

投资力度逆势提升，经营业绩稳健增长

投资要点

- **业绩点评:** 2022Q3公司实现营业收入46.1亿元，同比增长17.2%；实现归母净利润为1.4亿元，同比增加33.9%。前三季度累计实现营业收入128.9亿元，同比上升10.2%，实现归母净利润为14.2亿元，同比增加1.2%。期内公司毛利率为26.5%，同比下降了3.1pp，净利率为11.0%，同比下降1.0pp，利润率下滑主要由于高毛利项目结算比例的降低。期末合同负债115.3亿元，较年中增加10.8%，可结转资源充足。
- **地产销售有望修复，逆势加大投资力度。** 2022前三季度公司累计销售面积5.0万平方米，同比下降24%，销售金额15.7亿元，同比下降52%。公司主要在售楼盘21个，未结算面积99.7万平方米；主要在建项目12个，计容建筑面积148.7万平方米。公司销售受推盘节奏影响，重点项目天健悦湾府计划10月底入市，全年销售有望修复。三季度公司竞得位于成都、深圳、苏州等三宗地块，合计建筑面积61万平，克尔瑞数据显示，公司前三季度累计拿地金额65亿元，新增货值177亿元，位于行业第40位，呈现逆势提升。
- **城建业务产值进一步提高，城市服务业务稳步推进。** 公司新承接PPP、EPC、代建、总承包等各类工程项目，期末在建项目269项，合同造价582亿元，同比增长54.7%，Q3新签订单106亿元，比上年同期增长119%。期内公司承接养护道路1854条，桥梁926座，里程2223公里；设施维护道路4466条，里程3360公里；隧道管养单洞50个，总长56.1公里。棚户区改造服务方面，推进罗湖“二线插花地”、碧海花园、南岭村等3个项目；物业服务方面，司新增物业管理项目70个项目，面积320万平方米，业务覆盖全国29个城市。
- **现金充足财务稳健，融资渠道通畅。** 公司期末货币资金88.9亿元，较中期增加20.3%，现金短债比为0.8，剔除预收款后的资产负债率与净负债率分别为75.6%和81.1%。三季度公司成功发行15亿元超短期融资券和4.7亿元债权融资计划，融资渠道通畅。
- **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10.8%，考虑到公司业绩稳健且投资力度逆势提升，给予公司2023年业绩5倍PE，目标价为6.45元，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	27025.53	30855.92	33946.40
增长率	35.88%	16.14%	14.17%	10.02%
归属母公司净利润(百万元)	1933.36	2127.41	2418.19	2627.92
增长率	30.09%	10.04%	13.67%	8.67%
每股收益EPS(元)	1.03	1.14	1.29	1.41
净资产收益率ROE	15.22%	14.34%	13.92%	12.98%
PE	5.0	4.6	4.0	3.7
PB	0.76	0.65	0.56	0.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
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)	97.54
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): 加大投资业绩稳健, 城建业务稳健拓展 (2022-08-24)
2. 天健集团(000090): 深圳旧改排头尖兵, 建筑全产业链协同 (2022-05-11)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2022-2024 年公司房地产结算金额增速为 8%/10%/8%；

假设 2：2022-2024 年公司工程施工结算金额增速为 20%/15%/10%；

假设 3：2022-2024 年公司物业租赁收入增速分别为 -5%/10%/8%；

假设 4：2022-2024 年公司棚改项目管理服务收入增速分别为 10%/8%/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	10626	11688	12623
	yoy	42.2%	8.0%	10.0%	8.0%
	成本	6301	7119	7831	8458
	毛利率	36.0%	33.0%	33.0%	33.0%
工程施工	收入	14677	17612	20254	22280
	yoy	19.3%	20.0%	15.0%	10.0%
	成本	13596	16292	18674	20497
	毛利率	7.4%	7.5%	7.8%	8.0%
物业租赁	收入	399	379	417	450
	yoy	31.2%	-5.0%	10.0%	8.0%
	成本	250	284	300	315
	毛利率	37.3%	25.0%	28.0%	30.0%
棚改项目管理服务	收入	127	139	151	163
	yoy	4.7%	10.0%	8.0%	8.0%
	成本	112	124	134	145
	毛利率	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
其他	收入	699	769	846	930
	yoy	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	625	707	778	856
	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	27026	30856	33946
	yoy	35.9%	16.1%	14.2%	10.0%
	成本	18676	21927	24968	27471
	毛利率	19.7%	18.9%	19.1%	19.1%

数据来源：公司公告，西南证券

估值与评级

预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 10.8%，考虑到公司业绩稳健且投资力度逆势提升，给予公司 2023 年业绩 5 倍 PE，目标价为 6.45 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600170.SH	上海建工	228	3769	2753	3822	4367	8.51	8.28	5.96	5.22
601668.SH	中国建筑	2,051	51408	57871	64719	72110	4.08	3.54	3.17	2.84
601390.SH	中国中铁	1,233	27618	31012	34703	38867	5.15	3.98	3.55	3.17
建筑施工							5.91	5.27	4.23	3.75
002244.SZ	滨江集团	290	3027	3723	4310	5022	4.97	7.79	6.73	5.77
600325.SH	华发股份	198	3195	3415	3653	4061	3.99	5.78	5.41	4.86
000002.SZ	万科 A	1,673	22524	24228	26588	28773	10.2	6.91	6.29	5.82
地产开发							6.39	6.83	6.14	5.48
平均值							6.15	6.05	5.19	4.62

数据来源：Wind，西南证券整理（截止 2022 年 10 月 26 日）

风险提示

业绩结算不及预期、政策调控风险等。

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	27025.53	30855.92	33946.40	净利润	1951.65	2148.89	2442.62	2654.46
营业成本	18675.89	21926.51	24967.99	27470.92	折旧与摊销	246.92	240.33	280.29	321.09
营业税金及附加	137.68	1026.97	1234.24	1391.80	财务费用	259.26	310.79	354.84	390.38
销售费用	228.22	270.26	308.56	339.46	资产减值损失	-312.22	-41.41	-64.27	-85.37
管理费用	439.59	486.46	555.41	611.04	经营营运资本变动	3504.04	-7514.27	-2469.69	-2136.61
财务费用	259.26	310.79	354.84	390.38	其他	-4577.66	171.34	-76.63	7.45
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	-4684.32	467.16	1151.40
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	3111.25	3556.09	3892.50	短期借款	-3699.34	3765.36	-48.40	-920.39
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	3075.36	3510.35	3834.69	股权融资	-4.28	0.00	0.00	0.00
所得税	826.17	926.46	1067.73	1180.23	支付股利	-710.05	-711.64	-737.02	-796.19
净利润	1951.65	2148.89	2442.62	2654.46	其他	2344.78	1043.33	1149.76	1293.78
少数股东损益	18.29	21.49	24.43	26.54	筹资活动现金流净额	-1077.55	5097.05	1364.35	577.20
归母净利润	1933.36	2127.41	2418.19	2627.92	现金流量净额	-468.26	-304.61	1149.12	927.14
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	8107.66	9256.78	10183.92	成长能力				
应收和预付款项	3639.04	4315.16	4925.77	5419.16	销售收入增长率	35.88%	16.14%	14.17%	10.02%
存货	28505.12	40352.23	45950.19	50590.20	营业利润增长率	28.04%	10.81%	14.30%	9.46%
其他流动资产	10466.46	10911.63	12424.20	13655.31	净利润增长率	31.09%	10.11%	13.67%	8.67%
长期股权投资	115.15	115.15	115.15	115.15	EBITDA 增长率	29.06%	10.52%	14.44%	9.85%
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%	18.87%	19.08%	19.08%
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%	7.95%	7.92%	7.82%
资产总计	59824.02	72990.88	82389.74	90281.17	ROE	15.22%	14.34%	13.92%	12.98%
短期借款	1882.13	5647.49	5599.09	4678.70	ROA	3.26%	2.94%	2.96%	2.94%
应付和预收款项	16838.35	27162.07	30878.38	33896.31	ROIC	11.44%	10.78%	9.82%	9.72%
长期借款	9307.99	10307.99	11307.99	12307.99	EBITDA/销售收入	14.24%	13.55%	13.58%	13.56%
其他负债	18969.02	14891.06	17054.22	18955.23	营运能力				
负债合计	46997.50	58008.62	64839.70	69838.23	总资产周转率	0.43	0.41	0.40	0.39
股本	1868.55	1868.55	1868.55	1868.55	固定资产周转率	47.13	54.75	66.94	85.40
资本公积	1557.94	1557.94	1557.94	1557.94	应收账款周转率	7.66	7.42	7.35	7.23
留存收益	5686.45	7102.21	8783.39	10615.12	存货周转率	0.67	0.63	0.58	0.57
归属母公司股东权益	12705.37	14839.62	17382.98	20249.33	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	142.64	167.06	193.61	资本结构				
股东权益合计	12826.52	14982.26	17550.04	20442.94	资产负债率	78.56%	79.47%	78.70%	77.36%
负债和股东权益合计	59824.02	72990.88	82389.74	90281.17	带息债务/总负债	23.81%	27.51%	26.08%	24.32%
					流动比率	1.37	1.37	1.40	1.44
					速动比率	0.61	0.50	0.51	0.53
					股利支付率	36.73%	33.45%	30.48%	30.30%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	3313.92	3662.38	4191.23	4603.97	每股收益	1.03	1.14	1.29	1.41
PE	5.05	4.58	4.03	3.71	每股净资产	6.86	8.02	9.39	10.94
PB	0.76	0.65	0.56	0.48	每股经营现金	0.57	-2.51	0.25	0.62
PS	0.42	0.36	0.32	0.29	每股股利	0.38	0.38	0.39	0.43
EV/EBITDA	0.66	1.86	1.48	1.05					
股息率	7.28%	7.30%	7.56%	8.16%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn