

买入 维持

泰禾集团 (000732)

2015年1月22日

看好一线复苏，理当选泰禾

2015年1月9日收盘价：15.88元
6个月目标价：24.9元房地产行业首席分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747房地产行业分析师：谢 盐
SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiex@htsec.com
021-23219436

事件：

公司前期于1月10日起停牌，近日公告非公开增发方案，拟不低于13.83元/股融资40亿。1月22日公司正式复牌。

投资建议：

公司正式启动非公开增发。本次非公开发行股票预计募集资金额不超过40亿元人民币，发行数量不超过28922.64万股。除偿还金融机构贷款和补充流动资金供给8亿元外，公司本次定向发行拟募集资金计划32亿元用于福州东二环泰禾广场东区、厦门院子、宁德红树林项目建设。根据公司非公开发行股票预案披露，上述三项目合计销售收入146.88亿元，预计总净利润达到14.4亿元。

看好地产复苏理应看好一线，看好一线复苏理当选泰禾

1) 货量集中一线核心城市。公司目前储备项目权益建筑面积在714万平，分布在福建、厦门、北京、天津、上海、南京和福建省内其他城市。从货量结构看，预计公司以上项目总货值不低于1200亿。从货值分布角度看，目前北京、福州和上海为公司三大货值分布区，占比分别为45%、24%和12%。在当前上市公司京内区域项目储备中公司排名前列。从绝对货值情况看，北京区域总货值不低于500亿，上海区域总货值不低于140亿。按照当前161亿市值看，一线货值占市值比约4X，A股地产上市公司中排名领先。

2) 一旦市场复苏，销售、业绩具备充足弹性。目前一二线主流城市房地产销售市场呈现快速复苏趋势。从销售面积看2014年末开始，十大一线城市销售面积已经创历史新高。从去化周期看，目前一线城市开始逐步回归到12个月附近、二线回归到25个月上下。我们看好2015年行业逐步复苏，同时认为一线城市复苏力度应该更明显。按照以上逻辑，泰禾大部分项目分布北京、上海、福州的特点将使公司2015年销售增速极具弹性。

3) 融资意义重大，有望保证公司继续保持跨越式发展。根据中国指数研究院2014年房地产行业销售排行榜显示，泰禾集团2014年实现销售金额230亿，处于中国房地产销售前30强。公司2012年销售规模不到50亿，仅用2年左右时间实现企业本质性飞跃。我们认为本次融资对于降低企业杠杆，增强未来发展动力至关重要。一旦融资成功，公司有望保持跨越式发展，直接迈入一线开发商行列。

参股东兴证券，预计企业上市后增厚泰禾不低于1.87元/股。公司持有7000万股的东兴证券目前已进入IPO阶段。根据当前券商股估值水平，我们预计泰禾集团持股东兴证券的合理估值均值为17.84亿元，对应每股泰禾集团持有东兴证券的价值为1.87元/股。

投资建议：泰禾速度，有质量的高增长，维持“买入”评级。泰禾立足福建、面向全国，坚持高品质、高周转驱动高成长的跨越发展正在逐步实现。公司处于高速增长阶段的进攻品种。当前市场复苏预期升温，有利后期股价表现。预计公司2014、2015年每股收益分别是1.13和1.66元，RNAV在26.74元。截至1月9日，公司收盘于15.88元，对应2014年PE为14.05倍，2015年PE为9.57倍。考虑到公司高成长性，给予2015年15倍市盈率，对应目标价格24.9元，维持“买入”评级。（合规提示：海通证券自营（约定购回式证券交易专用证券账户）持有【泰禾集团000732】超过总股本1%。）

风险提示：行业基本面下行风险。

主要分析：

1、公司正式启动非公开增发。本次非公开发行股票预计募集资金额不超过 40 亿元人民币，发行数量不超过 28922.64 万股。本次非公开发行所募集的资金将用于公司主营业务，募集资金项目实施后将提升公司的市场竞争力，巩固公司的市场地位，增强公司的经营业绩，保证公司的可持续发展。从财务角度看，增发后公司资产负债率将有较大幅度降低，资本结构将更加稳健，有利于降低财务风险，提高偿债能力。

表 1 公司定增融资投向

项目名称	预计总投资额（万元）	募集资金拟投入额（万元）	募集资金投入占项目总投资额比重
福州东二环泰禾广场东区项目	867119.70	130000	14.99%
泰禾·厦门院子项目	769545.98	130000	16.89%
泰禾·宁德红树林项目	241434.00	60000	24.85%
偿还金融机构借款	40000	40000	100.00%
补充流动资金	40000	40000	100.00%
合计	1958099.68	400000	20.43%

资料来源：公司非公开增发预案、海通证券研究所

2、募投项目完成后总净利润 14.4 亿元。除偿还金融机构贷款和补充流动资金供给 8 亿元外，公司本次定向发行拟募集资金计划 32 亿元用于福州东二环泰禾广场东区、厦门院子、宁德红树林项目建设。根据公司非公开发行股票预案披露，上述三项目合计销售收入 146.88 亿元，预计总净利润达到 14.4 亿元。

表 2 公司募投项目盈利情况

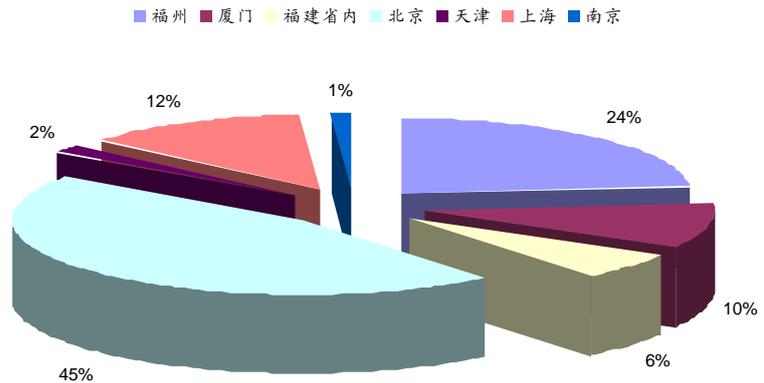
项目名称	项目建设期	总销售收入（万元）	项目净利润（万元）	销售净利率
福州东二环泰禾广场东区项目	50 个月（2014 年 1 月-2018 年 2 月）	606467.45	59965.62	9.89%
泰禾·厦门院子项目	3 年	554674.00	53466.00	9.64%
泰禾·宁德红树林项目	5 年	307685.95	30524.52	9.92%
		1468827.40	143956.14	

资料来源：公司非公开增发预案、海通证券研究所

3、看好地产复苏理应看好一线，看好一线复苏理当选泰禾

1) 货量集中一线核心城市。公司目前储备项目权益建筑面积在 714 万平，分布在福建、厦门、北京、天津、上海、南京和福建省内其他城市。从货量结构看，预计公司以上项目总货值不低于 1200 亿。从货值分布角度看，目前北京、福州和上海为公司三大货值分布区，占比分别为 45%、24%和 12%。在当前上市公司京内区域项目储备中公司排名前列。从绝对货值情况看，北京区域总货值不低于 500 亿，上海区域总货值不低于 140 亿。按照当前 161 亿市值看，一线货值占市值比约 4X，A 股地产上市公司中排名领先。

图 1 公司项目分布情况（项目货值口径）



资料来源：cric、海通证券研究所

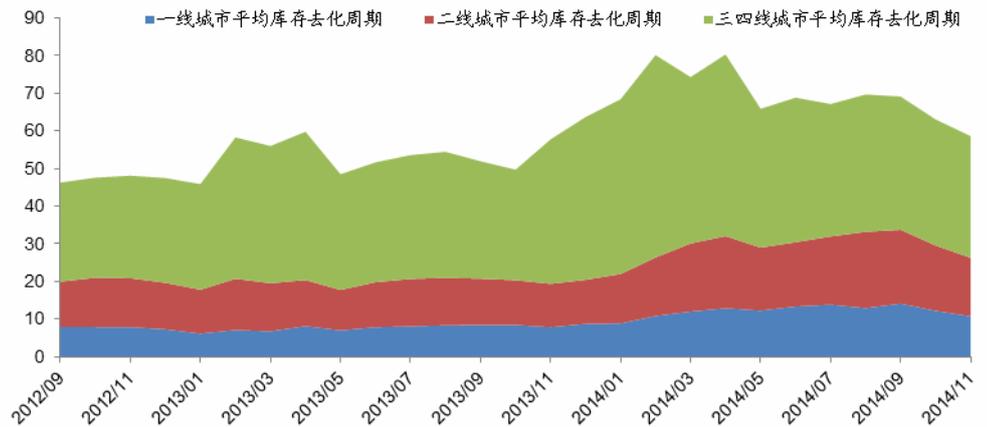
2) 一旦市场复苏，未来销售、业绩具备充足弹性。目前一二线主流城市房地产销售市场呈现快速复苏趋势。从销售面积看 2014 年岁末开始，十大一线城市销售面积已经创历史新高。

图 2 当前一二线城市销售积极恢复中



资料来源：Wind、海通证券研究所

从去化周期看，目前一线城市开始逐步回归到 12 个月附近、二线回归到 25 个月上下。我们看好 2015 年行业逐步复苏，同时认为一线城市复苏力度应该更明显。按照以上逻辑，泰禾大部分项目分布北京、上海、福州的特点将使公司 2015 年销售增速极具弹性。

图3 各类型城市库存周期（单位：月）


资料来源：Wind、海通证券研究所

3) 融资意义重大，有望保证公司继续保持跨越式发展。根据中国指数研究院 2014 年房地产行业销售排行榜显示，泰禾集团 2014 年实现销售金额 230 亿，处于中国房地产销售前 30 强。公司 2012 年销售规模不到 50 亿，仅用 2 年左右时间实现企业本质性飞跃。我们认为本次融资对于降低企业杠杆，增强未来发展动力至关重要。一旦融资成功，公司有望保持跨越式发展，直接迈入一线开发商行列。

4、参股东兴证券，预计企业上市后可增厚泰禾 1.87 元/股。去年 12 月 17 日，证监会预披露东兴证券股份有限公司招股说明书。目前东兴证券 IPO 工作已正式上会。根据公司招股说明书，东兴证券拟在上海证券交易所首次公开发行股份不超过 5 亿股，占发行后东兴证券总股本的比例不超过 19.97%，发行后的总股本不超过 25.04 亿股。

根据泰禾集团 2014 年半年报，公司持有东兴证券 7000 万股，占东兴证券发行前总股本的 3.49%，占东兴证券发行后总股本的 2.80%。

表 3 公司参股东兴证券发行后总股本的 2.8%

公司名称	投资成本 (万元)	持股数量 (万股)	占发行前总股本比例	期末账面值 (万元)	占发行后总股本比例
东兴证券	25550	7000	3.49%	25550	2.80%

资料来源：公司 2014 年半年报、海通证券研究所

目前 A 股上市券商的 2013 年静态 PE 估值为 108.06 倍，2014 年动态 PE 估值是 66.83 倍。东兴证券 2013 年和 2014 年前三季度归属于母公司净利润分别是 6.68 亿元和 7.16 亿元。后者简单年化后的净利润是 9.55 亿元，则对应东兴证券 2013 年和 2014 年发行后总股本的 EPS 分别是 0.267 元/股和 0.381 元/股。

分别按照 2013 年和 2014 年预测 EPS 测算的东兴证券上市后的合理每股价格分别为 28.85 元/股和 25.48 元/股。公司参股东兴证券 7000 万股，对应价值分别为 20.19 亿元和 17.84 亿元。即泰禾集团持股东兴证券的合理估值均值为 17.84 亿元，对应每股泰禾集团持有东兴证券的价值为 1.87 元/股。

表 4 东兴证券的合理估值测算

序号	项目名称	测算
1	A 股上市券商的 2013 年平均 PE 估值（倍）	108.06
2	东兴证券 2013 年的净利润（亿元）	6.68
3	东兴证券 2013 年的 EPS（元/股）	0.267
4	按 2013 年业绩测算的东兴证券上市后的合理每股价格（元/股）	28.85
5	泰禾集团持股东兴证券数量（万股）	7000
6	按 2013 年业绩测算的泰禾集团持股东兴证券的合理估值（亿元）	20.19
7	A 股上市券商的 2014 年平均 PE 估值（倍）	66.83
8	东兴证券 2014 年前三季度的净利润（亿元）	7.16
9	假设东兴证券 2014 年的净利润（亿元）	9.55=(7.16/3)×4
10	假设东兴证券 2014 年的 EPS（元/股）	0.381
11	按 2014 年业绩测算的东兴证券上市后的合理每股价格（元/股）	25.48
12	按 2014 年业绩测算的泰禾集团持股东兴证券的合理估值（亿元）	17.84
13	泰禾集团持股东兴证券的合理估值均值（亿元）	19.01
14	泰禾集团总股本（亿元）	10.17
15	每股泰禾集团持有东兴证券的价值（元/股）	1.87

资料来源：海通证券研究所

5. 投资建议：泰禾速度，有质量的高增长，维持“买入”评级。泰禾立足福建、面向全国，坚持高品质、高周转驱动高成长的跨越发展正在逐步实现。公司属处于高速增长阶段的进攻品种。当前市场复苏预期升温，有利后期股价表现。预计公司 2014、2015 年每股收益分别是 1.13 和 1.66 元，RNAV 在 26.74 元。截至 1 月 9 日，公司收盘于 15.88 元，对应 2014 年 PE 为 14.05 倍，2015 年 PE 为 9.57 倍。考虑到公司高成长性，给予 2015 年 15 倍市盈率，对应目标价格 24.9 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业基本面下行风险。

损益表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	2,641	2,603	6,128	7,712	10,490
增长率(%)	-2.6	-1.5	135.5	25.8	36.0
营业成本	-1,770	-1,678	-3,927	-4,715	-6,383
营业成本/销售收入(%)	67.0	64.5	64.1	61.1	60.8
毛利	871	925	2,201	2,997	4,107
毛利率(%)	33.0	35.5	35.9	38.9	39.2
营业税金及附加	-217	-295	-692	-271	-125
营业税金及附加/销售收入(%)	8.2	11.3	11.3	3.5	1.2
营业费用	-128	-199	-382	-231	-330
营业费用/销售收入(%)	4.8	7.6	6.2	3.0	3.2
管理费用	-92	-102	-189	-386	-399
管理费用/销售收入(%)	3.5	3.9	3.1	5.0	3.8
息税前利润 (EBIT)	435	329	939	2,109	3,254
EBIT/销售收入(%)	16.5	12.6	15.3	27.4	31.0
财务费用	-11	-8	-3	-598	-1,033
财务费用/销售收入(%)	0.4	0.3	0.0	7.8	9.8
资产减值损失	-8	-11	-10	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	19	36	1	0	0
投资收益/税前利润(%)	4.0	8.9	0.1	0.0	0.0
营业利润	434	346	927	1,511	2,221
营业利润率(%)	16.4	13.3	15.1	19.6	21.2
营业外收支	47	53	14	0	0
税前利润	482	399	941	1,511	2,221
利润率(%)	18.2	15.3	15.3	19.6	21.2
所得税	-113	-84	-239	-348	-511
所得税率(%)	23.4	21.0	25.4	23.0	23.0
净利润	369	316	702	1,164	1,710
少数股东损益	2	-29	-27	14	22
归属于母公司的净利润	367	344	728	1,150	1,688
净利率(%)	13.9	13.2	11.9	14.9	16.1

现金流量表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	369	316	702	1,164	1,710
少数股东损益	0	0	0	14	22
非现金支出	19	23	28	24	28
非经营收益	-13	-69	-84	667	1,111
营运资金变动	-1,949	-1,021	-12,088	-2,487	-2,350
经营活动现金净流	-1,574	-752	-11,441	-619	521
资本开支	2	279	245	78	84
投资	-261	-678	-102	259	0
其他	19	0	1	0	0
投资活动现金净流	-243	-957	-346	181	-84
股权募资	404	262	2,087	0	0
债权募资	1,117	3,613	12,508	2,166	3,266
其他	-119	-78	1,067	-669	-1,111
筹资活动现金净流	1,402	3,797	15,663	1,497	2,155
现金净流量	-415	2,089	3,876	1,058	2,591

资料来源: wind、海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	372	2,727	6,617	7,662	10,231
应收款项	174	328	440	640	871
存货	6,789	8,140	23,373	24,575	28,031
其他流动资产	496	1,724	4,056	4,599	4,562
流动资产	7,831	12,919	34,486	37,475	43,696
流动资产/总资产(%)	95.2	94.7	96.6	97.6	97.8
长期投资	267	265	265	2	2
固定资产	52	273	644	101	90
固定资产/总资产(%)	0.6	2.0	1.8	0.3	0.2
无形资产	15	76	108	130	197
非流动资产	397	721	1,209	425	481
非流动资产/总资产(%)	4.8	5.3	3.4	1.1	1.1
资产总计	8,228	13,640	35,695	38,392	44,669
短期借款	70	796	7,737	9,903	13,169
应付款项	2,576	4,265	8,520	8,225	9,455
其他流动负债	322	170	544	293	364
流动负债	2,969	5,230	16,801	18,422	22,988
长期贷款	2,540	5,843	13,526	13,526	13,526
其他长期负债	112	172	174	174	174
负债	11,266	30,605	32,122	36,689	42,931
普通股股东权益	2,032	2,247	3,249	4,415	6,103
少数股东权益	444	127	1,842	1,855	1,877
负债股东权益合计	8,228	13,640	35,695	38,392	44,669

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标(元)					
每股收益	0.369	0.350	0.732	1.131	1.659
每股净资产	1.998	2.210	3.194	4.340	6.000
每股经营现金净流	-1.547	-0.739	-11.248	-0.622	0.490
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)					
净资产收益率	18.4	15.9	22.9	26.0	27.7
总资产收益率	4.6	2.6	2.1	3.0	3.8
投入资本收益率	13.3	5.9	11.7	8.3	11.4
增长率(%)					
营业总收入增长率	-2.6	-1.5	135.5	25.8	36.0
EBIT增长率	2.8	-24.3	185.3	124.7	54.3
净利润增长率	10.4	-5.0	108.9	54.5	46.8
总资产增长率	58.8	65.8	161.7	7.6	16.3
资产管理能力(天)					
应收账款周转天数	25.7	25.3	25.4	25.4	25.4
存货周转天数	4,506.5	5,183.3	2,096.6	1,900.0	1,600.0
应付账款周转天数	211.9	330.3	300.8	200.6	134.0
固定资产周转天数	6.6	6.0	3.2	3.0	1.7
偿债能力(%)					
净负债/股东权益	90.3	164.6	287.7	251.5	206.3
EBIT利息保障倍数(倍)	37.8	42.4	340.4	3.5	3.2
资产负债率	69.9	82.6	85.7	83.7	82.1

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、张江高科（600895.SH）、陆家嘴（600663.SH）、浦东金桥（600639.SH）、南京高科（600064.SH）、苏州高新（600736.SH）、黑牡丹（600510.SH）、天津松江（600225.SH）和外高桥（600648.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	股票投资评级	买入 个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	中性 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；	
	减持 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；	
	减持 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。