

## 净负债率降低，毛利率有所回升

### 投资要点

- 业绩总结:**公司2018H1实现营业总收入126.8亿元，比上年同期增长42.1%，实现归属于上市公司股东的净利润为9.8亿元，比上年同期增长22.4%。截至2018年上半年底公司加权ROE为5.77%，比上年同期增加0.27个百分点。
- 住宅商业双轮驱动，毛利率有所提高。**公司2018H1实现营业总收入126.8亿元，比上年同期增长42.1%，主要是原因是销售结转增长。房地产开发毛利率提升5.7个百分点至33.2%。受益于毛利率的提高，公司归母净利润同比增22.4%，达到9.8亿元。经营性现金流流出大幅度收窄，由去年同期的92.0亿元收窄到5.2亿元，现金流得到一定程度的改善。销售方面，公司坚持“精品战略，差异竞争”的策略，已形成一整套成熟的品牌体系。根据克而瑞的数据，公司上半年实现销售收入655.0亿元，同比增长61.7%，位居克而瑞排行榜第18位，实现销售面积308.7万方，同比增长79.3%，销售均价21218元。
- 净负债率降低，融资结构改善。**报告期内多项资产支持票据、资产支持专项计划、非公开发行公司债券获股东大会通过。2018年8月2日成功发行15亿元非公开发行公司债券。公司不断拓宽融资渠道，降低公司融资成本。公司目前短期债务与一年内到期的非流动负债之和为556.4亿元，占全部有息负债37.84%，债务融资期间结构安排较为合理。截至上半年末净负债率371.1%，较去年末降低了102.3个百分点。另外，公司启动“千人计划”引进优秀毕业生为公司持续发展打下基础。
- 严控土地成本，获取优质土地。**报告期内公司除了继续深耕北上深、福州、厦门等公司传统核心区域外，新进入河北廊坊、广东中山等环一线热点城市。至此，公司完成以一二线为主的32座城市布局。公司坚持低成本拿优质地，上半年共新增项目8个，新增土地面积157.0万方，新增计容建面157.1万方，土地投资金额57.9亿，新增土地均价不到4000元/平；公司待开发土地面积539.6万方，待开发计容建面约498.1万方；在建项目51个，计容建面约1348.3万平米；在售项目57个。公司通过大量的收并购严控土地成本，获取一二线优质土地储备，保障了公司业务规模持续稳定地扩张。
- 盈利预测与评级。**由于上半年行业融资环境不断趋严，叠加公司销售回款率改善程度低预期，我们调低2018-2020年EPS分别为2.03元、2.36元、2.70元，目前股价对应PE分别为8/7/6倍。考虑到公司土储优质、成本可控，维持“增持”评级。
- 风险提示:**销售增长或低于预期、费率改善或进一步放缓。

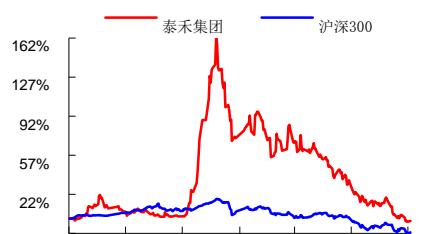
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24331.17	31757.74	41394.68	51703.14
增长率	17.38%	30.52%	30.35%	24.90%
归属母公司净利润(百万元)	2124.47	2526.50	2942.26	3357.39
增长率	24.43%	18.92%	16.46%	14.11%
每股收益EPS(元)	1.71	2.03	2.36	2.70
净资产收益率ROE	9.29%	11.49%	12.02%	12.30%
PE	9	8	7	6
PB	0.77	0.80	0.72	0.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn  
联系人: 杨雨蕾  
邮箱: yangyul@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.44
流通A股(亿股)	12.43
52周内股价区间(元)	15.5-42.35
总市值(亿元)	194.63
总资产(亿元)	2,355.53
每股净资产(元)	16.09

### 相关研究

- 泰禾集团(000732): 毛利率回升明显，销售改善显著 (2018-04-25)
- 泰禾集团(000732): 进军强二线城市，持有现金大幅增长 (2017-8-31)

**关键假设：**

假设 1：公司房地产项目结算价格大致相当于 1.5 年前的销售价格，土增税率等不出现大幅波动；

假设 2：2018-2020 年物业及酒店管理的毛利率稳定在 50%；

假设 3：2018-2020 年零售业务毛利率稳定在 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>				
营业收入（百万元）	24331.2	31757.7	41394.7	51703.1
同比增速	17.4%	30.5%	30.3%	24.9%
毛利率	27.6%	32.1%	30.5%	28.6%
<b>房产产品</b>				
营业收入（百万元）	23505.7	31027.5	38784.4	44602.1
同比增速	14.9%	32.0%	25.0%	15.0%
毛利率	28.5%	32.0%	31.0%	30.0%
<b>零售</b>				
营业收入（百万元）	333.0	166.2	664.8	1329.6
同比增速	1102.0%	-50.1%	300.0%	100.0%
毛利率	1.7%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>物业及酒店管理</b>				
营业收入（百万元）	195.6	419.2	712.7	1140.3
同比增速	-16.0%	114.3%	70.0%	60.0%
毛利率	-50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>化工</b>				
营业收入（百万元）	151.5	84.8	932.8	3731.2
同比增速	2757.5%	-44.0%	1000.0%	300.0%
毛利率	20.7%	5.0%	5.0%	10.0%
<b>其他业务</b>				
营业收入（百万元）	145.4	60.0	300.0	900.0
同比增速	1354.5%	-58.7%	400.0%	200.0%
毛利率	50.9%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	24331.17	31757.74	41394.68	51703.14	净利润	2333.47	2775.06	3231.72	3687.69
营业成本	17608.71	21572.16	28778.82	36909.83	折旧与摊销	109.21	135.78	141.51	148.16
营业税金及附加	1552.69	2007.09	2690.65	3438.26	财务费用	709.19	2694.16	3135.09	3506.49
销售费用	1127.17	1206.58	1745.18	2072.08	资产减值损失	211.46	66.00	66.00	66.00
管理费用	736.08	635.15	827.89	982.36	经营营运资本变动	-44155.53	-5882.66	-49194.17	-52745.87
财务费用	709.19	2694.16	3135.09	3506.49	其他	28239.53	-203.42	-203.42	-203.42
资产减值损失	211.46	66.00	66.00	66.00	经营活动现金流净额	-12552.67	-415.09	-42823.27	-45540.95
投资收益	539.19	16.00	16.00	16.00	资本支出	-804.52	-100.00	-110.00	-125.00
公允价值变动损益	121.42	121.42	121.42	121.42	其他	-30518.88	9848.02	-1033.58	-227.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31323.40	9748.02	-1143.58	-352.58
<b>营业利润</b>	<b>3046.48</b>	<b>3714.03</b>	<b>4288.46</b>	<b>4865.55</b>	短期借款	7507.20	8614.58	50710.17	53326.43
其他非经营损益	-53.58	-154.75	-143.48	-135.74	长期借款	31251.27	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2992.90</b>	<b>3559.27</b>	<b>4144.99</b>	<b>4729.81</b>	股权融资	5.70	0.00	0.00	0.00
所得税	659.43	784.21	913.27	1042.12	支付股利	-124.45	-424.89	-505.30	-588.45
<b>净利润</b>	<b>2333.47</b>	<b>2775.06</b>	<b>3231.72</b>	<b>3687.69</b>	其他	9826.22	-22992.83	-2865.09	-3236.49
少数股东损益	209.00	248.56	289.46	330.30	筹资活动现金流净额	48465.94	-14803.14	47339.78	49501.49
归属母公司股东净利润	2124.47	2526.50	2942.26	3357.39	<b>现金流量净额</b>	<b>4642.09</b>	<b>-5470.21</b>	<b>3372.93</b>	<b>3607.96</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	16585.42	11115.21	14488.14	18096.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	17453.70	18622.74	21668.18	25041.35	销售收入增长率	17.38%	30.52%	30.35%	24.90%
存货	140713.14	154280.72	214000.68	271092.05	营业利润增长率	29.89%	21.91%	15.47%	13.46%
其他流动资产	1809.11	3012.80	3880.12	4807.88	净利润增长率	36.15%	18.92%	16.46%	14.11%
长期股权投资	6776.59	6776.59	6776.59	6776.59	EBITDA 增长率	39.57%	69.32%	15.60%	12.63%
投资性房地产	12319.60	2309.00	3180.00	3245.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2622.69	2579.18	2541.84	2510.23	毛利率	27.63%	32.07%	30.48%	28.61%
无形资产和开发支出	263.45	273.56	281.77	292.61	三费率	10.57%	14.28%	13.79%	12.69%
其他非流动资产	7877.18	8174.80	8472.42	8770.04	净利率	9.59%	8.74%	7.81%	7.13%
<b>资产总计</b>	<b>206420.89</b>	<b>207144.60</b>	<b>275289.74</b>	<b>340631.86</b>	ROE	9.29%	11.49%	12.02%	12.30%
短期借款	21816.47	30431.05	81141.22	134467.65	ROA	1.13%	1.34%	1.17%	1.08%
应付和预收款项	32089.67	40945.47	52498.97	65900.82	ROIC	2.85%	3.86%	3.62%	3.05%
长期借款	70525.68	70525.68	70525.68	70525.68	EBITDA/销售收入	15.88%	20.61%	18.28%	16.48%
其他负债	56870.20	41082.52	44237.57	39752.17	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>181302.02</b>	<b>182984.72</b>	<b>248403.45</b>	<b>310646.33</b>	总资产周转率	0.15	0.15	0.17	0.17
股本	1244.45	1244.45	1244.45	1244.45	固定资产周转率	11.01	12.68	16.80	21.28
资本公积	4633.05	4633.05	4633.05	4633.05	应收账款周转率	22.06	22.93	23.69	22.88
留存收益	6920.95	9022.56	11459.52	14228.46	存货周转率	0.15	0.15	0.16	0.15
归属母公司股东权益	16107.61	14900.06	17337.02	20105.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.17%	—	—	—
少数股东权益	9011.26	9259.82	9549.28	9879.57	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>25118.87</b>	<b>24159.87</b>	<b>26886.30</b>	<b>29985.54</b>	资产负债率	87.83%	88.34%	90.23%	91.20%
负债和股东权益合计	206420.89	207144.60	275289.74	340631.86	带息债务/总负债	63.01%	67.14%	69.87%	73.04%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	2.03	2.12	1.66	1.48
EBITDA	3864.88	6543.96	7565.06	8520.20	速动比率	0.41	0.37	0.26	0.22
PE	9.08	7.63	6.56	5.75	股利支付率	5.86%	16.82%	17.17%	17.53%
PB	0.77	0.80	0.72	0.64	<b>每股指标</b>				
PS	0.79	0.61	0.47	0.37	每股收益	1.71	2.03	2.36	2.70
EV/EBITDA	24.12	18.31	21.71	25.05	每股净资产	20.18	19.41	21.60	24.10
股息率	0.65%	2.20%	2.62%	3.05%	每股经营现金	-10.09	-0.33	-34.41	-36.60
					每股股利	0.10	0.34	0.41	0.47

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区江北城 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn