

## 天地源 (600665.SH)

## 背靠国资深耕西安，打造文化地产引领者

2023年04月10日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

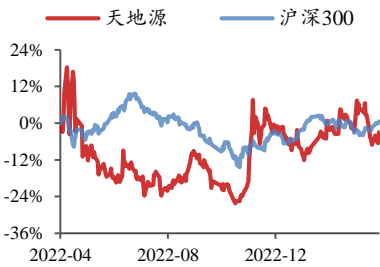
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/4/7
当前股价(元)	3.84
一年最高最低(元)	5.28/2.84
总市值(亿元)	33.18
流通市值(亿元)	33.18
总股本(亿股)	8.64
流通股本(亿股)	8.64
近3个月换手率(%)	93.62

### 股价走势图



数据来源：聚源

#### ● 背靠国资深耕西安，未来业绩释放可期，给予“买入”评级

天地源作为西安高科集团旗下的上市公司，以住宅开发为主业，销售维持百亿规模，投资保持一定强度，未售和已售未结转资源充足，负债结构不断优化，西安深耕优势助力盈利能力提升，看好公司未来业绩不断释放。我们预计公司2023-2025年归母净利润为5.25、6.49和7.61亿元，对应EPS为0.61、0.75、0.88元，当前股价对应PE为6.3、5.1、4.4倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 销售维持百亿规模，开工节奏稳健

受项目推盘节奏影响，公司近年来销售额呈波动态势，2020-2022年均保持百亿规模，2022年受益于西安、咸阳和苏州等地项目热销，公司全年销售金额和面积分别为108.04亿元和61.06万方，销售金额和面积权益比分别为84%和78%，项目整体权益占比较高。2022年，公司新开工面积64.63万方，竣工面积137.14万方，分别完成年初计划的99%和134%，开工节奏稳健。

#### ● 投资聚焦重点城市，未售资源相对充足

公司主要通过公开招拍挂市场进行拓储，适时以股权并购和合作开发等模式拿地。在新增土储相对充裕的情况下，公司2022年投资力度有所放缓，仅上半年在西安高新区获取两宗地块，拿地金额32亿元，拿地面积25万方。截至2022年底，公司新房未售面积约198万方，其中西安单城未售面积约107万方；已售未结转面积约93万方，其中西安单城未结转面积约49万方。

#### ● 利润水平提升，融资渠道较为畅通

2022年公司营收105.5亿元，同比增长52.0%；归母净利润3.43亿元，同比下降9.1%，主要因为少数股东损益同比有较大增加；毛利率同比提升2.1个百分点至24.8%，销售净利率同比提升0.6个百分点至6.6%。公司主要通过银行借款、公开市场融资和信托借款进行筹资，融资渠道相对分散，2022年有息负债总额为129.1亿元，同比降低13%。受自有资本实力较弱的影响，公司财务杠杆比例较高，2022年综合融资成本为7.49%，高于行业主流水平，有较大压降空间。

#### ● 风险提示：行业政策放松不及预期、西安销售回暖不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,942	10,552	12,111	12,717	12,979
YOY(%)	30.9	52.0	14.8	5.0	2.1
归母净利润(百万元)	377	343	525	649	761
YOY(%)	14.6	-9.1	53.3	23.5	17.3
毛利率(%)	22.7	24.8	23.8	24.4	25.0
净利率(%)	5.4	3.2	4.3	5.1	5.9
ROE(%)	9.2	13.7	13.9	14.0	12.7
EPS(摊薄/元)	0.44	0.40	0.61	0.75	0.88
P/E(倍)	8.8	9.7	6.3	5.1	4.4
P/B(倍)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 文化地产引领者，美好生活运营商 .....	4
1.1、 成立三十余年，打造文化地产运营商.....	4
1.2、 西安高新区国资背景，股权结构集中.....	4
1.3、 房地产开发为主业，成长与协同业务不断发展.....	5
2、 销售维持百亿规模，开工节奏稳健 .....	6
2.1、 销售数据同比下降，整体权益占比较高.....	6
2.2、 开工面积同比下降，竣工面积超额完成计划.....	6
3、 投资聚焦重点城市，未售资源相对充足.....	7
3.1、 拿地金额有所下滑，新增西安两宗地块.....	7
3.2、 未售土储相对充足，西安未售占比超 50% .....	8
4、 利润水平提升，融资渠道较为畅通 .....	9
4.1、 归母净利润同比下降，销售净利率触底回升.....	9
4.2、 融资渠道畅通，融资成本偏高 .....	10
5、 盈利预测与投资建议 .....	11
6、 风险提示 .....	12
附： 财务预测摘要 .....	13

## 图表目录

图 1： 天地源在房地产开发领域深耕二十余年.....	4
图 2： 公司实际控制人西安高科集团由西安高新区委员会全资控股.....	5
图 3： 公司 2022 年收入同比增长 52.0% .....	5
图 4： 公司 2022 年房地产开发业务收入占比达 97.7% .....	5
图 5： 公司 2020-2022 年销售金额超过百亿 .....	6
图 6： 公司 2022 年销售面积同比下降 16.6% .....	6
图 7： 公司 2022 年实际完成年初开工计划的 99% .....	6
图 8： 公司 2022 年实际完成年初竣工计划的 134% .....	6
图 9： 公司 2022 年拿地金额同比下降 56.7% .....	7
图 10： 公司 2022 年拿地面积同比下降 67.8% .....	7
图 11： 截至 2022 年底公司在西安未售面积超 50% .....	8
图 12： 公司在西安、咸阳、镇江和苏州已售未结转面积较大.....	9
图 13： 公司截至 2022 年末合同负债超过收入一倍.....	9
图 14： 公司 2022 年归母净利润同比下降 9.1% .....	9
图 15： 公司房地产业务毛利率高于整体毛利率.....	10
图 16： 公司 2022 年毛利率和销售净利率均有增长.....	10
图 17： 公司 2022 年有息负债同比降低 13% .....	10
图 18： 公司 2022 年综合融资成本为 7.49% .....	10
表 1： 公司 2022 年拿地策略回归西安大本营.....	7
表 2： 公司 2022 年于公开债券市场成功发行两笔公司债和中期票据.....	11
表 3： 公司 2022 年西安待售三个项目预估毛利率保持在 25%左右 .....	11
表 4： 我们预测 2023-2025 年公司营业收入将保持增长 .....	11

---

表 5： 公司 2023 年估值水平低于可比公司均值..... 12

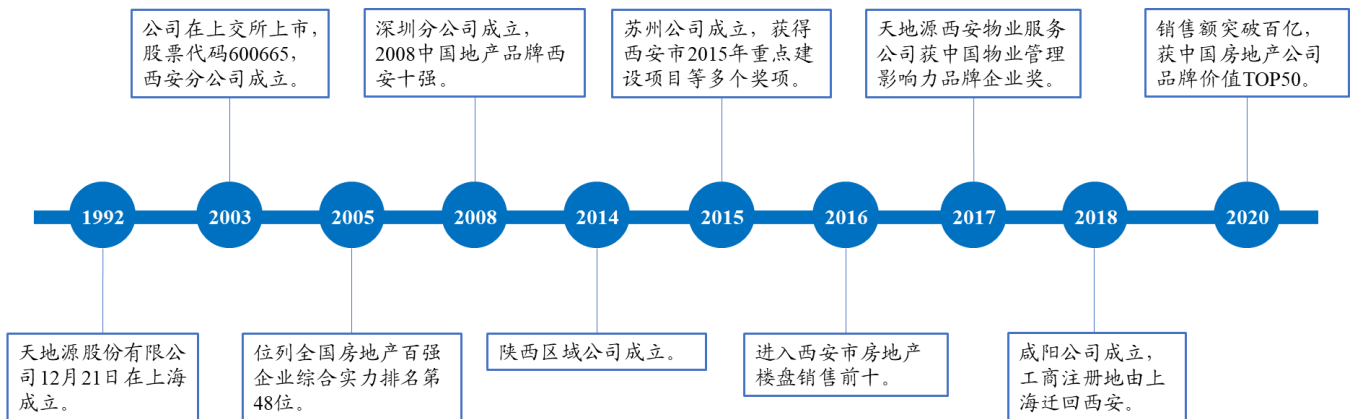
## 1、文化地产引领者，美好生活运营商

### 1.1、成立三十余年，打造文化地产运营商

天地源股份有限公司（以下简称“天地源”）成立于1992年，2003年在上海证券交易所重组上市（股票代码：600665），是西安高科集团有限公司旗下的国有控股上市公司，目前的注册地址为西安市高新区，拥有住房和城乡建设部颁发的房地产开发企业一级资质。

天地源以“文化地产引领者，美好生活运营商”为战略定位，按照“立足于区域深耕，拓展全国”的主业发展思路，目前公司布局以西安为总部中心的西部经济圈、以苏州为中心的长三角经济圈、以深圳为中心的粤港澳大湾区经济圈、以天津为中心的京津冀经济圈、以重庆为中心的成渝双城经济圈和以郑州为中心的中原经济圈，形成集地产开发、地产运营、智慧服务、金融服务等于一体的全国协同发展战略格局。

图1：天地源在房地产开发领域深耕二十余年

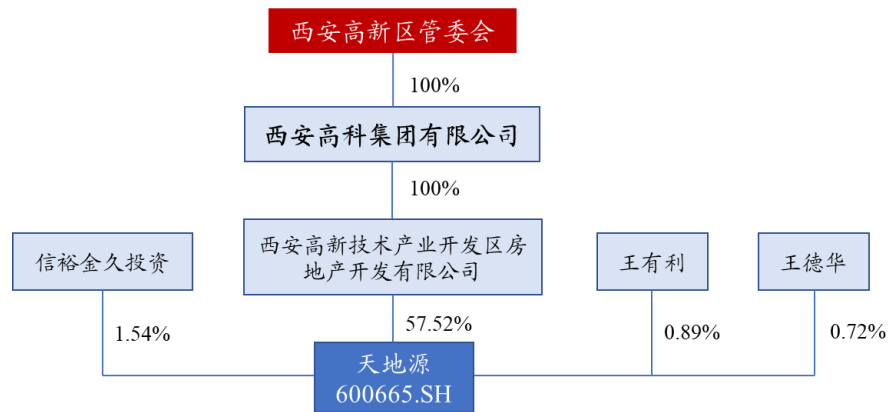


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、西安高新区国资背景，股权结构集中

公司前身上海沪昌特殊钢股份有限公司（以下简称“沪昌特钢”）成立于1992年，2003年西安高科集团旗下全资控股子公司西安高新技术产业开发区房地产开发公司（以下简称“高新地产”）收购沪昌特钢68.25%的股份，成为沪昌特钢控股股东，公司更名为天地源股份有限公司。西安高科集团的全资股东是西安高新区国资委，经过多年发展，已形成以城投建设和公共服务为核心，房地产开发、现代制造业和区域服务业为支撑的多元化发展格局，拥有较强的综合实力。截至2022年底，西安高科集团通过高新地产持有天地源57.52%的股份，股权相对集中，公司11位董事中具有西安高科集团背景的有7人，西安高科通过管理层的覆盖来实现对公司的强管控，保证经营决策的顺利实施。

图2：公司实际控制人西安高科集团由西安高新区委员会全资控股



资料来源：Wind、开源证券研究所

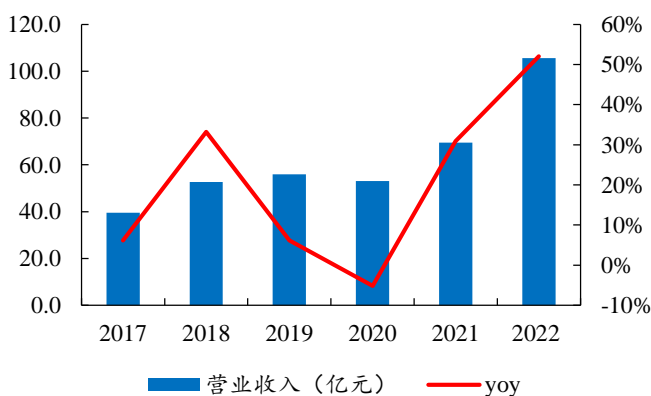
### 1.3、房地产开发为主业，成长与协同业务不断发展

在业务层面，公司以精品住宅为基础业务，以智慧服务、文旅、产业、商业地产为成长业务，以精装修、智能化、房地产经纪为协同业务，以科技为创新业务，构筑“1+4+3+X”业务组合，形成系统化竞争优势。

2022年，公司营收首次突破100亿元，达105.5亿元，同比增长52.0%。其中房地产销售收入达103.1亿元，占比97.7%，开发业务仍为公司核心主业；物业管理和资产出租等其他收入2.4亿，仍存在较大提升空间。

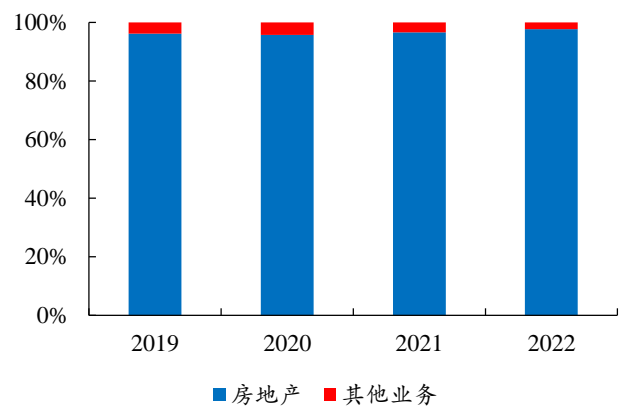
公司物业管理以现有开发项目为主，分布在西安、咸阳、深圳、苏州和太仓等地，伴随项目数量增长及物业管理水平的提升，物业板块收入有望保持增长。公司租赁业务主要以高新国际商务中心租金收入以及开发项目的商铺和车位出租收入为主。公司于2023年初成立资产运营部，盘活存量商业和车库资产，在多元业务发展的战略下，资产运营规模有望持续扩大。

图3：公司2022年收入同比增长52.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司2022年房地产开发业务收入占比达97.7%



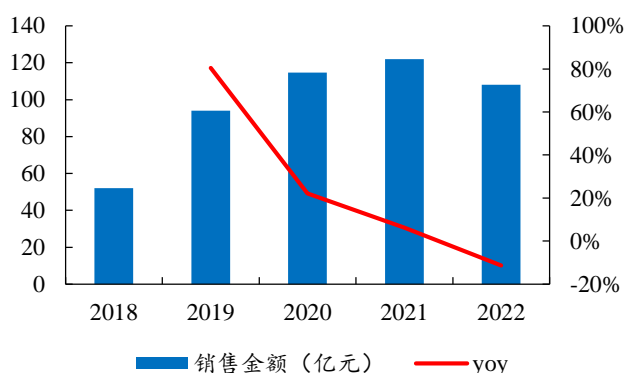
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、销售维持百亿规模，开竣工节奏稳健

### 2.1、销售数据同比下降，整体权益占比较高

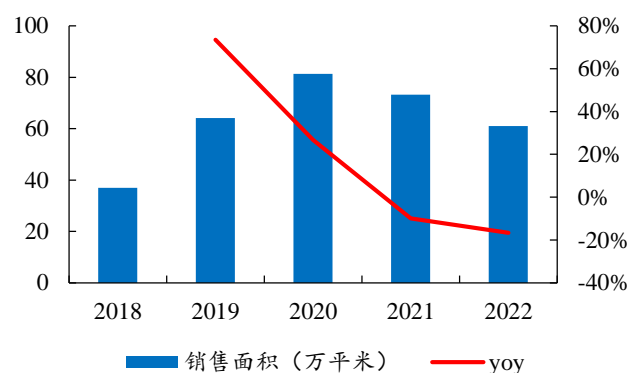
天地源作为西安市本土唯一一家上市房企，在西安区域房地产项目开发经验丰富，具有良好的项目资源和品牌知名度。受项目推盘节奏影响，公司近年来销售额呈波动态势，2020-2022 年均保持百亿规模，2022 年受益于西安、咸阳和苏州等地项目热销，公司全年销售金额和面积分别为 108.04 亿元和 61.06 万方，销售均价提升至 17694 元/平米；公司全年权益销售金额和面积分别为 91.23 亿元和 47.51 亿元，销售金额和面积权益比分别为 84%和 78%，项目整体权益占比较高，合作开发对象主要为地方国企及品牌民营房企，项目安全垫较高。

图5：公司 2020-2022 年销售金额超过百亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司 2022 年销售面积同比下降 16.6%

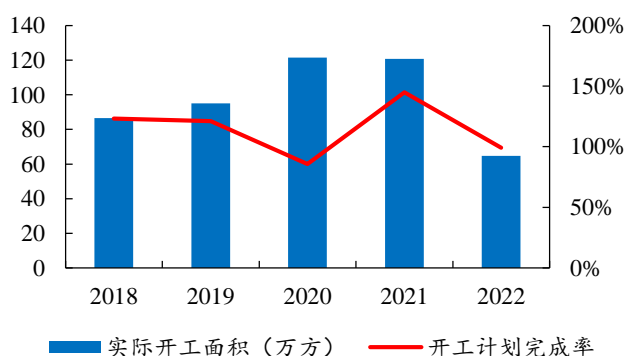


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、开工面积同比下降，竣工面积超额完成计划

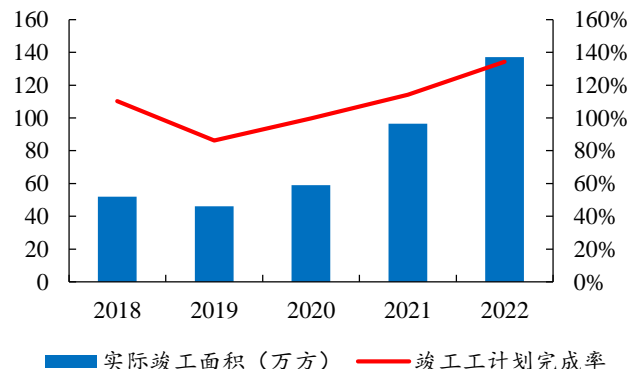
2022 年，公司新开工面积 64.63 万平方米，完成年初计划的 99%，近五年平均开工目标完成率 115%；公司竣工面积 137.14 万平方米，完成年初计划的 134%，近五年平均竣工目标完成率 109%。公司 2023 年计划开竣工数据分别为 68.14 和 76.55 万平方米，鉴于过往五年公司完成情况，我们认为公司完成开竣工目标概率较大。

图7：公司 2022 年实际完成年初开工计划的 99%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2022 年实际完成年初竣工计划的 134%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、投资聚焦重点城市，未售资源相对充足

#### 3.1、拿地金额有所下滑，新增西安两宗地块

公司主要通过公开招拍挂市场进行拓储，适时以股权并购和合作开发等模式拿地。公司近五年投资保持一定强度，以西安区域为重心，拓展长三角区域。2021年公司在西安、苏州、广州、镇江和咸阳获取8宗地块，拿地金额约72亿元。在新增土储相对充裕的情况下，公司2022年投资力度有所放缓，仅上半年在西安高新区获取两宗地块，拿地金额32亿元，拿地面积25万平方米，同比下降56.7%和67.8%，公司两宗地块股权占比均为100%，保证了操盘及开发的一致性。

公司计划在2022年年度股东大会召开之后12个月内，通过以竞拍方式储备土地计容建面约45万平方米，预计金额约65亿元。公司在2022年之前布局全国化发展，在土拍热度较高的情况下在太仓、镇江等三四线城市拓储。在房地产市场区域分化的背景下，我们认为公司未来将聚焦西安大本营和咸阳、苏州、天津等重点深耕区域，在严格的投资纪律和精准的投资策略下，保证拿地的精准度和利润水平。

图9：公司2022年拿地金额同比下降56.7%

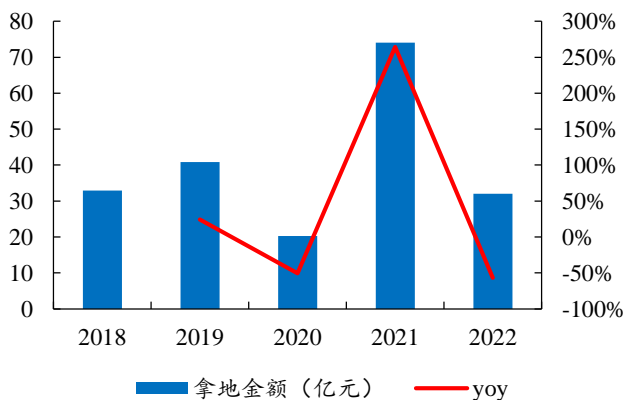
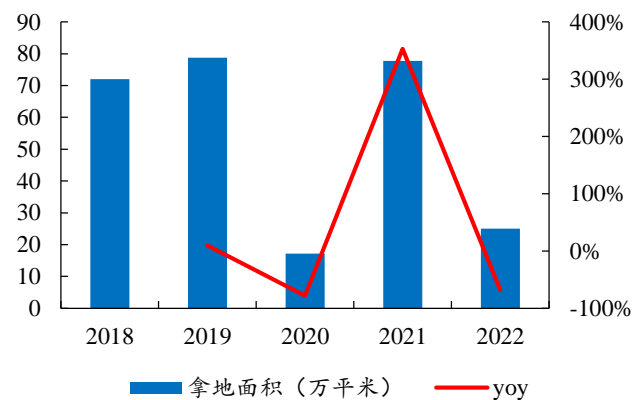


