

天地源（600665）2023年一季报点评

销售稳增，在西安优势渐兑现

事项:

- ❖ 公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 32 亿元，同比增长 784%，归母净利润 0.16 亿元（2022 年一季度为 -0.27 亿元）；另外，公司非公开发行 A 股股票事项获西安国资委批复。

评论:

- ❖ **业绩实现同比高增，盈利能力承压。**公司 Q1 竣工结算速度加快，营业收入同比增长 784%，公司近年来销售规模及投资保持稳定，预计 2023 年全年营收基本与去年持平。2) 公司 Q1 毛利率 13.75%，较 2022 年有所下滑，短期仍存在一定盈利压力。
- ❖ **公司销售稳步改善，一季度销售金额中苏州占比约 39%。**1) 公司 Q1 销售金额 26 亿元，同比下降 2%，按照公司 2023 年 105 亿销售目标推算，已完成约 25%。2) Q1 公司在西安并没有项目新开盘，仅个别续销；但根据克而瑞数据，公司苏州平江观棠、常熟金兰雅苑一季度热销，销售金额分别为 7.95 亿元、2.3 亿元，分别为苏州市区、常熟销售榜前十，有力支撑公司一季度销售，也符合我们对于公司在苏州享有较好口碑及相对优势的判断。
- ❖ **公司在西安具备竞争优势，助推项目实现较好去化，新增西安高新区土储，持续践行重回西安大本营的投资策略。**1) 公司在西安具备规模优势及良好口碑，有助于实现较好的价格及去化率，如 2022 年 6 月获取的高新区 GX3-17-21 号地块，即永安华府项目，2023 年 5 月首开，开盘去化率达 88%，再次印证公司在西安的优势。2) 2023 年 1 月，公司通过股权后入方式，入股高新区 GX3-25-24 地块，践行重回西安大本营的投资策略，随着西安市场回暖，预计公司将持续受益。3) 公司 Q1 资产负债率 86.91%，相较 2022 年下降 0.37pct，负债结构有一定优化；另外，公司 A 股定增 12.5 亿元已获西安国资委批复，此次定增募资主要用于项目建设和偿还金融机构借款，有助于进一步补充资本金，进一步改善资产负债水平。
- ❖ **投资建议：公司 2022 年重新聚焦西安，尤其是高新区，通过在西安的拿地优势和品牌优势保障稳定的毛利率，有望成为盈利稳定增长的区域深耕型公司。**我们维持 2023-2025 年公司 EPS 预测分别为 0.53、0.59、0.64 元，考虑公司回归西安后业绩初步兑现，维持 2023 年目标价 5.57 元，对应 2023 年 10.5 倍 PE，维持公司“推荐”评级。

- ❖ **风险提示：**行业继续单边缩表，市场超预期下行。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	10,552	10,721	11,065	11,556
同比增速(%)	52.0%	1.6%	3.2%	4.4%
归母净利润(百万)	343	460	507	551
同比增速(%)	-9.1%	34.2%	10.2%	8.7%
每股盈利(元)	0.40	0.53	0.59	0.64
市盈率(倍)	9.2	6.8	6.2	5.7
市净率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 5 月 23 日收盘价

推荐（维持）

目标价：5.57 元

当前价：3.64 元

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

公司基本数据

总股本(万股)	86,412.25
已上市流通股(万股)	86,412.25
总市值(亿元)	31.45
流通市值(亿元)	31.45
资产负债率(%)	86.91
每股净资产(元)	5.10
12 个月内最高/最低价	4.54/2.92

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《天地源（600665）深度研究报告：重回西安，优势凸显》

2023-05-10

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,575	4,474	4,882	5,353
应收票据	0	0	0	0
应收账款	66	67	69	72
预付账款	1,162	1,671	1,610	1,849
存货	28,892	29,352	29,887	30,804
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,831	3,855	4,513	4,561
流动资产合计	38,525	39,420	40,961	42,639
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	532	532	532	532
固定资产	119	114	109	105
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	11	14	15
其他非流动资产	1,122	1,123	1,124	1,126
非流动资产合计	1,783	1,780	1,779	1,779
资产合计	40,308	41,200	42,741	44,418
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	33	42	54
应付账款	5,652	5,153	5,450	5,734
预收款项	2	3	3	3
合同负债	12,100	12,865	13,279	13,867
其他应付款	2,560	2,560	2,560	2,560
一年内到期的非流动负债	4,508	4,508	4,508	4,508
其他流动负债	1,828	1,776	1,848	1,934
流动负债合计	26,650	26,897	27,689	28,660
长期借款	5,009	4,932	5,023	5,068
应付债券	3,495	3,495	3,495	3,495
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	8,530	8,454	8,544	8,589
负债合计	35,180	35,351	36,233	37,249
归属母公司所有者权益	4,388	4,848	5,216	5,615
少数股东权益	740	1,001	1,292	1,554
所有者权益合计	5,128	5,849	6,508	7,169
负债和股东权益	40,308	41,200	42,741	44,418

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,395	-1,014	461	629
现金收益	782	737	804	867
存货影响	-2,318	-461	-535	-917
经营性应收影响	567	-406	168	-129
经营性应付影响	2,766	-466	306	296
其他影响	-402	-417	-281	512
投资活动现金流	-24	56	63	15
资本支出	-9	-8	-10	-10
股权投资	7	0	0	0
其他长期资产变化	-23	64	73	25
融资活动现金流	-2,541	-143	-115	-174
借款增加	-2,041	-77	91	45
股利及利息支付	-1,227	-323	-343	-362
股东融资	0	0	0	0
其他影响	727	257	137	143

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,552	10,721	11,065	11,556
营业成本	7,937	8,469	8,631	8,898
税金及附加	830	587	650	754
销售费用	334	339	350	366
管理费用	222	226	233	243
研发费用	0	0	0	0
财务费用	67	68	68	68
信用减值损失	5	5	5	5
资产减值损失	-103	-105	-108	-113
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-2	2	0	1
其他收益	3	3	3	3
营业利润	1,065	937	1,033	1,123
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	1,066	938	1,034	1,124
所得税	366	281	310	337
净利润	701	657	724	787
少数股东损益	358	197	217	236
归属母公司净利润	343	460	507	551
NOPLAT	745	704	771	834
EPS(摊薄) (元)	0.40	0.53	0.59	0.64

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	52.0%	1.6%	3.2%	4.4%
EBIT 增长率	74.4%	-11.3%	9.5%	8.2%
归母净利润增长率	-9.1%	34.2%	10.2%	8.7%
获利能力				
毛利率	24.8%	21.0%	22.0%	23.0%
净利率	6.6%	6.1%	6.5%	6.8%
ROE	7.8%	9.5%	9.7%	9.8%
ROIC	6.9%	5.9%	6.1%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	87.3%	85.8%	84.8%	83.9%
债务权益比	254.3%	221.6%	200.6%	182.7%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	204	230	221	226
存货周转天数	1,258	1,238	1,235	1,228
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.53	0.59	0.64
每股经营现金流	1.61	-1.17	0.53	0.73
每股净资产	5.08	5.61	6.04	6.50
估值比率				
P/E	9	7	6	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	17	15	14

房地产组团队介绍

房地产组组长、首席研究员：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522