

## 稳步增长、多线布局

——泰禾集团 2015 年半年报点评

核心观点：

- ❖ **8月12日公司发布半年报：**上半年实现营业收入 41.66 亿元，同比增 84.85%，实现归属于母公司净利润 5.66 亿元，同比增 33.48%，实现 EPS0.56 元，同比增长 33.3%。毛利率 34.67%，同比下降了 14 个百分点，净利率 13.1%，同比下降了 4.8 个百分点。营业收入大幅提高，主要是结转规模有所增加；毛利率和净利率回落主要是低毛利项目结转的比例明显增加。
- ❖ **销售额增速趋缓，但仍创同期新高：**公司上半年完成销售额 112 亿元，同比增长 11%，销售额增速虽有所下降，但销售额创同期新高。受益于深耕福建和一线城市的战略布局，以及有竞争力的产品，公司各地销售成绩斐然；另一方面公司存货投放速度领先行业，从拿地到开盘的周期在 7~8 个月左右，能及时响应市场。
- ❖ **负债结构改善空间大：**上半年公司净负债率为 516%，较今年一季度增长 17.6%，同比增长 7.7%，明显高于行业平均水平；公司持有现金 51.24 亿元，远小于短期负债和一年内到期负债规模，公司面临一定的现金流压力。目前公司计划通过发行债券和定增募集资金 90 亿元，可在一定程度上缓解融资成本过高的问题，并优化负债结构。
- ❖ **“两翼”战略逐步落地：**金融方面，上半年公司与控股股东泰禾投资共出资 10 亿元设立了泰禾金控，并参与发起设立海峡人寿，积极寻找银行、保险、融资租赁、资产管理以及互联网金融等领域的机会，金融投资领域会有可能成为公司新业绩增长点，协同效应也为房地产主业拓宽融资渠道。投资方面，下属子公司上海红御投资向吉屋网络技术进行投资，布局房产 O2O 平台。
- ❖ **拿地规模显著收缩：**上半年公司无新增项目，7 月份以来仅新增开发项目 2 个，按权益计算的占地面积约 10.62 万平方米，对应规划建面 17.51 万平方米，拿地金额 1.45 亿；而 13、14 年公司拿地金额分别接近 200 亿和 150 亿。
- ❖ **维持推荐评级：**预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.32、1.76 和 2.46 元，维持推荐评级。
- ❖ **风险提示：**公司销售不达预期、新业务协同效应不明显。

泰禾集团(000732.SZ)

推荐 维持评级

分析师

胡华如

：0755-82797993

：huhuaru@chinastock.com.cn

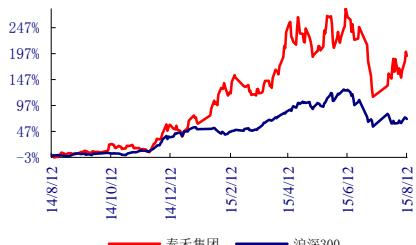
职业证书编号：S0130515040002

市场数据

2015-08-12

A股收盘价(元)	28.50
A股一年内最高价(元)	38.58
A股一年内最低价(元)	9.42
上证指数	3886.32
市净率	36.99
总股本(万股)	101717.80
实际流通 A股(万股)	101577.28
限售的流通 A股(万股)	140.52
流通 A股市值(亿元)	289.50

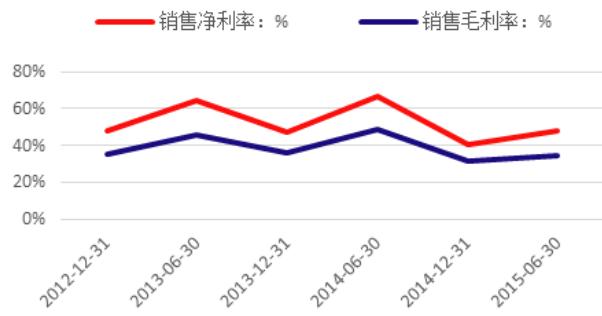
相对沪深 300 表现图



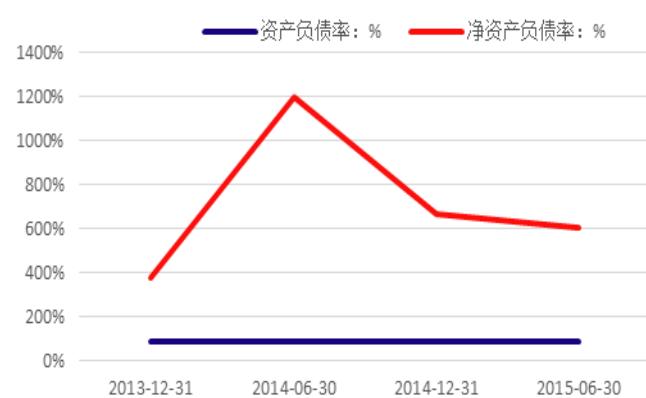
资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

## 相关图表

**图表 1 销售净利率和毛利率略有回调**


来源: Wind, 中国银河证券研究部

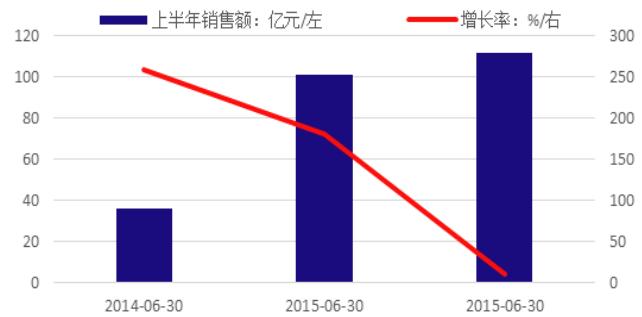
**图表 3 资产负债率、净资产负债率居高不下**


来源: Wind, 中国银河证券研究部

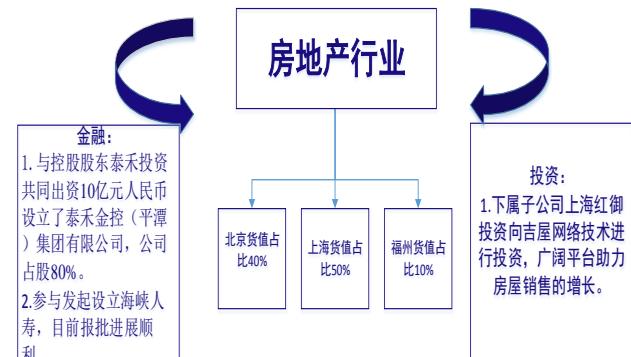
**图表 7 15 年以来公司新增地块项目清单**

时间	项目	性质	用地面积	计容面积	成交总价	权益	权益容积率面积
2015-7	永泰县城峰镇	商住	6.66	10.98	9050	100%	10.98
2015-7	永泰县城峰镇	商住	3.96	6.53	5040	100%	6.53
合计			10.62	17.51	14090	100%	17.51

来源: Wind, 中国银河证券研究部

**图表 2 上半年销售额创同期新高**


来源: Wind, 中国银河证券研究部

**图表 4 “一体两翼”**


来源: Wind, 中国银河证券研究部

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8372.33	12558.49	18209.81	25493.73
营业成本	5714.39	8577.45	12437.30	17412.22
营业税金及附加	803.67	1205.61	1820.98	2574.87
营业费用	612.02	816.85	1260.24	1718.78
管理费用	244.97	251.17	364.20	509.87
财务费用	29.43	37.08	30.56	37.86
资产减值损失	14.78	21.35	30.96	43.34
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.32	16.00	18.00	20.00
<b>营业利润</b>	<b>953.38</b>	<b>1664.97</b>	<b>2283.58</b>	<b>3216.79</b>
营业外收入	7.02	17.00	16.00	16.00
营业外支出	13.48	13.48	13.48	13.48
<b>利润总额</b>	<b>946.92</b>	<b>1668.49</b>	<b>2286.09</b>	<b>3219.31</b>
所得税	234.61	395.51	562.84	784.45
<b>净利润</b>	<b>712.31</b>	<b>1272.98</b>	<b>1723.26</b>	<b>2434.86</b>
少数股东损益	-71.45	-70.00	-70.00	-71.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>783.76</b>	<b>1342.98</b>	<b>1793.26</b>	<b>2505.86</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2642.28</b>	<b>3280.21</b>	<b>4441.85</b>	<b>5591.77</b>
<b>EPS (摊薄)</b>	<b>0.77</b>	<b>1.32</b>	<b>1.76</b>	<b>2.46</b>

数据来源: 港澳资讯, 中国银河证券研究部

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>				
现金	3353.99	7330.57	12400.09	34607.63
应收账款	429.40	627.92	910.49	1274.69
其它应收款	261.82	322.30	406.09	520.95
预付账款	4233.21	4737.14	5379.42	5951.12
存货	52554.06	77197.03	99498.39	121885.53
其他	10.13	5.02	6.37	7.65
<b>非流动资产</b>				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	376.39	723.80	1349.17	2311.89
无形资产	69.87	139.07	212.01	298.71
其他	1106.58	3856.91	4966.81	6379.70
<b>资产总计</b>	<b>62395.45</b>	<b>94939.76</b>	<b>125128.86</b>	<b>173237.87</b>
<b>流动负债</b>				
短期借款	7986.42	19448.81	12000.00	13000.00
应付账款	3307.79	3840.09	4737.36	5815.50
其他	20813.41	25608.46	41195.26	60815.32
<b>非流动负债</b>				
长期借款	23362.41	37962.46	57406.75	81401.89
其他	203.12	130.59	116.88	97.70
<b>负债合计</b>	<b>55673.15</b>	<b>86990.41</b>	<b>115456.26</b>	<b>161130.41</b>
少数股东权益	2910.12	2840.12	2770.12	2699.12
归属母公司股东权益	3812.18	4951.73	6744.99	9250.85
<b>负债和股东权益</b>	<b>62395.45</b>	<b>94782.26</b>	<b>124971.36</b>	<b>173080.37</b>

数据来源: 港澳资讯, 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。

胡华如，研究员行业证券分析师。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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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。

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

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)