图10：公司2022年拿地面积同比下降67.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：公司2022年拿地策略回归西安大本营

拿地年份	土地名称	城市	能级	建筑面积 (万方)	土地总价 (亿元)	拿地均价 (元/平米)
2022年	西安市高新区中央创新区GX3-17-21号地块	西安	二线	19.4	24.8	12789
2022年	西安市高新区中央创新区GX3-42-25号地块	西安	二线	5.7	7.3	12755
2021年	广州市番禺区石碁镇SQ18G-08市莲路北側地块	广州	一线	7.8	12.4	16000
2021年	咸阳市高新区XY-2021-1-01号地块	咸阳	三四线	22.5	6.1	2694
2021年	镇江市镇江新区2021-1-4号地块	镇江	三四线	7.8	2.9	3720
2021年	镇江京口区2021-1-1号地块	镇江	三四线	4.8	5.8	12090
2021年	苏州相城区苏地2021-WG-29号地块	苏州	二线	9.1	11.5	12620
2021年	苏州吴江区WJ-J-2021-006号地块	苏州	二线	10.0	9.6	9594
2021年	西安市高新区中央创新区GX3-42-2号地块	西安	二线	6.4	8.3	13059
2021年	苏州市姑苏区苏地2021-WG-81号地块	苏州	二线	9.4	18.2	19263
2020年	常熟市城铁新城新世纪大道东侧地块	常熟	三四线	7.1	7.7	10888

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

拿地年份	土地名称	城市	能级	建筑面积 (万方)	土地总价 (亿元)	拿地均价 (元/平米)
2020年	珠海市高新区地块	珠海	三四线	4.8	7.2	14874
2020年	重庆市九龙坡区地块	重庆	二线	5.2	5.4	10277

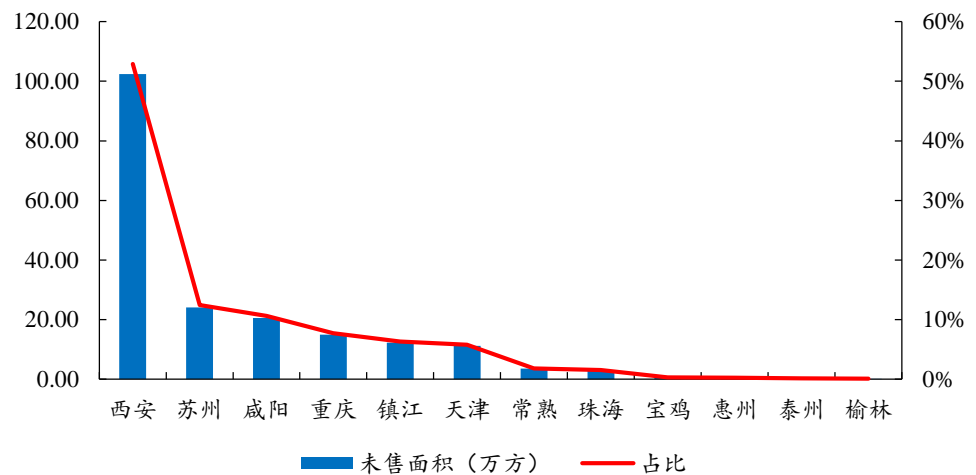
资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、未售土储相对充足，西安未售占比超 50%

截至 2022 年底，公司新房未售面积约 198 万方，其中在西安单城未售面积约 107 万方，占比超 50%。公司在西安主要未售项目包括在售的万熙天地，待售的永安华府、棠颂坊及高新宸樾，剩余项目基本为尾盘在售。公司在西安以外的苏州、咸阳和重庆等城市多为在售项目，我们预计 2023 年西安仍为公司销售额主要贡献区域，销售额占比有望超过 60%。

公司 2022 年销售金额目标 110.05 亿元，销售目标完成率达 98%。公司 2023 年销售金额目标 105.02 亿元，按照 2022 年销售均价计算对应销售面积为 59.4 万方，约占当前总未售面积的 30%，占西安未售面积的 55%，我们认为在西安市场保持相对稳定的趋势下，公司 2023 年有望超额完成销售目标。

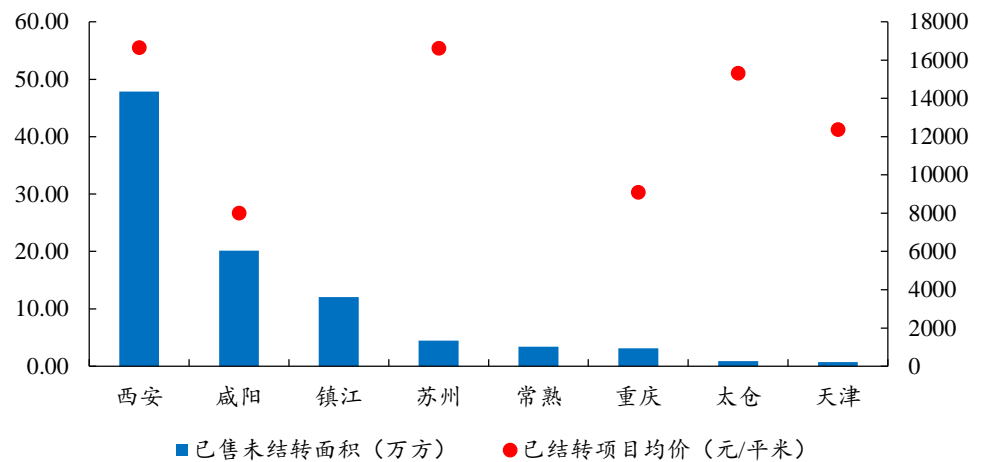
图11：截至 2022 年底公司在西安未售面积超 50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

截至 2022 年底，公司已售未结转面积约 93 万方。从区域分布来看，西安单城未结转面积约 49 万方，占比超 50%，主要为万熙天地和云水天境项目。我们预计公司 2023 年西安、咸阳、镇江和苏州为结转项目主要区域。从结转均价来看，西安、苏州和太仓已结转项目均价较高，能够贡献较高结转金额。



**图12：公司在西安、咸阳、镇江和苏州已售未结转面积较大**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

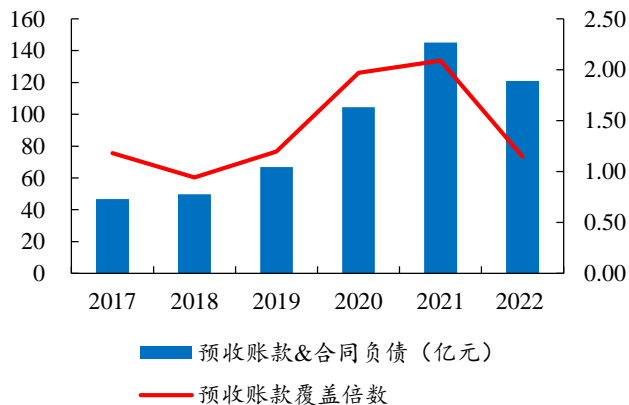
## 4、利润水平提升，融资渠道较为畅通

### 4.1、归母净利润同比下降，销售净利率触底回升

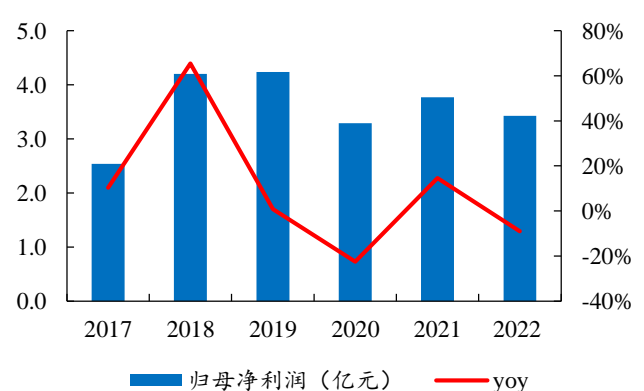
2022年公司营收达105.5亿元，同比增长52.0%，其中房地产销售收入占比97.7%。截至2022年末公司合同负债121.0亿元，可覆盖2022年收入1.15倍，未来业绩释放相对有保障。

2022年公司归母净利润3.43亿元，同比下降9.1%，主要因为公司在2022年交付并结算的项目中，持股比例下降，少数股东损益同比有较大增加，对归母净利润造成较大影响。

从利润水平来看，2022年公司销售毛利率同比提升2.1个百分点至24.8%，其中房地产业务毛利率提升1.8个百分点至25.8%，处于行业较高水平；销售净利率同比提升0.6个百分点至6.6%，实现触底反弹，利润水平保持良好态势。

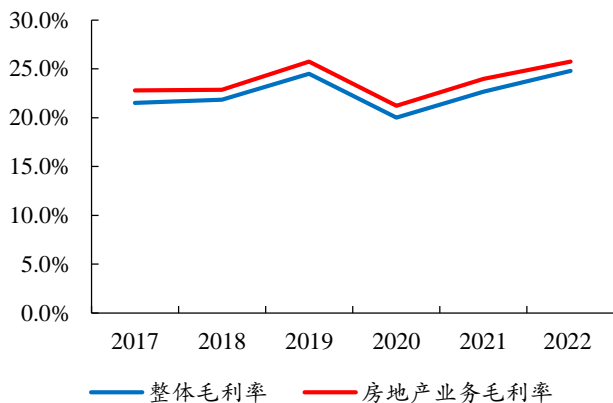
**图13：公司截至2022年末合同负债超过收入一倍**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：公司2022年归母净利润同比下降9.1%**


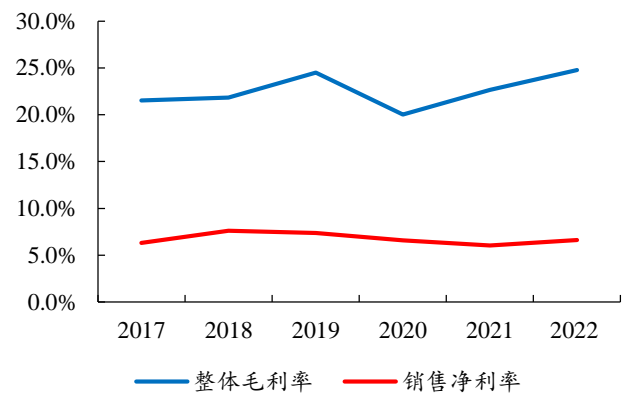
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司房地产业务毛利率高于整体毛利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司 2022 年毛利率和销售净利率均有增长



