

天地源（600665）深度研究报告

重回西安，优势凸显

- ❖ 天地源为西安高科集团下属国企，高科集团仍有约40%开发业务在天地源体外，有望解决同业竞争。1) 天地源为西安高科集团下属国企，2003年通过收购沪昌特钢借壳上市，2018年注册地迁回西安高新区，成为陕西唯一一家上市房企。2) 公司深耕西安、苏州，其他城市点状布局，2022年西安贡献67%营业收入。3) 实际控制人西安高科集团拥有5家房地产开发企业，构成同业竞争，天地源营收约占高科集团地产业务营收的59%，2022年11月证监会表态恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，为公司解决同业竞争问题创造了条件。
- ❖ 公司重仓产业及人口兑现较好的西安高新区，在西安具备规模、拿地、品牌优势，预计可支撑25%-30%稳定毛利率。1) 西安作为大西北信息节点城市，对于周边省份人口有强吸附效应，常住人口及从业人口增速在中西部城市中第一。高新区为西安高新技术产业主要聚集地，GDP占全市比例达27%，产业及人口兑现度较好，房地产市场表现坚韧，2022年商品住宅销售金额343亿元，上涨1%，销售均价22683元/平米领先全市。2) 公司重仓西安，土储占全国比例47%，另外，公司在西安具备规模优势及良好口碑，连续两年入围销售前十，“人文系”产品口碑较好；实际控制人承担高新区土地一级开发，公司对片区较熟悉，预计可支撑公司在西安25%-30%毛利率。
- ❖ 公司在西安的项目去化50%即可保障2023年销售目标，拿地回归优势区域、提升运营效率保障公司未来利润稳定性。1) 2023年公司主要销售项目中，经我们测算，西安项目未售货值211亿（主要位于高新区），占比62%，即使按照50%去化率仍可保障公司2023年105亿销售目标。2) 公司在西安、咸阳、苏州等城市拥有良好的口碑及深耕优势，拿地质量较好，预计三城市未来毛利率有望稳定在30%。3) 公司存在运营效率较低问题，存货周转率与万科、保利、招商蛇口等头部国企相比仍有一定差距，但未来回归西安、大陕西区域、苏州等优势区域的土储布局且提升运营效率，预计将有效平衡杠杆与规模，保障利润增长的稳定性。
- ❖ 投资建议：公司因为前期外拓新进入城市的项目利润率较低，拖累了公司的业绩。但公司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。1) 基于剩余收益模型测算公司估值，为当前账面价值与未来3年剩余收益的折现，测算合理市值约为47亿元；2) 按照行业可比公司2023年对应的市盈率均值为10.7倍，则公司合理市值为49亿。我们取两者平均，则合理估值为48亿元，目标价5.57元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：行业继续大幅下行；公司存货仍有减值风险；解决同业竞争进度缓慢。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(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)	10	7.4	6.7	6.2
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年5月8日收盘价

推荐（首次）

目标价：5.57元

当前价：3.85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)	33.27
流通市值(亿元)	33.27
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)



投资主题

报告亮点

作为百亿规模房企，市场对公司关注度较低，且公司因为前期外拓新进入城市的项目利润率较低，拖累了公司的业绩。但公司 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。而 2023 年公司有三点值得关注：1) 西安市场复苏，公司 2023 年销售有望大超预期；2) 公司拟定增 12.5 亿元，用于苏州、西安项目，并补充流动资金，若发行成功，有助于公司降低杠杆率，同时加大对西安市场的投入力度；3) 同业竞争承诺截止日期是 2023 年 12 月 31 日，若有推进，则将进一步巩固公司在西安的竞争优势。

投资逻辑

公司重新聚焦西安后，业绩稳定性大幅提升，有望成为盈利稳定增长的区域深耕公司。

1、公司重仓产业及人口兑现较好的西安高新区，在西安有核心竞争优势，西安市场复苏，公司 2023 年销售有望超预期。公司在西具备规模优势及良好口碑，实际控制人承担高新区土地一级开发，对片区较熟悉，拿地质量较高。根据我们估算，西安项目未售货值 211 亿，即使按照 50%去化率仍可保障 2023 年 105 亿销售目标，而随着西安市场复苏，公司 2023 年销售有望超预期。

2、公司未来回归西安、大陕西区域、苏州等优势区域土储布局，提升运营效率，料将保障利润增长的稳定性。公司因为前期外拓新进入城市的项目利润率较低，拖累了公司的业绩，但未来回归西安、大陕西区域、苏州等优势区域的土储布局且提升运营效率，预计将有效平衡杠杆与规模，保障利润增长的稳定性。

3、2023 年公司定增、解决同业竞争进展值得关注。1) 公司拟定增 12.5 亿元，用于苏州、西安项目，并补充流动资金，若发行成功，有助于公司降低杠杆率，同时加大对西安市场的投入力度；2) 同业竞争承诺截止日期是 2023 年 12 月 31 日，若有推进，则将进一步巩固公司在西安的竞争优势。

关键假设、估值与盈利预测

1) 基于剩余收益模型测算公司估值，为当前账面价值与未来 3 年剩余收益的折现，测算合理市值约为 47 亿元；

2) 按照行业可比公司 2023 年对应的市盈率均值为 10.7 倍，则公司合理市值为 49 亿。我们取两者平均，则合理估值为 48 亿元，目标价 5.57 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 天地源为西安国有房企，同业竞争问题待解决	6
（一） 西安高新区国资背景，陕西唯一一家上市房企	6
（二） 高科集团约 40% 开发业务在天地源体外，2023 年有望推进解决同业竞争 ..	8
二、 西安高新区产业及人口兑现度高，引领西安房地产市场	11
（一） 西安良好的产业结构及信息节点城市定位，保障人口流入	11
（二） 高新区为高新技术产业主要聚集地，已成为西安经济驱动引擎	13
（三） 2022 年西安住宅成交建面下跌 19.6% 小于全国跌幅，高新区领跑西安市场	14
三、 公司在西安具备规模优势及良好口碑，机会型布局城市反馈一般	17
（一） 截至 2022 年底，公司在西安、咸阳、苏州土储占比 68%	17
（二） 公司在西安具备销售规模及拿地优势，知名度及产品口碑较好	19
四、 西安优质土储支撑未来销售，公司仍需提高运营效率	21
（一） 优质土储占比高，保障销售目标实现及较高的毛利率	21
（二） 公司需提高运营效率，平衡销售规模与杠杆	22
五、 投资建议	25
六、 风险提示	26

图表目录

图表 1	天地源为西安高科集团旗下房企	6
图表 2	西安高科集团业务覆盖范围及相关公司	7
图表 3	西安高科集团下有 5 家房地产开发企业	7
图表 4	公司在西安营收占比较高，2022 年达 67%	8
图表 5	2021 年高科集团房地产板块营收占比 40%	8
图表 6	高科集团房地产营收中天地源占比达 59%	8
图表 7	公司承诺于 2023 年 12 月底前分步解决同业竞争问题	9
图表 8	高科集团将旗下 3 项目公司托管给天地源	9
图表 9	2016-2022 年间监管对资产重组标的较为严格，当前为窗口期	10
图表 10	西安为关中平原的唯一核心城市	11
图表 11	西安 GDP 及人均 GDP 落后于中西部可比城市	12
图表 12	2021 年西安第三产业占比 64%	12
图表 13	西安工业增加值 2100 亿，低于中西部主要城市	12
图表 14	西安规上工业增加值复合增速 7%	12
图表 15	西安常住人口复合增速 6.7%	13
图表 16	西安从业人口复合增速 5.2%	13
图表 17	西安高新区为国家级高新区，主导产业为电子信息、先进制造业	13
图表 18	2022 年高新区 GDP 占全市比例 27%	14
图表 19	2022 年西安商品住宅成交建面 775 万方，同比下降 19.6%	15
图表 20	西安新房库存去化周期约 12 个月，处于低位水平	15
图表 21	高新区、港务区商品住宅成交占比全市 30%，2022 年降幅较小	16
图表 22	截至 2022 年底，公司在西安、咸阳、苏州土储占比约 68%	17
图表 23	公司在西安土储 156 万方，高新区占比 92%	17
图表 24	公司在西安项目主要分布在高新区	18
图表 25	除西安外，公司陕西地区主要在售项目位于咸阳	18
图表 26	天地源深耕苏州多年，在各区落地 14 个住宅项目	19
图表 27	天地源连续两年入围西安销售排行前十	19
图表 28	2021 年以来公司在西安获取地块以公开市场土拍为主	20
图表 29	公司高端人文系产品线多布局在西安	20
图表 30	2023 年主要销售项目中，西安未售货值 211 亿元，占比 62%	21
图表 31	2023 年主要销售项目预估货值 343 亿，利润及流速均有一定保障的项目货值占比 71%	21
图表 32	预计公司在西安、咸阳、苏州三城持续保持较高毛利率	22

图表 33	公司存货周转率与头部国央企及区域深耕民企相比有一定差距.....	23
图表 34	公司当前现金短债比 1.02.....	23
图表 35	公司当前净负债率 177%.....	23
图表 36	公司当前剔除预收款后的资产负债率 87%.....	23
图表 37	近年来公司整体平均融资成本偏高.....	24
图表 38	2020 年以来公司信用债利率在 7.5%及以上.....	24
图表 39	未来土储布局回归核心城市、回归优势区域.....	24
图表 40	我们预测公司 2023-2025 年公司营收及归母净利润保持增长.....	25
图表 41	基于剩余收益模型测算，公司合理市值约为 47 亿元.....	25
图表 42	按照行业可比公司 2023 年市盈率均值，公司合理市值约为 49 亿元.....	25

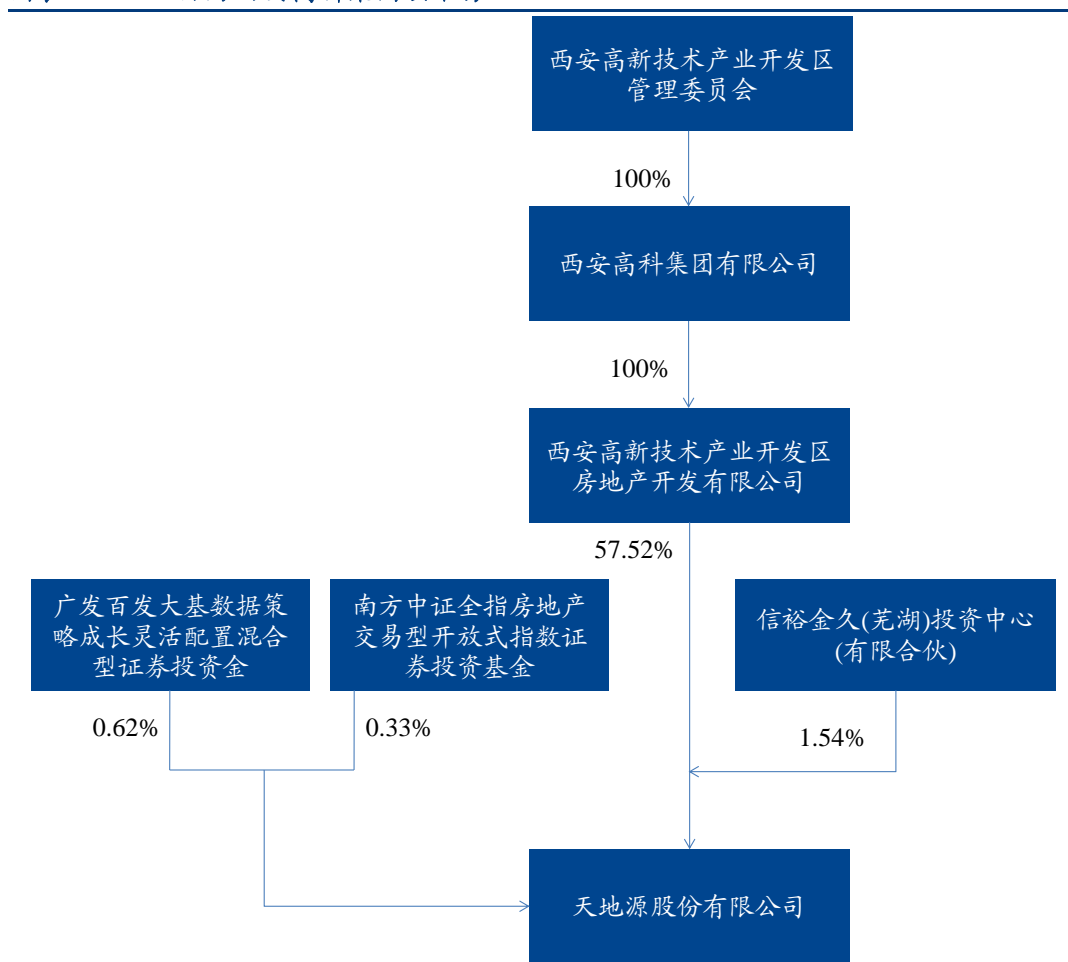
一、天地源为西安国有房企，同业竞争问题待解决

天地源为西安高科集团下属国企，2003 年通过收购沪昌特钢借壳上市，是陕西唯一一家上市房企。实际控制人西安高科集团拥有 5 家房地产开发企业，构成同业竞争，其中天地源资产规模约占高科集团地产资产的 59%，高科集团承诺于 2023 年年底，通过阶段性托管、资产注入等方式解决同业竞争问题，目前仅在拿地规避、项目托管等方面落实。2022 年 11 月证监会表态恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，为公司解决同业竞争问题创造了条件。

（一）西安高新区国资背景，陕西唯一一家上市房企

天地源是西安高科集团下属国企，2003 年通过收购沪昌特钢借壳上市，2018 年将注册地迁回西安高新区，成为陕西唯一一家上市房企。1) 西安高科集团(以下简称“高科集团”)成立于 1992 年，同年下属西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司(以下简称“高新地产”)成立，是最早服务于西安高新区建设的房企；2003 年 9 月，高科地产收购宝钢集团持有的上海沪昌特殊钢股份有限公司(以下简称“沪昌特钢”)68.25%的股份，完成资产重组，2003 年 11 月将沪昌特钢更名天地源，完成借壳上市。2) 2018 年西安市政府发布《西安市推进企业上市和并购重组“龙门行动”计划(2018—2021 年)》，争取实现上市公司倍增，在此背景下，2018 年 11 月天地源将注册地迁回西安高新区。

图表 1 天地源为西安高科集团旗下房企



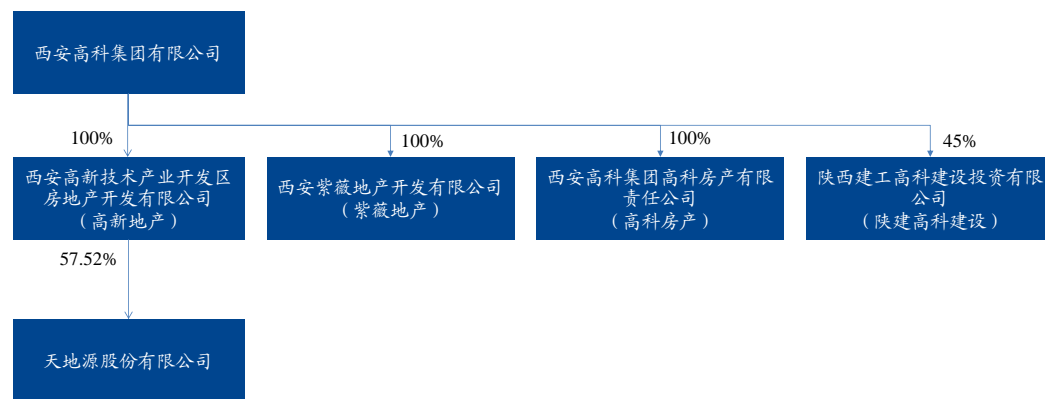
资料来源：公司 2023 年一季报，华创证券

高科集团是西安高新区管委会下规模最大企业，拥有 5 家房地产开发公司。1) 高科集团负责高新区内安置房及公租房、道路、学校、市政配套建设，房地产及其上下游相关的制造业和服务业。2021 年营收约 292 亿元，在西安市百强企业中排第 9，也是高新区管委会下最大的企业。2) 高科集团下有 5 家从事房地产的企业，分别为天地源、高新地产、紫薇地产、高科房产、陕建高科建设，其中高新地产下仅有天地源一家房企，其余为项目公司。

图表 2 西安高科集团业务覆盖范围及相关公司

业务类型	公司数量	业务范围	公司名称
城投建设和公共服务	11	道路建设、安置楼及公租房、学校建设、市政配套、产业配套、国际社区项目、城市客厅系列项目	高新配套公司、高科鱼化公司、高科国际社区公司、高新科学城公司、高新热力公司、高新城棚改公司、高新市政建设公司、丝路金融公司、高科城服公司、高科集贤园开发公司、高科水务集团公司
房地产业	5	深耕住宅、写字楼开发，介入商业地产、养老地产、教育地产等领域	高新地产公司、天地源公司、紫薇地产公司、高科房产公司、陕建高科建设公司
制造业	4	塑钢型材制造、幕墙门窗生产安装、混凝土供应、市政供热等	高科建材公司、高科股份公司、高科幕墙门窗公司、高科新达混凝土公司
服务业	5	投资、物流、餐饮、酒店、园林绿化、城市服务	高科投资公司、高科物流公司、新纪元国际俱乐部和高科度假大酒店、高科园林公司

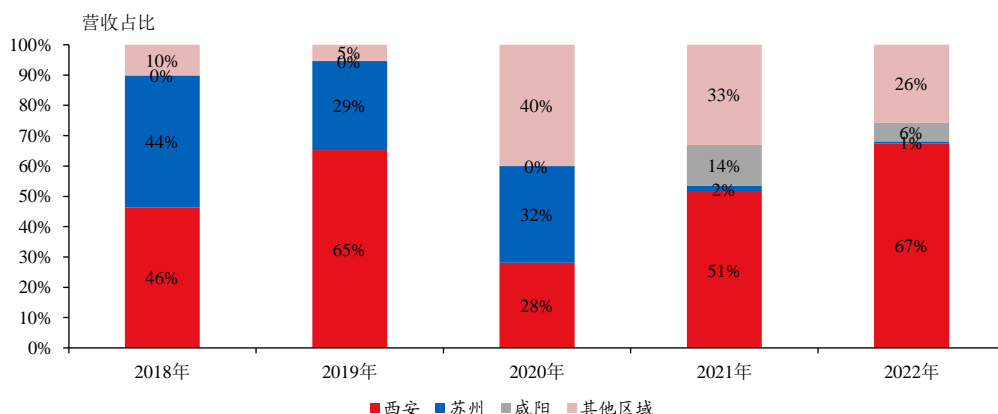
资料来源：西安高科集团官网，华创证券

图表 3 西安高科集团下有 5 家房地产开发企业


资料来源：公司官网，华创证券

公司深耕西安、苏州，其他城市点状机会型布局，2022 年聚焦西安市场。1) 过去公司按照“立足于区域深耕，拓展全国”的发展思路，以西安为大本营，同时布局省内咸阳市场，在长三角区域主要布局苏州，其他天津、重庆、广州等城市项目量较少，主要为机会型布局。2) 机会型布局城市收益率较低的情况下，未来公司将回归大本营，聚焦在深耕且熟悉的西安、陕西（除西安），苏州，保障项目收益率、降低风险。

图表 4 公司在西安营收占比较高，2022 年达 67%

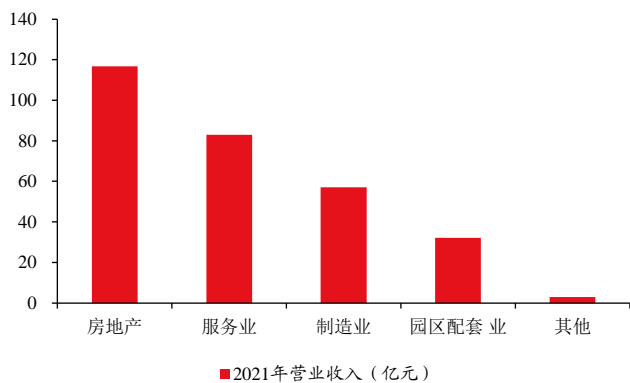


资料来源：公司公告，华创证券

（二）高科集团约 40%开发业务在天地源体外，2023 年有望推进解决同业竞争

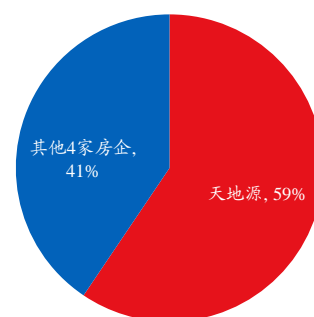
天地源为高科集团地产开发业务主力，营收占高科集团地产业务营收的 59%。2021 年高科集团营业收入约 292 亿元，其中房地产板块营收 117 亿元，占比 40%；天地源营收约 69 亿元，占高科集团房地产板块营收 59%。

图表 5 2021 年高科集团房地产板块营收占比 40%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 高科集团房地产营收中天地源占比达 59%



资料来源：公司公告，华创证券

西安高科集团公告，将于 2023 年底前为天地源解决同业竞争。天地源与西安高科集团的下属其他房企构成同业竞争，1) 2014 年 6 月高科集团出具公告，在 2020 年 12 月 31 日前为天地源解决同业竞争问题，但受限于公司发展定位未明确、房地产宏观政策调控等原因，同业公司资产注入工作未实质开展。2) 2020 年 11 月，高科集团延长解决同业竞争的履行期限 36 个月，即在 2023 年底前，分步完成对存在同业竞争的房地产开发项目及业务梳理、阶段性托管、资产注入等工作。

图表 7 公司承诺于 2023 年 12 月底前分步解决同业竞争问题

时间	解决同业竞争举措
第 1-6 个月	就现有实际开展业务的项目公司，对存在同业竞争的分批次与天地源公司签署项目股权托管协议，委托至天地源公司经营管理。
第 7-36 个月	1、完成高科集团下属不以项目公司形式存在的房地产业务的分立、剥离。其后签署股权托管协议，将相应项目公司委托至公司经营管理。
	2、对于托管的项目公司实施动态跟踪，对于项目实施完毕且不存在其他房地产开发项目的项目公司合法依规妥善开展注销工作。
后期	3、在对托管的项目公司实施动态跟踪的基础上，开展房地产资产及业务注入工作。
	对于预期 36 个月内建设开发完成项目对应的项目公司，继续实施托管，直至项目销售结束。 对于预期 36 个月内仍处于待建或在建阶段的房地产开发项目分两类：1）其中盈利能力预期较好的企业以发行股票购买资产或现金购入资产的形式整体性置入，整合至公司；2）对于盈利预期较差、收购后产生资产减值可能性较大，直接置入将给控股股东带来较大的业绩补偿压力，也不符合上市公司及中小股东利益的项目，综合考虑行业发展状况、发展趋势等情况，以出售股权或资产及其他可行方案解决同业竞争问题。
后期	在上述解决同业竞争措施实施完成后，高科集团保证下属、控股或其他具有实际控制权的企业与公司之间不再发生同业竞争问题。

资料来源：公司公告，华创证券

目前解决同业竞争进度较为缓慢，仅有承诺天地源优先获取土地、托管项目公司举措落实。1）高科集团承诺天地源优先获取土地，对于天地源布局的陕西省以外地区，高科集团及下属房企均不进入；陕西省内，对于天地源有投资意向的地块或项目，高科集团及下属房企不参与竞争。2）2021 年 5 月，高科集团将西安高科东城置业、西安高科东城新岸置业、西安高科云天置业 3 家项目公司股权托管给天地源，托管费用 5 万元/年，旗下有高科·绿水东城（住宅已售罄，少量商铺在售）、高科麓湾国际社区（在售）、高科·云天（在售）。

图表 8 高科集团将旗下 3 项目公司托管给天地源

项目公司	项目名称	区域	目前状态
西安高科东城置业有限公司	高科麓湾国际社区 1 期、2 期	沪灞	1 期少量商铺未售罄
	高科·绿水东城	沪灞	少量商铺未售罄
西安高科东城新岸置业有限公司	高科麓湾国际社区 3 期、4 期	沪灞	在售
西安高科云天置业发展有限公司	高科·云天	高新区	在售

资料来源：公司公告，华创证券

2016 年 7 月后涉房企业再融资及资产重组受到较大限制，但当前为资产重组窗口期，为公司解决同业竞争创造了条件。1）2016 年 7 月，证监会明确不允许房企通过再融资补充流动资金、拿地或偿还银行贷款，房企再融资及资产重组均受到较大限制，期间仅合

肥城建、大悦城等房企重组，但重组资产以工业地产、商业地产为主。2）2022年11月证监会表态，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许房企实施重组上市（重组对象须为上市房企）；允许上市房企发行股份或现金购买涉房资产，发行股份购买资产时，可以募集配套资金，但不能用于拿地、开发新楼盘。原则上再融资及资产重组方案打开，为公司解决同业竞争问题创造了条件。

图表 9 2016-2022 年间监管对资产重组标的较为严格，当前为窗口期

房企	时间	资产重组等事项
中华企业	2018 年 11 月	中华企业拟以发行股份及支付现金的方式购买上海地产（集团）有限公司持有的上海中星（集团）有限公司 100% 的股权。
西藏城投	2017 年 9 月	公司完成了向厦门国锂投资有限公司等五名交易对方发行股份收购陕西国能锂业有限公司 25.92% 的股权，以及以自筹资金人民币方式向西藏国能矿业发展有限公司支付收购陕西国能锂业有限公司 15.29% 的现金对价，共计收购陕西国能锂业有限公司 41.21% 股权。
信达地产	2018 年 8 月	购买淮南矿业（集团）有限责任公司持有的淮矿地产 60% 的股权，
中新集团	上市前（2019 年 12 月前）	剥离住宅及商业房地产业务，房地产开发与经营业务，主要包括长租公寓、工业厂房及金融办公、科技研发等商业租赁的开发及运营。
大悦城	2019 年 3 月	中粮地产完成重组，收购大悦城地产 91.34 亿股，为公司主营业务注入商业地产元素，公司名称变更为大悦城控股集团股份有限公司。
合肥城建	2020 年 1 月	合肥城建完成资产重组，收购合肥工投工业科技发展有限公司 100% 股权。

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

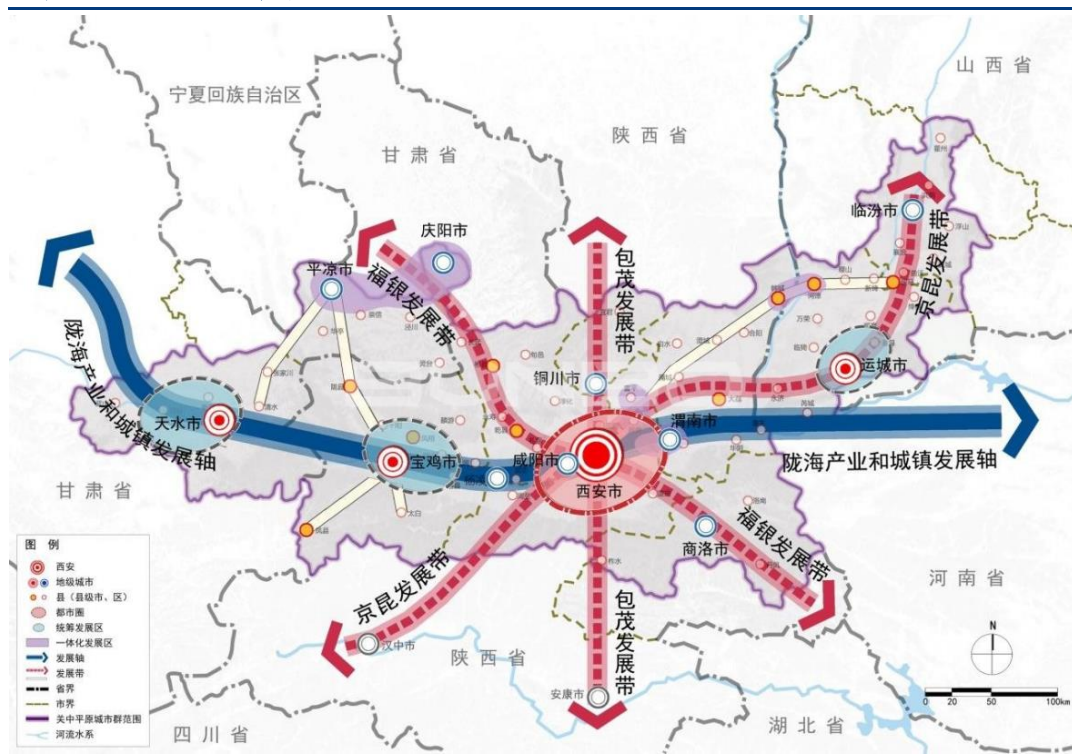
二、西安高新区产业及人口兑现度高，引领西安房地产市场

西安作为大西北信息节点城市，除吸附省内人口外，对山西、青海、甘肃、宁夏等省份人口均有较强吸附效应，虽然经济总量落后于中部城市，但产业结构良好，三产占比达64%，近年来工业增加值增速较快，常住人口及从业人口增速中西部城市第一。高新区为西安高新技术产业主要聚集地，已成长为西安经济引擎，产业及人口兑现度较好，房地产市场表现坚韧，2022年住宅销售面积仅下降11%，销售均价22683元/平米领先全市。

（一）西安良好的产业结构及信息节点城市定位，保障人口流入

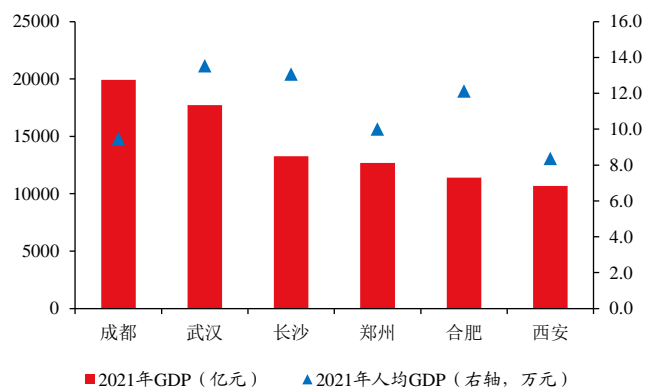
西安 GDP 绝对规模及人均 GDP 在中西部主要城市中靠后，但产业结构良好。西安作为关中平原的唯一核心城市，定位西北人口向东南迁移的第一站，人口腹地可辐射至山西、青海、甘肃、宁夏等省份，同时作为全国旅游热门城市，在发展服务业上具备天然优势。虽然在经济总量落后于中部城市，如武汉、长沙、郑州，但产业结构良好，第三产业占比达64%，在中西部可比城市中仅次于成都。

图表 10 西安为关中平原的唯一核心城市



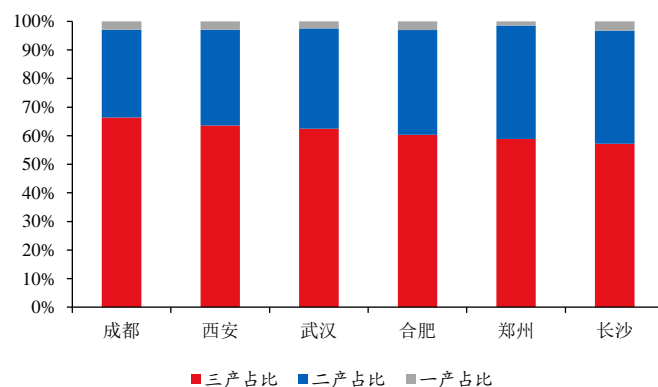
资料来源：国家发展改革委、住房和城乡建设部《关中平原城市群发展规划》，华创证券

图表 11 西安 GDP 及人均 GDP 落后于中西部可比城市



资料来源: Wind, 华创证券

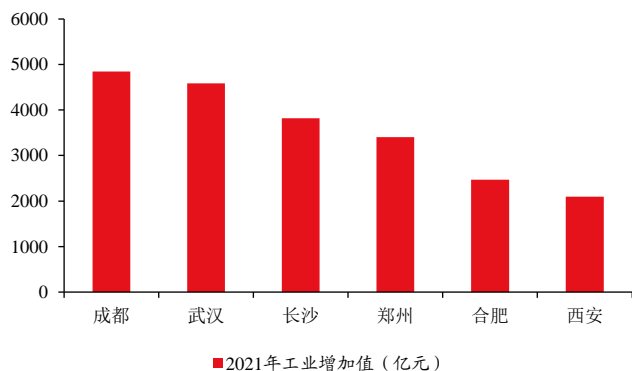
图表 12 2021 年西安第三产业占比 64%



资料来源: Wind, 华创证券

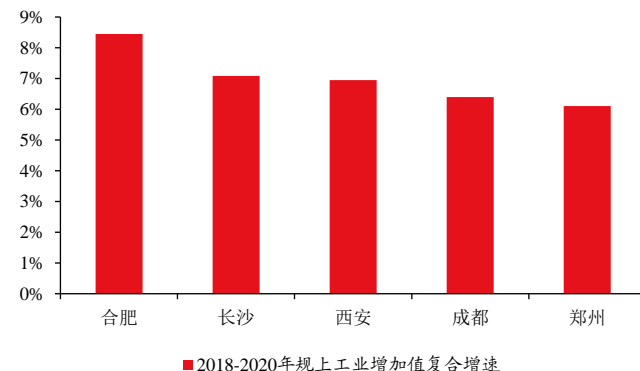
工业增加值绝对规模较低，但增速较快。2021 年西安工业增加值约 2100 亿元，在中西部主要城市中较低，但增长速度居前，2018-2020 年规上工业增加值复合增速 7%，与长沙相当，略低于合肥。

图表 13 西安工业增加值 2100 亿，低于中西部主要城市



资料来源: Wind, 华创证券

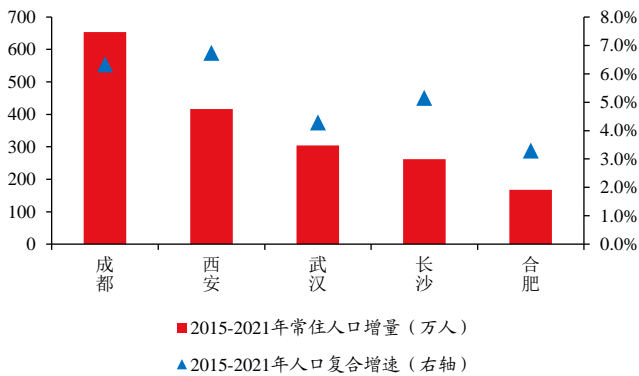
图表 14 西安规上工业增加值复合增速 7%



资料来源: Wind, 华创证券

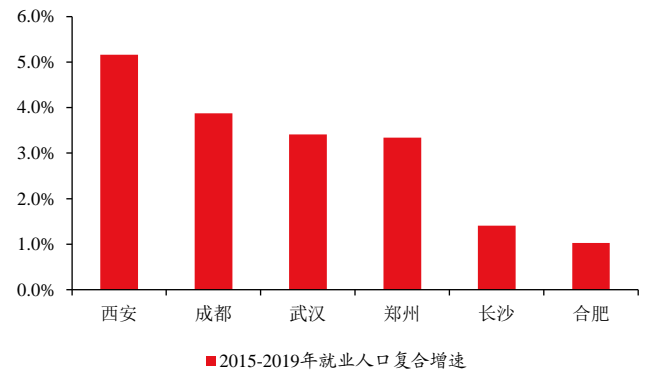
得益于大西北信息节点城市对人口的天然吸附，及良好的产业结构，西安常住人口及从业人口增速领先中西部主要城市。1) 2015-2021 年间西安常住人口增长 417 万人，常住人口增量仅次于成都，复合增速达 6.7%，在中西部主要城市中增速第一。2) 2015-2019 年西安就业人口复合增速 5.2%，中西部第一。

图表 15 西安常住人口复合增速 6.7%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 西安从业人口复合增速 5.2%



资料来源: Wind, 华创证券

(二) 高新区为高新技术产业主要聚集地, 已成为西安经济驱动引擎

高新区为西安高新技术企业主要聚集地, 电子信息、先进制造等领域表现突出。高新区为定位国家级产业园区, 同时距离传统中心城区较近, 天然承接人口及产业要素外溢, 已培育电子信息、汽车两大千亿产值产业。目前电子信息产业已聚集华为、中兴、比亚迪电子等龙头智能终端研发制造基地, 三星、美光等龙头芯片制造企业; 汽车制造业落地比亚迪新能源汽车零部件生产基地。

图表 17 西安高新区为国家级高新区, 主导产业为电子信息、先进制造业

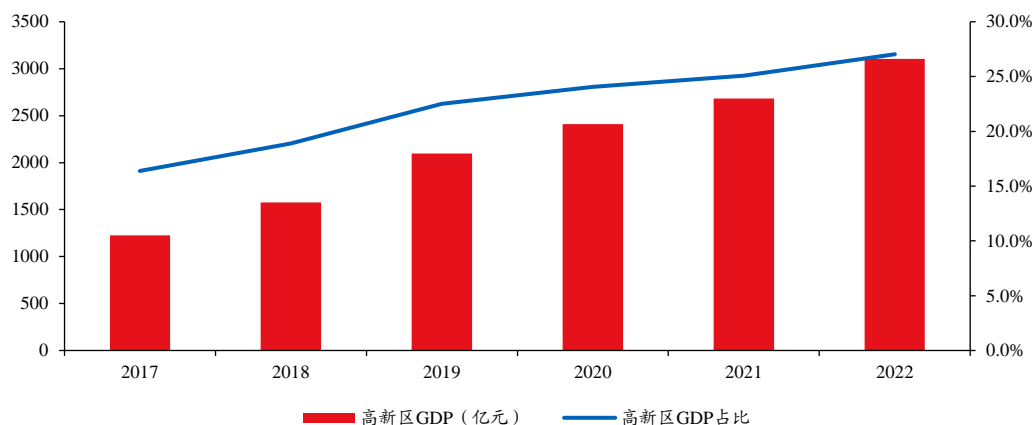
区域	发展定位	主导产业	龙头企业
高新区	产业优化升级、辐射扩散、梯度转移和创新型服务发展的平台	电子信息产业、先进制造业、现代服务业	华为、中软国际、中兴、比亚迪、三星、美光、奕斯伟、江丰电子
西咸新区	现代化大西安新中心、西部开发引擎、丝绸之路经济带重要节点、国家创新城市发展方式试验区	先进制造、电子信息、临空经济、科技研发、文化旅游、总部经济	三一集团、创维集团、日立能源、中国南玻集团、秦川集团、陕西汽车控股集团、陕西医药控股集团、西部超导材料科技股份有限公司
经开区	国内一流、西部领先、与国际接轨的先进制造业基地、出口加工基地和西安现代城市中心	汽车、先进制造业、国防科技、总部经济和现代金融业、消费品制造	陕西汽车控股集团, 吉利汽车, 海螺股份, 隆基绿能科技股份有限公司, 西部超导材料科技股份有限公司, 中车永济电机有限公司, 中国启源工程设计研究院有限公司
陕西航天经济技术开发区	航天技术产业和国家战略性新兴产业聚集区	航天、卫星及应用、新能源、新一代信息技术	陕西煤业化工集团有限责任公司, 隆基绿能科技股份有限公司
阎良国家航空技术产业基地	全国唯一以航空为特色的经济技术开发区	航空装备制造、航空零部件、维修改装、航空新材料、飞行培	中航西飞、三角防务

		训	
曲江新区	以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区，是西安建设国际化大都市的重要承载区	旅游、文化、商业、会展	曲江文化产业集团、西安旅游集团
浐灞生态区	首个以生态命名的开发区	现代金融、会议会展、生态旅游	陕建五建集团、水电三局、华夏文旅、砂之船奥莱、浐灞集团、世园集团
国际港务区	一带一路上的内陆型国际中转枢纽港、商贸物流集散地和大西安东部城市新中心	临港、电商、融资租赁、体育健康	圆通速递、申通快递、京东、顺丰、菜鸟、延长集团、东航物流、康佳集团

资料来源：高新区管委会，华创证券

制造业发达推动高新区成为西安经济发展引擎，2022年GDP占全市比例达27%。高新区GDP占全市比例逐年上升，2022年高新区GDP绝对规模突破3000亿元，占全市比例达27%。

图表 18 2022年高新区GDP占全市比例27%

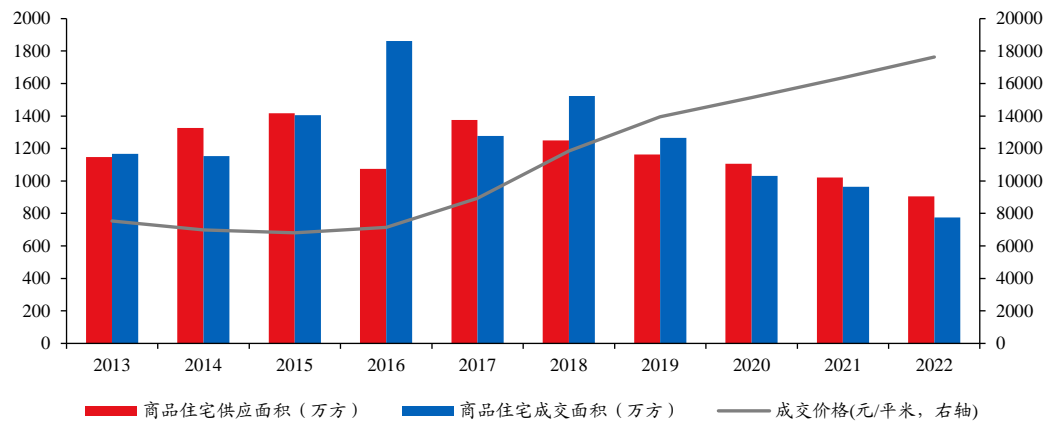


资料来源：Wind，高新区管委会，光明网等，华创证券

（三）2022年西安住宅成交建面下跌19.6%小于全国跌幅，高新区领跑西安市场

2022年西安商品住宅成交建面下降19.6%，小于全国跌幅，房地产市场较为坚韧。2022年西安商品住宅成交建面775万方，同比下降20%，小于全国跌幅27%；近年来商品住宅成交均价持续上涨，至2022年成交价格达17638元/平米，反映居民购房需求逐渐改善，同时聚焦核心区域。

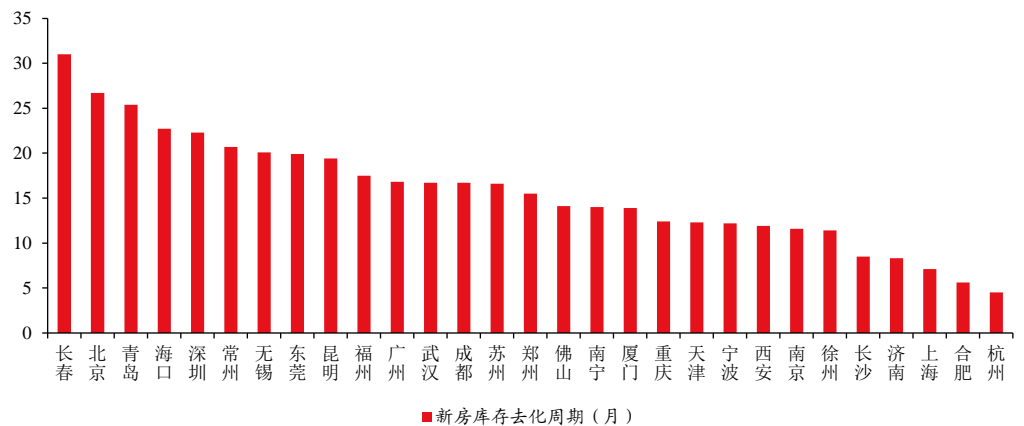
图表 19 2022 年西安商品住宅成交建面 775 万方，同比下降 19.6%



资料来源：中指数据库，华创证券

商品住宅供求基本平衡下，城市库存量处于合理水平。良好的供求关系下，西安新房库存去化周期 12 个月，在全国重点城市中处于低位水平。

图表 20 西安新房库存去化周期约 12 个月，处于低位水平



资料来源：2023 年 3 月克而瑞市场月报，华创证券

主城区西南（高新区）、东北（港务区）引领西安楼市，市场容量大且韧性较强。分区域来看，港务、高新区商品住宅成交规模最大，占比超过全市 30%，而成交面积降幅分别为-0.6%、-10.8%，市场容量大且较为坚韧。从销售均价来看，高新区依旧保持全市最高单价，约 22683 元/平米。

图表 21 高新区、港务区商品住宅成交占比全市 30%，2022 年降幅较小

区县	成交面积(万方)			区县	成交金额(亿元)			区县	成交均价(元/平)		
	2022年	2021年	同比		2022年	2021年	同比		2022年	2021年	同比
港务	185.4	186.5	-0.6%	高新	343	340	0.9%	高新	22683	20064	11.5%
高新	151.1	169.4	-10.8%	港务	291	268	8.5%	碑林	20819	18353	11.8%
浐灞	92.0	194.7	-52.7%	曲江	156	130	20.6%	曲江	20100	19105	5.0%
曲江	77.9	67.9	14.7%	浐灞	153	325	-53.0%	沣东	18871	19654	-4.1%
雁塔	64.4	54.7	17.7%	雁塔	114	90	27.5%	新城	17841	17867	-0.1%
经开	43.4	69.1	-37.2%	经开	62	84	-26.6%	雁塔	17754	16386	7.7%
高陵	42.1	72.0	-41.5%	航天	62	83	-26.1%	未央	16688	16360	2.0%
航天	39.1	57.5	-32.0%	未央	51	84	-39.5%	浐灞	16571	16670	-0.6%
蓝田	36.9	32.2	14.6%	沣东	50	171	-70.9%	沣西	16096	13494	16.2%
泾河	31.4	78.6	-60.1%	高陵	38	63	-39.8%	灞桥	15953	15415	3.4%
阎良	31.0	42.3	-26.7%	长安	37	86	-57.0%	航天	15801	14524	8.1%
未央	30.5	51.4	-40.7%	蓝田	36	29	23.0%	港务	15691	14385	8.3%
沣东	26.4	87.0	-69.7%	泾河	35	94	-62.4%	长安	14824	15558	-5.0%
莲湖	26.3	46.5	-43.5%	莲湖	33	78	-57.4%	秦汉	14813	11879	19.8%
长安	24.9	55.2	-54.9%	新城	27	26	2.1%	技术	14244	12193	14.4%
周至	19.8	28.6	-30.8%	沣西	26	147	-82.4%	空港	13219	13548	-2.5%
沣西	16.0	108.7	-85.3%	灞桥	25	29	-35.0%	莲湖	12624	16752	-32.7%
灞桥	15.9	19.0	-16.4%	阎良	24	30	-19.3%	泾河	11242	11939	-6.2%
新城	15.0	14.6	2.3%	碑林	22	28	-21.2%	临潼	11040	10334	6.4%
鄠邑	13.4	23.3	-42.5%	秦汉	14	83	-83.5%	蓝田	9676	9017	6.8%
临潼	11.2	19.2	-41.7%	周至	13	16	-16.2%	鄠邑	9274	8945	3.5%
碑林	10.6	15.3	-30.5%	鄠邑	12	21	-40.4%	高陵	8974	8718	2.9%
秦汉	9.2	69.7	-86.8%	临潼	12	20	-37.7%	阎良	7762	7045	9.2%
空港	8.9	21.8	-59.2%	空港	12	30	-60.2%	周至	6680	5519	17.4%

资料来源：中指研究院，华创证券

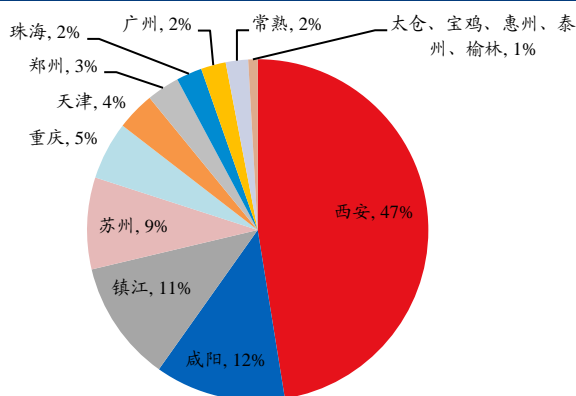
三、公司在西安具备规模优势及良好口碑，机会型布局城市反馈一般

公司在西安、咸阳、苏州土储占比 68%，其中西安土储中，聚焦产业及人口兑现较好、房地产市场坚韧的高新区，占比 92%；在机会型布局城市土储占比仅 34%。公司在西安连续两年入围销售榜前十，实际控制人承担高新区土地一级开发工作，具备一定的规模及拿地优势，知名度及产品口碑较好。

（一）截至 2022 年底，公司在西安、咸阳、苏州土储占比 68%

公司土储主要位于陕西区域、苏州，土储占比 68%。公司在主要布局西安、咸阳、苏州，截止 2022 年底，土储占比分别为 47%、12%、9%，机会型布局城市土储占比仅 32%。

图表 22 截至 2022 年底，公司在西安、咸阳、苏州土储占比约 68%



资料来源：公司公告，华创证券

1、公司在西安的土储集中在高新区，占比 92%。近年来公司逐步回归西安大本营，尤其聚焦产业及人口兑现较好、房地产市场坚韧的高新区，截止 2022 年年底公司在西安土储 156 万方，高新区占比 92%，近期获取地块均位于高新区中央创新区，定位总部研发、科技金融、生态宜居为核心功能的空间，区位优势明显，支撑未来销售业绩。

图表 23 公司在西安土储 156 万方，高新区占比 92%

序号	地区	区域	项目	经营业态	在建项目/新开工项目/竣工项目	合计土储 (万方)	未售面积 (万方)	待结转面积 (万方)
1	西安	高新区	永安华府 (高新区中央创新区 GX3-17-21 号地块)	-	未开盘项目	19.4	19.4	
2	西安	高新区	棠颂坊 (高新区中央创新区 GX3-42-25 号地块)	-	未开盘项目	5.7	5.7	
3	西安	高新区	高新宸樾 (高新区中央创新区 GX3-25-24 号地块)	-	未开盘项目	22.3	22.3	
4	西安	高新区	棠樾坊	住宅及商业	新开工项目	5.5	4.7	0.8
5	西安	高新区	万熙天地	住宅及商业	在建项目	59.9	46.1	13.8
6	西安	沣东新城	蘭樾坊	住宅及商业	在建项目	8.2	2.7	5.5
7	西安	高新区	云水天境	住宅及商业	在建项目	26.5	1.1	25.4
8	西安	高新区	春江天境	住宅及商业	竣工项目	0.4	0.2	0.1
9	西安	高新区	丹轩坊	住宅及商业	竣工项目	2.0	1.3	0.6
10	西安	曲江新区	曲江香都	住宅及商业	竣工项目	4.0	2.8	1.3
11	西安	高新区	丹轩梓园	住宅及商业		1.8	1.8	0.0
12	西安	高新区	悦熙广场	写字楼及商业		0.6	0.2	0.4

资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 公司在西安项目主要分布在高新区



资料来源: 公司公告, 华创证券整理

2、公司在咸阳与当地国企合作开发，品牌加持下去化良好，2022 年销售规模居咸阳首位。除深耕西安外，公司在陕西地区主要布局咸阳，2022 年在咸阳销售金额 15.2 亿元，位居咸阳房企销售排行榜第一位，其中 1) 和樾溪谷项目位于咸阳高铁站附近，与咸阳城投合作开发，整体销售情况较好。2) 和樾溪谷项目位于咸阳高新区，板块为主城区向西发展延伸，承接城市人口外溢，项目凭借区位优势及与当地国企合作开发品牌优势，在市场下行期仍实现较好去化，2022 年 5 月底和樾溪谷营销中心及样板间开放，吸引 2000 余组客户来访，2022 年 6 月底首开销售额 2.5 亿元，当期去化率达 85%。

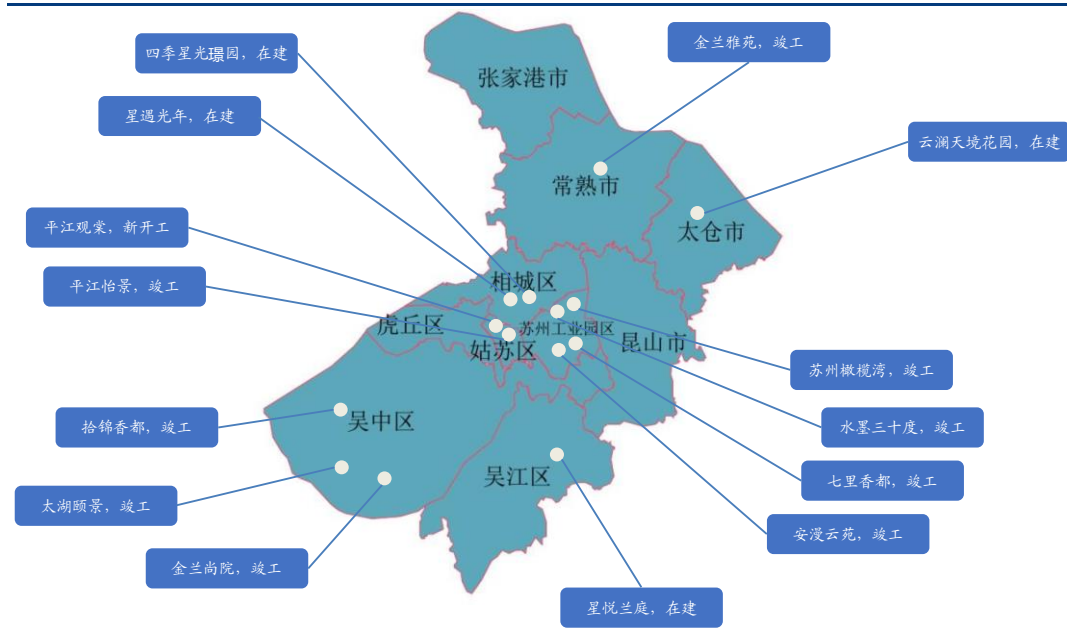
图表 25 除西安外，公司陕西地区主要在售项目位于咸阳

地区	项目	项目状态	合计土储 (万方)	未售面积 (万方)	待结转面积 (万方)	合作情况
咸阳	和樾溪谷	新开工项目	21.9	15.9	6.1	与咸阳金控集团联合开发，天地源股比 49%
咸阳	和樾坊	在建项目	18.8	4.7	14.0	与咸阳城投集团合作开发，天地源股比 51%
宝鸡	九悦香都	竣工项目	0.7	0.6	0.1	-

资料来源: 公司公告, 华创证券

3、公司自 2006 年进入苏州市场，至今已落地 14 个项目，对于苏州市场及客户敏感点均比较好的了解。目前主要开发项目为平江观棠、星悦兰庭、星遇光年，其中平江观棠项目为市区改善盘，在当前市场热度较高，2022 年 8 月项目首开当日去化率 90%，后续加推表现良好，二次、三次加推当天销售 4.8 亿元、5.1 亿元。

图表 26 天地源深耕苏州多年，在各区落地 14 个住宅项目



资料来源：公司公告，华创证券

4、公司在机会型城市土地投资质量一般。公司在镇江、天津、重庆、广州等城市机会型拿地，并未聚焦核心区域，品牌优势也不突出，部分项目利润空间较小甚至亏损，如 2021 年高价获取的广州番禺区伴山溪谷项目，楼面价约 1.8 万/平，而目前价格实现 2.5 万/平，流速较慢。

(二) 公司在西安具备销售规模及拿地优势，知名度及产品口碑较好

销售端来看，天地源在西安具备规模优势，连续两年入围西安销售金额前十，2022 年为唯一上榜的本地房企。2022 年西安 TOP10 房企销售总额逆势增长，总销售额约 1051 亿元，天地源 2022 年销售排名有所下降，但为唯一上榜的本地房企。

图表 27 天地源连续两年入围西安销售排行前十

2021 年			2022 年		
排名	房企	成交金额 (亿元)	排名	房企	成交金额 (亿元)
1	融创中国	189.8	1	绿城中国	196.8
2	碧桂园	124.0	2	万科	168.0
3	天地源	83.8	3	龙湖集团	130.1
4	中海地产	82.5	4	碧桂园	113.5
5	华润置地	81.0	5	华润置地	88.5
6	招商蛇口	80.0	6	招商蛇口	85.3
7	保利发展	76.7	7	天地源	70.4
8	龙湖集团	66.3	8	保利发展	69.0
9	万科	64.6	9	新希望地产	69.8
10	紫薇地产	62.1	10	金地集团	59.3

合计(亿元)	-	911	合计(亿元)	-	1051
合计市场份额占比	-	39.57%	合计市场份额占比	-	-

资料来源：中指研究院，华创证券

拿地端来看，实际控制人高科集团承担高新区土地一级开发任务，天地源对片区较为熟悉。天地源深耕西南高新区，对片区较为熟悉，享有拿地优势，且实际控制人高科集团承担高新区土地一级开发任务。2021 年以来，天地源在西安获取项目均位于高新区，3 宗通过公开市场土拍获取，1 宗为股权后入。

图表 28 2021 年以来公司在西安获取地块以公开市场土拍为主

拿地时间	地块名称	项目名称	计容建面 (万方)	总地价 (亿元)	获取方式	合作情况
2021/10/14	高新区中央创新区 GX3-42-2 号地块	棠樾坊	6.4	7.6	招拍挂	-
2022/6/1	高新区中央创新区 GX3-17-21 号地块	永安华府	19.4	24.8	招拍挂	与百瑞信托合作开发，天地源股比 51%
2022/6/13	高新区中央创新区 GX3-42-25 号地块	棠颂坊	5.7	7.3	招拍挂	-
2023/1/13	高新区中央创新区 GX3-25-24 号地块	高新宸樾	22.3	24.2	股权后入	天地源、厦门国际信托成立合资公司，与获地方西安君正（民企）合作开发，合资公司股比 54%

资料来源：克而瑞，公司公告，华创证券

公司在西安项目多为高端“人文系”产品，在当地口碑较好，市场认可度高。1) 天地源三系产品中，人文系即“坊”、“府”类项目定位高端，多为与西安历史人文元素结合打造的项目。2) 公司深耕西安 20 年，对于当地客户特征把握较好，注重产品打造与客户满意度，在西安具备良好口碑。3) 高新区地段叠加天地源在西安良好的口碑，优质项目实现热销，2022 年 2 月，天地源丹轩坊成为西安首个“万人摇”项目，361 套房源最终认筹家庭达 28000 余组，另外，2.6 万/平的价格市场认可度极高，也反映居民对于高新区板块价值的认可，价格接受度相对有弹性。

图表 29 公司高端人文系产品线多布局在西安

产品系	案名	设计理念及主要落位	代表项目
人文系	“坊”、“府”	具备历史人文价值的地块，如大西安区域	西安兰亭坊、丹轩坊等
自然系	“云水”、“嘉林”、“金兰”	自然生态资源比较丰富、依山傍水的地块	西安云水天境、苏州金兰尚院等
现代系	“宸樾”、“香都”	城市生活商业资源便利，如长三角、大湾区	苏州拾锦香都、重庆玖玺香都等

资料来源：公司官网，华创证券

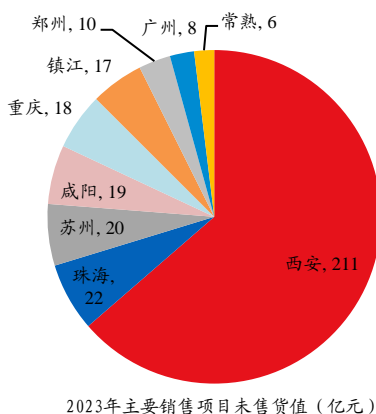
四、西安优质土储支撑未来销售，公司仍需提高运营效率

2023 年公司主要销售项目中，西安未售货值 211 亿元，按 50%去化即可保障公司 2023 年销售目标。公司在西安、咸阳、苏州等城市拥有良好的口碑及深耕优势，拿地质量较好，预计三城市未来毛利率稳定在 30%。但公司存在运营效率较低问题，存货周转率与万科、保利、招商蛇口等头部国央企相比仍有一定差距，运营效率较低也导致公司存在较高的杠杆。公司未来回归西安、大陕西区域、苏州等优势区域的土储布局有助于保障公司运营效率，平衡杠杆与规模，实现高质量的增长。

（一）优质土储占比高，保障销售目标实现及较高的毛利率

西安未售货值 211 亿元，去化率 50%即可保障公司 2023 年销售目标。我们对公司 2023 年主要销售项目进行了货值估算，1) 分区域来看，2023 年公司主要销售项目中，西安未售货值 211 亿元，按 50%去化即可保障公司 2023 年 105 亿元的销售目标。2) 分项目类型来看，2023 年公司主要销售项目货值 343 亿元，其中利润及流速均有一定保障的项目货值 241 亿，主要位于西安，占比 71%，过去点状布局城市的项目在当前市场下去化速度略慢，货值约 80 亿。

图表 30 2023 年主要销售项目中，西安未售货值 211 亿元，占比 62%



资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 31 2023 年主要销售项目预估货值 343 亿，利润及流速均有一定保障的项目货值占比 71%

项目类型	城市	2023 年主要销售项目	拿地时间	销售均价 (万元/平)	估算未售货值 (亿元)	未售比例 (预估)	当前状态
利润及流速均有一定保障	西安	高新宸樾	2023-01-12	2.7	59	100%	未开盘
	西安	永安华府	2022-06-01	2.5	48	100%	未开盘
	西安	棠颂坊	2022-06-13	2.5	14	100%	未开盘
	西安	万熙天地	2015-07-24	1.6	74	54%	
	西安	棠樾坊	2021-10-14	2.6	12	86%	
	苏州	平江观棠	2021-11-24	3.2	20	63%	
	咸阳	和樾溪谷	2021-04-12	0.9	19	72%	
去化速度略慢	镇江	十里香都	2018-03-30	1.1	15	100%	取证未售
	常熟	金兰雅苑	2020-04-24	1.8	6	51%	

	珠海	悦唐阁	2020-12-02	2.7	13	100%	未取证
	珠海	上唐府	2019-05-31	3.0	9	49%	
	广州	伴山溪谷	2021-04-27	2.6	8	98%	
	重庆	水墨江山	2018-03-27	1.0	11	46%	
	重庆	玖玺香都	2020-12-23	1.7	8	84%	
	郑州	熙樾坊	2018-10-12	1.0	10	100%	取证 2.1 万方未售
尾盘项目	西安	云水天境	2019-11-14	2.0	2	4%	
	咸阳	珺樾坊	2017-12-27	1.0	5	12%	
	镇江	君和雅苑	2021-03-15	1.1	2	26%	

资料来源：公司公告，华创证券测算

公司在西安、咸阳、苏州等城市拥有良好的口碑及深耕优势，拿地质量较好，预计未来毛利率稳定。公司在西安、咸阳、苏州拥有较大的土储货值，同时三城市预计毛利率约 30%，保持稳定。

图表 32 预计公司在西安、咸阳、苏州三城持续保持较高毛利率

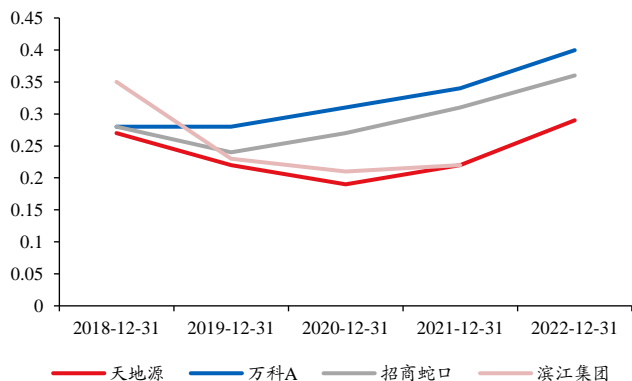
地区	未售货值 (亿元)	已售未结货值(亿 元)	总货值 (亿元)	毛利率估算
西安	229.0	95.7	324.7	30%
咸阳	19.0	19.9	38.9	30%
镇江	32.2	16.6	48.8	0%
苏州	53.8	13.1	66.9	32%
重庆	18.3	3.7	22.0	1%
天津	13.6	1.0	14.6	2%
郑州	10.2	0.0	10.2	15%
珠海	22.0	0.5	22.5	-8%
广州	19.4	0.4	19.8	0%
常熟	6.4	6.1	12.6	8%
榆林	0.2	0.2	0.3	35%
太仓	0.0	1.7	1.7	0%
泰州	0.4	0.2	0.6	29%
惠州	0.7	0.1	0.8	6%
宝鸡	0.3	0.1	0.4	4%
毛利率估算	22%	25%	23%	

资料来源：Wind，华创证券测算

（二）公司需提高运营效率，平衡销售规模与杠杆

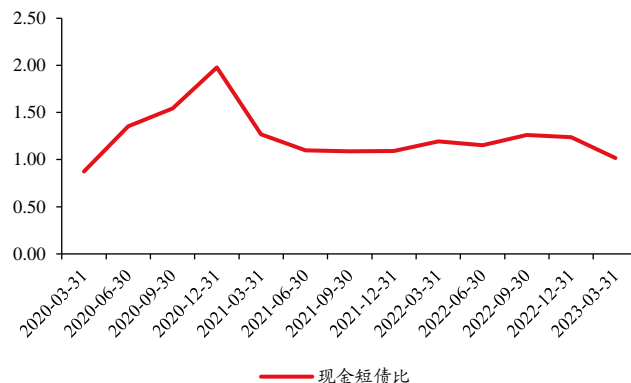
公司存在高杠杆的问题，主要在于运营效率较低。1) 从存货周转率来看，公司的存货周转率与万科、保利、招商蛇口等头部国央企相比仍有一定差距，与区域深耕型公司滨江集团相比也较低。2) 运营效率较低也导致公司杠杆率相对较高，当前净负债率 177%、剔除预收款后资产负债率 87%。

图表 33 公司存货周转率与头部国央企及区域深耕民企相比有一定差距



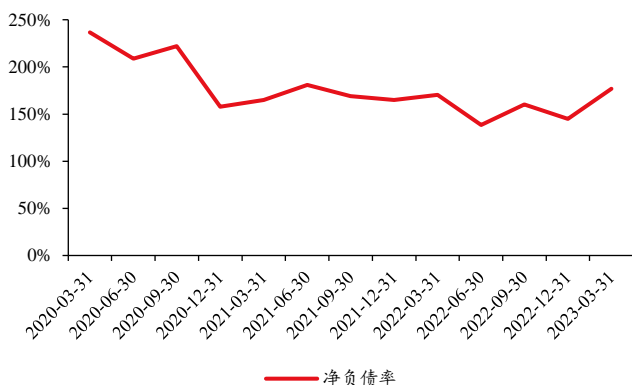
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 34 公司当前现金短债比 1.02



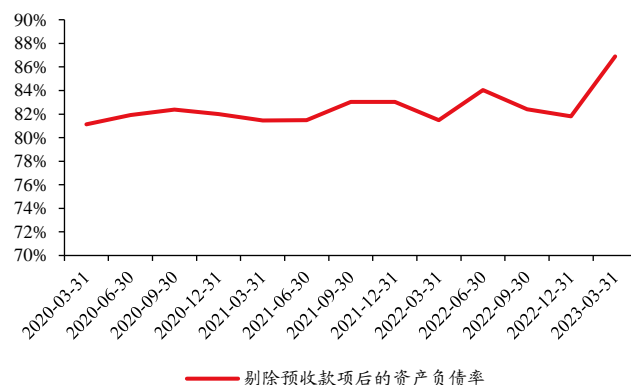
资料来源：Wind，华创证券

图表 35 公司当前净负债率 177%



资料来源：Wind，华创证券

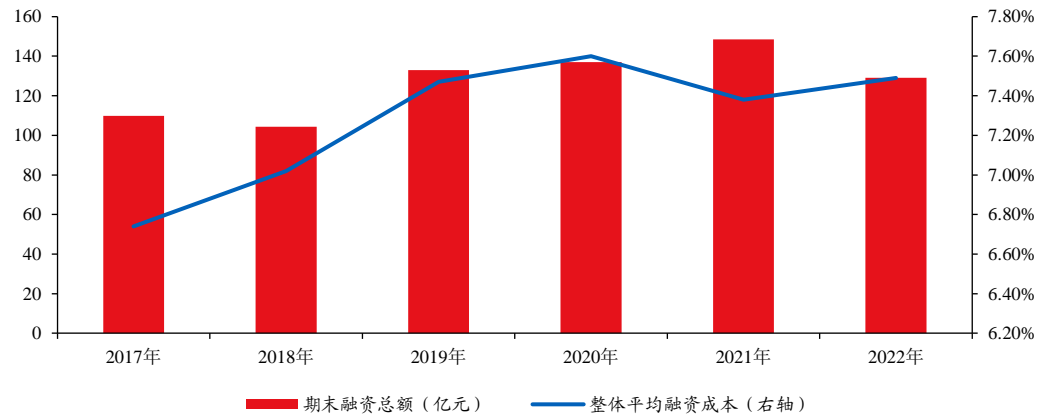
图表 36 公司当前剔除预收款后的资产负债率 87%



资料来源：Wind，华创证券

公司融资渠道通畅，但融资成本较高，2022 年公司融资成本 7.49%。1) 公司主要融资渠道有三类，即银行开发贷款、信托融资、债券融资，近年来整体平均融资成本略有上升，到 2022 年平均融资成本约 7.5%。2) 与头部国央企相比，天地源发债利率稍高，2022 年发行 4 笔信用债，发行规模约 21 亿元，票面利率 7.5%。

图表 37 近年来公司整体平均融资成本偏高



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 2020 年以来公司信用债利率在 7.5%及以上

债券名称	发行日期	发行规模 (亿元)	利率	债券余额 (亿元)	债券类型
20 天地源 PPN001	2020-11-13	2	7.98%	0	定向工具
21 天地源 PPN001	2021-06-16	5	7.98%	5	定向工具
21 天地一	2021-12-28	9	7.50%	9	公司债
22 天地一	2022-03-10	5	7.50%	5	公司债
22 天地源 MTN001	2022-07-29	5	7.50%	5	中期票据
22 天地二	2022-08-16	9.13	7.50%	9.13	公司债
22 天地源 MTN002	2022-10-28	2	7.50%	2	中期票据

资料来源：公司公告，华创证券

回归优势区域的土储布局有助于提升公司运营效率，实现有质量的增长。1) 公司现有土储中利润及流速均有一定保障的土储货值占比 71%，优质土储保障公司销售回款和资金周转率，提高运营效率降杠杆。2) 公司未来土储布局将回归核心城市、回归优势区域，如西安大本营，深耕西安高新区；聚焦苏州区域，着力发展陕西区域，如咸阳。随着公司不断置换高质量土储，预计将提高公司的开发周转节奏，保障利润稳定增长。3) 公司计划于 2023 年通过竞拍方式储备土地计容建面约 45 万方，保持稳健拿地风格。

图表 39 未来土储布局回归核心城市、回归优势区域

土储布局策略	城市
回归西安大本营	深耕西安高新区
聚焦苏州区域	苏州、镇江、常熟等
着力发展陕西区域	咸阳、宝鸡等

资料来源：公司公告，华创证券

五、投资建议

1、盈利预测：公司在 2020-2022 年间销售金额超百亿，考虑公司 2023 年主要销售项目货值储备充足，且主要位于深耕的西安高新区，价格实现度及去化有保障，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 107、110、115 亿元，同比分别增长 1.6%、3.2%、4.4%。实现归母净利润分别为 4.6、5.07、5.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.59、0.64 元，现价对应 PE 分别为 7.4、6.7、6.2 倍。

图表 40 我们预测公司 2023-2025 年公司营收及归母净利润保持增长

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(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)	10	7.4	6.7	6.2
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测（股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价）

2、投资建议：公司因为前期外拓新进入城市的项目利润率较低，拖累了公司的业绩。但公司 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。1) 基于剩余收益模型测算公司估值，为当前账面价值与未来 3 年剩余收益的折现，测算合理市值约为 47 亿元；2) 按照行业可比公司 2023 年对应的市盈率均值为 10.7 倍，则公司合理市值为 49 亿。我们取两者平均，则合理估值为 48 亿元，目标价 5.57 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 41 基于剩余收益模型测算，公司合理市值约为 47 亿元

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润（百万）	343	460	507	551
剩余收益（百万）		109	119	134
剩余收益折现（百万）		101	102	106
归属母公司所有者权益（百万）	4388	4848	5216	5615
合理市值（百万）		4696		

资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 42 按照行业可比公司 2023 年市盈率均值，公司合理市值约为 49 亿元

	EPS				PE			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
保利发展	1.5	1.8	2.0	2.2	9.5	8.0	7.2	6.6
万科 A	2.0	2.0	2.1	2.2	8.2	7.9	7.5	7.2
招商蛇口	0.4	0.9	1.3	1.6	25.7	15.8	10.9	8.9

金地集团	1.4	1.4	1.5	1.6	6.2	5.9	5.5	5.1
滨江集团	1.2	1.4	1.7	2.0	8.1	6.8	5.6	4.8
金融街	0.3	0.4	0.4	0.6	17.6	11.7	11.5	8.2
首开股份	-0.3	0.2	0.4	0.4	-	19.2	12.4	10.9
平均	0.8	1.1	1.2	1.3	12.6	10.7	8.7	7.4
天地源	0.4	0.5	0.6	0.6	10	7.4	6.7	6.2

资料来源：公司公告，华创证券预测（股价为2023年5月8日收盘价，EPS参考Wind一致预测）

六、风险提示

1、行业继续大幅下行。

2、**公司存货仍有减值风险**：公司过去在广州、重庆、天津等城市机会型拿地，整体项目实现度一般，或有减值风险。

3、**解决同业竞争进度缓慢**：当前政策窗口期，为公司解决同业竞争创造了客观条件，但进度有待持续跟踪。

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	10	7	7	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	zhangjianie@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
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