

房地产行业

2014 年 9 月 5 日

泰禾集团（000732）——成长在即，上调评级至“买入”

评级

买入（上调）

太平洋证券股份有限公司
经营证券业务许可证：Z32253000

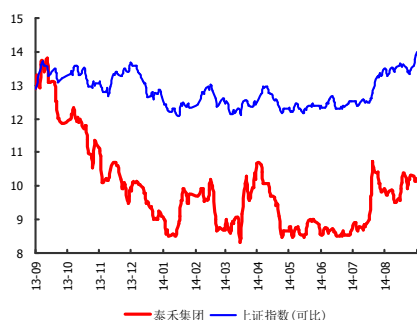
已获业务资格：证券投资咨询

分析师：周炯
S1190511040001
电 话：010-8832 1586

市场与公司重要数据

| | |
|-------------|------------|
| 当前股价（元） | 10.12 |
| 52 周股价区间（元） | 8.02-14.01 |
| 总市值（亿元） | 103 |
| 流通市值（亿元） | 103 |
| 总股本（亿股） | 10.17 |
| 流通股本（亿股） | 10.16 |

一年股价表现



相关报告

《传承顶级豪宅品质,打造海西第一城市综合体》

2012.06.29

《扩张迅猛,高速成长》

2013.06.19

储备优良。项目布局合理,土地储备集中于一线城市北京、上海及福建的较发达城市,“深耕一线,扎根福建”的战略得当;项目成本合理,销售价格弹性较大,有效保障去化。

成长先锋。公司 2013 年实现销售 124 亿,同比增长近 100%,2014 年上半年实现销售 101 亿,下半年可推货值近 300 亿,主力项目大多位于北京、上海、厦门、福州等一二线城市,且前期蓄客较为充分,只要公司下半年所推项目总体去化率达到 50%,就能完成全年 250 亿元的销售目标。我们认为完成计划确定性较强。

财务风险可控。高杠杆、高负债率是高成长型房企的一般特征。公司 2014 年中期资产负债率为 88%,剔除预收账款后的资产负债率为 69%,稍显过高。但由于公司存货品质优良,在存货合理去化的前提下,公司财务风险基本可控。公司借款来源较为广泛,包括银行、信托、大型资产管理公司、大股东统借统还资金等,其中信托占比短期和长期分别为 58%和 50%。

项目高利润率有效消化借款成本。由于公司储备优良,且拿地成本较低,因此公司利润率较高,在借款费用基本资本化下,公司 2014 年中期销售毛利率和净利率分别高达 49%和 18%,因此,公司高利润率能有效消化借款成本。

“买入”评级。我们预测公司 2014 年和 2015 年的 EPS 分别为 1.15 元和 1.65 元,目前 PE 为 9 倍和 6 倍。**公司下半年可推货值超 300 亿,且主力项目大多在 9、10 月份推出,销售计划兑现,成长在即,调高公司评级至“买入”。**

目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 1. 储备优良 | 4 |
| 1.1 土地储备集中于一线城市北京、上海及福建的较发达城市 | 4 |
| 1.2 拿地成本较为合理 | 5 |
| 2. 成长先锋 | 5 |
| 2.1 高品质下的高周转 | 5 |
| 2.2 销售高增长且确定性较强 | 6 |
| 3. 财务风险可控 | 8 |
| 4. 成长在即，调高评级至“买入” | 9 |

图表目录

| | | |
|-------------------------------|--------------------|---|
| 图表 1：公司项目储备区域分布..... | 4 | |
| 图表 2：项目储备按建面分布 | 图表 3：按货值分布 | 4 |
| 图表 4：13-14 主要拿地项目地价..... | 5 | |
| 图表 5：“中国院子”及福州“东二环泰禾广场” | 6 | |
| 图表 6：主要项目开盘周期..... | 6 | |
| 图表 7：销售持续高增长..... | 7 | |
| 图表 8：下半年主力推盘项目 | 7 | |
| 图表 9：短期借款分类 | 图表 10：长期借款分类 | 8 |
| 图表 11：高利润率有效消化借款成本..... | 8 | |
| 图表 12：盈利预测表..... | 9 | |

1. 储备优良

1.1 土地储备集中于一线城市北京、上海及福建的较发达城市

布局合理，成本领先。泰禾从 2013 年开始，迅猛扩张，2013 年和 2014 年上半年拿地金额分别达 195 亿元和 146 亿元。市场担心，这两年的大规模拿地在 2014 年房市转向调整的环境下，去化风险较大，从而影响公司资金链。我们认为，去化风险较小，理由有二，一是项目布局合理，土地储备集中于一线城市北京、上海及福建的较发达城市，“深耕一线，扎根福建”的战略得当；二是项目成本合理，销售价格弹性较大，有效保障去化。

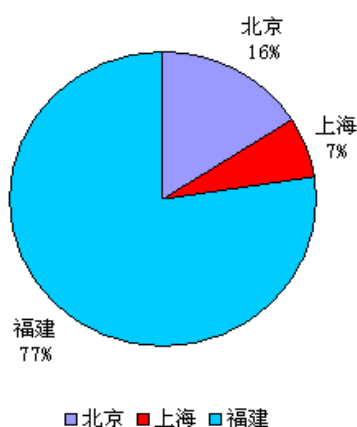
公司项目储备总建面约 1036 万平米，总货值约 1500 亿元。项目分布按建面分，福建、北京、上海（包括江阴和南京项目，下文同）分别占 77%、16%和 7%；按货值分，福建、北京、上海分别占 56%、36%和 8%。1500 亿货值中，商业地产约 350 亿，占比约 23%，主要是分布在福州、厦门、泉州、北京和上海等地的 8 个综合体项目。

图表 1：公司项目储备区域分布

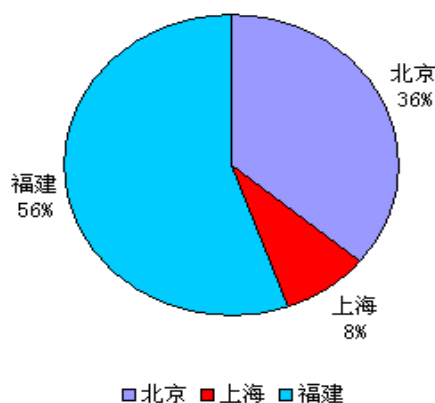
| 区域分布 | 建面（万平） | 货值（亿元） |
|------|--------|--------|
| 北京 | 168 | 539 |
| 上海 | 68 | 124 |
| 福建 | 800 | 830 |
| 合计 | 1036 | 1493 |

资料来源：太平洋证券

图表 2：项目储备按建面分布



图表 3：按货值分布



资料来源：太平洋证券

1.2 拿地成本较为合理

拿地成本相对较低。公司 2013-2014 年拿地项目中，虽然有些项目当时竞争激烈，成交溢价率较高，如厦门海沧地块、北京院子、北京台湖地块等，但从同区域在泰禾拿地之后成交地块的价格来看，泰禾的拿地成本较低的领先优势显露无疑。如泰禾北京院子楼面地价 24503 元/平米，时隔 6 个月后，中粮地产以 23.6 亿元配建 3.3 万平方米公租房的代价竞得孙河西甸村 HIJ 地块，剔除保障房，商品房部分楼面价达到 4.84 万元/平米。

图表 4：13-14 主要拿地项目地价

| 项目 | 类型 | 可售（租）面积 | 地价 | 楼面地价 | 可比楼面地价 |
|----------|-------|---------|-------|-------|------------|
| 北京院子 | 别墅 | 7.55 | 18.5 | 24503 | 中粮 48400 |
| 台湖 1 号街区 | 商住 | 17.62 | 19.3 | 10953 | 世纪鸿 13601 |
| 拾景园 | 商住 | 5.29 | 11.25 | 21267 | |
| 长安中心 | 商办 | 10.5 | 14.3 | 13619 | |
| 西局项目 | 住宅、商服 | 13.55 | 49.58 | 36590 | 龙湖 35700 |
| 大兴项目 | 商住 | 25.92 | 51.7 | 19946 | |
| 天津武清 | 别墅 | 14.54 | 6 | 4127 | |
| 上海红御 | 商住 | 12.24 | 24.75 | 20221 | |
| 闸北项目 | 商办 | 2.09 | 6.48 | 31005 | |
| 青浦项目 | 商住 | 11.45 | 15.3 | 13362 | |
| 南京院子 | 别墅 | 3.29 | 4.22 | 12827 | |
| 厦门院子 | 别墅、高层 | 42.84 | 40.52 | 9458 | 厦门海投 10271 |
| 泉州东海泰禾广场 | 商办 | 39.25 | 12.46 | 3175 | |
| 福州金尊府 | 住宅、商服 | 13.48 | 16.63 | 12337 | |
| 福州东二环二期 | 住宅、商服 | 15.59 | 19.23 | 12335 | |

注：单位：万平米、亿元、元/平米，部分项目楼面地价为剔除保障房面积后数值

资料来源：太平洋证券

2. 成长先锋

2.1 高品质下的高周转

丰富、特色及差异化的产品线。公司已形成丰富的独具鲜明特色的产品线，包括“院子系”新中式院落高端别墅、“金系列”城市中心豪宅、“红系列”城市精品住宅等中高端改善型产品及刚需型精品住宅项目，以及包括 SOHO、写字楼、酒店、步行街、购物中心在内的“泰禾广场”系列商业地产项目。同时，公司也已进入旅游地产领域，福州永泰旅游地产项目预计明年面世。丰富及差异化的产品序列能有效满足不同层次的需求，有效保障高周转。其中，“院子系”是公司独具特色的传承中国传统居住文化的高端产品，“中国院子”、“北京院子”在北京大获成功后，“厦门院子”开盘一小时劲销 10 亿元，“江阴院子”持续热销，

证明院子产品不仅在北方，在南方也能获得成功，因此该产品也就具有在全国复制的可能性。目前，公司已有包括北京、厦门、福州、江阴、南京等地的五城六院项目。

图表 5：“中国院子”及福州“东二环泰禾广场”



资料来源：太平洋证券

开盘周期 6-8 个月，保障高周转。公司从拿地到首次开盘一般只需要 6-8 个月，充分显示了优异的操盘和前期规划能力，即使像“北京院子”这样的高端别墅项目，开盘周期也只有 12 个月（由于北京的“限价”政策，开盘推迟了约 3 个月），做到了豪宅也能高周转。

图表 6：主要项目开盘周期

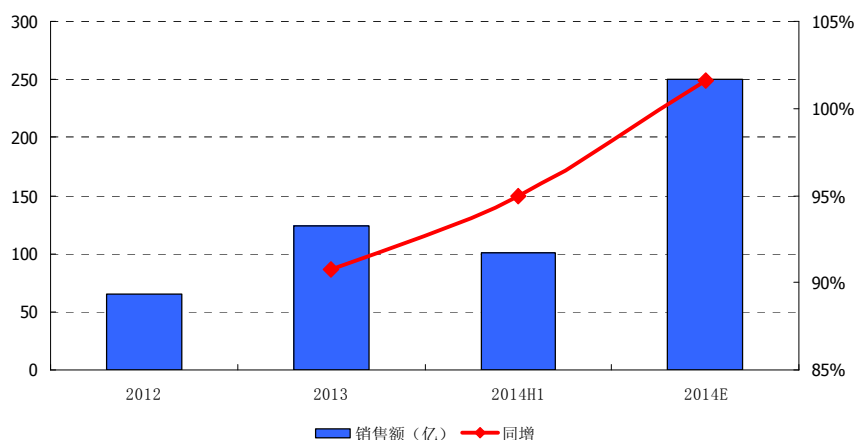
| 项目 | 拿地时间 | 首期开盘时间 | 开盘周期 |
|----------|-----------|------------|------|
| 福鼎红树林 | 2014-3-24 | 2014-8-23 | 5 |
| 永泰红峪 | 2013-10-9 | 2014-4-12 | 6.1 |
| 泉州东海泰禾广场 | 2014-2-10 | 2014-8-30 | 6.6 |
| 北京台湖一号街区 | 2013-4-10 | 2013-12-28 | 8.6 |
| 厦门院子 | 2013-8-27 | 2014-5-24 | 8.9 |
| 北京院子 | 2013-1-24 | 2014-1-25 | 12 |

资料来源：太平洋证券

2.2 销售高增长且确定性较强

销售持续高增长。公司 2013 年实现销售 124 亿，同比增长近 100%，2014 年上半年实现销售 101 亿，计划 2014 年全年销售 250 亿，同比又翻番，由于下半年可推货值近 300 亿，主力项目大多位于北京、上海、厦门、福州等一二线城市，且前期蓄客较为充分，我们认为完成全年 250 亿的目标确定性较强。

图表 7：销售持续高增长



资料来源：太平洋证券

下半年集中推货，全年完成 250 亿销售计划确定性较强。公司下半年可推货值约 300 亿元，下半年将有多个住宅地产项目实现首期开盘，如上海泰禾红御、上海泰禾红桥、福鼎泰禾红树林、福州院子、福州泰禾金尊府等项目，公司重点打造的福州东二环泰禾广场二期、泉州东海泰禾广场及北京泰禾长安中心等商业地产项目也将入市，同时，北京泰禾拾景园项目、福州永泰泰禾红峪、北京台湖一号街区、江阴院子、宁德泰禾红树林、福州泰禾红悦、长乐泰禾红誉等住宅项目，泉州华大泰禾广场、泉州石狮泰禾广场等商业项目也将持续推盘。只要公司下半年所推项目总体去化率达到 50%，就能完成全年 250 亿元的销售目标。

图表 8：下半年主力推盘项目

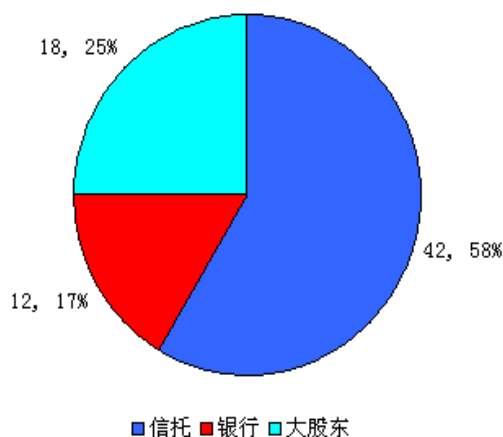
| 项目 | 可售（租）面积 （万平） | 总货值（亿元） | 下半年销售状态 |
|----------|-----------------|---------|---------|
| 北京院子 | 7.55 | 53 | 加推 |
| 台湖 1 号街区 | 17.62 | 72 | 加推 |
| 拾景园 | 5.29 | 24 | 加推 |
| 北京长安中心 | 10.5 | 53 | 首期 |
| 上海红御 | 12.24 | 43 | 首期 |
| 上海红桥 | 11.45 | 30 | 首期 |
| 厦门院子 | 42.84 | 110 | 加推 |
| 泉州东海泰禾广场 | 39.25 | 55 | 首期 |
| 福州金尊府 | 13.48 | 50 | 首期 |
| 福州东二环二期 | 15.59 | 58 | 首期 |

资料来源：太平洋证券

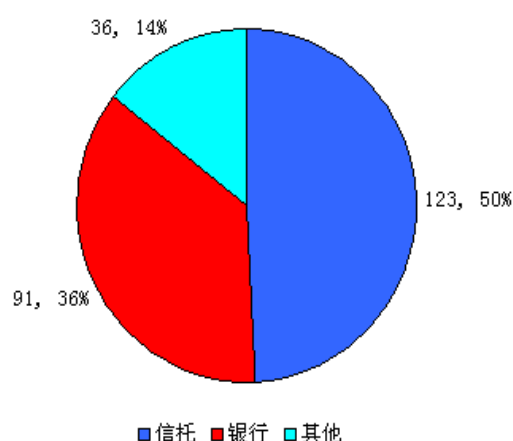
3. 财务风险可控

高杠杆、高负债率是高成长型房企的一般特征。公司 2014 年中期资产负债率为 88%，剔除预收账款后的资产负债率为 69%，稍显过高。但这是高成长型房企一般必经的一个阶段，由于公司存货品质优良，只要整体地产行业不出现超预期的过大调整，在存货合理去化的前提下，公司财务风险基本可控。公司借款来源较为广泛，包括银行、信托、大型资产管理公司、大股东统借统还资金等，其中信托占比短期和长期分别为 58%和 50%。

图表 9：短期借款分类



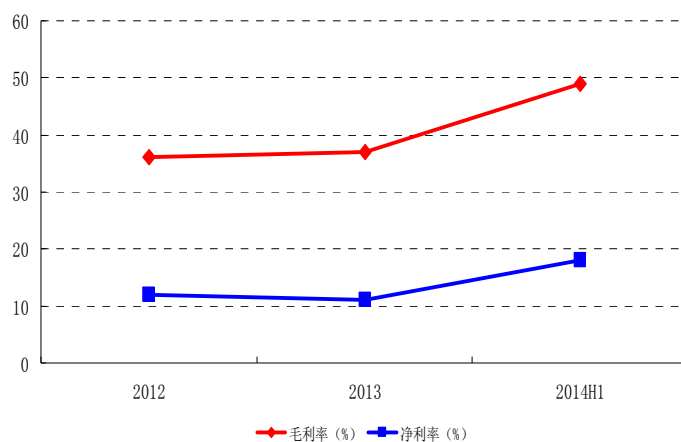
图表 10：长期借款分类



资料来源：太平洋证券

项目高利润率有效消化借款成本。由于公司储备优良，且拿地成本较低，因此公司利润率较高，在借款费用基本资本化下，公司 2014 年中期销售毛利率和净利率分别高达 49%和 18%，因此，公司高利润率能有效消化借款成本。

图表 11：高利润率有效消化借款成本



资料来源：太平洋证券

4. 成长在即，上调评级至“买入”

我们预测公司 2014 年和 2015 年的 EPS 分别为 1.15 元和 1.65 元，目前 PE 为 9 倍和 6 倍。

公司下半年可推货值超 300 亿，且主力项目大多在 9、10 月份推出，销售计划兑现，成长在即，调高公司评级至“买入”。

图表 12：盈利预测表

| 损益表（单位：千元） | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| 营业收入 | 2,641,339 | 2,602,813 | 6,128,500 | 6,990,000 |
| 营业成本 | 1,769,985 | 1,677,750 | 3,927,425 | 4,054,200 |
| 营业税金及附加 | 217,000 | 295,008 | 691,776 | 699,000 |
| 销售费用 | 127,824 | 198,733 | 381,978 | 419,400 |
| 管理费用 | 91,880 | 102,267 | 188,603 | 244,650 |
| 财务费用 | 11,485 | 7,764 | 2,757 | 6,990 |
| 资产减值损失 | 7,882 | 10,824 | 10,150 | 0 |
| 公允价值变动净收益 | (235) | 50 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 19,430 | 35,518 | 1,173 | 30,000 |
| 汇兑净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 434,479 | 346,035 | 926,983 | 1,595,760 |
| 营业外收入 | 150,427 | 65,211 | 18,555 | 0 |
| 营业外支出 | 103,331 | 12,022 | 4,995 | 0 |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 32 | 215 | 623 | 0 |
| 利润总额 | 481,575 | 399,224 | 940,543 | 1,595,760 |
| 所得税 | 112,738 | 83,673 | 238,699 | 398,940 |
| 未确认的投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 368,837 | 315,551 | 701,844 | 1,196,820 |
| 少数股东损益 | 1,937 | (28,762) | (26,514) | (30,000) |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 366,900 | 344,312 | 728,358 | 1,166,820 |
| 每股收益： | 0.36 | 0.34 | 0.72 | 1.15 |

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。