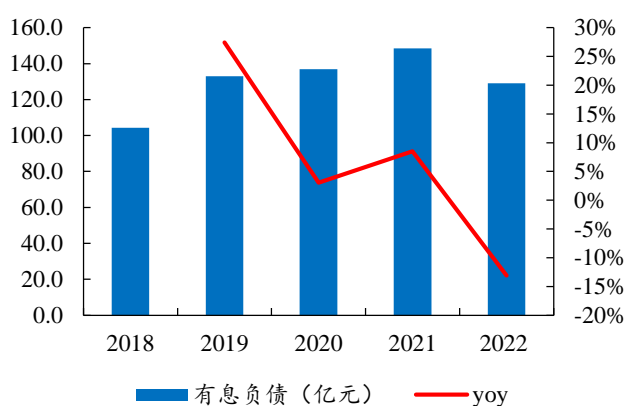
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、融资渠道畅通，融资成本偏高

公司主要通过银行借款、公开市场融资和信托借款进行筹资，融资渠道相对分散。2022 年，公司于公开债券市场成功发行两笔公司债和中期票据，发行规模约 21 亿元，票面利率 7.5%，由控股股东西安高科无偿担保。

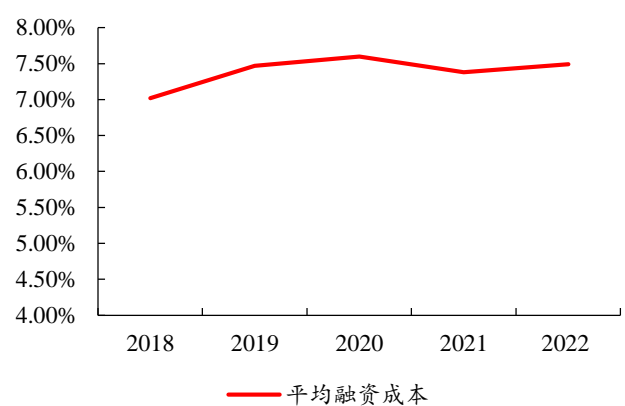
公司 2022 年有息负债总额为 129.1 亿元，同比降低 13%。受自有资本实力较弱的影响，公司财务杠杆比例较高，2022 年资产负债率及剔除预负债率分别为 87.3% 和 81.8%，净负债率降低 9.9 个百分点至 145%，债务结构不断优化。由于存量债券和非标融资成本较高，2022 年公司综合融资成本为 7.49%，高于行业主流水平，但融资渠道较为畅通。公司未来将在融资层面加大利率较低的银行开发贷占比，减少信托等利率较高的非标融资，融资成本有望持续优化。

图17：公司 2022 年有息负债同比降低 13%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司 2022 年综合融资成本为 7.49%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2：公司 2022 年于公开债券市场成功发行两笔公司债和中期票据**

证券简称	证券类别	发行日期	发行期限 (年)	票面利率 (当期)%	发行规模 (亿元)	名义主体最 新信用评级	担保人
22 天地源 MTN002	一般中期票据	2022-10-28	3.0000	7.5000	2.0000	AA	西安高科
22 天地二	一般公司债	2022-08-16	3.0000	7.5000	9.1300	AA	西安高科
22 天地源 MTN001	一般中期票据	2022-07-29	3.0000	7.5000	5.0000	AA	西安高科
22 天地一	一般公司债	2022-03-10	3.0000	7.5000	5.0000	AA	西安高科
21 天地一	一般公司债	2021-12-28	3.0000	7.5000	9.0000	AA	西安高科
21 天地源 PPN001	定向工具	2021-06-16	3.0000	7.9800	5.0000	AA	
20 天地源 PPN001	定向工具	2020-11-13	3.0000	7.9800	2.0000	AA	

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

公司以精品住宅为基础业务，开发业务仍为公司核心主业。鉴于公司 2020-2022 年销售金额均超过百亿规模，且近两年销售权益占比较高，我们预测公司 2023-2025 年房地产业务收入增速分别为 15%、5%、2%，其他业务收入维持在 5% 增速。

经我们测算，公司 2023 年在西安主力待售的三个楼盘毛利率均值将保持在 25% 左右，并且有望在 2024 和 2025 年集中结转。2023 年部分三四线城市项目结算影响毛利率，我们预测未来三年房地产业务毛利率分别为 24.5%、25.0% 及 25.5%，其他业务毛利率止跌企稳。

**表3：公司 2022 年西安待售三个项目预估毛利率保持在 25% 左右**

地区	项目	可供出售面积 (万方)	拿地成本 (亿元)	拿地均价 (元/平米)	销售均价 (元/平米)	房地价差 (元/平米)	预估毛利率
西安	棠颂坊	5.7	7.3	12755	27000	14245	26%
西安	高新宸樾	22.3	24.2	10881	26000	15119	28%
西安	永安华府	19.4	24.8	12789	26000	13211	23%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：我们预测 2023-2025 年公司营业收入将保持增长**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	69.4	105.5	121.1	127.2	129.8
yoy	31%	52%	15%	5%	2%
房地产业务收入 (亿元)	67.1	103.1	118.6	124.5	127.0
yoy	32%	54%	15%	5%	2%
其他业务收入 (亿元)	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8
毛利率	22.7%	24.8%	23.8%	24.4%	25.0%
房地产业务毛利率	24.0%	25.8%	24.5%	25.0%	25.5%
其他业务毛利率	-14.7%	-16.2%	-8.0%	-3.0%	0.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选择同样为地方国资控股的上市房企华发股份、越秀地产、陆家嘴和城建发展进行估值比较。公司 2023 年业绩对应 PE 估值 6.3 倍，低于可比公司平均水平。天地源作为西安高科集团有限公司旗下的国有控股上市公司，销售维持百亿规模，投资保持一定强度，负债结构不断优化，看好公司未来业绩不断释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.25、6.49 和 7.61 亿元，对应 EPS 为 0.61、0.75、0.88 元，当前股价对应 PE 为 6.3、5.1、4.4 倍。公司项目储备丰厚，西安深耕优势助力盈利能力提升，首次覆盖给予“买入”评级。

**表5：公司 2023 年估值水平低于可比公司均值**

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
0123.HK	越秀地产	371.0	39.5	43.6	52.7	62.3	9.4	8.5	7.0	6.0
600325.SH	华发股份	257.9	25.8	30.5	34.4	37.8	10.0	8.5	7.5	6.8
600663.SH	陆家嘴	364.7	10.8	15.1	18.2	25.4	33.6	24.1	20.1	14.4
600266.SH	城建发展	111.7	-9.3	9.3	13.0	15.2	-12.1	12.0	8.6	7.3
							10.2	13.3	10.8	8.6
600665.SH	天地源	33.2	3.4	5.25	6.49	7.61	9.7	6.3	5.1	4.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除天地源和越秀地产外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2023 年 4 月 7 日。

## 6、风险提示

行业政策放松不及预期、西安销售回暖不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	39596	38525	42226	44993	45547
现金	7561	5575	5084	6057	5835
应收票据及应收账款	75	66	224	62	195
其他应收款	2631	1917	1804	2517	2628
预付账款	1616	1162	1849	1799	1854
存货	26573	28892	32239	33587	34037
其他流动资产	1139	914	1027	971	999
<b>非流动资产</b>	1678	1783	2035	2209	2406
长期投资	539	532	651	705	792
固定资产	125	119	200	264	315
无形资产	9	10	9	8	7
其他非流动资产	1004	1122	1175	1230	1292
<b>资产总计</b>	41275	40308	44261	47202	47953
<b>流动负债</b>	28579	26650	28478	30642	31621
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3442	5652	4700	6198	4788
其他流动负债	25137	20998	23778	24444	26834
<b>非流动负债</b>	8151	8530	9949	9917	8855
长期借款	8129	8503	9920	9887	8824
其他非流动负债	23	27	28	30	31
<b>负债合计</b>	36730	35180	38427	40560	40477
少数股东权益	386	740	1023	1301	1491
股本	864	864	864	864	864
资本公积	207	207	207	207	207
留存收益	3087	3316	3882	4531	5197
<b>归属母公司股东权益</b>	4158	4388	4811	5341	5985
<b>负债和股东权益</b>	41275	40308	44261	47202	47953

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	669	1395	512	741	708
净利润	419	701	808	927	951
折旧摊销	13	15	20	28	30
财务费用	65	67	74	81	89
投资损失	-6	2	-2	0	-1
营运资金变动	230	548	-336	-241	-305
其他经营现金流	-51	63	-52	-55	-58
<b>投资活动现金流</b>	-244	-24	-216	-146	-168
资本支出	8	7	76	59	48
长期投资	-237	-18	-119	-71	-87
其他投资现金流	-474	-35	-258	-157	-206
<b>筹资活动现金流</b>	-919	-2541	-787	379	-762
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-2116	375	1417	-33	-1063
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1197	-2916	-2204	412	301
<b>现金净增加额</b>	-494	-1170	-492	974	-222

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6942	10552	12111	12717	12979
营业成本	5369	7937	9226	9612	9741
营业税金及附加	477	830	945	996	1014
营业费用	253	334	412	417	434
管理费用	220	222	319	301	325
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	65	67	74	81	89
资产减值损失	-107	103	-90	-99	-68
其他收益	2	3	2	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-2	2	-0	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	420	1065	1229	1410	1447
营业外收入	169	4	4	5	5
营业外支出	4	3	3	3	4
<b>利润总额</b>	585	1066	1230	1411	1448
所得税	167	366	422	484	497
<b>净利润</b>	419	701	808	927	951
少数股东损益	42	358	283	278	190
<b>归属母公司净利润</b>	377	343	525	649	761
EBITDA	1019	1579	1462	1672	1680
EPS(元)	0.44	0.40	0.61	0.75	0.88

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.9	52.0	14.8	5.0	2.1
营业利润(%)	4.3	153.4	15.4	14.7	2.6
归属于母公司净利润(%)	14.6	-9.1	53.3	23.5	17.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.7	24.8	23.8	24.4	25.0
净利率(%)	5.4	3.2	4.3	5.1	5.9
ROE(%)	9.2	13.7	13.9	14.0	12.7
ROIC(%)	3.7	5.9	5.5	5.9	5.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	89.0	87.3	86.8	85.9	84.4
净负债比率(%)	164.9	145.0	125.4	104.2	88.1
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	83.0	149.5	83.7	89.2	101.3
应付账款周转率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.40	0.61	0.75	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.61	0.59	0.86	0.82
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.08	5.57	6.18	6.93
<b>估值比率</b>					
P/E	8.8	9.7	6.3	5.1	4.4
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.0	7.3	8.0	6.9	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn