

营收归母净利大幅增长，增发方案上半年获批复

➤ **营收归母净利大幅增长，经营性净现金流短期承压。** 2023年上半年公司实现48.39亿元的总营收，同比提升56.07%，主要为公司竣工交房项目结转面积较上年同期增加所影响；2023年上半年公司实现归母净利0.28亿元，同比提升209.92%，主要系少数股东损益大幅减少所致；2023年上半年公司经营性净现金流为-5.61亿元，主要系土地款与税款较上年增加及与合营项目公司资金往来收支变化所致，随着公司融资渠道拓宽，短期资金压力或将得以化解。

➤ **销售规模保持稳定，土地获取不及年初计划。** 截至2023年上半年，公司实现合同销售面积33.3万方，同比增长6.39%，合同销售金额59.80亿元，同比增长2.15%，销售规模稳中有升；根据2022年年报，公司计划2023年以竞拍方式储备土地计容建面约45万方，截至2023年上半年，公司权益新增房地产计容建筑面积12.24万方，仅完成土地拓展计划的27%。

➤ **资产负债率维持稳定，负债结构有待调整。** 截至2023年上半年，公司资产负债率为87.64%，较2022年末的87.28%增加0.41个百分点相对稳定，现金利息保障倍数从2022年末的4.55下降到了0.41，降幅较明显；2023年5月国资委批复了公司向35名特定投资者非公开发行总额不超过12.5亿元A股股票的申请，用项目建设和偿还金融机构借款，定增实施后公司负债结构或将得以优化。

➤ **投资建议：母公司端：**公司作为西安唯一上市的国资房地产开发公司，具备以西安为中心的西部市场深耕优势；**融资端：**公司定增方案获批复；**销售端：**截至2023年H1，公司的销售金额和面积均实现同比正增长；**投资端：**目前拿地成本相对较低。预测公司2023-2025年营业收入达112.43亿元/118.33亿元/125.18亿元，2023-2025年PE倍数为7/5/4。随着融资政策宽松、需求端逐渐修复，我们认为公司无论在开发能力还是拓展能力方面均具备较大优势。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**负债率上升风险，西安市场下行风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10,552	11,243	11,833	12,518
增长率 (%)	52.0	6.5	5.2	5.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	343	545	689	798
增长率 (%)	-9.1	58.9	26.5	15.9
每股收益 (元)	0.40	0.63	0.80	0.92
PE	10	7	5	4
PB	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年9月6日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
4.11 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 陈立

执业证书：S0100122080002

电话：18817507365

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

1.天地源 (600665.SH) 首次覆盖报告：国资
背书深耕西安市场，业绩逆势增长显著-2023
/07/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,552	11,243	11,833	12,518
营业成本	7,937	8,878	9,159	9,627
营业税金及附加	830	884	931	985
销售费用	334	304	319	338
管理费用	222	169	177	188
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,135	1,014	1,252	1,387
财务费用	67	105	131	102
资产减值损失	-103	-109	-108	-111
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	1,065	801	1,013	1,174
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	1,066	802	1,014	1,175
所得税	366	228	289	335
净利润	701	573	725	840
归属于母公司净利润	343	545	689	798
EBITDA	1,152	1,032	1,269	1,406

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,575	4,873	6,327	6,989
应收账款及票据	66	76	80	84
预付款项	1,162	1,065	1,099	1,155
存货	28,892	30,294	30,005	31,012
其他流动资产	2,831	2,852	2,944	3,051
流动资产合计	38,525	39,160	40,455	42,291
长期股权投资	532	532	532	532
固定资产	119	119	119	118
无形资产	10	9	9	9
非流动资产合计	1,783	1,794	1,794	1,792
资产合计	40,308	40,954	42,249	44,083
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5,652	5,674	5,854	6,153
其他流动负债	20,998	18,087	18,639	19,540
流动负债合计	26,650	23,761	24,493	25,694
长期借款	5,009	6,190	6,190	6,190
其他长期负债	3,522	5,405	5,406	5,406
非流动负债合计	8,530	11,594	11,596	11,596
负债合计	35,180	35,355	36,089	37,289
股本	864	864	864	864
少数股东权益	740	769	805	847
股东权益合计	5,128	5,598	6,160	6,794
负债和股东权益合计	40,308	40,954	42,249	44,083

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	52.01	6.55	5.24	5.80
EBIT 增长率	136.62	-10.60	23.38	10.83
净利润增长率	-9.06	58.93	26.49	15.89
盈利能力 (%)				
毛利率	24.79	21.04	22.59	23.10
净利润率	3.25	4.84	5.82	6.38
总资产收益率 ROA	0.85	1.33	1.63	1.81
净资产收益率 ROE	7.81	11.28	12.86	13.42
偿债能力				
流动比率	1.45	1.65	1.65	1.65
速动比率	0.28	0.28	0.34	0.35
现金比率	0.21	0.21	0.26	0.27
资产负债率 (%)	87.28	86.33	85.42	84.59
经营效率				
应收账款周转天数	2.28	2.28	2.28	2.28
存货周转天数	1,328.72	1,250.00	1,200.00	1,180.00
总资产周转率	0.26	0.28	0.28	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.63	0.80	0.92
每股净资产	5.08	5.59	6.20	6.88
每股经营现金流	1.61	1.26	2.15	1.29
每股股利	0.12	0.19	0.24	0.28
估值分析				
PE	10	7	5	4
PB	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.83	9.86	8.01	7.23
股息收益率 (%)	2.90	4.60	5.82	6.75
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流	1,395	1,091	1,862	1,113
资本开支	-7	-18	-16	-16
投资	-18	-6	0	0
投资活动现金流	-24	-25	-16	-16
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,295	-3,324	1	0
筹资活动现金流	-2,541	-1,769	-391	-436
现金净流量	-1,170	-703	1,455	661

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026