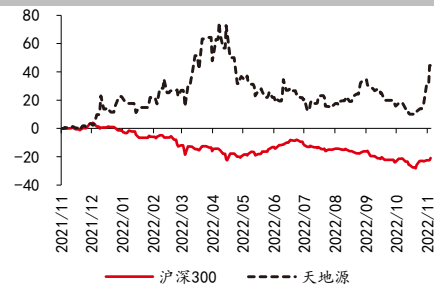


公司投资评级

推荐|首次覆盖

相对指数表现 (%)



资料来源：中邮证券研究所

基本数据 (2022.11.16)

总市值 (百万元)	3,309.59
流通市值 (百万元)	3,309.59
52周最高/最低 (元)	5.09/2.62
52周最高/最低 PE (倍)	26.65/4.93
52周最高/最低 PB (倍)	1.06/0.58
52周涨幅 (%)	57.93
52周换手率 (%)	572.71

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

天地源 (600665.SH):
聚焦西安高新区，稳健积极的国有房企
● 核心观点

西安高新区下属国有房企，2021年以来战略重新聚焦西安，尤其是高新区。公司是西安高新区下属国有房企，成立于1992年，控股股东为西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司，实际控制人为西安高科集团有限公司。公司土地储备约55%位于西安市，长期深耕西安房地产市场，2018年至2020年拓展外部市场，发力长三角、珠三角和京津冀区域。2021年以来，公司战略重心重新聚焦西安，尤其是高新区，接连斩获3宗地块，具体位于高新区中央创新区，区位优势明显。

高新区：西安市的经济重心、产业高地、楼市焦点。西安高新区楼市表现坚挺，1-10月商品住宅销售额同比增长约5.74%，既明显跑赢西安市同期数据（累计下降约12.79%），也大幅跑赢全国同期数据（累计下降约28.18%）。高新区是西安市的经济重心、产业高地、楼市焦点。1) 经济重心：高新区GDP近年来占比从16.40%持续上升至28.24%。2) 产业高地：西安市重点高新技术产业主要位于高新区，代表性产业包括：IT产业、半导体、新能源产业、本土培育科创企业。3) 楼市焦点：①高新区房价领先西安市场，2022年1-10月新房成交均价达到2.3万元/m²，西安整体均价约为1.4万元/m²；②成交量占比高，2022年1-10月新房成交额占比达到约26%。

经营表现：销售平稳，拿地稳健积极。受益于西安、尤其是高新区良好的经济发展、产业基础、楼市表现，公司近年来销售额快速增长，从2014年的32亿元增长至2021年的122亿元，复合增长率达21%。2021年下半年以来，楼市进入调整期，但公司销售保持平稳，2022年前三季度销售额82亿元，仅小幅下降6%。在行业调整的背景下，公司今年拿地保持稳健积极，前三季度拿地金额达到32亿元，拿地强度约40%，表明公司稳健积极发展的战略方向。

财务表现：融资渠道顺畅，业绩调整步入尾声。国企背景下，公司发债、股东支持、银行信贷等渠道保持畅通，上半年实现融资到账51.07亿元。公司股息率高、发债票息高，发债票面利率达到7.50%，股息率约3.4%。公司目前业绩处于调整期，但未来主要拖累因素或逐步减弱。展望未来，公司业绩的主要拖累因素有望逐步减弱：1) 少数

股东损益主要原因为 2017 年以来合作项目增多所致，随着 2021 年下半年以来公司拿地转为以独立开发为主，未来少数股东损益占比有望回落；2) 营业外收入主要为去年盘活项目收到补偿款 1.59 亿元，属于一次性收益，不具备持续影响。

● 投资建议

公司战略重新聚焦西安，有望持续受益于当地经济和楼市发展，首次覆盖给予“推荐”评级。我们预计公司 2022-2024 年营业收入 78.26 亿元、88.99 亿元、102.08 亿元，归母净利润 1.87 亿元、3.43 亿元、4.15 亿元，EPS 0.22 元、0.40 元、0.48 元，对应 PE 为 17.66 倍、9.65 倍和 7.97 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利 (元)	0.44	0.22	0.40	0.48
净利润增长率	14.61%	-50.27%	82.98%	21.04%
市盈率 (倍)	8.78	17.66	9.65	7.97
EV/EBITDA (倍)	15.31	15.61	12.91	12.87
EV/销售收入 (倍)	1.56	1.43	1.18	1.20
PE/G (倍)	0.60	—	0.12	0.38
市净率 (倍)	0.80	0.78	0.74	0.69

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测。注：股价为 2022 年 11 月 16 日收盘价

● 风险提示

房地产政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

目录

1.西安国企，战略聚焦高新区	5
1.1 公司简介：西安国有房企，隶属于西安高科集团	5
1.2 发展战略：2021 年以来战略重新聚焦西安	5
2.西安高新区：经济引擎、产业高地、楼市焦点	8
2.1 西安楼市：市场坚韧，调整幅度小	8
2.2 高新区：西安经济引擎、产业高地、楼市焦点	9
3.经营表现：销售平稳，拿地稳健积极	11
3.1 销售表现：销售成长性明显，今年调整幅度小	11
3.2 拿地情况：拿地稳健积极，高新区斩获优质地块	11
4.财务表现：融资渠道通畅，业绩调整步入尾声	15
4.1 融资情况：融资渠道顺畅，股息高、票息高	15
4.2 结算业绩：业绩处于调整期，但影响或逐步减弱	15
5.投资建议	17
6.风险提示	18

图表目录

图表 1 公司是西安高新区下属国有房企	5
图表 2 公司 2022 年三季度末土地储备分布情况（未售货值）	6
图表 3 2021 年以来，公司于西安市高新区中央创新区接连斩获 3 宗地块	6
图表 4 公司 2021 年以来拿地所在区域：西安高新区中央创新区（CID）	7
图表 5 商品住宅销售面积累计增速，西安跑赢全国	8
图表 6 商品住宅销售额累计增速，西安跑赢全国	8
图表 7 商品住宅销售面积累计增速，高新区跑赢西安	9
图表 8 商品住宅销售额累计增速，高新区跑赢西安	9
图表 9 高新区是西安市的经济引擎	9
图表 10 西安高新区产业示意图	10
图表 11 西安市各区成交量及房价（2022 年 1-8 月）	10
图表 12 公司 2022 年前三季度销售额仅小幅下降	11
图表 13 公司拿地保持稳健积极	11
图表 14 西安高新区中央创新区区位及产业示意图	12
图表 15 天地源在西安高新区斩获地块（GX3-17-21）区位示意图	13
图表 16 天地源在西安高新区斩获地块（GX3-42-25、GX3-42-2）区位示意图	14
图表 17 2022 年以来，公司发行债券明细	15
图表 18 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 8.93%	16
图表 19 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 76.29%	16
图表 20 公司 2022 前三季度毛利率为 20.49%，三费率为 8.32%	16
图表 21 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.26	16
图表 22 公司净负债率情况	16
图表 23 公司剔除预收款项的资产负债率情况	16

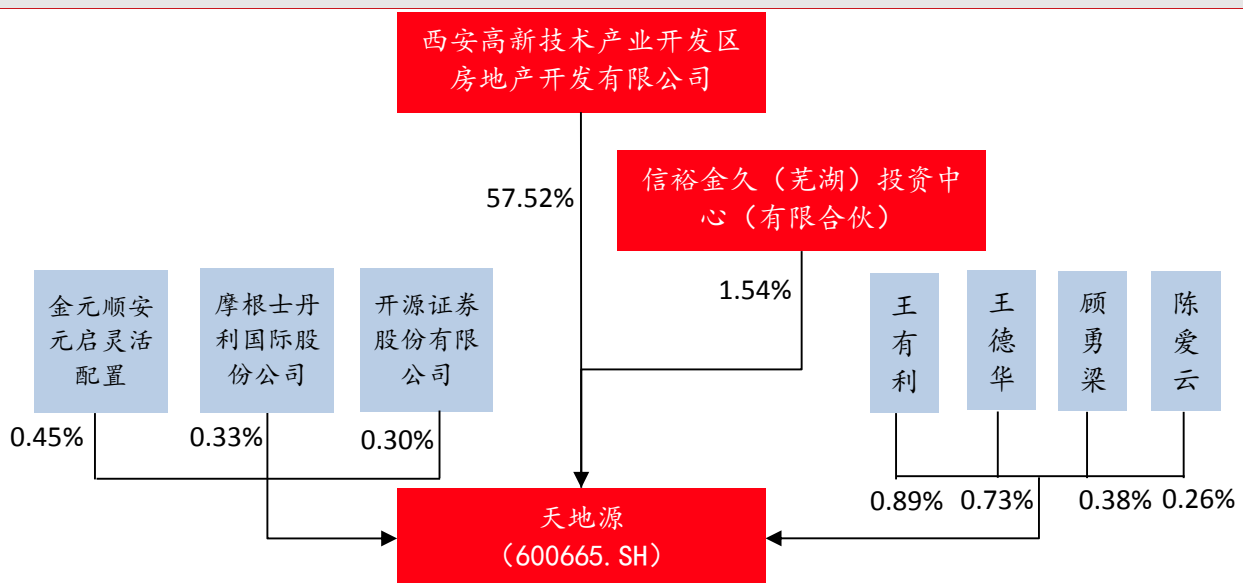
1. 西安国企，战略聚焦高新区

西安高新区下属国有房企，2021 年以来战略重新聚焦西安，尤其是高新区。公司是西安高新区下属国有房企，成立于 1992 年，控股股东为西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司，实际控制人为西安高科集团有限公司。公司土地储备 55% 左右位于西安市，成立至 2017 年长期深耕西安房地产市场，2018 年至 2020 年拓展外部市场，发力长三角、珠三角和京津冀区域。2021 年以来，公司战略重心重新聚焦西安，尤其是高新区，接连斩获 3 宗地块，具体位于高新区中央创新区，区位优势明显。

1.1 公司简介：西安国有房企，隶属于西安高科集团

天地源是西安国有房企，实际控制人是西安高科集团。公司控股股东为西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司，持股比例达到约 57.52%，是西安高科集团有限公司旗下、在上海证券交易所上市的一家国有控股上市公司，注册资金为 8.64 亿元人民币。公司于 1992 年 12 月 21 日在上海注册成立，2003 年 9 月 12 日重组上市，公司目前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。

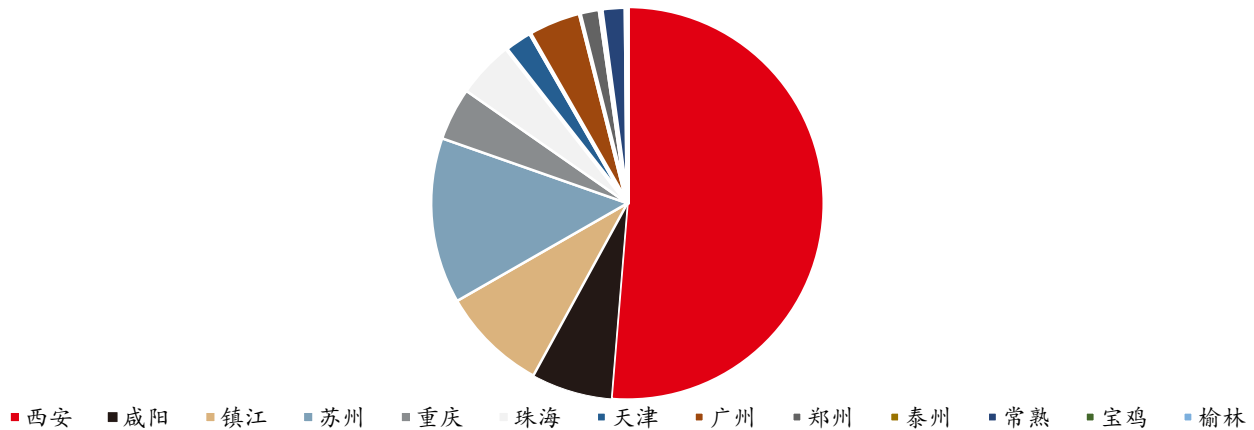
图表 1 公司是西安高新区下属国有房企



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

1.2 发展战略：2021 年以来战略重新聚焦西安

公司土储主要位于西安，2018 年至 2020 年发力拓展长三角、珠三角和京津冀区域。截至 2022 年三季度末，公司土地储备（即未售货值）55% 左右位于西安市，此外 7% 位于咸阳市。公司长期以来持续深耕西安房地产市场，2018 年至 2020 年拓展外部市场，发力长三角、珠三角和京津冀区域，目前土储占比分别为 26%、10% 和 2%。

图表 2 公司 2022 年三季度末土地储备分布情况（未售货值）


数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

2021 年以来战略重心重回西安，接连斩获优质地块。2021 年以来，公司战略重心重新聚焦西安，尤其是高新区，接连斩获 3 宗地块，具体位于高新区中央创新区，区位优势非常明显。

图表 3 2021 年以来，公司于西安市高新区中央创新区接连斩获 3 宗地块

地块名称	项目案名	拿地时间	计容建面 万㎡	权益比例	拿地总价 亿元	估算货值 亿元
高新区中央创新区 GX3-42-2 号地块	棠樾坊	2021 年 10 月 14 日	63,560	100%	8.30	14.81
高新区中央创新区 GX3-17-21 号地块	永安华府	2022 年 6 月 1 日	193,816	100%	24.78	48.45
高新区中央创新区 GX3-42-25 号地块		2022 年 6 月 13 日	56,960	100%	7.25	14.20

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2021 年以来拿地所在区域：西安高新区中央创新区（CID）



数据来源：地产房剑，中邮证券研究所整理

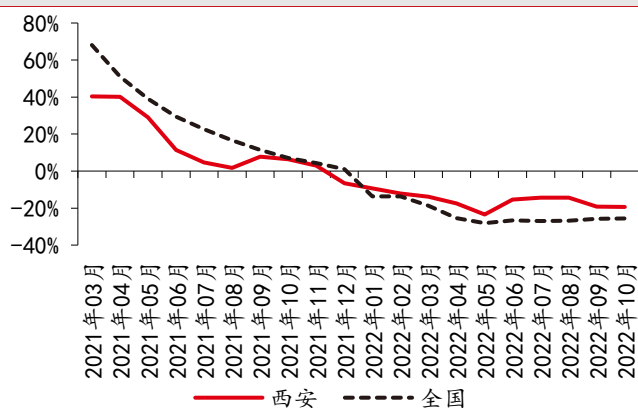
2. 西安高新区：经济引擎、产业高地、楼市焦点

高新区：西安市的经济重心、产业高地、楼市焦点。西安高新区楼市表现坚挺，1-10月商品住宅销售额同比增长约5.74%，既明显跑赢西安市同期数据（累计下降约12.79%），也大幅跑赢全国同期数据（累计下降约28.18%）。高新区是西安市的经济重心、产业高地、楼市焦点。1) 经济重心：高新区GDP近年来占比从16.40%持续上升至28.24%。2) 产业高地：西安市重点高新技术产业主要位于高新区，代表性产业包括：IT产业、半导体、新能源产业、本土培育科创企业。3) 楼市焦点：①高新区房价领先西安市场，2022年1-10月新房成交均价达到2.3万元/m²，西安整体均价约为1.4万元/m²；②成交量占比高，2022年1-10月新房成交额占比达到约26%。

2.1 西安楼市：市场坚韧，调整幅度小

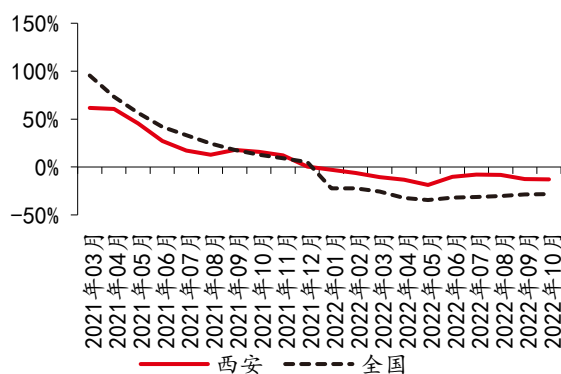
西安房地产市场坚韧，今年以来调整幅度小于全国平均水平。在全国楼市调整的背景下，西安房地产市场表现较为坚韧，1-10月商品住宅销售额仅下降约12.79%（8月累计降幅曾收窄至10%以内），明显跑赢全国同期增速（累计下降约28.18%）。

图表5 商品住宅销售面积累计增速，西安跑赢全国



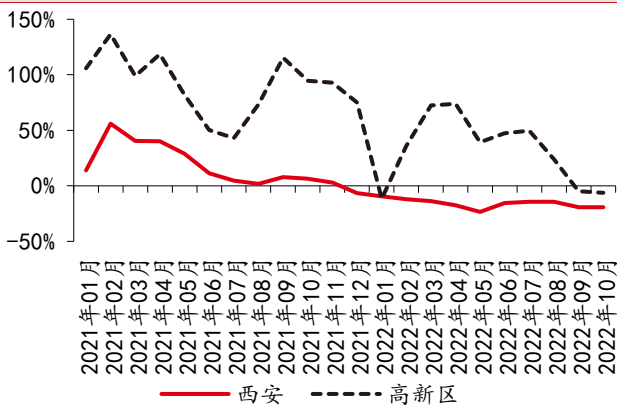
数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

图表6 商品住宅销售额累计增速，西安跑赢全国

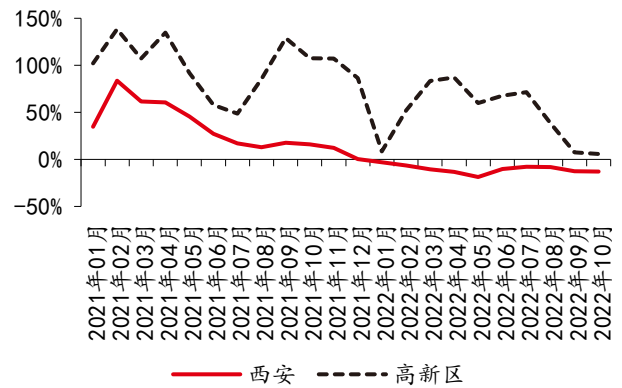


数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

西安高新区楼市表现更为坚挺，跑赢西安市场和全国平均水平。2022年1-10月，西安市高新区商品住宅销售额同比增长约5.74%，既明显跑赢西安市同期数据（累计下降约12.79%），又大幅跑赢全国同期数据（累计下降约28.18%）。

