

**泰禾集团 (000732) / 房地产行业**
**现金流改善、负债进一步降低，融资成本有所上升**
**评级：买入(维持)**

市场价格：6.11

分析师：倪一琛

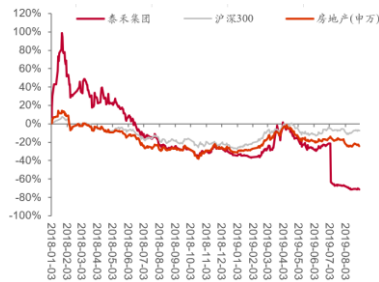
执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2488.90
流通股本(百万股)	2486.11
市价(元)	6.11
市值(百万元)	15207.19
流通市值(百万元)	15190.13

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,331.17	30,984.92	38,049.48	46,192.07	55,707.64
增长率(%)	17.38	27.35	22.80	21.40	20.60
EBITDA (百万元)	3,857.93	6,324.90	6,436.04	6,750.81	8,577.45
净利润(百万元)	2,124.47	2,554.68	3,101.02	3,794.18	4,570.76
增长率(%)	24.43	20.25	21.39	22.35	20.47
EPS (元/股)	0.85	1.03	1.25	1.52	1.84
市盈率 (P/E)	7.16	5.95	4.90	4.01	3.33
市净率 (P/B)	0.94	0.82	0.83	0.68	0.57
市销率 (P/S)	0.63	0.49	0.40	0.33	0.27
EV/EBITDA	34.34	20.45	28.32	20.57	28.64

备注：

**投资要点**

- **公司发布 2019 年半年报，上半年实现营业收入 145.06 亿，同比+14.33%，实现归母净利润 15.61 亿，同比+58.74%，实现扣非归母净利润 10.98 亿，同比增长 2.35%。**
- **营收增长，现金流改善：1) 销售如期结转，毛利率有所下降：**2019H1 公司房地产业务实现营业收入 138.24 亿，结转面积 62.86 万方，但同时房地产业务毛利率较去年同期下降了 5.15 个百分点至 28.09%，使扣非归母净利润增速不及营收；**2) 投资收益大幅增加：**公司归母净利润同比大幅增长 58.74%，主要是由于公司通过处置子公司确认了投资收益 7.49 亿，占利润总额 35.15%，同比增长 389%；**3) 现金流有所改善：**由于销售加速回款及处置子公司，公司经营净流额 202 亿，投资净流额 103 亿，现金流状况获改善。
- **总负债规模降低，杠杆得到控制：1) 债务结构优化：**报告期末，公司一年内到期的借款由 2019 年 Q1 的 461.2 亿进一步下降到 330.7 亿，长期借款及债券余额由 2019 年 Q1 的 810.68 亿下降至 773.22 亿；**2) 净负债率大幅下降：**报告期末，公司净负债率较 2018 年末的 384.84% 下降 126.15 个百分点至 258.69%；**3) 融资成本有所上升：**今年二季度以来融资收紧影响，公司综合融资成本较去年末提升了 0.78 个百分点至 9.30%，公司各种融资途径成本如下：银行贷款 247.38 亿 (8.48%)、非银贷款 650.25 亿 (10.13%)、公司债 205.62 亿 (7.68%)。
- **货值充足，项目资源聚焦一二线：**公司坚持贯彻“深耕核心一线，全面布局二线”的房地产战略布局，截止 2019H1，公司土储建面 209.25 万方，分布福建 12%、京津冀 10%、长三角 72% 和珠三角 6%；在建项目建面 1637.06 万方，布局福建 39%、京津冀 9%、长三角 14%、珠三角 18% 和其他热点城市 20%，购房市场需求大，抗风险能力强。以公司 2019H1 结算均价 2.18 万/平测算，保守估计公司土储货值在 3500 亿以上，可满足未来 2-3 年开发需要。
- **投资建议：**2018 年可以说是最艰难的一年，但我们看到公司渡过难关，销售破千亿；2019 年或是公司最关键的一年，上半年公司销售回款基本完成任务，负债及杠杆如期持续降低，我们看好公司凭借差异化及高端产品优势，在下半年维持高去化率，继续完成销售及回款目标。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.25、1.52、1.84 元，分别对应 PE4.90X、4.01X、3.33X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业融资端收紧超预期，一二线城市调控收紧超预期。

图表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	16,585.42	14,895.13	19,024.74	23,096.04	27,853.82	营业收入	24,331.17	30,984.92	38,049.48	46,192.07	55,707.64
应收账款	15,357.62	10,619.59	21,299.70	16,680.45	28,195.15	营业成本	17,608.71	21,576.41	27,467.92	33,798.74	41,223.65
预付账款	2,096.08	2,247.17	4,046.03	4,073.17	5,600.64	营业税金及附加	1,552.69	1,705.53	2,583.00	3,201.43	2,553.91
存货	140,713.14	173,528.26	201,140.29	196,039.96	283,757.55	营业费用	1,127.17	1,356.79	1,845.99	1,972.84	2,763.80
其他	1,809.11	3,719.20	4,414.18	4,471.42	4,635.71	管理费用	736.08	873.02	1,061.71	1,467.69	1,717.94
流动资产合计	176,561.37	205,009.36	249,924.94	244,361.03	350,042.87	财务费用	709.19	829.93	1,513.94	627.72	1,067.91
长期股权投资	6,776.59	6,696.38	8,924.56	11,619.93	13,234.37	资产减值损失	211.46	373.67	231.00	261.00	331.00
固定资产	2,526.04	3,653.92	4,569.48	5,292.50	6,069.61	公允价值变动收	121.42	672.44	386.49	393.45	484.13
在建工程	96.65	2,125.70	2,674.65	3,566.20	4,722.72	投资净收益	539.19	441.89	972.68	585.13	626.98
无形资产	76.44	1,414.20	2,015.02	2,949.10	3,693.71	其他	(1,321.22)	(2,231.12)	(2,718.33)	(1,957.16)	(2,222.22)
其他	20,383.80	24,236.85	26,416.16	31,189.20	33,983.25	营业利润	3,046.48	5,386.35	4,705.09	5,841.23	7,160.53
非流动资产合计	29,859.52	38,127.05	44,599.87	54,616.93	61,703.67	营业外收入	188.74	44.98	35.00	26.00	74.00
资产总计	206,420.89	243,136.41	294,622.19	299,107.81	411,917.40	营业外支出	242.32	354.91	221.00	312.00	421.00
短期借款	21,816.47	16,038.15	40,888.97	49,084.38	66,001.81	利润总额	2,992.90	5,076.42	4,519.09	5,555.23	6,813.53
应付账款	17,365.06	27,321.21	31,429.62	37,341.42	39,435.34	所得税	659.43	1,165.39	1,182.50	1,433.80	1,838.29
其他	47,725.58	85,577.36	58,673.65	81,470.92	70,763.48	净利润	2,333.47	3,911.02	3,336.59	4,121.42	4,975.24
流动负债合计	86,907.11	128,936.72	130,992.24	167,896.72	176,200.63	少数股东损益	209.00	1,356.35	235.56	327.24	404.49
长期借款	70,525.68	58,064.44	109,140.27	73,723.69	175,282.12	归属于母公司净	2,124.47	2,554.68	3,101.02	3,794.18	4,570.76
应付债券	21,892.81	22,033.17	21,367.24	19,978.23	18,023.00	每股收益(元)	0.85	1.03	1.25	1.52	1.84
其他	1,976.42	2,212.90	1,278.00	1,522.00	1,684.00						
非流动负债合计	94,394.91	82,310.51	131,785.51	95,223.92	194,989.12	主要财务比率					
负债合计	181,302.02	211,247.23	262,777.76	263,120.64	371,189.75		2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	9,011.26	13,430.46	13,430.46	13,757.70	14,162.19	成长能力					
股本	1,244.45	1,244.45	2,488.90	2,488.90	2,488.90	营业收入	17.38%	27.35%	22.80%	21.40%	20.60%
资本公积	4,633.05	3,633.31	3,622.21	3,846.83	3,734.52	营业利润	29.89%	76.81%	-12.65%	24.15%	22.59%
留存收益	11,554.00	12,835.16	15,925.08	19,740.58	24,076.56	归属于母公司净	24.43%	20.25%	21.39%	22.35%	20.47%
其他	(1,323.88)	745.81	(3,622.21)	(3,846.83)	(3,734.52)	获利能力					
股东权益合计	25,118.87	31,889.18	31,844.44	35,987.18	40,727.65	毛利率	27.63%	30.36%	27.81%	26.83%	26.00%
负债和股东权益	206,420.89	243,136.41	294,622.19	299,107.81	411,917.40	净利率	8.73%	8.24%	8.15%	8.21%	8.20%
						ROE	13.19%	13.84%	16.84%	17.07%	17.21%
						ROIC	3.98%	3.87%	3.52%	2.59%	4.12%
						偿债能力					
						资产负债率	87.83%	86.88%	89.19%	87.97%	90.11%
						净负债率	62.43%	91.64%	184.73%	123.41%	185.36%
						流动比率	2.03	1.59	1.91	1.46	1.99
						速动比率	0.41	0.24	0.37	0.29	0.38
						营运能力					
						应收账款周转率	2.29	2.39	2.38	2.43	2.48
						存货周转率	0.21	0.20	0.20	0.23	0.23
						总资产周转率	0.15	0.14	0.14	0.16	0.16
						每股指标(元)					
						每股收益	0.85	1.03	1.25	1.52	1.84
						每股经营现金流	-5.04	5.60	-18.41	19.71	-40.30
						每股净资产	6.47	7.42	7.40	8.93	10.67
						估值比率					
						市盈率	7.16	5.95	4.90	4.01	3.33
						市净率	0.94	0.82	0.83	0.68	0.57
						EV/EBITDA	34.34	20.45	28.32	20.57	28.64
						EV/EBIT	35.28	20.82	29.31	21.47	29.86

来源：Wind、中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。