

地产逆势增长，金融+投资再添助力

投资要点：

1. 事件：

4月11日泰禾集团发布2014年年报：公司实现营业收入83.72亿元，同比增36.61%，归属于上市公司股东的净利润7.84亿元，同比增7.61%，EPS 0.7705元。每10股派发现金红利2.00元。

2. 我们的分析与判断

(1) 业绩平稳增长，销量逆势大增

2014年公司营收增速放缓，但依然高于万保招及荣盛增长水平，公司业绩增速小于营收增速主要由毛利下滑及三费提高导致，2014年占公司主营91%的省内业务毛利率由36%下降为32%，而三费率由9.4%上升为10.6%，三费水平在几大龙头中亦属于较高水平。受净利率下降及资产运营能力减弱拖累，公司ROE水平下降近4个百分点至22%，而公司净负债率达到530%，资金压力大，预计随着公司中票及40亿元定增的发行资金压力有望得到缓解。截止2014年末公司预收款项113亿元，其中“院子”系列别墅产品北京院子及厦门院子、“泰禾广场”系列商业地产产品泉州华大泰禾广场及福州东二环泰禾广场、普通住宅产品北京一号街区5个项目占比达57%。

销售方面，根据CRIC数据，2014年公司实现销售额201亿元，同比大增62%，销售面积113万平米，同比增27%，销售价格不降反升达17788元/平米，处于较高水平。2014年公司销量逆势大增，增速在龙头房企中也遥遥领先，而2015年公司货值充足，计划销售增长幅度不低于2014年水平。

(2) 立足本土，深耕一线

拿地方面公司新增土地建面245万平米，支付地价146亿元，占2014年全年销售额73%，在龙头企业中处于高水平，货值充足。从拿地节奏看，所有拿地几乎均在上半年，反映了公司随行就市的拿地策略；从区域看，项目集中北京上海天津及省内城市，区域流动性好，立足本土深耕一线的战略布局清晰。

(3) 一体（精品地产）两翼（资本金融+产业投资）助力公司发展

公司地产产品包括“院子”系列、“泰禾红”系列以及“泰禾金尊府”等高品质住宅产品以及“泰禾广场”系列商业地产产品，贯彻落实精品战略，坚持“高品质”差异化路线；此外公司也将发展酒店管理及物业服务业务，探索地产与旅游、医疗、养老等领域的结合。而金融方面，公司积极布局东兴证券及福州农商行，其中东兴证券在2015年初顺利上市，未来公司仍将积极寻找互联网背景下海峡两岸金融行业及类金融行业的投资机会，同时探索设立金融控股投资平台，择机进入互联网+金融产业，实现与房地产主业发展的协同效应；投资方面，公司将进一

泰禾集团 (000732.SZ)

推荐

分析师

赵强 房地产行业首席分析师

电话：(8621) 2025 2661

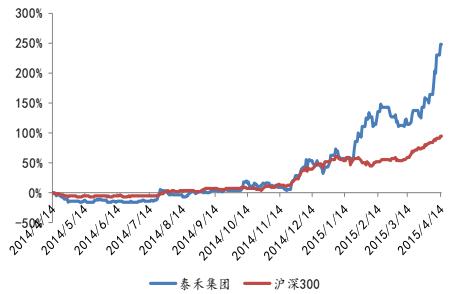
E-mail:

zhaqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050002

市场数据	时间 2015.04.14
A股收盘价(元)	35.15
A股一年内最高价(元)	35.15
A股一年内最低价(元)	8.47
上证指数	4135.56
市净率	9.38
总股本(百万股)	1017
实际流通A股(百万股)	1016
流通A股市值(亿元)	357

相对指数表现图：



资料来源：中国银河证券研究部

步推动高端氟化工项目的正式投产、产研合作及产业延伸；同时探讨战略性新兴产业的投资，助力公司未来发展。

3. 投资建议：公司布局福建自贸区、京津冀及长三角等流动性较好的区域，产品定位中高端，销售弹性大，此外公司金融与投资业务的发展预计将给公司带来新的增长点，我们预计公司2015、2016年的每股收益为1.10元和1.57元，给予“推荐”评级。

4. 风险提示：房地产政策、再融资进度不达预期、销量不达预期。

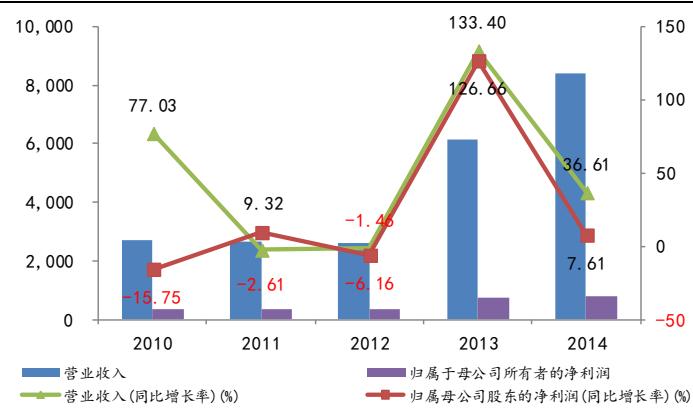


图表：2013与2014年利润表对比

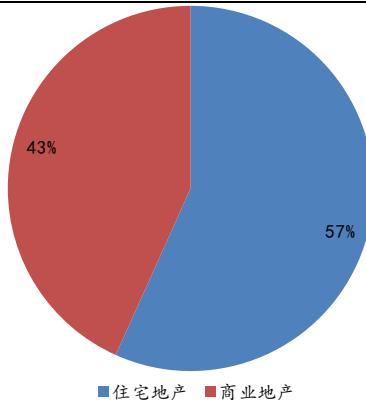
(百万元)	2013年	2014年	同比
一、营业总收入	6,128	8,372	36.6%
营业收入	6,128	8,372	36.6%
二、营业总成本	5,203	7,419	42.6%
营业成本	3,927	5,714	45.5%
营业税金及附加	692	804	16.2%
销售费用	382	612	60.2%
管理费用	189	245	29.9%
财务费用	3	29	967.5%
资产减值损失	10	15	45.6%
三、其他经营收益			
投资净收益	1	0	-72.4%
四、营业利润	927	953	2.8%
加：营业外收入	19	7	-62.1%
减：营业外支出	5	13	169.9%
五、利润总额	941	947	0.7%
减：所得税	239	235	-1.7%
六、净利润	702	712	1.5%
减：少数股东损益	-27	-71	169.5%
归属于母公司所有者的净利润	728	784	7.6%
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.72	0.77	7.6%
(二) 稀释每股收益(元)	0.72	0.77	7.6%

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

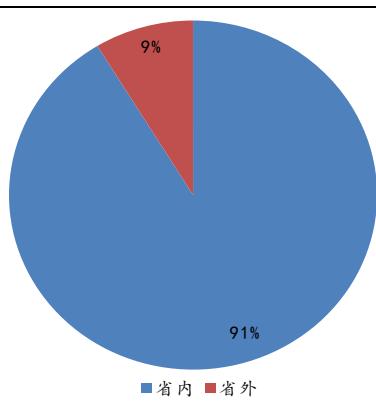
图表：营业收入与归属于母公司所有者净利润(百万元)及其同比



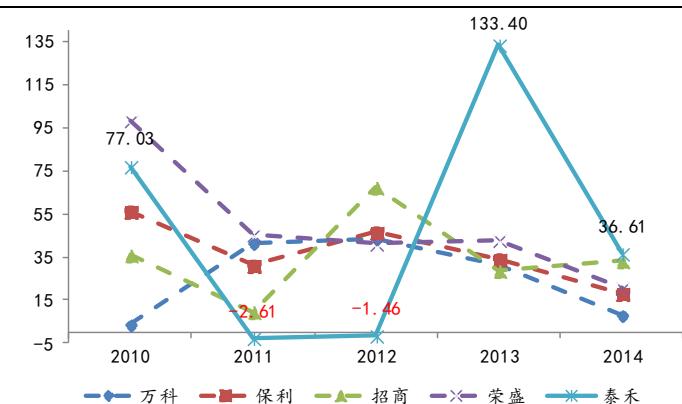
图表：2014年房地产业务收入构成



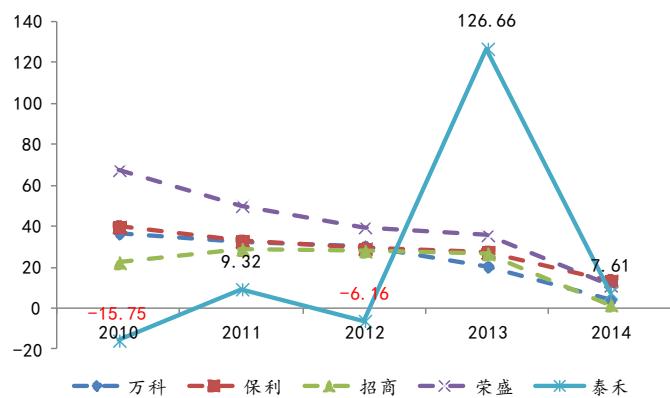
图表：主营收入按地区



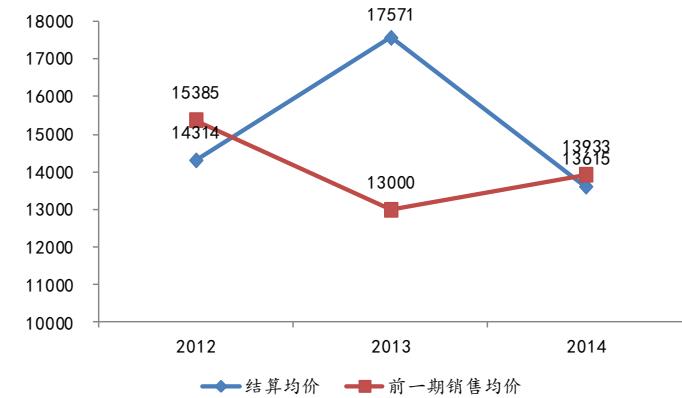
图表：龙头房企营业收入增速(%)



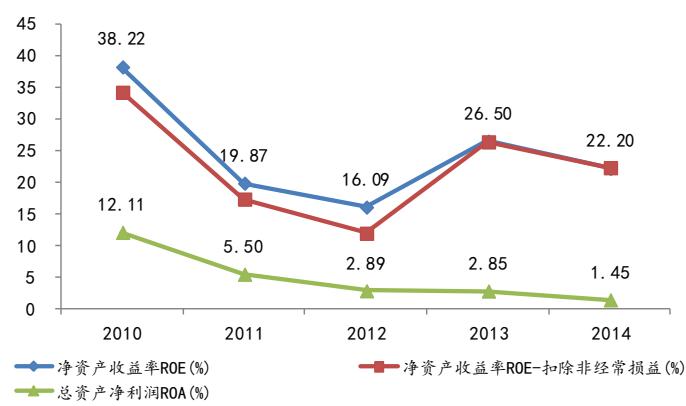
图表：龙头房企归属于母公司净利润增速(%)



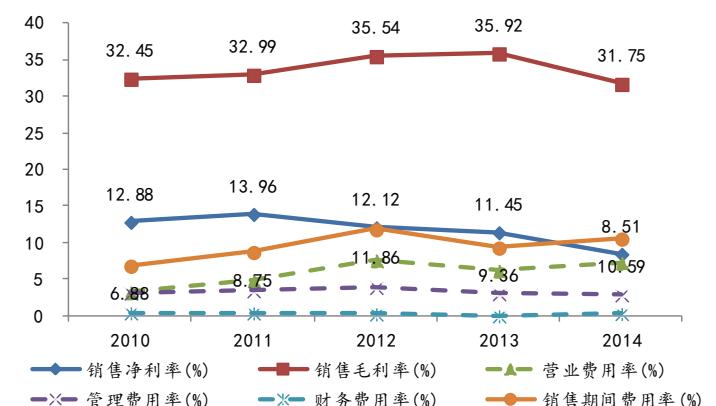
图表：结算均价与前一期销售均价(元/平米)



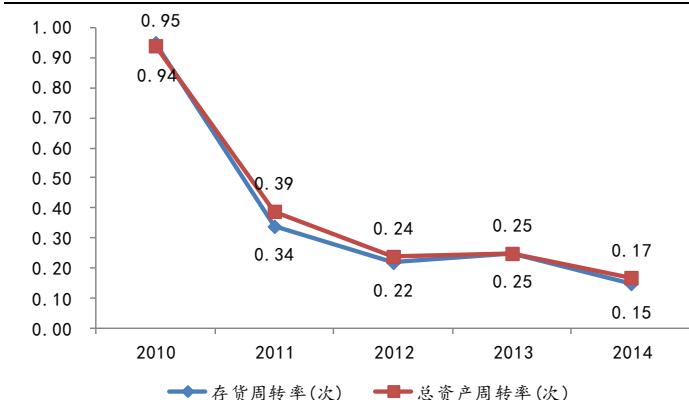
图表：ROE 与 ROA (%)



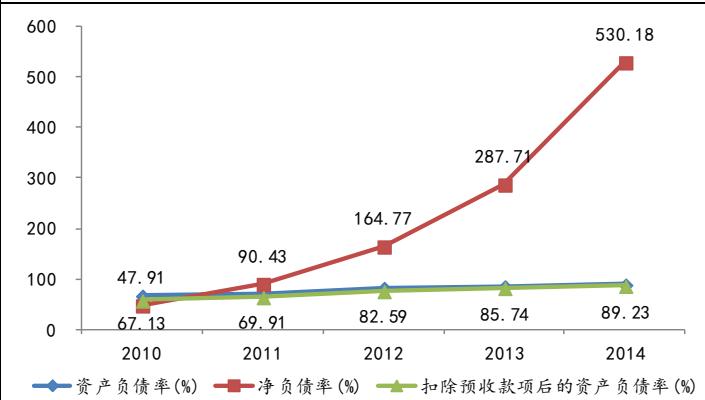
图表：利润率与期间费用率



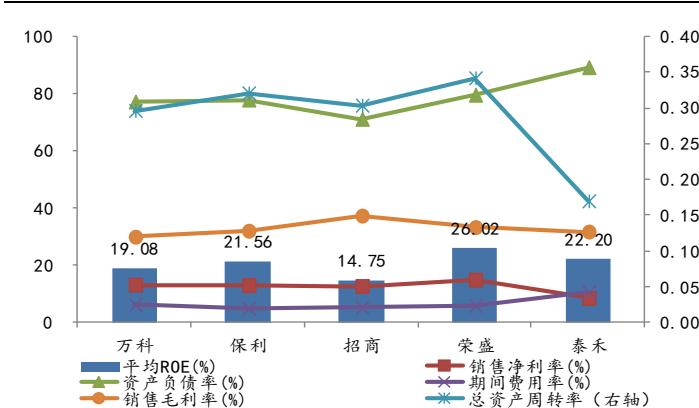
图表：存货及总资产周转率



图表：资产负债率及净负债率



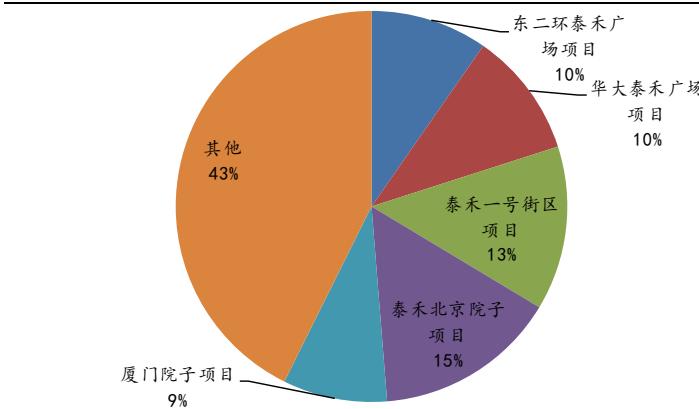
图表：龙头公司 2014 年 ROE 及杜邦分析



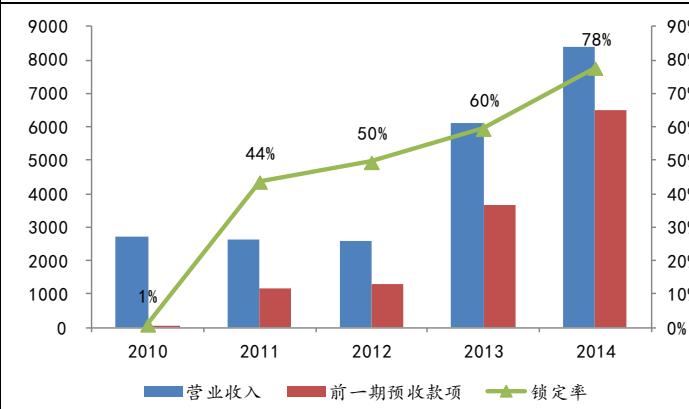
图表：各区域毛利率情况



图表：2014 年预收款项按区域



图表：预收款项及营业收入 (百万元)



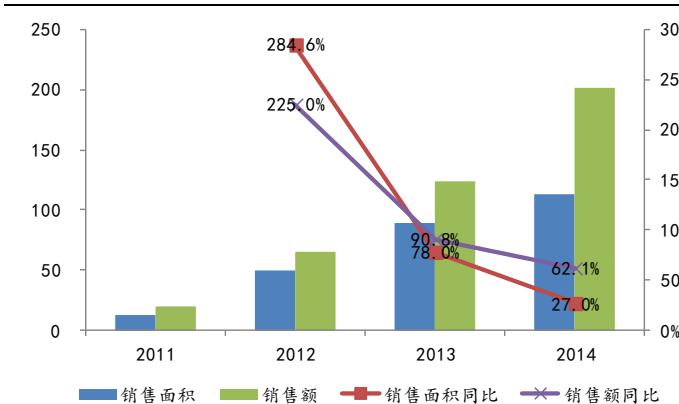
数据来源：WIND、公司公告、中国银河证券研究部

(百万元)	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31
短期借款	6	2	405	6,226	7,986
一年内到期	20	68	391	1,511	7,645
短期有息负债	27	70	796	7,737	15,632
货币资金	678	372	2,727	6,617	3,354
货币资金/短期有息负债	25.32	5.28	3.43	0.86	0.21

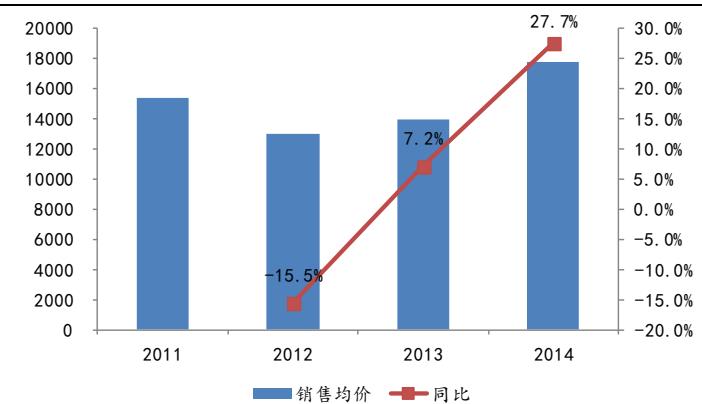
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

长期借款	1,467	2,540	5,843	13,526	23,362
应付债券	0	0	0	0	0
长期有息负债	1,467	2,540	5,843	13,526	23,362
有息负债合计	1,493	2,611	6,639	21,263	38,994
短期有息负债/有息负债合计	1.8%	2.7%	12.0%	36.4%	40.1%

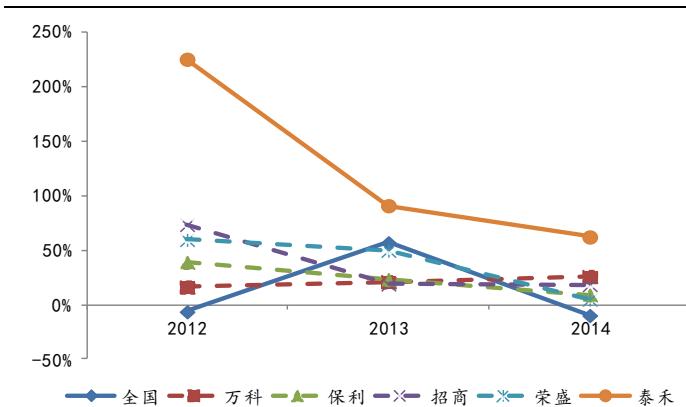
图表：销售面积（万平米）、销售额（亿元）及同比



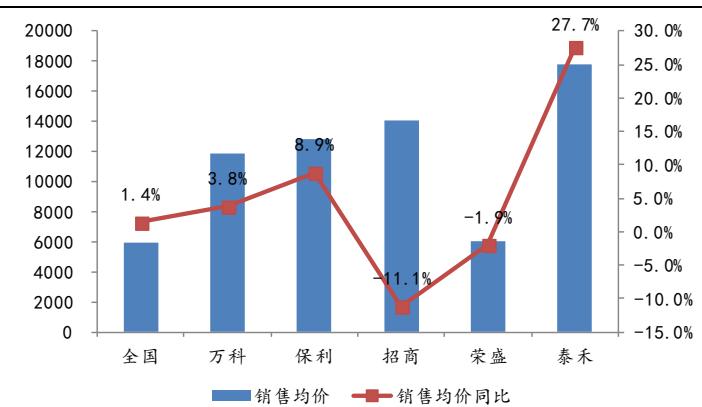
图表：销售均价（元/平米）及同比



图表：龙头房企销售额同比

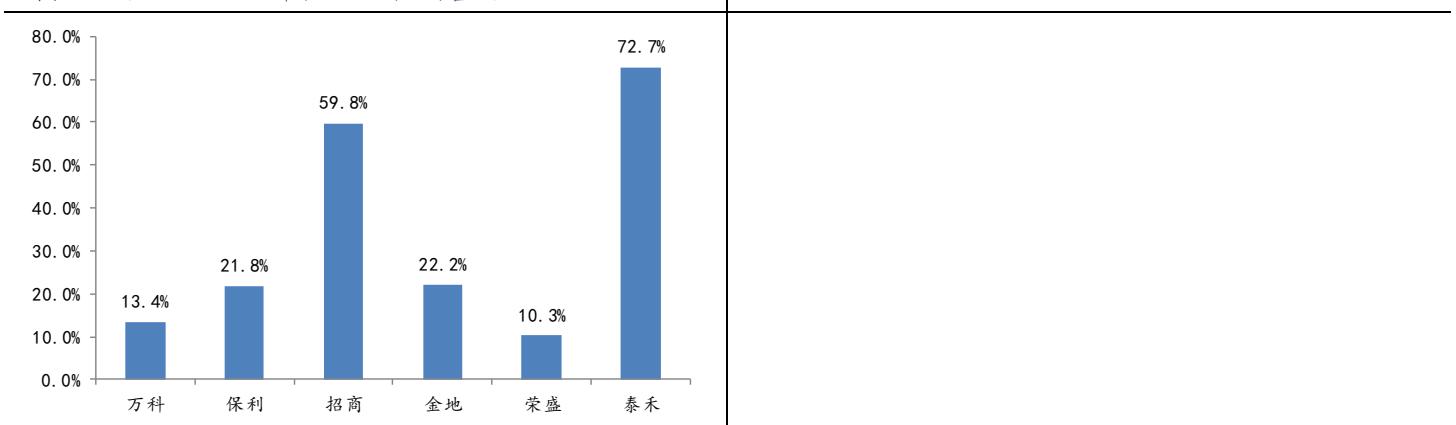


图表：龙头房企销售均价（元/平米）及同比



数据来源：WIND、公司公告、中国银河证券研究部

图表：龙头企业 2014 年权益地价/销售额



图表：2014 年新增项目

时间	地区	项目	规划用途	建面 (万平米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)
2014年1月	福建福州	海峡永泰生态旅游度假项目	住宅及商服	36.32	1.79	493
2014年2月	福建泉州	2013-17号地块一期用地	住宅及商服	46.39	12.46	2686
2014年2月	上海	青浦区新城一站	居住用地	12.16	15.30	12577
2014年2月	北京	北京市丰台区城乡一体化卢沟桥乡西局村旧村改造项目二期	居住、商业金融	17.05	49.58	29073
2014年3月 一季度	福建福鼎	百胜新区10号地块	住宅及商服	8.16	1.64	2005
				120.08	80.77	6726
2014年4月	天津	天津市武清区高村镇公学道东侧	住宅	15.099	6.00	3974
2014年4月	北京	北京市大兴区黄村镇	其它类多功能用地	25.93	51.70	19941
2014年4月	江苏南京	南京吉庆 100%股权	商住用地	4.17	4.22	10111
2014年5月 二季度	福建三明	三明市尤溪县三奎新城	住宅	16.19	3.48	2147
				57.21	65.39	10692

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表：关键财务数据及预测

利润表(百万元)	2014A	2015E	2016E	资产负债表(百万元)	2014A	2015E	2016E
营业收入	8,372	11721	16410	货币资金	3,354	4360	5886
营业成本	5,714	8205	11651	应付及预付	4,935	5675	6810
营业税金及附加	804	1055	1313	存货	52,554	81459	114042
销售费用	612	703	952	流动资产合计	60,843	91494	126738
管理费用	245	328	410	金融资产及股权投资	260	300	400
财务费用	29	35	49	固定资产	376	407	447
资产减值损失	15	0	0	在建工程	385	398	452
营业利润	953	1395	2035	无形资产	257	300	350
营业外收支净额	-6	0	0	其他非流动资产	275	263	371
利润总额	947	1395	2035	非流动资产合计	1,553	1668	2020
减：所得税	235	349	504	资产总计	62,395	93162	128758
净利润	712	1046	1531	短期借款	7,986	10382	14016
减：少数股东损益	-71	-70	-70	应付与预收	16,476	24714	32128
归属于母公司所有者的净利润	784	1116	1601	一年内到期非流动负债	7,645	12233	17126
每股收益：				流动负债合计	32,108	47329	63270
基本每股收益(元)	0.77	1.10	1.57	长期借款	23,362	37380	56070
关键财务与估值指标	2014A	2015E	2016E	其他非流动负债	203	236	273
净资产收益率 ROE (%)	22.2	24.5	27.7	非流动负债合计	23,566	37615	56343
总资产净利润 ROA (%)	1.5	1.3	1.4	负债合计	55,673	84944	119613
销售毛利率(%)	31.7	30.0	29.0	实收资本(或股本)	1,017	1,017	1,017
销售净利率(%)	8.5	8.9	9.3	公积与留存收益	2,795	7200	8128
主营业务增长(%)	36.6	40.0	40.0	少数股东权益	2,910	2,910	2,910
净利润增长(%)	1.5	46.9	46.3	归属于母公司股东权益	3,812	5308	6235
				所有者权益合计	6,722	8218	9145
				负债和所有者权益总计	62,395	93162	128758

数据来源：公司公告、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。

赵强，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。本报告清晰准确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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn