

# 泰禾集团 (000732.SZ)

## 非经营性收入支持业绩，资源拓展大幅提升

### 核心观点：

#### ● 业绩规模维持稳定，其他经营性收益大增

16 年营业总收入同比增长 39.9%，而归母净利润 17.1 亿元，同比增长 28.8%，每股收益 1.37 元。16 年公司房地产收入结算规模为 201.7 亿元，与去年同期相比上涨 38.1%，但毛利率下降 9.33 个百分点，此外年内资产减值准备出现大幅增长，影响结算业绩。营业利润能够维持上涨，由于非经营性收入的提升，公允价值变动为贡献 3.66 亿元，投资净收益为 5.79 亿元。

#### ● 销售金额增长稳定，17 年货值更加充沛

16 年公司实现销售金额 400 亿元，与 15 年同期相比上涨 24%，销售回款率为 52%，依旧偏低。截止到 16 年末，公司在手预收账款规模为 152.4 亿元，与 15 年相比减少 1.9 亿元，基本维持稳定。17 年公司计划实现房地产销售规模再上新台阶，进一步创造“有质量的泰禾速度”，全力打造房地产行业第一品牌，力争早日进入房地产行业第一梯队。

#### ● 一核两翼战略布局，拓展融资渠道

16 年在土地拓展方面，公司表现积极，通过招拍挂以及收购的方式，大量补充的土地资源。公司在项目获取上合计投入资金 266.40 亿元（含土拍和并购），实际包括股权和债权的收购价格为 435.5 亿元，新增土地储备 204 万平方米，计容建筑面积为 396 万平方米。

#### ● 预计 17、18 年的业绩分别为 1.58 和 1.74 元，维持为“买入”评级。

公司过去几年采用较为激进的规模拓展计划，销售规模在过去五年内快速增长。17 年关注货值贡献效率，对于实际销售的完成度。

#### ● 风险提示

销售表现受到各地限购政策影响较大，规模增长存在较大不确定性。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,813	20,728	33,266	45,266	55,266
增长率(%)	76.93%	39.93%	60.49%	36.07%	22.09%
EBITDA(百万元)	2042.33	2092.83	3706.11	4552.51	5129.51
净利润(百万元)	1325.16	1707.32	1972.11	2166.21	2332.50
增长率(%)	69.08%	28.84%	15.51%	9.84%	7.68%
EPS(元/股)	1.06	1.37	1.58	1.74	1.87
市盈率(P/E)	15.96	12.39	10.73	9.77	9.07
市净率(P/B)	1.57	1.18	1.66	1.42	1.23
EV/EBITDA	22.99	35.40	24.60	26.53	28.27

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

16.65 元

前次评级

买入

报告日期

2017-05-03

### 相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：金山 S0260515090001



021-60750652



jinchang@gf.com.cn

### 相关研究：

京津冀布局深入，综合实力再上一层楼 2015-05-21

战略推进速度超预期，一体两翼更加丰满 2015-05-06

一体两翼战略元年，金融+产业投资续写新辉煌 2015-04-13

联系人：李飞

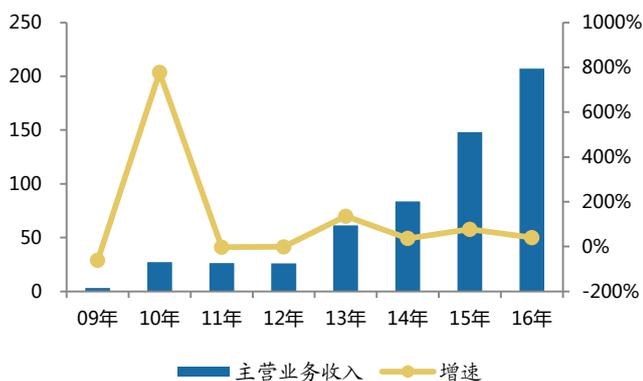
gflifei@gf.com.cn

## 业绩规模维持稳定，其他经营性收益大增

2016年全年，公司实现营业总收入207.3亿元，同比增长39.9%，实现营业利润23.5亿元，同比增长34.8%，实现归属于上市公司股东的净利润17.1亿元，同比增长28.8%，每股收益1.37元，分红预案每10股派1.0元现金股息，与15年分红规模相当，分红占比7.29%。

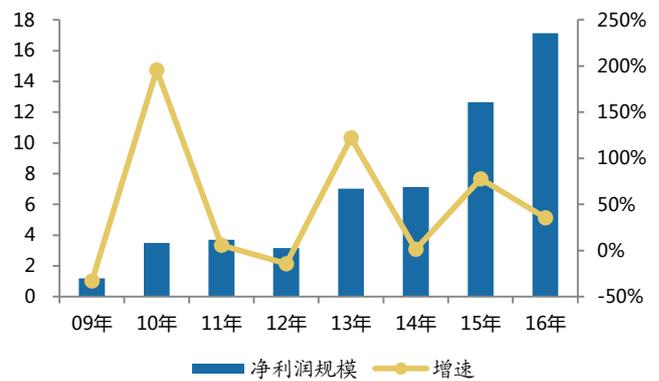
16年公司房地产收入结算规模为201.7亿元，与去年同期相比上涨38.1%，其中住宅项目结算138亿元，商业地产结算64亿元，分别同比增长21.4%和96.0%。年内公司结算面积118万方，结算均价小幅下降13.4%。分区域来看，16年福建区域收入占比基本持平，北京区域收入占比大幅下降，从45.8%下降至26.4%，华东区域占比则大幅提升。

图1：泰禾集团主营业务收入规模（亿元）及增速



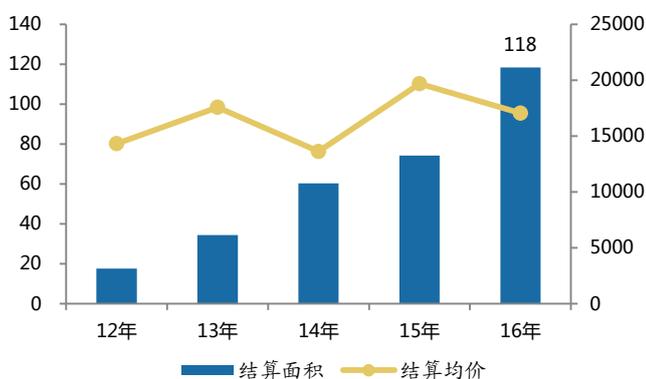
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：泰禾集团净利润规模（亿元）及增速



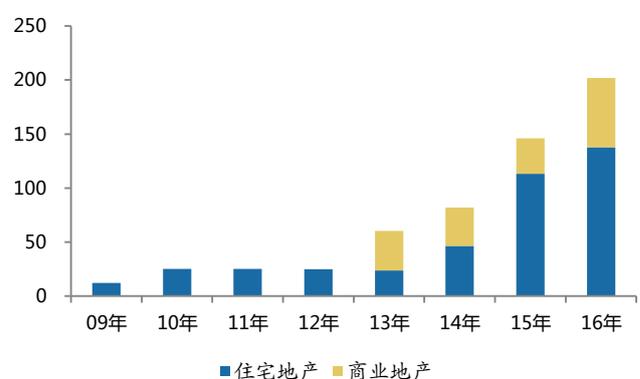
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：泰禾集团结算面积（万方）及均价（元/平方米）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：泰禾集团分类结算收入（亿元）贡献

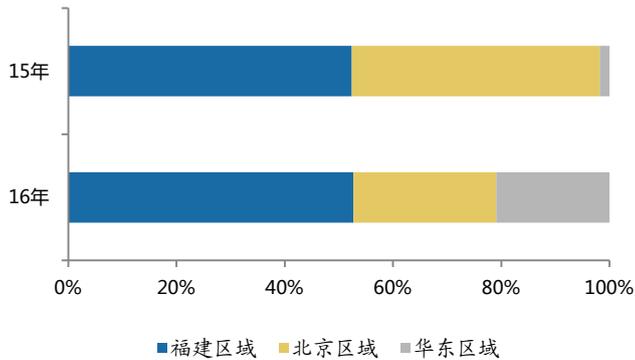


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司16年主营业务收入结算毛利率下降9.33个百分点，由21.2%下降至30.5%，14、15年随着土地成本的提升，行业利润率水平都有所下降，公司更是获取了大量

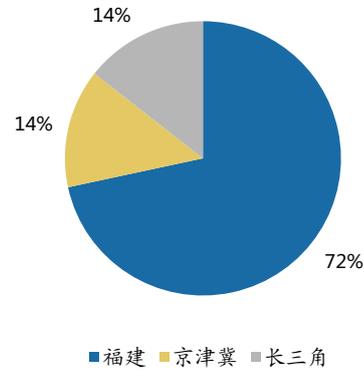
的价格较高的土地投资平均分区毛利率除了京津冀区域之外都有所下降,福建地区下降11.4个百分点,而长三角区域则下降7.3个百分点,京津冀区域的毛利率水平基本上与去年持平。

图5: 泰禾集团房地产结算区域分布



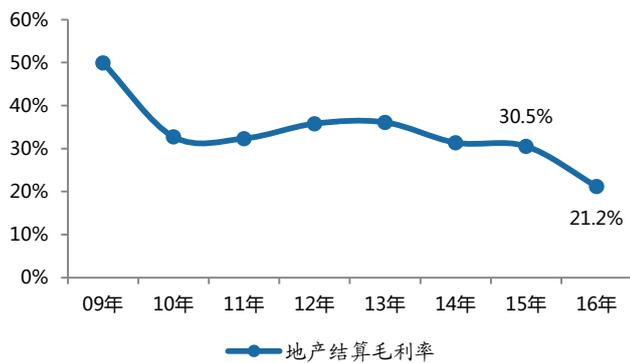
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图6: 泰禾集团16年结算面积分布



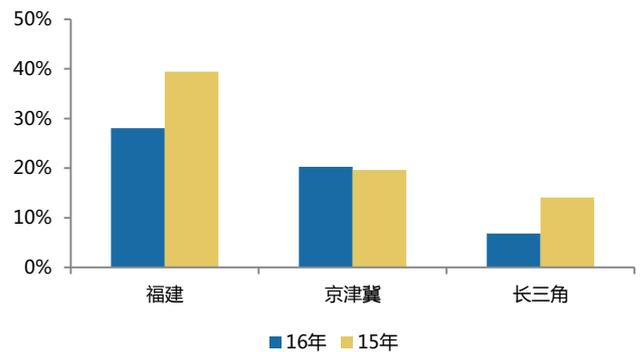
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图7: 泰禾集团房地产业务毛利率



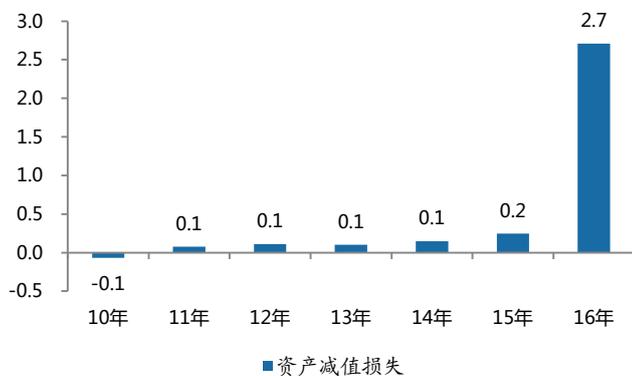
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 泰禾集团各区域项目毛利率变化



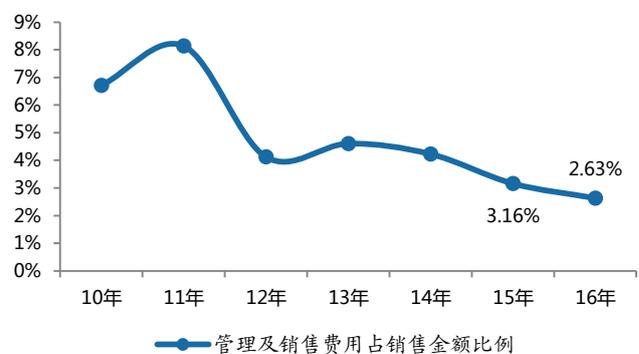
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图9: 泰禾集团资产减值准备 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图10: 泰禾集团管理及销售费用占销售金额比例



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

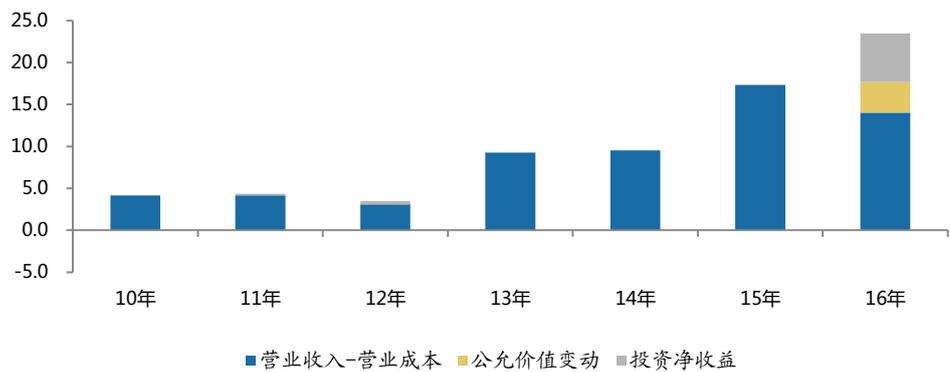
除了虽然毛利率下降使公司营业利润增速受到较大的影响,年内资产减值准备出现大幅增长,主要是因为拾景园和长乐泰禾红誉项目,其中拾景园项目已经达到清盘阶段,计提存货跌价准备1.85亿元,而长乐泰禾红誉二期项目预计单位面积投资为9987元/平米,销售价格为13000元/平米,价格在16年涨幅较小,计提存货跌价准备5411万元,两个项目合计计提规模为2.39亿元。

表 1: 泰禾集团 16 年存货跌价准备

项目	占地面积 (万方)	可售面积 (万方)	总投资金额 (亿元)	单位面积投资	计提存货跌价 (亿元)
拾景园项目	8.2	14.3	22.8	15937.8	1.8
长乐泰禾红誉二期项目	3.5	11.0	11.0	9988.0	0.5
合计	11.7	25.3	33.7		2.4

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 11: 泰禾集团经营利润和其他经营收益的组成关系



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 2: 泰禾集团持有物业公允价值变动及租金收益

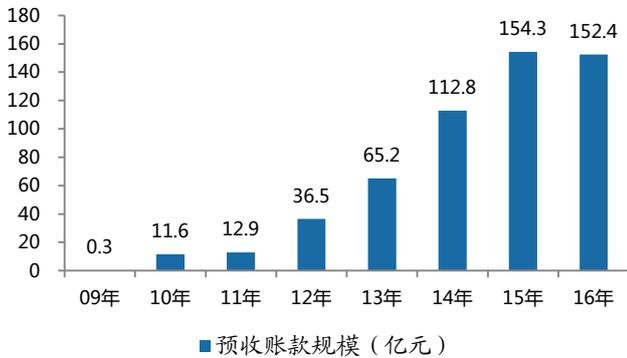
项目	建筑面积 (万方)	租金收入 (亿元)	原账面价值	期末公允价值
泰禾中央广场	4.3	0.0	12.3	14.1
东二环泰禾广场购物中心	16.7	0.9	5.8	6.7
五四北泰禾广场购物中心	10.4	0.6	0.5	1.0
石狮泰禾广场	14.8	0.3	1.4	1.0
合计	46.4	1.8	20.0	22.7

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

但在报告期内,公司营业利润能够维持上涨,主要是由于非经营性收入的提升,其中公允价值变动为贡献3.66亿元,其中公司目前持有出租物业规划建筑面积46.5万方,租金收入为1.8亿元。而投资净收益为5.79亿元,增加主要来自于处置持有的东兴证券3600万股产生投资收益5.93亿元。而公司归属母公司净利润规模增速低于营业利润增速,主要是由于少数股东权益规模有所增加,占净利润比例从15年的-4.82%

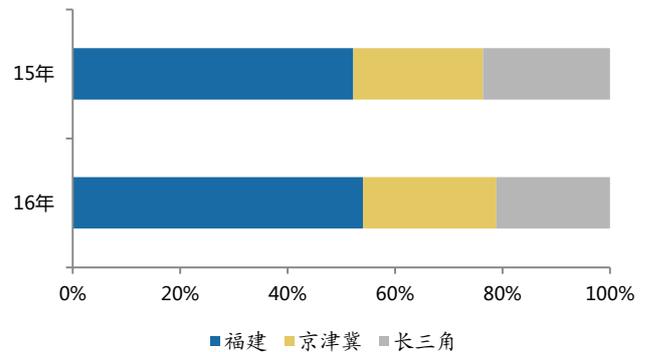
增加至16年0.41%。

图9: 泰禾集团预收账款规模 (亿元)



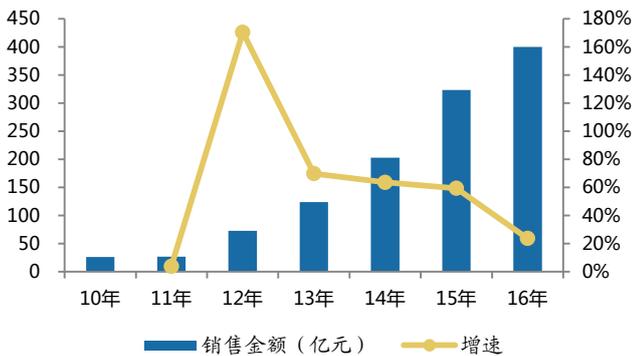
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图10: 泰禾集团预收账款分布



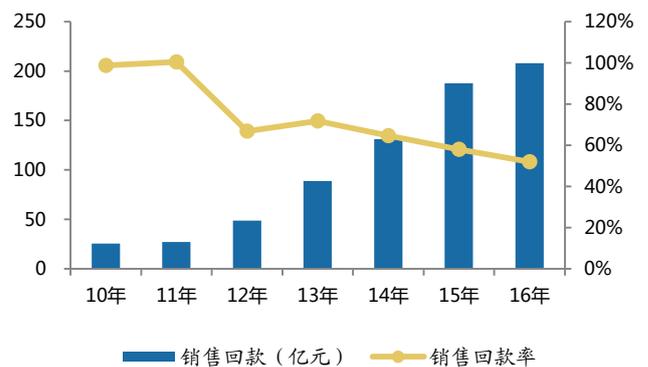
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图11: 泰禾集团销售规模 (亿元) 及增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 泰禾集团销售回款以及回款率变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

根据克尔瑞数据统计, 16年公司实现销售金额400亿元, 与15年同期相比上涨24%, 销售增速水平与过去几年相比有所下降。全年实现销售回款208亿元, 销售回款率为52%, 依旧偏低。截止到16年末, 公司在手预收账款规模为152.4亿元, 与15年相比减少1.9亿元, 基本维持稳定, 预收账款结构变化不大, 福建区域占比小幅下降, 长三角占比小幅增加。

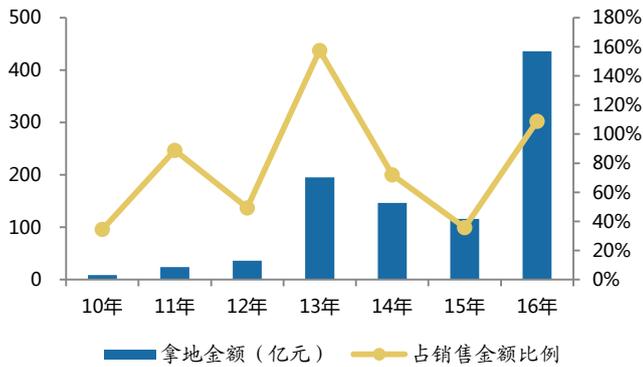
2017年, 公司将以“高品质下的高周转”为经营导向, 以利润为中心, 计划实现房地产销售规模再上新台阶, 进一步创造“有质量的泰禾速度”, 全力打造房地产行业第一品牌, 力争早日进入房地产行业第一梯队。

## 一核两翼战略布局, 拓展融资渠道

16年在土地拓展方面, 公司表现积极, 通过招拍挂以及收购的方式, 大量补充的土地资源。公司在项目获取上合计投入资金266.40亿元(含土拍和并购), 实际包

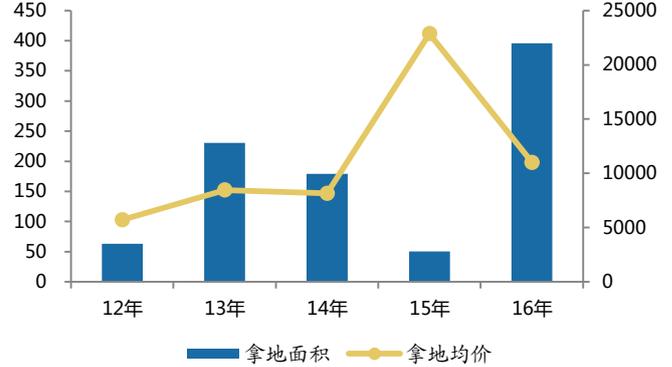
括股权和债券的收购价格为435.5亿元，新增土地储备204万平方米，计容建筑面积为396万平方米。拿地均价为10998元/平方米，与15年相比下降明显，主要是因为公司16年土地获取规模较大，区域分布更加均衡，并且收购项目的价格与摘牌挂相比价格优势比较明显。区域方面，公司在海西区域、长三角、珠三角三个地区获取资源的力度基本相当。

图12: 泰禾集团拿地金额(亿元)及占销售金额比例



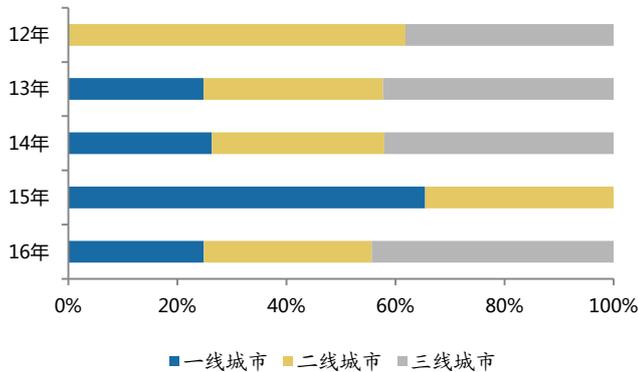
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 泰禾集团拿地面积(万方)及均价变化



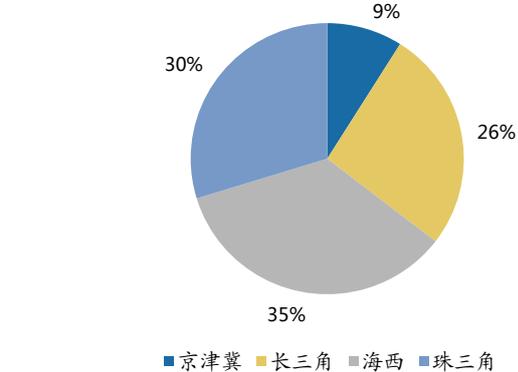
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图14: 泰禾集团拿地建面各线城市占比变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 泰禾集团拿地区域占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: 泰禾集团16年拿地情况

项目	城市	权益比例	项目用途	土地面积	总可租(售)面积	建筑面积	总地价	楼面价	预计总投资额
				(万平方米)	(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(元/平方米)	(亿元)
泰禾上海院子	上海	45%	住宅	13.2	11.5	14.85	72.99	2035	1202597
昌平南邵项目	北京	80%	住宅	4.88	1.97	12.19	14.25	8554	325824
佛山项目	广东	100%	住宅、商服	12.07	47.31	48.12	37.25	12917	935901
泰禾姑苏院子	苏州	50%	住宅	8.47	11.47	11.66	30.36	3841	496220
长兴岛项目	上海	51%	住宅	8.98	12.64	13.47	20.42	6596	438944
长兴岛项目	上海	51%	住宅	11.49	16.17	17.23	27.02	6377	574264
坪山中央广场	深圳	100%	商业	10.73	35.5	36.5	57.20	6381	1313251
苏州吴中新区项目	苏州	100%	住宅、商业	6.32	15.06	18.51	30.99	5973	510891

泰禾名城	福州	47%	住宅	3.36	8.6	8.74	3.02	28940	94373
厦门同安汀溪院子	厦门	51%	住宅	8.44	--	9.25	27.84	3323	--
杭政储出[2016]25号	杭州	100%	住宅	7.64	--	--	14.00		--

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4：泰禾集团 16 年并购拿地情况

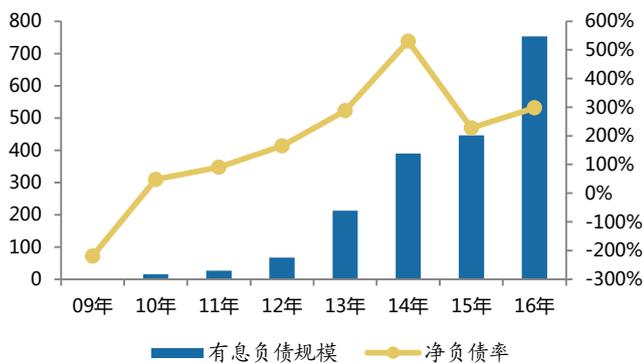
收购公司	持股比例	投资金额 (万元)	获取项目
金泽置业	80%	35620	东莞泰禾新天地
福建泰康	80%	16000	鼓山院子
福州冠业	80%	55000	桂山院子
启航物流	100%	120000	珠海泰禾中央广场
张家口崇礼项目	80%	2130	亚龙湾度假村
长泰永隆置业	70%	38500	福建长泰十里蓝山
福建乐统	70%		
华夏世纪园	40%	136870	福州湾
南京华誉	99.99%	52500	中华门泰禾广场

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在保证主营房地产业务利润贡献的同时，继续扩大布局金融和投资业务：设立海峡人寿、入股深圳吉屋、收购福建一卡通，拟出资16亿元与中信信托合作设立信托计划，不断完善搭建金控平台，创造性的利润增长点。

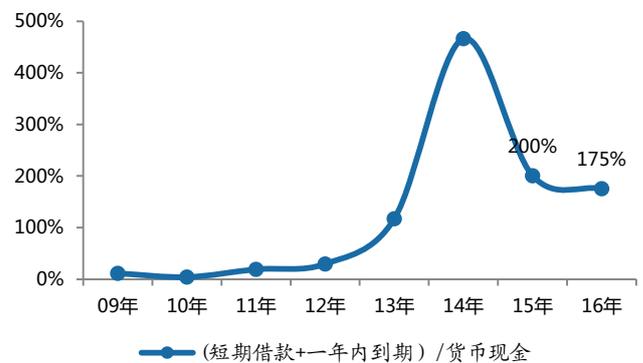
16年公司完成发行公司债75亿元，中期票据20亿元，完成非公开发行股票70亿元预案。16年公司的净负债率由15年的227.7%增加至297.9%，短期负债+一年内到期长期负债规模占货币现金比例由15年的200%，下降至54%，现金流安全性有所加强，综合融资成本7.62%。

图 13：泰禾集团有息负债规模 (亿元) 及净负债率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 14：泰禾集团短债+一年内到期/货币现金



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 5：泰禾集团金融布局

公司	初始投资成本 (万)	初始持股比例	当前持股比例	当前账面价值 (万)
----	------------	--------	--------	------------

福州农商行	414	0.36%	0.36%	414
东兴证券	25550	2.80%	1.96%	68204
海峡人寿保险	15000	10.00%	10.00%	15000
福建一卡通	3800	100.00%	100.00%	3800
深圳吉屋	1240	6.67%	6.67%	1240

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

公司过去几年采用较为激进的规模拓展计划，销售规模在过去五年快速增长。依靠多样化的土地获取方式，公司成功进入珠三角，并且拓展了长三角的优质资源的储备规模。17年关注公司的货值贡献效率，在调控周期下，公司中高端项目获取预售证过程存在较大不确定性。预计17、18年的业绩分别为1.58和1.74元，维持为“买入”评级。

## 风险提示

公司销售表现受到各地限购政策影响较大，规模增长存在较大不确定性。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>73,862</b>	<b>107,873</b>	<b>151,084</b>	<b>210,999</b>	<b>297,058</b>
货币资金	5,736	10,641	15,030	20,400	26,780
应收及预付	10,084	7,067	10,899	19,069	25,478
存货	58,042	88,855	124,309	170,684	243,955
其他流动资产	0	1,310	846	846	846
<b>非流动资产</b>	<b>10,919</b>	<b>15,492</b>	<b>16,481</b>	<b>17,627</b>	<b>18,866</b>
长期股权投资	12	838	985	1,158	1,360
固定资产	364	1,895	1,990	2,110	2,236
在建工程	479	0	398	780	1,149
无形资产	256	332	332	332	332
其他长期资产	9,808	12,426	12,776	13,247	13,789
<b>资产总计</b>	<b>84,782</b>	<b>123,365</b>	<b>167,565</b>	<b>228,625</b>	<b>315,925</b>
<b>流动负债</b>	<b>33,002</b>	<b>43,495</b>	<b>83,026</b>	<b>138,110</b>	<b>173,505</b>
短期借款	5,486	14,309	11,474	26,690	16,077
应付及预收	21,518	24,858	59,770	96,779	141,842
其他流动负债	5,999	4,328	11,782	14,640	15,586
<b>非流动负债</b>	<b>34,711</b>	<b>58,153</b>	<b>67,955</b>	<b>71,470</b>	<b>120,630</b>
长期借款	25,165	39,274	48,800	51,954	100,676
应付债券	7,950	17,414	17,414	17,414	17,414
其他非流动负债	1,596	1,465	1,741	2,102	2,540
<b>负债合计</b>	<b>67,713</b>	<b>101,649</b>	<b>150,981</b>	<b>209,580</b>	<b>294,135</b>
股本	1,244	1,244	1,244	1,244	1,244
资本公积	4,695	4,627	5,022	5,455	5,922
留存收益	3,338	4,921	6,499	8,232	10,098
归属母公司股东权益	13,446	18,001	12,765	14,931	17,264
少数股东权益	3,623	3,715	3,819	4,114	4,526
<b>负债和股东权益</b>	<b>84,782</b>	<b>123,365</b>	<b>167,565</b>	<b>228,625</b>	<b>315,925</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,351</b>	<b>-10,141</b>	<b>-3,008</b>	<b>-9,462</b>	<b>-24,083</b>
净利润	1,265	1,714	2,076	2,462	2,744
折旧摊销	25	49	219	232	246
营运资金变动	-5,629	-24,422	-4,374	-17,535	-34,617
其它	1,989	12,518	-929	5,380	7,544
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,388</b>	<b>-10,586</b>	<b>-2,306</b>	<b>-832</b>	<b>-858</b>
资本支出	-42	-89	-2,242	-755	-764
投资变动	28	-1,352	-64	-77	-93
其他	-1,374	-9,145	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,244</b>	<b>24,744</b>	<b>9,703</b>	<b>15,664</b>	<b>31,320</b>
银行借款	38,595	76,993	32,782	44,484	80,385
债券融资	-28,889	-47,975	-18,638	-23,256	-41,330
股权融资	6,688	3,796	0	0	0
其他	-10,151	-8,069	-4,441	-5,564	-7,734
<b>现金净增加额</b>	<b>2,505</b>	<b>3,989</b>	<b>4,389</b>	<b>5,370</b>	<b>6,380</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,107</b>	<b>4,612</b>	<b>8,600</b>	<b>12,989</b>	<b>18,359</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>4,612</b>	<b>8,600</b>	<b>12,989</b>	<b>18,359</b>	<b>24,739</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	76.9%	39.9%	60.5%	36.1%	22.1%
营业利润增长	82.6%	34.7%	29.5%	19.3%	13.7%
归属母公司净利润增长	69.1%	28.8%	15.5%	9.8%	7.7%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	29.9%	21.6%	20.2%	18.4%	17.5%
净利率	8.5%	8.3%	6.2%	5.4%	5.0%
ROE	9.9%	9.5%	15.4%	14.5%	13.5%
ROIC	2.7%	1.7%	2.6%	2.7%	2.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.9%	82.4%	90.1%	91.7%	93.1%
净负债比率	227.7%	297.9%	448.9%	474.1%	564.4%
流动比率	2.24	2.48	1.82	1.53	1.71
速动比率	0.20	0.41	0.28	0.22	0.23
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.20	0.23	0.23	0.20
应收账款周转率	31.72	29.00	26.61	22.63	18.80
存货周转率	0.19	0.22	0.25	0.25	0.22
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.06	1.37	1.58	1.74	1.87
每股经营现金流	-1.89	-8.15	-2.42	-7.60	-19.35
每股净资产	10.80	14.46	10.26	12.00	13.87
<b>估值比率</b>					
P/E	16.0	12.4	10.7	9.8	9.1
P/B	1.6	1.2	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	23.0	35.4	24.6	26.5	28.3

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>14,813</b>	<b>20,728</b>	<b>33,266</b>	<b>45,266</b>	<b>55,266</b>
营业成本	10,384	16,256	26,555	36,948	45,612
营业税金及附加	1,392	1,377	2,105	2,709	3,212
销售费用	739	615	658	773	935
管理费用	282	437	461	516	624
财务费用	264	372	534	795	877
资产减值损失	25	271	0	0	0
公允价值变动收益	0	366	0	0	0
投资净收益	12	579	84	99	116
<b>营业利润</b>	<b>1,741</b>	<b>2,345</b>	<b>3,037</b>	<b>3,624</b>	<b>4,122</b>
营业外收入	11	30	0	0	0
营业外支出	74	66	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,678</b>	<b>2,310</b>	<b>3,037</b>	<b>3,624</b>	<b>4,122</b>
所得税	413	596	961	1,162	1,378
<b>净利润</b>	<b>1,265</b>	<b>1,714</b>	<b>2,076</b>	<b>2,462</b>	<b>2,744</b>
少数股东损益	-61	7	104	295	412
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,325</b>	<b>1,707</b>	<b>1,972</b>	<b>2,166</b>	<b>2,333</b>
EBITDA	2,042	2,093	3,706	4,553	5,130
EPS(元)	1.06	1.37	1.58	1.74	1.87

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。