

天地源 (600665.SH)

业绩同比实现增长，结转项目毛利率承压

2023年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

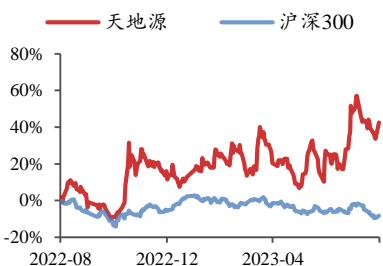
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/8/28
当前股价(元)	4.51
一年最高最低(元)	5.38/2.84
总市值(亿元)	38.97
流通市值(亿元)	38.97
总股本(亿股)	8.64
流通股本(亿股)	8.64
近3个月换手率(%)	178.72

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩同比实现增长，一季度新增西安宅地——公司信息更新报告》
-2023.5.5

《背靠国资深耕西安，打造文化地产引领者——公司首次覆盖报告》
-2023.4.10

● 背靠国资深耕西安，业绩同比实现增长，维持“买入”评级

天地源发布2023年中期报告，公司上半年营收利润保持增长，销售数据稳中有升，投资保持强度，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。我们维持盈利预测，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7.4、6.0、5.1倍，维持“买入”评级。

● 业绩同比实现增长，结转项目毛利率承压

公司上半年实现营收48.39亿元，同比增长56.07%；实现归母净利润0.28亿元，同比增长219.91%；实现经营性净现金流-5.61亿元，基本每股收益0.0326元。公司收入同比高增主要由于项目结转面积同比大幅增长，归母净利润同比高增主要由于2022年同期少数股东损益大额增加，同比基数较低，土地款支出增加导致经营性净现金流转负。公司上半年实现销售毛利率和净利率分别为11.42%和0.84%（2022全年分别为24.79%和6.64%），结转项目毛利率承压。

● 销售数据稳中有升，持续深耕西安大本营

公司上半年实现合同销售面积33.28万平方米，同比增长6.39%，销售面积权益比为75.8%；实现合同销售金额59.80亿元，同比增长2.15%，销售金额权益比为83.3%。公司上半年新获取西安市高新区宅地，计容建面22.26万方，持续深耕西安大本营。公司上半年新开工面积36.13万平方米，新开工权益比达100%，竣工面积10.51万平方米。

● 负债持续压降，融资成本相对较高

公司2022年有息负债总额为129.1亿元，同比降低13%；2023H1资产负债率87.64%，较2022年末提升0.36个百分点。公司于2023年1月公告非公开发行股票预案，募资总额不超过12.5亿元，用于两个项目开发及偿还借款，已于5月获国资委批复，若成功发行将有效优化公司资产结构，改善公司财务状况。

● 风险提示：政策放松不及预期、西安销售回暖不及预期、公司融资风险。

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)	10.3	11.4	7.4	6.0	5.1
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	41275	40308	44261	47202	47953
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
归属母公司股东权益	4158	4388	4811	5341	5985
负债和股东权益	41275	40308	44261	47202	47953

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-494	-1170	-492	974	-222

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	585	1066	1230	1411	1448
所得税	167	366	422	484	497
净利润	419	701	808	927	951
少数股东损益	42	358	283	278	190
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
获利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	10.3	11.4	7.4	6.0	5.1
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.6	7.6	8.4	7.3	7.1

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