

业绩释放不均匀，静待四季度放量

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年前三季度实现营业收入46.4亿元(+2.2%)，实现归母净利润1.8亿元(-67.8%)，前三季度加权ROE为2.7%，同比下滑5.7个百分点。
- **三季度营收业绩有所下滑，四季度结转放量可期。** 公司前三季度营业收入和归母净利润增速分别比上半年回落9.0和26.9个百分点，业绩下滑幅度高于营收幅度主要因为：(1)由于公司结转节奏不均匀，结算规模在三季度出现下滑，三季度实现营业收入11.8亿元，同比下滑17.5%，并由于结转产品结构性差异，前三季度公司整体毛利率下滑12.7个百分点为17.8%，但随着四季度天健公馆等高毛利项目达到结算条件，全年整体毛利率有望大幅提升；(2)前三季度公司投资收益为亏损721万元，同比减少109.7%，主要系公司上年同期处置宝莱高科股份获得投资收益7270万元，而今年同期无此项收益；(3)前三季度财务费用率同比提升1.0个百分点至3.9%，管理费用同比提升0.6个百分点至3.8%。综上，前三季度公司净利率下滑8.2个百分点为3.7%，业绩下滑较为明显。而截至三季度末，公司在售未结转、在建及储备资源超过354万平方米，三季报末公司预收账款49亿元，同比增长77.6%，预收账款对2017年末营业收入的覆盖率为72.6%，我们依旧看好四季度结算体量的增加。
- **公司杠杆比率略有提升，短期无较大偿债压力。** 截至三季报末，公司扣除预收账款后的资产负债率为62.0%，同比提升了1.3个百分点，而净负债率为128.9%，同比提升了58.7个百分点，但比上半年末有所改善。截至三季报末，公司短期借款和长期借款分别为55.6亿元80.5亿元，同比分别增长156.1%和30.5%，但公司持有现金对短期借款的覆盖比率为97.8%，短期偿债压力较小。
- **城市建设板块稳步增长，人才公寓有序推进。** 前三季度公司城市建设业务实现营收30.9亿元，同比增长35.77%。三季报末，公司建施工项目共66项，合同造价181.9亿元，比上年同期增长20.22%。报告期内，公司实现长租公寓租赁收入1.87亿元，蜂巢人才公寓正式交付，入住率超过83%，为业内标杆。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.45元、0.44元和0.48元，当前股价对应PE分别为11.0、11.2、10.4倍，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 更新改造项目及棚改项目或存在政策、拆迁等风险，结算进度或不及预期。

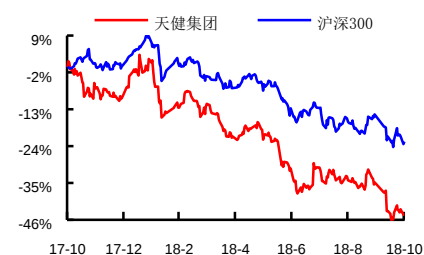
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6749.59	7956.27	8907.68	9385.11
增长率	8.71%	17.88%	11.96%	5.36%
归属母公司净利润(百万元)	601.62	646.27	633.99	683.88
增长率	34.74%	7.42%	-1.90%	7.87%
每股收益EPS(元)	0.42	0.45	0.44	0.48
净资产收益率ROE	9.08%	9.30%	8.51%	8.54%
PE	12	11	11	10
PB	1.08	1.03	0.96	0.90

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
 联系人: 杨雨蕾
 电话: 021-58351779
 邮箱: yangyul@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)	14.37
流通A股(亿股)	9.28
52周内股价区间(元)	4.82-11.41
总市值(亿元)	71.29
总资产(亿元)	296.00
每股净资产(元)	4.38

相关研究

1. 天健集团(000090): 项目储备优质, 进军租赁市场 (2018-08-22)
2. 天健集团(000090): 地产资源丰富, 业务协同推进 (2018-04-04)

关键假设：

假设 1：预计公司建筑施工业务未来将处于转型升级期，假设后续中标项目持续稳健推进，给予 2018-2020 年建筑施工业务规模保持稳定增速，毛利率维持不变；

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，预计将给公司房地产业务带来一定增长。但是考虑到南宁天健国际公馆和商务大厦收入结算进度较为缓慢，导致毛利率为负，下调 2018-2020 年房地产结算增速，并给予未来三年毛利率分别为 55%、56%、57%；

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实现稳步增长，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	7956.3	8907.7	9385.1
	增速	8.7%	17.9%	12.0%	5.4%
	毛利率	26.1%	24.0%	24.3%	25.3%
建筑施工	收入	4676.1	5143.7	5658.1	6223.9
	增速	14.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
房地产	收入	2269.2	2359.9	2430.7	2503.7
	增速	-2.5%	4.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	58.1%	55.0%	56.0%	57.0%
物业租赁	收入	244.3	293.2	337.1	370.8
	增速	46.7%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
棚改项目管理服务 及其它业务	收入	1292.4	2584.7	3877.1	5040.2
	增速	254.2%	100.0%	50.0%	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）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6749.59	7956.27	8907.68	9385.11	净利润	598.23	642.63	630.41	680.02
营业成本	4989.47	6044.86	6741.85	7013.11	折旧与摊销	133.15	52.32	58.04	64.69
营业税金及附加	451.32	397.81	445.38	469.26	财务费用	191.47	427.63	483.59	459.09
销售费用	79.67	79.56	133.62	187.70	资产减值损失	72.92	70.00	40.00	40.00
管理费用	223.70	79.56	222.69	469.26	经营营运资本变动	-2533.96	-89.74	2288.75	3327.00
财务费用	191.47	427.63	483.59	459.09	其他	-36.06	-70.00	-40.00	-200.00
资产减值损失	72.92	70.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	-1574.25	1032.83	3460.79	4370.81
投资收益	87.74	0.00	0.00	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	-699.32	-871.00	95.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-268.83	-799.32	-981.00	-30.00
营业利润	839.37	856.84	840.55	906.69	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
利润总额	838.66	856.84	840.55	906.69	股权融资	0.00	239.56	0.00	0.00
所得税	240.43	214.21	210.14	226.67	支付股利	-239.56	-120.32	-129.25	-126.80
净利润	598.23	642.63	630.41	680.02	其他	91.56	-1828.65	-483.59	-459.09
少数股东损益	-3.39	-3.65	-3.58	-3.86	筹资活动现金流净额	699.81	-760.42	-12.84	-585.89
归属母公司股东净利润	601.62	646.27	633.99	683.88	现金流量净额	-1143.28	-526.91	2466.95	3754.92
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2442.51	1915.60	4382.55	8137.47	成长能力				
应收和预付款项	2182.19	1511.64	1558.29	1546.24	销售收入增长率	8.71%	17.88%	11.96%	5.36%
存货	17159.55	18079.16	16799.18	13970.79	营业利润增长率	33.86%	2.08%	-1.90%	7.87%
其他流动资产	99.31	117.07	131.07	138.09	净利润增长率	34.09%	7.42%	-1.90%	7.87%
长期股权投资	264.10	264.10	264.10	264.10	EBITDA 增长率	31.49%	14.84%	3.40%	3.49%
投资性房地产	1609.68	2309.00	3180.00	3245.00	获利能力				
固定资产和在建工程	793.12	839.43	891.92	950.13	毛利率	26.08%	24.02%	24.31%	25.27%
无形资产和开发支出	138.69	142.24	143.89	148.16	三费率	7.33%	7.37%	9.43%	11.89%
其他非流动资产	1103.53	1101.35	1099.17	1097.00	净利率	8.86%	8.08%	7.08%	7.25%
资产总计	25792.68	26279.59	28450.18	29496.98	ROE	9.08%	9.30%	8.51%	8.54%
短期借款	1451.00	3000.00	3000.00	3000.00	ROA	2.32%	2.45%	2.22%	2.31%
应付和预收款项	8781.24	8666.42	9543.08	9961.64	ROIC	7.33%	8.25%	9.15%	12.42%
长期借款	6541.11	5941.11	6541.11	6541.11	EBITDA/销售收入	17.25%	16.80%	15.52%	15.24%
其他负债	2430.59	1762.47	1955.23	2030.26	营运能力				
负债合计	19203.94	19370.00	21039.43	21533.01	总资产周转率	0.30	0.31	0.33	0.32
股本	1197.79	1437.34	1437.34	1437.34	固定资产周转率	24.04	23.64	23.08	21.27
资本公积	2280.85	2280.85	2280.85	2280.85	应收账款周转率	6.60	7.93	15.75	18.70
留存收益	2621.12	3147.07	3651.80	4208.88	存货周转率	0.35	0.34	0.39	0.45
归属母公司股东权益	6540.77	6865.26	7369.99	7927.07	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	44.33	40.75	36.89	资本结构				
股东权益合计	6588.74	6909.59	7410.75	7963.97	资产负债率	74.45%	73.71%	73.95%	73.00%
负债和股东权益合计	25792.68	26279.59	28450.18	29496.98	带息债务/总负债	41.62%	46.16%	45.35%	44.31%
					流动比率	1.74	1.62	1.59	1.60
					速动比率	0.38	0.27	0.42	0.66
					股利支付率	39.82%	18.62%	20.39%	18.54%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.45	0.44	0.48
					每股净资产	4.58	4.81	5.16	5.54
					每股经营现金	-1.10	0.72	2.41	3.04
					每股股利	0.17	0.08	0.09	0.09
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1163.99	1336.78	1382.18	1430.48					
PE	11.85	11.03	11.25	10.42					
PB	1.08	1.03	0.96	0.90					
PS	1.06	0.90	0.80	0.76					
EV/EBITDA	5.62	4.60	1.21	-1.60					
股息率	3.36%	1.69%	1.81%	1.78%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn