

房地产

2017年05月08日

天房发展 (600322)

——天津市龙头开发商，销售良好，2017年业绩有望改善

报告原因：有业绩公布需要点评

中性（维持）

市场数据：2017年05月05日

收盘价(元)	5.99
一年内最高/最低(元)	7.5/4.15
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6623
上证指数/深证成指	3103.04 / 10024.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	3.81
资产负债率%	84.91
总股本/流通A股(百万)	1106/1106
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天房发展(600322)深度：天津市房地产开发龙头，积极进行异地扩张》2016/11/29
《天房发展调研报告》2004/09/16

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

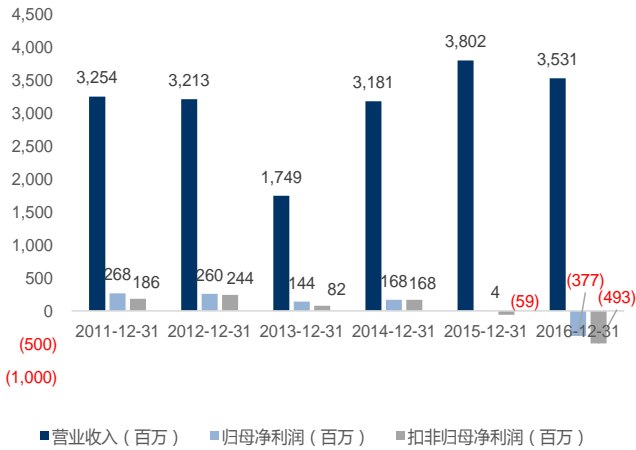
- 公司2016年收入下滑，业绩亏损，但是销售增长较快，符合预期。公司实现营业收入35.3亿元，同比下降7.1%。归属于上市公司股东的净利润为-3.77亿元。公司及控股子公司实现合同销售金额114.80亿元，完成了发展战略规划期内“销售金额超百亿”的战略目标，同比增长425.6%；实现合同销售面积65.4万平方米，同比增长415.7%。销售商品、供劳务收到现金83.0亿，同比增幅265.9%。公司2017年一季度业绩有所改善，营收9.7亿元，同比增长64.4%；实现归母净利润0.5亿元，同比增长1531.3%。
- 主要结算项目价格增长缓慢和三费大幅增长拖累公司业绩。公司2016年结算项目仍以位于天津市外环线以外的津南区双港新家园的新科园、新盈庄园项目和东丽区华明新家园的天欣锦园项目为主。上述项目所处区域及周边整体房地产供应较多，项目销售价格提升幅度有限。同时公司2016年融资较多，财务费用3.9亿（同比增长142.4%），公司也加大了对低毛利高库存项目的销售力度，使得销售费用上升较快（3.0亿，同比增长114.3%）。随着低毛利项目逐渐结算完成，我们预计2017、2018年毛利率会有所上升。
- 房产销售良好，2016年异地扩张迅速。公司2016年销售金额首超百亿，销售均价17554元/平米，与2015年基本持平。公司2016年取得新增土地储备计容规划建筑面积为61.7万平方米，同比增长134.9%。其中权益面积为42.42万平方米，苏州项目两个，计容建筑面积50.4万平，拿地均价13354元/平米。2017年一季度又以42.4亿元的价格获取天津市两个地块，补库存态度坚决。
- 预收账款充足，负债率上升较快。公司2017年一季度预收账款74.0亿，同比增长了373.0%。充足的预收账款一定程度上保障了今年的业绩会有所改善。公司目前发行在外的债券共计64亿元，2017-2019年每年的债券利息支出约为4.6亿元，财务负担较重。2017年一季度公司剔除预收账款的真实资产负债率为79.7%，较去年一季度提升了3.9个百分点，在行业内处于较高水平（剔除预收账款后的资产负债率=（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款））。
- 天津房地产开发龙头企业，实力雄厚。公司是天津市最大的房地产开发上市企业，区域竞争优势明显，具备较强的项目获取能力和资源整合能力。大股东天房集团是天津市最大的房企，具备全产业链竞争优势，政府资源雄厚。
- 盈利预测与投资评级：下调盈利预测，维持中性评级。公司扎根天津区域，受益于天津区域房地产市场向好，并积极向苏州进行扩张，今年有望扭亏。由于房地产调控政策影响，预计公司未来销售增速会趋于稳定，我们下调盈利预测。2017-2019年归属于母公司的净利润1.1亿元/1.6亿元/2.6亿元，对应EPS：0.10元/0.15元/0.23元（原预计17-18年归属于母公司的净利润2.68亿元/6.84亿元，对应EPS：0.24/0.62元），维持中性评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,531	973	4,382	5,623	7,334
同比增长率(%)	-7.13	64.35	24.09	28.32	30.43
净利润(百万元)	-377	55	112	161	258
同比增长率(%)	-	1531.74	-129.73	43.75	60.25
每股收益(元/股)	-0.34	0.05	0.10	0.15	0.23
毛利率(%)	30.2	20.3	31.5	31.2	31.4
ROE(%)	-9.1	1.3	2.5	3.5	5.5
市盈率	-18		60	40	26

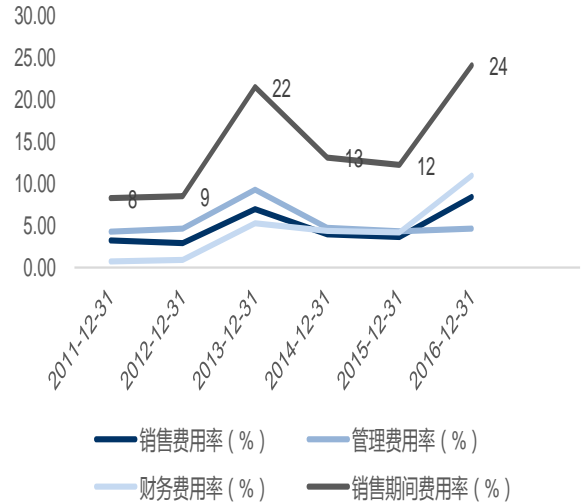
附录

图 1: 2016 年公司营业收入 35.3 亿元, 同比下滑 7%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司三费率增长明显



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: 15 年以来的土地支出, 项目全部分布在天津和苏州

地块名称	所在城市	获取时间	权益比例	土地类型	占地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	地价款 (亿元)	楼面价 (元)
苏地 2016-WG-31 号	苏州	2016/5/24	100.0%	住宅	8.4	21.0	40.25	19,196
苏地 2016-WG-32 号地块	苏州	2016/5/25	100.0%	住宅	7.3	14.7	27.07	18,450
津红光(挂)2015-097 号	天津	2015/9/1	26.0%	住宅	10.7	26.1	23.74	23,077
苏地 2015-WG-22 号	苏州	2015/9/29	100.0%	住宅、零售	1.7	1.1	2.26	469
苏地 2015-WG-23 号	苏州	2015/9/29	100.0%	住宅	2.0	1.2	2.31	18,793
苏地 2015-WG-24 号	苏州	2015/9/29	100.0%	住宅、零售	2.8	1.9	5.97	31,005
苏地 2015-WG-25 号	苏州	2015/9/29	100.0%	住宅	2.4	2.9	2.31	7,908
苏地 2015-G-22 号	苏州	2015/6/3	100.0%	住宅	3.4	7.8	9.90	12,760
津北天(挂)2015-050 号	天津	2015/5/28	100.0%	住宅、小学	5.2	11.4	13.71	12,048

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 2: 公司近几年债券发行情况

发行时间	发债(亿元)	期限	发行利率 (%)	利息支出 (百万)		
				2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
2014/4/25	12.0	7	8.9	106.8	106.8	106.8
2015/8/6	10.0	5	5.8	58	58	58
2015/8/5	30.0	5	7	210	210	210
2016/7/7	8.7	5	6.99	60.813	60.813	60.813
2016/7/7	3.3	6	6.99	23.067	23.067	23.067
合计	64.0			458.68	458.68	458.68

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,181	3,802	3,531	4,382	5,623	7,334
营业收入同比增长率 (yoy)	82%	20%	-7%	24%	28%	30%
减: 营业成本	2,125	2,867	2,466	3,004	3,870	5,029
毛利率(%)	33%	25%	30%	31%	31%	31%
减: 营业税金及附加	211	249	460	383	531	763
主营业务利润	845	686	605	996	1,222	1,542
主营业务利润率(%)	27%	18%	17%	23%	22%	21%
减: 销售费用	126	139	298	175	253	315
减: 管理费用	151	165	165	205	263	343
减: 财务费用	139	160	388	522	519	527
经营性利润	429	221	(246)	94	187	357
经营性利润率(%)	13%	6%	-7%	2%	3%	5%
减: 资产减值损失	0	1	42	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
加: 投资收益	2	-4	-4	0	0	0
营业利润	431	217	(292)	94	187	357
加: 营业外净收入	1	84	131	130	110	92
利润总额	431	300	(162)	223	295	448
减: 所得税	124	118	85	62	78	116
净利润	308	182	(248)	160	217	331
少数股东损益	139	178	129	48	57	73
归属于母公司所有者的净利润	168	4	(377)	112	161	258
每股收益 (元)	0.15	0.00	(0.34)	0.10	0.15	0.23
归属于母公司所有者的净利润率 (%)	5%	0%	-11%	3%	3%	4%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资产负债表

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	22,761	32,384	29,783	32,681	39,279
现金及等价物	3,125	5,132	3,840	1,995	2,439
应收款项	107	151	154	157	162
存货净额	19,277	26,342	25,030	29,770	35,919
其他流动资产	252	759	759	759	759
长期投资	80	109	109	109	109
固定资产	116	109	84	56	29
无形资产及其他资产	1,434	1,883	1,327	1,275	1,223
资产总计	24,391	34,485	31,302	34,121	40,640
流动负债	7,212	11,432	7,477	10,120	16,731
短期借款	4,315	3,839	3,564	5,693	11,250
应付款项	3,740	2,298	3,079	3,594	4,647
其它流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债	11,576	17,799	18,260	18,263	17,904
负债合计	18,788	29,231	25,737	28,383	34,635
股本	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
资本公积	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
盈余公积	296	296	297	298	299
未分配利润	936	556	818	933	1,126
少数股东权益	1,060	1,091	1,139	1,196	1,269
股东权益	5,603	5,254	5,565	5,738	6,005
负债和股东权益合计	24,391	34,485	31,302	34,121	40,640

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	182	(248)	160	217	331
加：折旧摊销减值	57	107	71	71	71
财务费用	175	408	522	519	527
非经营损失	0	(35)	0	0	0
营运资本变动	(4,021)	(2,442)	(1,356)	(3,229)	(4,104)
其它	0	0	498	0	0
经营活动现金流	(3,606)	(2,210)	(105)	(2,421)	(3,174)
资本开支	5	3	(7)	(8)	(8)
其它投资现金流	(501)	(128)	0	0	0
投资活动现金流	(505)	(132)	7	8	8
吸收投资	30	0	0	0	0
负债净变化	3,500	4,524	193	2,132	5,199
支付股利、利息	982	1,367	1,387	1,564	1,587
其它融资现金流	5	13	0	0	0
融资活动现金流	6,490	4,362	(1,194)	568	3,611
净现金流	2,379	2,021	(1,292)	(1,845)	444

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。