图表 7 商品住宅销售面积累计增速，高新区跑赢西安


数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

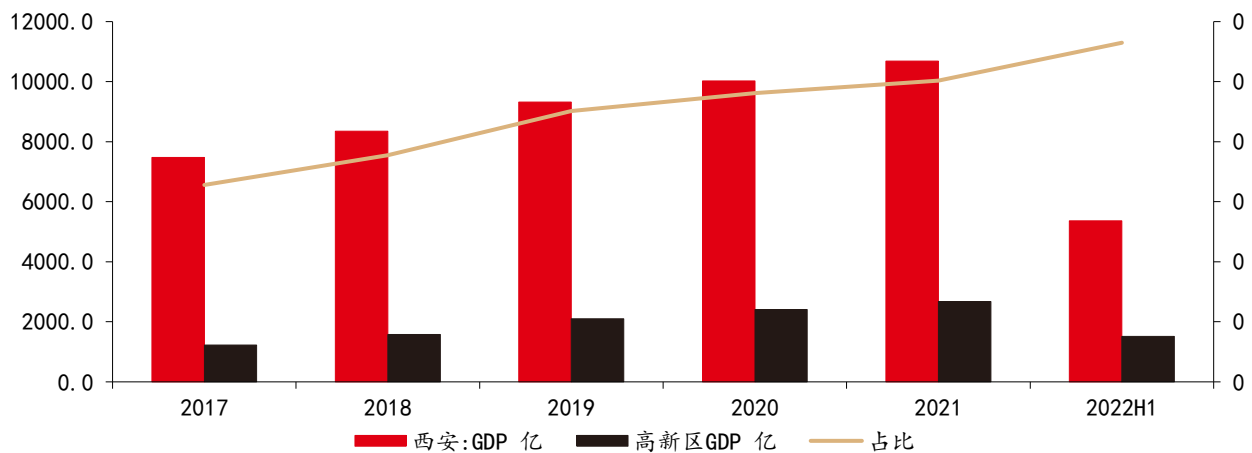
图表 8 商品住宅销售额累计增速，高新区跑赢西安


数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

2.2 高新区：西安经济引擎、产业高地、楼市焦点

高新区是西安市的经济引擎、产业高地、楼市焦点。

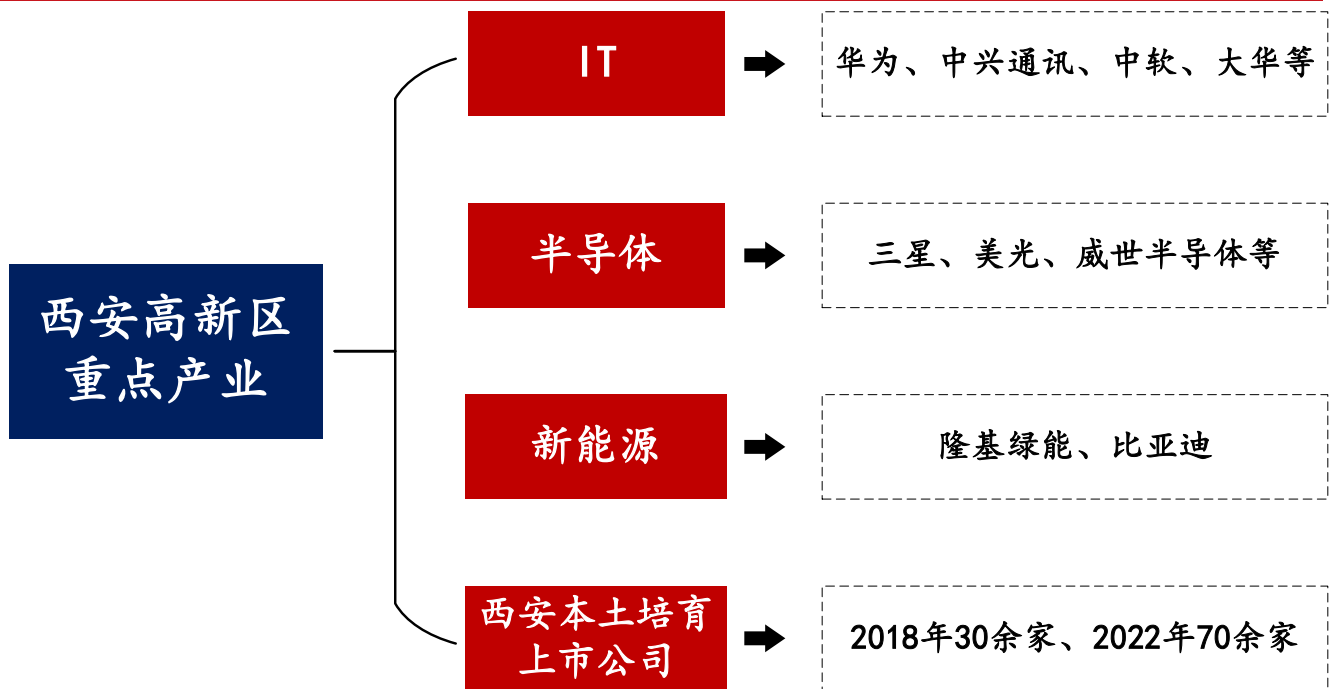
1) **经济引擎：高新区 GDP 占比逐年提升，成为西安市经济增长的引擎。** 高新区 GDP 占西安接近 30%，近年来总量从 2017 年的 1225 亿元上升至 2021 年的 2681 亿元，2022 年上半年达到 1514 亿元，在西安市 GDP 中的占比从 16.40% 持续上升至 28.24%。

图表 9 高新区是西安市的经济引擎


数据来源：国家统计局，中邮证券研究所整理

2) **产业高地：西安市重点高新技术产业主要位于高新区。** 西安高新区的代表性产业包括：①IT 产业：华为、中兴通讯、中软、大华等企业；②半导体：三星、美光、威世半导体等产业链企业；③新能源产业：隆基绿能总部、比亚迪新能源车组装及动力电池生产基地；④本土培育科创企业，以西安市上市公司数量为例，2018 年为 30 余家，目前已达到 70 家左右，其中一半以上位于高新区及周边。

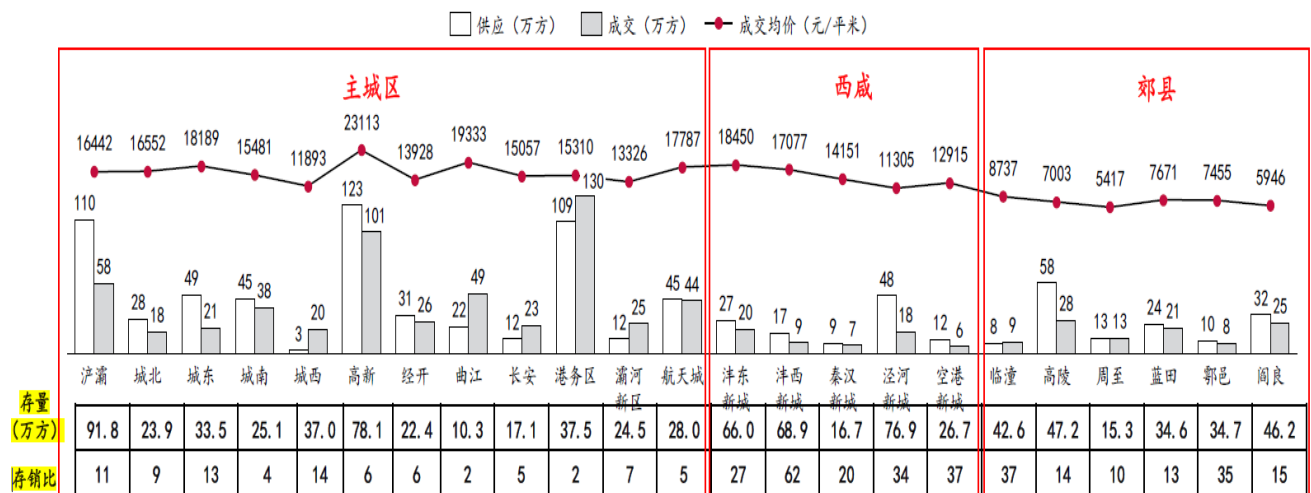
图表 10 西安高新区产业示意图



数据来源：中邮证券研究所整理

3) **楼市焦点**：①高新区房价领先西安市场，2022年1-10月新房成交均价达到2.3万元/m²，西安整体均价约为1.4万元/m²；②成交量占比高，2022年1-10月新房成交额占比达到约26%。

图表 11 西安市各区成交量及房价（2022年1-8月）



数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

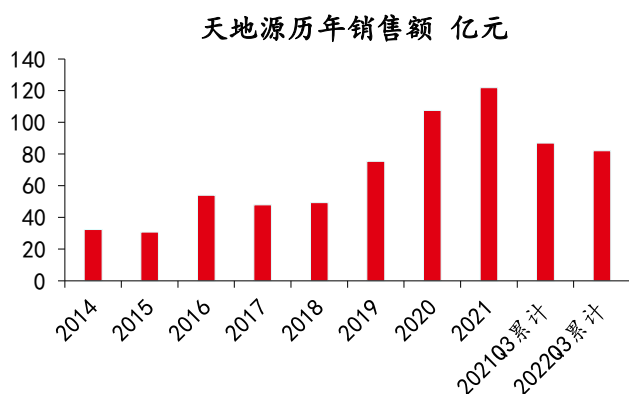
3. 经营表现：销售平稳，拿地稳健积极

经营表现：销售平稳，拿地稳健积极。受益于西安、尤其是高新区良好的经济发展、产业基础、楼市表现，公司近年来销售额快速增长，从2014年的32亿元增长至2021年的122亿元，复合增长率达21%。2021年下半年以来，楼市进入调整期，但公司销售保持平稳，2022年前三季度销售额82亿元，仅小幅下降6%。在行业调整的背景下，公司今年拿地保持稳健积极，前三季度拿地金额达到32亿元，拿地强度约40%，表明公司稳健积极发展的战略方向。

3.1 销售表现：销售成长性明显，今年调整幅度小

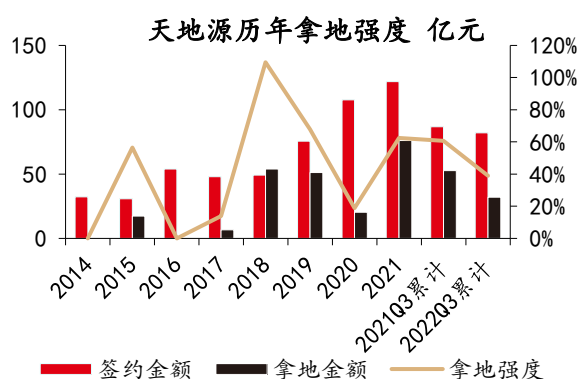
2014年至2021年销售复合增长率达到21%，今年前三季度销售额仅同比下降6%。受益于西安、尤其是高新区良好的经济发展、产业基础、楼市表现，公司近年来销售额快速增长，从2014年的32亿元增长至2021年的122亿元，复合增长率达21%。2021年下半年以来，楼市进入调整期，但公司销售保持平稳，2022年前三季度销售额82亿元，仅小幅下降6%。

图表 12 公司 2022 年前三季度销售额仅小幅下降



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 13 公司拿地保持稳健积极



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

3.2 拿地情况：拿地稳健积极，高新区斩获优质地块

在行业调整的背景下，公司今年拿地保持稳健积极，前三季度拿地金额达到32亿元，拿地强度接近40%，表明公司稳健积极发展的战略方向。

2021年以来，天地源于西安高新区中央创新区（CID）接连斩获3宗地块，有力补充了土地储备。

中央创新区（CID）是西安高新区第三次创业的高新三期的核心板块，承担创新、金融、科技等核心功能。陕西省十四五规划提出支持西安高新区建设世界一流科技园区和硬科技创新示范区。西安高新区建立以来，完成了两次创业，分别建设成熟高新一期、高新二期，GDP增长引领整个西安市。高新三期则是西安高新区第三次创业，定位是打造丝路国际金融中心核心区，成为引领大西安的创新服务中心。而CID（中央创新区）是高新三期的核心板块，承担金融、科技核心功能，共规划面积15.83平方公里（后扩容至50.5平方公里），

北接高新主城区，南连新西安南站“长安中心”。按照官方的规划目标，高新 CID 将打造引领大西安的创新服务中心，也就是说，西安的历史、发展、未来将全部在这里做集中展现。

图表 14 西安高新区中央创新区区位及产业示意图



数据来源：西安楼市情报，中邮证券研究所整理

天地源 GX3-17-21 地块项目案名为永安华府，周边新房售价约 2.5 万元/平方米。该项目地块由天地源于 2022 年 6 月 1 日获取，位于高新区中央创新区（CID）经二十六路东、纬三十路南。该项目货值约 48.45 亿元，拿地楼面地价约 12785 元/m²，周边楼盘售价约 2.5 万元/m²，项目利润空间可观。项目周边规划配套完善、产业支撑良好，产业方面有多家独角兽，景观方面有丝路起点超高层建筑集群等，教育方面有小学、初中、高中，生活方面有未来广场等。

图表 15 天地源在西安高新区斩获地块（GX3-17-21）区位示意图


数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

天地源 GX3-42-2 地块项目案名为棠樾坊，周边新房售价约 2.5 万元/平方米。该项目地块由天地源于 2021 年 10 月 14 日获取，位于高新区中央创新区（CID）双江二路与兴隆三路十字东北角。该项目货值约 14.81 亿元，拿地楼面地价约 13040 元/m²，周边楼盘售价约 2.5 万元/m²，项目利润空间可观。项目靠近未来之瞳·瞳系列建筑，该系列建筑包括：文化艺术中心、科技中心、城市展厅、室外演出剧场等。

天地源 GX3-42-25 地块项目案名尚未公布，周边新房售价约 2.5 万元/平方米。该项目地块由天地源于 2022 年 6 月 13 日获取，位于高新区中央创新区（CID）经三十二路以东、纬三十五路以北、经二十六路以西。该项目货值约 14.20 亿元，拿地楼面地价约 12728 元/m²，周边楼盘售价约 2.5 万元/m²，项目利润空间可观。项目靠近未来之瞳·瞳系列建筑，该系列建筑包括：文化艺术中心、科技中心、城市展厅、室外演出剧场等。

图表 16 天地源在西安高新区斩获地块 (GX3-42-25、GX3-42-2) 区位示意图



数据来源：中指研究院，中邮证券研究所整理

4. 财务表现：融资渠道通畅，业绩调整步入尾声

财务表现：融资渠道顺畅，业绩调整步入尾声。 国企背景下，公司发债、股东支持、银行信贷等渠道保持畅通，上半年实现融资到账 51.07 亿元。公司股息率高、发债票息高，发债票面利率达到 7.50%，股息率约 3.4%。公司目前业绩处于调整期，但未来主要拖累因素或逐步减弱。展望未来，公司业绩的主要拖累因素有望逐步减弱：1) 少数股东损益主要原因为 2017 年以来合作项目增多所致，随着 2021 年下半年以来公司拿地转为以独立开发为主，未来少数股东损益占比有望回落；2) 营业外收入主要为去年盘活项目收到补偿款 1.59 亿元，属于一次性收益，不具备持续影响。

4.1 融资情况：融资渠道顺畅，股息高、票息高

融资渠道顺畅，股息高、票息高。 公司今年以来共发行 4 笔债券，票面利率均为 7.5%，发行总额共计 21.13 亿元，连续 5 年在资本市场成功发行信用债，展示了公司良好的信誉口碑和市场竞争力。此外国企背景下股东支持、银行信贷等渠道保持畅通，上半年实现融资到账 51.07 亿元，其中：创新融资 28.75 亿元，开发贷 22.32 亿元。此外，公司股息率较高，2021 年分红对应当前（11 月 16 日）市值约为 3.4%。

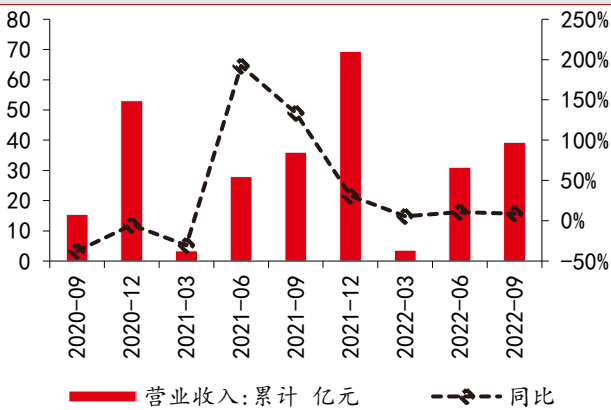
图表 17 2022 年以来，公司发行债券明细

证券代码	证券简称	证券类别	票面利率(发行时)%	当前余额(亿元)	发行日期	到期日期
102282429.IB	22 天地源 MTN002	一般中期票据	7.5000	2.0000	2022-10-28	2025-11-01
137566.SH	22 天地二	一般公司债	7.5000	9.1300	2022-08-16	2025-08-18
102281683.IB	22 天地源 MTN001	一般中期票据	7.5000	5.0000	2022-07-29	2025-08-02
185536.SH	22 天地一	一般公司债	7.5000	5.0000	2022-03-10	2025-03-14

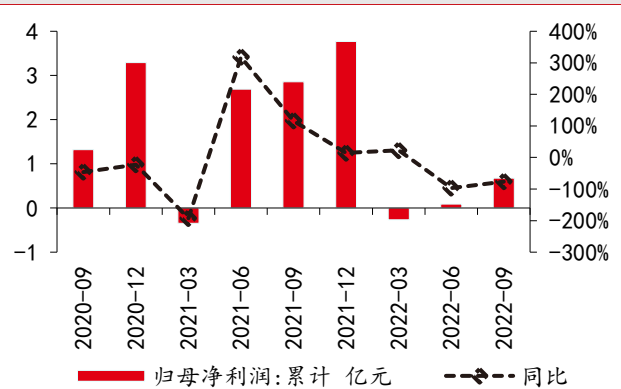
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

4.2 结算业绩：业绩处于调整期，但影响或逐步减弱

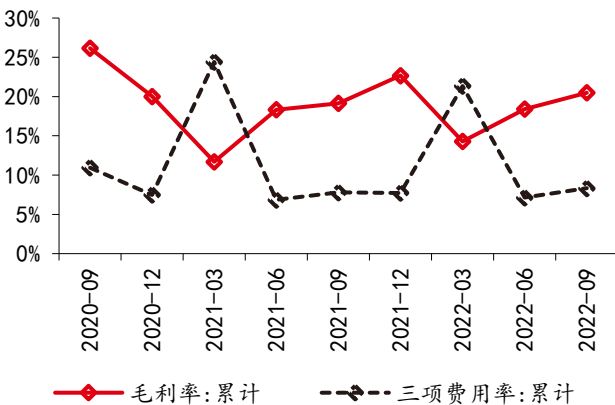
业绩处于调整期，但未来主要拖累因素或逐步减弱。 公司前三季度业绩明显下降，归母净利润同比下降 76.29%。公司报告期内业绩的拖累因素主要包括：1) 少数股东损益上升，2) 营业外收入下降，3) 管理费用上升。展望未来，公司业绩的主要拖累因素有望逐步减弱：1) 少数股东损益主要原因为 2017 年以来合作项目增多所致，随着 2021 年下半年以来公司拿地转为以独立开发为主，未来少数股东损益占比有望回落；2) 营业外收入主要为去年盘活项目收到补偿款 1.59 亿元，属于一次性收益，不具备持续影响。

图表 18 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 8.93%


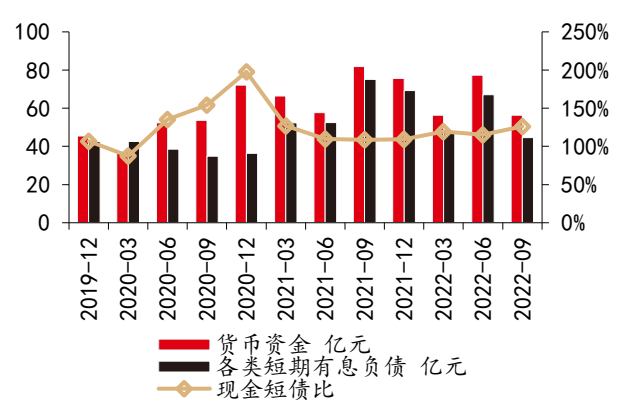
数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 19 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 76.29%


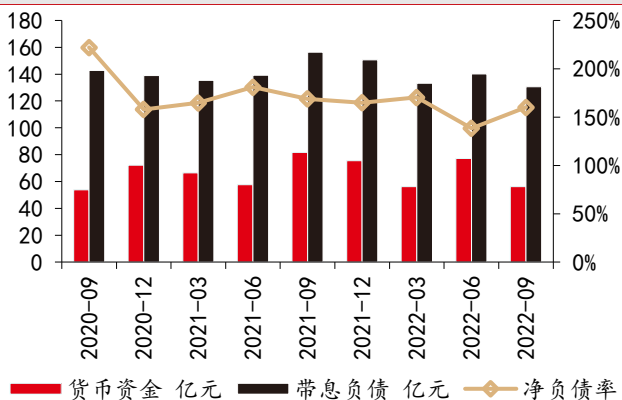
数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 20 公司 2022 前三季度毛利率为 20.49%, 三费率为 8.32%


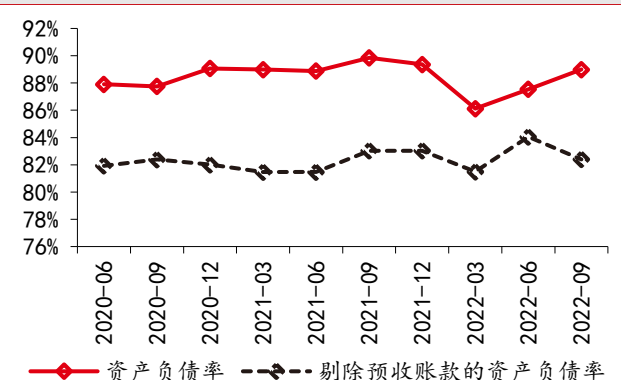
数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 21 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.26


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 22 公司净负债率情况


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 23 公司剔除预收款项的资产负债率情况


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

5. 投资建议

公司战略重新聚焦西安，有望持续受益于当地经济和楼市发展，首次覆盖给予“推荐”评级。我们预计公司 2022-2024 年营业收入 78.26 亿元、88.99 亿元、102.08 亿元，归母净利润 1.87 亿元、3.43 亿元、4.15 亿元，EPS 0.22 元、0.40 元、0.48 元，对应 PE 为 17.66 倍、9.65 倍和 7.97 倍。

6. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6942	7826	8899	10208
营业成本	5369	6045	6866	7866
毛利	1573	1781	2033	2342
%营业收入	22.66%	22.75%	22.85%	22.94%
营业税金及附加	477	538	612	702
%营业收入	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%
销售费用	253	285	324	372
%营业收入	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%
管理费用	220	255	295	331
%营业收入	3.16%	3.25%	3.31%	3.24%
财务费用	65	128	157	205
%营业收入	0.93%	1.63%	1.77%	2.01%
资产减值损失	-146	26	42	51
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	6	6	6
营业利润	420	607	693	789
%营业收入	6.06%	7.75%	7.78%	7.73%
营业外收支	165	75	97	112
利润总额	585	682	789	901
%营业收入	8.43%	8.71%	8.87%	8.83%
所得税费用	167	213	218	262
净利润	419	468	571	639
归属母公司股东净利润	377	187	343	415
少数股东损益	42	281	229	223
EPS (元/股)	0.44	0.22	0.40	0.48

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	668	-278	906	-1396
取得投资收益收回现金	0	6	6	6
长期股权投资	-242	-54	-59	-65
无形资产投资	2	-3	-2	-2
固定资产投资	-8	94	105	104
其他	3	0	0	0
投资活动现金流净额	-244	45	52	44
债券融资	0	0	0	0
股权融资	25	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	1155	674	741	815
筹资成本	-1179	-146	-288	-341
其他	-920	1973	1538	4710
筹资活动现金流净额	-919	2501	1991	5185
现金净流量	-496	2268	2949	3833

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所预测

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7561	9829	12778	16611
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	75	136	160	161
存货	26573	27789	31577	36204
预付账款	1616	1296	1411	1890
其他流动资产	3771	2715	3440	3998
流动资产合计	39596	41764	49366	58864
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	539	593	652	718
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	125	110	97	84
无形资产	9	10	10	10
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	976	927	881	837
其他非流动资产	29	11	4	15
资产总计	41275	43416	51010	60527
短期贷款	0	1858	3044	7384
应付款项	3359	2714	3519	3941
预收账款	14497	13700	17226	19650
应付职工薪酬	212	247	287	320
应交税费	215	322	341	376
其他流动负债	10296	10850	11667	12589
流动负债合计	28579	29690	36085	44260
长期借款	6738	7412	8154	8969
应付债券	1390	1390	1390	1390
递延所得税负债	18	19	19	20
其他非流动负债	4	5	5	5
负债合计	36730	38516	45652	54644
归属母公司股东权益	4158	4233	4462	4764
少数股东权益	386	667	896	1119
股东权益	4545	4900	5358	5884
负债及股东权益	41275	43416	51010	60527

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.44	0.22	0.40	0.48
BVPS	5.26	5.67	6.20	6.81
PE	8.78	17.66	9.65	7.97
PEG	0.60	—	0.12	0.38
PB	0.80	0.78	0.74	0.69
EV/EBITDA	15.31	15.61	12.91	12.87
ROE	9.06%	4.43%	7.68%	8.71%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。