

加大投资业绩稳健，城建业务稳健拓展

投资要点

- 业绩点评:** 2022年上半年公司实现营业收入82.8亿元，同比增长6.7%；实现归母净利润为12.8亿元，同比下降1.4%。期内公司毛利率为33.1%，同比下降了4.2pp，净利率为15.4%，同比下降1.27pp，利润率下滑主要由于建筑施工业务和物业租赁业务毛利率的下降。
- 市场下行压力下地产销售保持平稳，逆势加大投资力度。** 2022年上半年，公司综合开发板块销售收入37.9亿元，同比下降6.8%；其中深圳区域项目销售结算金额占主要项目77.9%，城市深耕成效显著。上半年公司在售楼盘20个，实现认购金额43.4亿元，同比下降54.2%。拿地方面，公司上半年竞得成都、深圳、苏州三宗土地，土地面积合计约28万方，总权益地价56.2亿元。截至期末公司累计土地储备总建筑面积102万平方米，公司有望通过南岭村旧改项目大幅扩充土储，中长期发展有保障。
- 城建及城市服务项目稳健拓展，营业收入保持增长。** 2022年上半年，城市建设板块营业收入46.2亿元，同比增长15.0%。公司新承接PPP、EPC、代建、总承包等各类工程项目，在建项目248项，合同造价497亿元，同比增长38.6%。城市服务板块营业收入6.4亿元，同比增长16.0%。城市基础设施管养服务方面，公司承接了深圳市公路、桥梁、隧道的日常养护与运营管理业务；棚户区改造服务方面，共与4家公司签订合作框架协议，推进5个实施主体项目；商业运营服务方面，公司主要项目13个，可出租面积合计24.5万平方米，物业综合出租率94%，租金收缴率92%；物业服务方面，新增物业管理项目45个项目，面积257.6万平方米，业务覆盖全国29个城市。
- 投资力度加大导致货币资金下降，融资通畅财务稳健。** 2022年上半年，由于公司积极投资拿地，期末货币资金降至73.9亿元，现金短债比为82.8%，剔除预收款后的资产负债率与净负债率分别升至75.4%和88.3%。上半年公司先后完成80亿超短期融资券和40亿中期票据注册备案，适时补充现金流。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为5.7%，考虑到公司土地资源储备充足且财务稳健，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 业绩结算不及预期、政策调控风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23269.33	24684.16	26505.03	28574.16
增长率	35.88%	6.08%	7.38%	7.81%
归属母公司净利润(百万元)	1933.36	2035.49	2144.71	2282.33
增长率	30.09%	5.28%	5.37%	6.42%
每股收益EPS(元)	1.03	1.09	1.15	1.22
净资产收益率ROE	15.22%	13.81%	12.59%	11.62%
PE	5.5	5.2	4.9	4.6
PB	0.83	0.71	0.62	0.53

数据来源: Wind, 西南证券

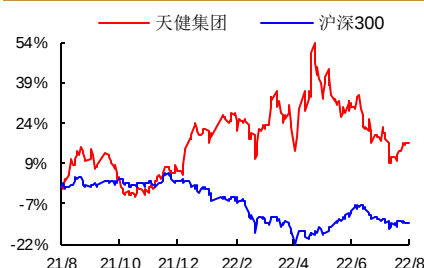
西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@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)	18.69
流通A股(亿股)	18.68
52周内股价区间(元)	4.97-7.96
总市值(亿元)	105.95
总资产(亿元)	598.24
每股净资产(元)	5.09

相关研究

1. 天健集团(000090): 深圳旧改排头尖兵, 建筑全产业链协同 (2022-05-11)

关键假设：

假设 1：2022-2024 年公司房地产销售金额增速为 -8%/0%/5%，毛利率为 36%；

假设 2：2022-2024 年公司工程施工收入增速为 15%/10%/8%，毛利率分别为 7.5%/7.8%/8.0%；

假设 3：2022-2024 年公司物业租赁收入增速分别为 -15%/10%/8%，毛利率分别为 25%/28%/30%；

假设 4：2022-2024 年公司棚改项目管理服务收入增速分别为 -40%/20%/10%，毛利率为 11%；

假设 5：2022-2024 年公司其他业务收入增速分别为 20%/10%/10%，毛利率为 8%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产业	收入	9839	9052	9052	9504
	yoy	42.2%	-8.0%	0.0%	5.0%
	成本	6301	5793	5793	6083
	毛利率	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
工程施工	收入	14677	16879	18566	20052
	yoy	19.3%	15.0%	10.0%	8.0%
	成本	13596	15613	17118	18448
	毛利率	7.4%	7.5%	7.8%	8.0%
物业租赁	收入	399	339	373	403
	yoy	31.2%	-15.0%	10.0%	8.0%
	成本	250	254	269	282
	毛利率	37.3%	25.0%	28.0%	30.0%
棚改项目管理服务	收入	127	76	91	100
	yoy	4.7%	-40.0%	20.0%	10.0%
	成本	112	68	81	89
	毛利率	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
其他	收入	699	839	923	1015
	yoy	12.5%	20.0%	10.0%	10.0%
	成本	625	772	849	934
	毛利率	10.6%	8.0%	8.0%	8.0%
合并抵消	收入	-2471	-2500	-2500	-2500
	成本	-2208	-2600	-2750	-2800
合计	收入	23269	24684	26505	28574
	yoy	35.9%	6.1%	7.4%	7.8%
	成本	18676	19899	21360	23035
	毛利率	19.7%	19.4%	19.4%	19.4%

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23269.33	24684.16	26505.03	28574.16	净利润	1951.65	2056.06	2166.38	2305.38
营业成本	18675.89	19899.46	21359.99	23035.44	折旧与摊销	246.92	240.33	280.29	321.09
营业税金及附加	137.68	938.00	1060.20	1171.54	财务费用	259.26	283.87	304.81	328.60
销售费用	228.22	246.84	265.05	285.74	资产减值损失	-312.22	-41.41	-64.27	-85.37
管理费用	439.59	444.31	477.09	514.33	经营营运资本变动	3505.80	-5894.90	-1175.62	-1454.12
财务费用	259.26	283.87	304.81	328.60	其他	-4579.42	-110.22	36.12	11.45
资产减值损失	-312.22	-41.41	-64.27	-85.37	经营活动现金流净额	1071.99	-3466.27	1547.71	1427.03
投资收益	82.52	64.11	55.45	62.95	资本支出	-462.78	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	2.05	1.19	1.48	1.38	其他	0.07	-517.33	-482.40	-601.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-462.71	-717.33	-682.40	-801.45
营业利润	2807.74	2978.39	3159.09	3388.20	短期借款	-3699.34	1817.97	-1813.67	-1654.25
其他非经营损益	-29.92	-35.90	-45.74	-57.81	长期借款	991.34	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	2777.82	2942.49	3113.35	3330.40	股权融资	-4.28	0.00	0.00	0.00
所得税	826.17	886.44	946.98	1025.02	支付股利	-710.05	-711.64	-705.18	-706.14
净利润	1951.65	2056.06	2166.38	2305.38	其他	2344.78	1070.26	1199.80	1355.56
少数股东损益	18.29	20.56	21.66	23.05	筹资活动现金流净额	-1077.55	3176.59	-319.05	-4.83
归母净利润	1933.36	2035.49	2144.71	2282.33	现金流量净额	-468.26	-1007.02	546.26	620.74
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8412.27	7405.25	7951.51	8572.25	成长能力				
应收和预付款项	3639.04	4186.98	4362.68	4684.36	销售收入增长率	35.88%	6.08%	7.38%	7.81%
存货	28505.12	36602.19	39275.38	42384.56	营业利润增长率	28.04%	6.08%	6.07%	7.25%
其他流动资产	10466.46	9975.08	10683.84	11506.42	净利润增长率	31.09%	5.35%	5.37%	6.42%
长期股权投资	115.15	115.15	115.15	115.15	EBITDA 增长率	29.06%	5.69%	6.90%	7.84%
投资性房地产	3056.97	3056.97	3056.97	3056.97	获利能力				
固定资产和在建工程	516.06	506.66	462.29	382.13	毛利率	19.74%	19.38%	19.41%	19.38%
无形资产和开发支出	1123.03	1102.20	1081.37	1060.53	三费率	3.98%	3.95%	3.95%	3.95%
其他非流动资产	3989.91	4523.22	5117.04	5817.81	净利率	8.39%	8.33%	8.17%	8.07%
资产总计	59824.02	67473.70	72106.22	77580.17	ROE	15.22%	13.81%	12.59%	11.62%
短期借款	1882.13	3700.10	1886.43	232.18	ROA	3.26%	3.05%	3.00%	2.97%
应付和预收款项	16838.35	24698.64	26448.77	28455.85	ROIC	11.44%	10.77%	9.77%	9.91%
长期借款	9307.99	10307.99	11307.99	12307.99	EBITDA/销售收入	14.24%	14.19%	14.13%	14.13%
其他负债	18969.02	13877.54	15250.22	16737.49	营运能力				
负债合计	46997.50	52584.28	54893.41	57733.52	总资产周转率	0.43	0.39	0.38	0.38
股本	1868.55	1868.55	1868.55	1868.55	固定资产周转率	47.13	50.01	57.51	71.89
资本公积	1557.94	1557.94	1557.94	1557.94	应收账款周转率	7.66	7.11	7.14	7.16
留存收益	5686.45	7010.30	8449.83	10026.02	存货周转率	0.67	0.61	0.56	0.56
归属母公司股东权益	12705.37	14747.71	17049.43	19660.23	销售商品提供劳务收到现金营业收入	115.09%	—	—	—
少数股东权益	121.15	141.71	163.37	186.43	资本结构				
股东权益合计	12826.52	14889.42	17212.80	19846.66	资产负债率	78.56%	77.93%	76.13%	74.42%
负债和股东权益合计	59824.02	67473.70	72106.22	77580.17	带息债务/总负债	23.81%	26.64%	24.04%	21.72%
					流动比率	1.37	1.41	1.48	1.55
					速动比率	0.61	0.52	0.55	0.57
					股利支付率	36.73%	34.96%	32.88%	30.94%
					每股指标				
					每股收益	1.03	1.09	1.15	1.22
					每股净资产	6.86	7.97	9.21	10.62
					每股经营现金	0.57	-1.86	0.83	0.76
					每股股利	0.38	0.38	0.38	0.38
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	3313.92	3502.59	3744.19	4037.89					
PE	5.48	5.20	4.94	4.64					
PB	0.83	0.71	0.62	0.53					
PS	0.46	0.43	0.40	0.37					
EV/EBITDA	0.91	1.82	1.24	0.70					
股息率	6.70%	6.72%	6.66%	6.67%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn