

## 业绩大幅增长, 发力租赁市场

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017上半年实现营业收入31.1亿(+28.8%), 实现归属于上市公司股东净利润3.5亿(+95.0%), 扣非后的净利润为3.3亿(+332.1%)。
- **业绩如期大幅增长, 后劲依然十足。** 上半年公司实现地产销售收入14.7亿, 地产结算面积仅为5.1万方(同期销售面积14.9万方), 结算项目的平均毛利率高达63%。截止到上半年末, 公司可售尚未结转面积39.4万方, 未结计容建面约225万方, 大量未结算资源说明后期业绩释放空间很大。报告期内公司还加大了对存量物业的销售力度, 处置了香蜜三村、长沙天健芙蓉盛世花园等部分资产(成交价格约6.1亿)。截止到上半年末, 公司预收账款21.7亿, 同比大幅增长118%, 销售商品和提供劳务收入收到现金/营业收入从去年同期的98%上升到140%。
- **契合政策导向和资源优势, 切入长租公寓。** 公司的城市服务业务板块包括商业运营、棚改服务、物业服务等, 商业运营子板块涉及的内容较多, 拓展性比较强。公司积极打造的“天健蜂巢公寓”被纳入深圳福田区人才公寓, 针对人才群体打造“居住+娱乐+社交+绿色生活”一站式品质生活体验平台。我们认为, 公司的国资背景、商业运营经验和建筑施工地产开发的协同效应, 可能是地方国企介入长租公寓的重要代表力量, 后续不排除公司会介入新的长租项目。
- **受益粤港澳大湾区、建筑业务新订单大幅增长。** 公司建筑施工业务板块在从以前的单纯施工向“设计+采购+施工+运营”模式升级转型, 去年以来多个新模式项目落地。报告期公司建筑业务新签订单33.9亿, 上半年末在建项目数量为73个, 相比年初增加了8个, 合同金额为164.2亿, 相比年初增长了34.7%。公司各类建筑资质齐备, 随着粤港澳大湾区规划的审批和战略的推进, 交通的互联互通和基础设施的完善是首要的工作, 公司的建筑施工业务将持续受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.72元、1.13元、2.42元, 未来三年归母净利润将保持86%的复合增长率, 公司地产部分每股NAV为14.07元, 我们维持“买入”评级和14.5元的目标价。
- **风险提示:** 因销售、结算进度减慢致业绩或释放不达预期, 粤港澳大湾区主题政策红利或释放不及预期和国资国企改革细化政策出台或低于预期等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6209.02	8078.21	13230.56	20237.76
增长率	-1.72%	30.10%	63.78%	52.96%
归属母公司净利润(百万元)	446.52	862.39	1355.10	2896.03
增长率	13.70%	93.14%	57.13%	113.71%
每股收益EPS(元)	0.37	0.72	1.13	2.42
净资产收益率ROE	7.04%	13.14%	17.50%	27.93%
PE	29	15	10	5
PB	2.07	2.00	1.70	1.27

数据来源: Wind, 西南证券

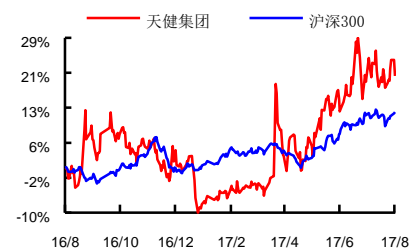
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 黄仕川  
执业证号: S1250512040001  
电话: 023-63725713  
邮箱: hsc@swsc.com.cn

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wanglz@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)	8.75-12.31
总市值(亿元)	141.82
总资产(亿元)	225.59
每股净资产(元)	5.29

### 相关研究

1. 天健集团(000090): 结转增加, 业绩高速增长符合预期 (2017-07-11)
2. 天健集团(000090): 受益区域主题, 城市更新改造稀缺标的 (2017-06-28)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6209.02	8078.21	13230.56	20237.76	净利润	446.14	861.66	1353.95	2893.57
营业成本	4831.80	5754.19	9618.94	12949.06	折旧与摊销	89.91	50.60	56.33	62.98
营业税金及附加	454.67	623.64	992.29	1801.16	财务费用	168.30	326.56	427.68	749.60
销售费用	55.17	151.06	231.53	461.42	资产减值损失	18.07	20.00	27.00	32.00
管理费用	164.11	193.88	277.84	546.42	经营营运资本变动	-1272.14	948.13	-4025.49	-2721.60
财务费用	168.30	326.56	427.68	749.60	其他	-181.36	-160.00	-177.00	-192.00
资产减值损失	18.07	20.00	27.00	32.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-731.08</b>	<b>2046.95</b>	<b>-2337.53</b>	<b>824.55</b>
投资收益	110.16	140.00	150.00	160.00	资本支出	-257.22	-100.00	-110.00	-125.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-491.84	-461.01	-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>-749.06</b>	<b>-561.01</b>	<b>-831.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>627.06</b>	<b>1148.88</b>	<b>1805.27</b>	<b>3858.10</b>	短期借款	-704.30	-440.00	3191.11	1627.50
其他非经营损益	17.68	0.00	0.00	0.00	长期借款	2349.83	-600.00	600.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>644.74</b>	<b>1148.88</b>	<b>1805.27</b>	<b>3858.10</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	198.60	287.22	451.32	964.52	支付股利	-171.11	-89.30	-172.48	-271.02
净利润	446.14	861.66	1353.95	2893.57	其他	-632.93	-1318.74	-427.68	-749.60
少数股东损益	-0.38	-0.73	-1.15	-2.45	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>841.48</b>	<b>-2448.04</b>	<b>3190.95</b>	<b>606.88</b>
归属母公司股东净利润	446.52	862.39	1355.10	2896.03	<b>现金流量净额</b>	<b>-638.66</b>	<b>-962.10</b>	<b>22.42</b>	<b>1401.44</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3585.79	2623.69	2646.11	4047.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	915.92	958.97	1375.36	1872.32	销售收入增长率	-1.72%	30.10%	63.78%	52.96%
存货	11110.25	11469.21	19198.70	25858.95	营业利润增长率	24.60%	83.22%	57.13%	113.71%
其他流动资产	6.19	8.05	13.19	20.18	净利润增长率	13.70%	93.14%	57.13%	113.71%
长期股权投资	264.09	264.09	264.09	264.09	EBITDA 增长率	25.54%	72.38%	50.01%	104.02%
投资性房地产	1707.99	2309.00	3180.00	3245.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	524.70	575.62	632.72	695.54	毛利率	22.18%	28.77%	27.30%	36.02%
无形资产和开发支出	137.37	136.89	134.50	134.74	三费率	6.24%	8.31%	7.08%	8.68%
其他非流动资产	1038.33	1037.30	1036.26	1035.22	净利率	7.19%	10.67%	10.23%	14.30%
<b>资产总计</b>	<b>19290.63</b>	<b>19382.81</b>	<b>28480.92</b>	<b>37173.58</b>	ROE	7.04%	13.14%	17.50%	27.93%
短期借款	3440.00	3000.00	6191.11	7818.62	ROA	2.31%	4.45%	4.75%	7.78%
应付和预收款项	4047.98	5168.84	8325.89	11934.01	ROIC	7.10%	13.31%	15.79%	22.65%
长期借款	3704.31	3104.31	3704.31	3704.31	EBITDA/销售收入	14.26%	18.89%	17.30%	23.08%
其他负债	1762.71	1553.85	2522.32	3356.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12955.00</b>	<b>12827.00</b>	<b>20743.63</b>	<b>26813.74</b>	总资产周转率	0.35	0.42	0.55	0.62
股本	1197.79	1197.79	1197.79	1197.79	固定资产周转率	29.42	29.53	40.39	52.22
资本公积	2280.85	2280.85	2280.85	2280.85	应收账款周转率	11.09	12.99	18.90	22.42
留存收益	2259.06	3032.14	4214.77	6839.77	存货周转率	0.50	0.51	0.63	0.57
归属母公司股东权益	6289.87	6510.77	7693.40	10318.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.59%	—	—	—
少数股东权益	45.77	45.04	43.89	41.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6335.63</b>	<b>6555.81</b>	<b>7737.29</b>	<b>10359.84</b>	资产负债率	67.16%	66.18%	72.83%	72.13%
负债和股东权益合计	19290.63	19382.81	28480.92	37173.58	带息债务/总负债	55.15%	47.59%	47.70%	42.97%
					流动比率	1.71	1.57	1.37	1.38
					速动比率	0.49	0.37	0.24	0.26
					股利支付率	38.32%	10.36%	12.73%	9.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	885.26	1526.04	2289.29	4670.68	每股收益	0.37	0.72	1.13	2.42
PE	29.37	15.21	9.68	4.53	每股净资产	5.29	5.47	6.46	8.65
PB	2.07	2.00	1.70	1.27	每股经营现金	-0.61	1.71	-1.95	0.69
PS	2.11	1.62	0.99	0.65	每股股利	0.14	0.07	0.14	0.23
EV/EBITDA	12.38	5.66	4.28	2.10					
股息率	1.30%	0.68%	1.32%	2.07%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@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