

公司研究/公告点评

2016年12月26日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.75  
合理价格区间(元): 28.06~30.01

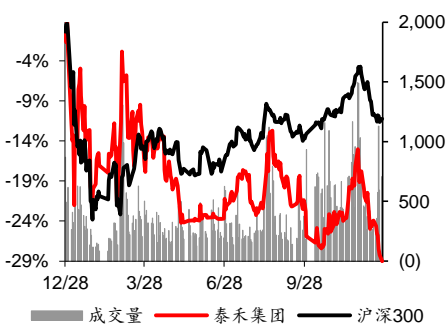
**谢皓宇** 执业证书编号: S0570515070001  
研究员 010-56793955  
xiehaoyu@htsc.com

**郝亚雯** 010-56793951  
联系人 haoyawen@htsc.com

相关研究

- 1 《泰禾集团(000732):交叉持股启新篇,行业领军新现象》2016.10
- 2 《泰禾集团(000732):通泰亨达之禾,鳌头独占》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

# 进军影视文化, 导流服务地产

## 泰禾集团(000732)

### 事件: 公司出资 4000 万和福州世恒天达设立北京泰和影视

为积极推动产业链延伸及多元化发展, 公司全资子公司泰禾恒冠文化与世恒天达以现金方式共同出资设立北京泰禾影视文化发展有限公司, 泰禾影视注册资本为 1 亿元, 泰禾恒冠文化持股 40%、世恒天达持股 60%。目前, 泰禾影视已经完成工商注册登记手续。

### 2010 年进军高品质商业地产, 扎根福建本土、深耕一线

2010 年泰禾正式进军商业地产, 目前公司商业地产为主项目有 13 个, 主要分布于北京、上海、深圳、福建的福州和泉州, 总计未结算面积达 293 万方, 预计总投资额达 656 亿元, 且公司在商业地产上已开业的自持物业面积已达到 33 万方, 自持比例在 30% 左右。2015 年公司实现商业地产收入 32.7 亿, 目前已开发 5 座泰禾广场, 包括已开业的福州五四北泰禾广场、福州东二环泰禾广场及泉州石狮泰禾广场。2016 年下半年, 公司也推出了北京泰和中央广场、福州东二环东区项目、泉州东海泰禾广场的新品。泰禾的商业地产做到精工铸造, 在吸引人流的同时, 保障了商业的成功盘活。

### “院线+剧场”, 将为公司商业地产和住宅地产导流

公司参股的泰禾影视将以“院线+剧场”作为突破口, 创新运营思路, 计划将“泰禾影城”打造成一流的星级影院。公司参股泰禾影视将能在实现与房地产主业协同发展的同时, 为公司的商业地产和住宅地产导流。用户体验好的院线将为商业地产贡献稳定的客流, 也能为公司高端楼盘提供私人订制长尾服务。不仅为公司带来新的利润增长点, 还确保公司持续健康、快速稳定的发展。

### 加大文化布局, 电影院线将成为主攻方向

对标万达, 几乎所有的万达广场千城一面, 南北无差。很多人评价其产品, 都是笔直立正状, 但泰禾的产品不会是一锤定音, 然后全国克隆。未来泰禾会和万达形成差异化竞争: 一是在建筑上, 万达是标准化作业, 全国万达广场难免如出一辙, 而每个泰禾广场都会是眼球焦点, 都将成地标建筑, 具有唯一性; 二是在购物环境营造上, 会加入很多福州的文化和元素进来, 让建筑、商业更有内涵。未来公司在学习万达的速度同时, 用品质超越它。

### 现股价处于 70 亿定增底价下, 远低于将到期员工持股计划成本, 给予买入评级!

泰禾 70 亿新定增(定增底价 18.2 元)受证监会再融资进程影响, 预计将于明年 1 或 2 季度发行, 控股股东泰禾投资拟认购 10%~30%。同时第一期员工持股计划将于 2017 年 1 月 15 日到期, 公司通过 1: 2 杠杆配置 12 亿在二级市场购买均价为 23.79 元, 泰禾现价 17.75 元, 因此公司股价往下空间很小。另一方面, 公司住宅开发估值 224 亿, 加上净资产 136 亿, 泰禾的最终估值为 361 亿, 而当前市值仅为 221 亿, NAV 折价 61 折, 给予买入评级。预测公司 2016、2017 年 EPS 分别为 1.53 元、2.18 元, 对应当前股价 PE 为 12、8 倍, 目标区间价位为 28.06-30.01 元。

风险提示: 电影院线开展不达预期, 住宅开发计提大规模减值, 货币政策超预期收紧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,244
流通 A 股 (百万股)	1,243
52 周内股价区间 (元)	17.75-25.30
总市值 (百万元)	22,089
总资产 (百万元)	118,556
每股净资产 (元)	11.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	8,372	14,813	30,812	38,206	43,555
+/-%	36.61	76.93	108.00	24.00	14.00
净利润 (百万元)	784.10	1,325	2,496	3,544	4,615
+/-%	7.65	69.00	88.33	41.99	30.24
EPS (元)	0.23	1.23	1.53	2.18	2.83
PE (倍)	36.88	21.82	11.59	8.16	6.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	60,843	73,862	108,538	128,226	142,963
现金	3,354	5,736	20,612	30,263	37,235
应收账款	429.40	504.65	1,313	1,465	1,763
其他应收账款	261.82	390.71	807.51	1,008	1,147
预付账款	4,233	9,179	19,039	22,035	25,693
存货	52,554	58,042	66,747	73,422	77,093
其他流动资产	10.13	10.53	19.73	32.63	32.02
非流动资产	1,563	10,919	10,846	10,775	10,687
长期投资	0.00	11.82	5.91	8.86	7.39
固定资产投资	376.39	363.82	561.61	624.23	619.26
无形资产	69.87	68.09	47.33	34.86	18.25
其他非流动资产	1,117	10,475	10,231	10,107	10,043
资产总计	62,406	84,782	119,384	139,001	153,650
流动负债	32,108	33,002	58,522	69,172	75,141
短期借款	7,986	5,486	6,566	6,679	6,244
应付账款	3,308	3,429	8,736	11,548	11,584
其他流动负债	20,813	24,087	43,220	50,945	57,313
非流动负债	23,568	34,711	41,152	47,178	51,935
长期借款	23,362	25,165	31,605	37,632	42,388
其他非流动负债	205.78	9,546	9,547	9,547	9,547
负债合计	55,676	67,713	99,674	116,351	127,076
少数股东权益	2,910	3,623	3,508	3,346	3,135
股本	1,017	1,244	1,629	1,629	1,629
资本公积	586.65	4,695	4,695	4,695	4,695
留存公积	2,216	3,338	9,877	12,980	17,116
归属母公司股	3,820	13,446	16,201	19,304	23,440
负债和股东权益	62,406	84,782	119,384	139,001	153,650

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(16,626)	(2,351)	8,022	4,025	3,662
净利润	712.65	1,265	2,381	3,381	4,404
折旧摊销	21.23	27.85	47.51	62.46	70.44
财务费用	29.43	263.79	470.76	459.87	398.14
投资损失	(0.32)	(12.07)	(6.20)	(9.13)	(7.66)
营运资金变动	(17,340)	(3,756)	5,031	108.61	(1,238)
其他经营现金	(49.03)	(138.54)	97.64	21.86	34.61
投资活动现金	(526.84)	(1,388)	26.99	13.28	20.13
资本支出	139.71	42.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	(12.40)	(5.91)	2.95	(1.48)
其他投资现金	(387.13)	(1,358)	21.08	16.23	18.65
筹资活动现金	13,105	6,244	6,827	5,613	3,289
短期借款	1,760	(2,500)	1,080	113.38	(435.64)
长期借款	9,837	1,802	6,441	6,026	4,756
普通股增加	0.00	227.27	384.61	0.00	0.00
资本公积增加	(220.36)	4,108	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,729	2,606	(1,079)	(526.83)	(1,031)
现金净增加额	(4,043)	2,505	14,876	9,651	6,971

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,372	14,813	30,812	38,206	43,555
营业成本	5,714	10,384	21,568	26,362	29,618
营业税金及附加	803.67	1,392	2,926	3,609	4,125
营业费用	612.02	738.84	1,903	2,353	2,515
管理费用	244.97	282.13	751.96	895.09	1,003
财务费用	29.43	263.79	470.76	459.87	398.14
资产减值损失	14.78	24.54	16.49	18.60	19.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.32	12.07	6.20	9.13	7.66
营业利润	953.83	1,741	3,181	4,518	5,885
营业外收入	7.02	11.47	12.35	10.28	11.37
营业外支出	13.48	74.27	30.91	39.55	48.24
利润总额	947.38	1,678	3,163	4,489	5,848
所得税	234.73	413.37	781.39	1,107	1,444
净利润	712.65	1,265	2,381	3,381	4,404
少数股东损益	(71.45)	(60.63)	(114.29)	(162.21)	(211.31)
归属母公司净利润	784.10	1,325	2,496	3,544	4,615
EBITDA (倍)	1,004	2,032	3,700	5,040	6,353
EPS (元)	0.23	1.23	1.53	2.18	2.83

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	36.61	76.93	108.00	24.00	14.00
营业利润	2.90	82.49	82.76	42.02	30.24
归属母公司净利润	7.65	69.00	88.33	41.99	30.24
获利能力 (%)					
毛利率	31.75	29.90	30.00	31.00	32.00
净利率	9.37	8.95	8.10	9.27	10.60
ROE	20.53	9.86	15.40	18.36	19.69
ROIC	1.75	3.15	6.42	8.80	10.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.22	79.87	83.49	83.70	82.70
净负债比率 (%)	70.04	54.12	44.11	43.39	43.01
流动比率	1.90	2.24	1.85	1.85	1.90
速动比率	0.26	0.48	0.71	0.79	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.20	0.30	0.30	0.30
应收账款周转率	18.19	29.97	31.99	25.96	25.47
应付账款周转率	2.53	3.08	3.55	2.60	2.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	1.23	1.53	2.18	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	(10.21)	(1.44)	4.92	2.47	2.25
每股净资产(最新摊薄)	2.35	8.25	9.95	11.85	14.39
估值比率					
PE (倍)	36.88	21.82	11.59	8.16	6.27
PB (倍)	7.57	2.15	1.78	1.50	1.23
EV_EBITDA (倍)	54.94	27.15	14.92	10.95	8.69

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com