1.62	1.87
PE	19.39	10.23	6.01	5.20	每股净资产	5.50	5.98	7.40	8.94
PB	1.77	1.63	1.32	1.09	每股经营现金	-1.31	5.97	1.17	1.84
PS	1.73	1.22	0.92	0.76	每股股利	0.00	0.10	0.19	0.32
EV/EBITDA	10.54	2.36	0.71	0.21					
股息率	0.00%	1.03%	1.95%	3.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn