

业绩符合预期， 保障房助力规模化发展

天房发展 (600322.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

天房发展公布 2011 年半年报。上半年实现每股收益 0.12 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、上半年营业收入同比大幅增长

公司上半年实现营业收入 15.11 亿元，同比增加 138%；利润总额 2.71 亿元，同比增加 104%；公司上半年实现了营收大幅增长。上半年的销售情况受市场调控影响，合同金额为 8.46 亿元。

(二)、受益于保障房建设提速，拿地积极

作为天津市保障房建设的受托单位，天房发展上半年与天津市保障房建设投资公司签署了公租房的委托开发合同，总规划面积共 120 万平方米。7 月，公司获得了天津双港新家园的五幅限价房用地，限价房预售快，销售迅速，回流资金快于普通商品房，在调控的形势下对公司来讲是一个获取先发优势的好机会。

(三)、在建在售各项目运转顺利

上半年公司在建和在售项目运转顺利。城南新世家项目正在销售、天房美域的限价房项目已经开盘销售，预计回款 14 亿左右；汉沽的一级开发按规划在推进中。公司的利润贡献重点项目天津湾一期已经售罄，二期正在预售中，该项目今年和明年能够为公司贡献大部分利润。

(四)、公司未来有望实现异地扩张规模增长

作为天津本地的房地产龙头企业，公司从资产规模、盈利能力上都在逐年不断提升，公司未来有望在二三线城市实现规模扩张，走出天津发展。

3. 投资建议

我们预计公司 2011、2012 年主营收入为 23.6 亿元和 30.5 亿元；实现归属母公司股东的净利润分别为 3.7 亿元和 4.6 亿元；每股收益为 0.33 元和 0.41 元，对应当前股价的市盈率分别为 13X 和 11X。我们认为公司是保障房建设阶段中能够全方位受益的标的股，维持公司推荐投资评级。

分析师

潘玮

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

市场数据	时间 2011.08.25
A 股收盘价(元)	4.59
A 股一年内最高价(元)	6.76
A 股一年内最低价(元)	3.95
上证指数	2615
市净率	1.25
总股本(百万股)	110570
实际流通 A 股(百万股)	110570
限售的流通 A 股(百万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	50.75

表 1: 关键财务数据及预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1986	2363	3048	4071	现金及现金等价物	1270	1150	1150	1150
营业成本	1194	1388	1782	2366	应收款项	58	81	104	139
营业税金及附加	132	154	198	265	存货净额	10428	12872	16561	22030
销售费用	116	130	168	224	其他流动资产	65	188	242	324
管理费用	112	137	177	236	流动资产合计	11821	14291	18058	23643
财务费用	21	(15)	(14)	(14)	固定资产	154	158	155	151
投资收益	65	82	82	82	无形资产及其他	7	7	6	6
资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0	投资性房地产	623	623	623	623
其他收入	(92)	(154)	(198)	(265)	长期股权投资	78	98	118	138
营业利润	375	497	621	811	资产总计	12683	15177	18961	24561
营业外净收支	13	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	691	3436	5418	8411
利润总额	389	497	621	811	应付款项	424	504	649	863
所得税费用	103	132	165	215	其他流动负债	5059	4493	5783	7697
少数股东损益	59	0	(1)	0	流动负债合计	6174	8434	11850	16971
归属于母公司净利润	226	366	458	596	长期借款及应付债券	2110	2110	2110	2110
发行在外股份数量(百万股)	1106	1106	1106	1106	其他长期负债	20	22	24	26
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	长期负债合计	2130	2132	2134	2136
每股收益	0.20	0.33	0.41	0.54	负债合计	8304	10565	13984	19107
每股红利	0.10	0.12	0.08	0.11	少数股东权益	370	370	369	369
每股净资产	3.63	3.84	4.17	4.60	股东权益	4009	4242	4608	5085
ROIC	4%	5%	5%	5%	负债和股东权益总计	12683	15177	18961	24561
ROE	6%	9%	10%	12%	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
ROA	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%	净利润	226	366	458	596
毛利率	33%	35%	35%	35%	资产减值准备	3	(8)	0	0
净利润率	11%	15%	15%	15%	折旧摊销	40	11	12	12
EBIT Margin	15%	17%	17%	18%	公允价值变动损失	8	0	0	0
EBITDA Margin	17%	17%	18%	18%	财务费用	21	(15)	(14)	(14)
收入增长	70%	19%	29%	34%	营运资本变动	567	(3082)	(2331)	(3455)
净利润增长率	45%	62%	25%	30%	其它	27	8	(1)	0
资产负债率	68%	72%	76%	79%	经营活动现金流	871	(2705)	(1862)	(2846)
流动比率	1.9	1.7	1.5	1.4	资本开支	(31)	(8)	(8)	(8)
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	其它投资现金流	15	0	0	0
资产负债率	65%	70%	74%	78%	投资活动现金流	(19)	(28)	(28)	(28)
利息覆盖倍数	21	-38	-52	-71	权益性融资	20	0	0	0
应收账款周转率	34.25	29.20	29.20	29.20	负债净变化	45	0	0	0
存货周转率	0.11	0.11	0.11	0.11	支付股利、利息	(111)	(133)	(92)	(119)
应付账款周转率	2.82	2.75	2.75	2.74	其它融资现金流	(537)	2745	1982	2993
固定资产周转率	12.93	14.91	19.68	27.00	融资活动现金流	(648)	2613	1890	2874

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908