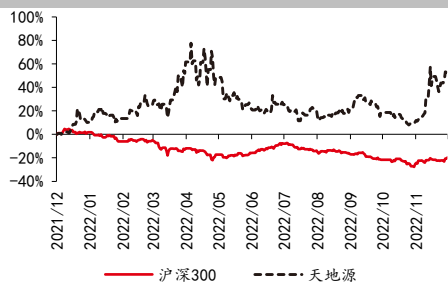


公司投资评级

买入|维持

相对指数表现



资料来源：中邮证券研究所

基本数据 (2022.12.1)

总市值 (百万元)	3,473.77
流通市值 (百万元)	3,473.77
52周最高/最低 (元)	5.09/2.69
52周最高/最低 PE (倍)	26.65/5.03
52周最高/最低 PB (倍)	1.06/0.60
52周涨幅 (%)	48.50
52周换手率 (%)	665.21

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

天地源 (600665.SH):
积极作为，反应迅速，彰显效率
● 事件
12月1日晚间，天地源发布公告，拟筹划非公开发行股票：

公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。本次非公开发行拟发行的股票数量不超过本次发行前公司总股本的 30%，最终发行数量以中国证监会核准的发行数量为准。

● 核心观点

本轮首家公告拟筹划定增的国有房企，公司积极作为、反应迅速，彰显管理效率。11月28日晚，地产股权再融资政策公布，12月1日公司公告拟筹划非公开发行股票，中间间隔仅约3天。公司是本轮第一家、目前也是唯一一家公告拟筹划定增的国有房企，表明公司政策敏感度高、反映积极迅速，彰显了公司高效的管理效率，符合我们对于公司稳健积极的战略预判。在国有背景加持下，稳健积极的发展态度有望推动公司走出长期成长之路。

定增若成功有望明显改善公司财务状况，打开长期发展空间。公司2003年于上交所上市，长期经营发展良好，销售额自2014年以来保持稳健增长态势。不过，受制于历史上地产股权融资窗口相对较为短暂等原因，公司迟迟没有机会补充资本金，对公司的发展形成了限制。尤其是在房地产行业长效管理机制愈发成熟，“三道红线”、“银行贷款集中度”等政策陆续出台后，整个房地产行业债务驱动的发展模式难度逐步加大。因此，如今在政策支持下，公司若定增能够成功，将明显改善公司的财务状况、降低融资成本，打开长期发展空间。

积极拿地，今年前三季度拿地强度达到40%。公司长期以来拿地积极，尤其是今年在行业调整的背景下，公司仍然保持稳健积极的拿地强度，前三季度拿地金额达到32亿元，拿地强度约40%。11月28日下午，公司公告拟通过收购西安佳幸房地产开发有限公司55%股权的方式，受让西安市高新区红庙村集体土地上棚户区改造项目开发用地部分国有土地使用权权益，土地储备总金额不高于14.89亿元。持续的拿地动作表明公司稳健积极发展的战略态度。

战略重新聚焦西安高新区，深耕西安产业高地与经济引擎。公司

实际控制人为西安高科集团有限公司，土地储备约 55%位于西安市，2018 年至 2020 年拓展长三角、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。高新区是西安市的经济重心、产业高地、楼市焦点。尤其是产业方面，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。受上述产业带动，西安高新区房价领先西安市场，成交量占比高。

销售平稳，融资渠道顺畅，业绩调整影响减弱。受益于良好的区域布局和产业支撑，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%，2022 年前三季度销售额仅小幅下降 6%。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 3.3%。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。

● 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，维持“买入”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 18.54 倍、10.13 倍和 8.37 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)	9.22	18.54	10.13	8.37
EV/EBITDA (倍)	15.54	15.84	13.12	13.04
EV/销售收入 (倍)	1.58	1.45	1.20	1.21
PE/G (倍)	0.63	—	0.12	0.40
市净率 (倍)	0.84	0.82	0.78	0.73

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测。注：股价为 2022 年 12 月 1 日收盘价

● 风险提示

公司非公开发行股票事项审批等事项、事件进展等存在不确定性，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。

目录

1.事件	5
2.核心观点	5
3.投资建议	11
4.风险提示	11

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 非公开发行股票流程示意图	6
图表 3 目前 A 股已公告拟筹划非公开发行的上市房企	7
图表 4 公司剔除预收款项的资产负债率情况	7
图表 5 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.26	7
图表 6 公司净负债率情况	8
图表 7 公司近年来融资成本情况	8
图表 8 公司 2022 年前三季度销售额仅小幅下降	8
图表 9 公司拿地保持稳健积极	8
图表 10 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	8
图表 11 公司拟收购的西安佳幸已竞得目标地块	9
图表 10 西安佳幸竞得的 GX3-25-24 宗地情况	9
图表 13 公司 2022 年三季度末土地储备分布情况（未售货值）	10
图表 14 西安高新区产业示意图	10
图表 15 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 8.93%	11
图表 16 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 76.29%	11
图表 17 2022 年以来，公司发行债券明细	11

1. 事件

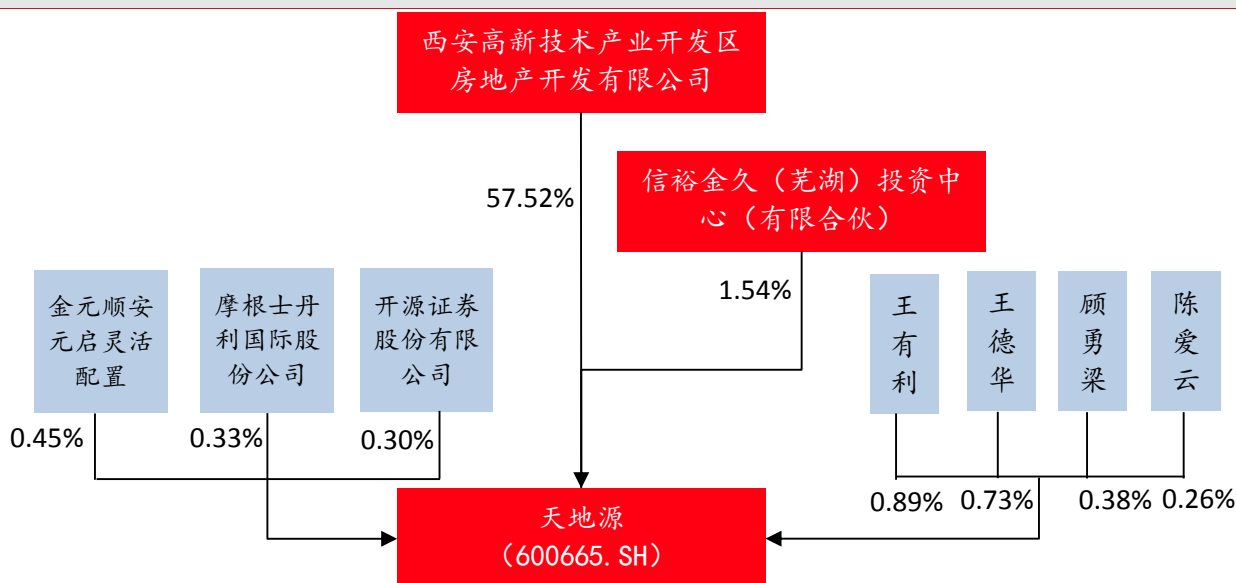
12月1日晚间，天地源发布公告，拟筹划非公开发行股票：

公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。本次非公开发行拟发行的股票数量不超过本次发行前公司总股本的 30%，最终发行数量以中国证监会核准的发行数量为准。

2. 核心观点

本轮首家公告拟筹划定增的国有房企，公司积极作为、反应迅速，彰显管理效率。11月28日晚，地产股权再融资政策公布，12月1日公司公告拟筹划非公开发行股票，中间间隔仅约3天。公司是本轮第一家、目前也是唯一一家公告拟筹划定增的国有房企，表明公司政策敏感度高、反映积极迅速，彰显了公司高效的管理效率，符合我们对于公司稳健积极的战略预判。在国有背景加持下，稳健积极的发展态度有望推动公司走出长期成长之路。

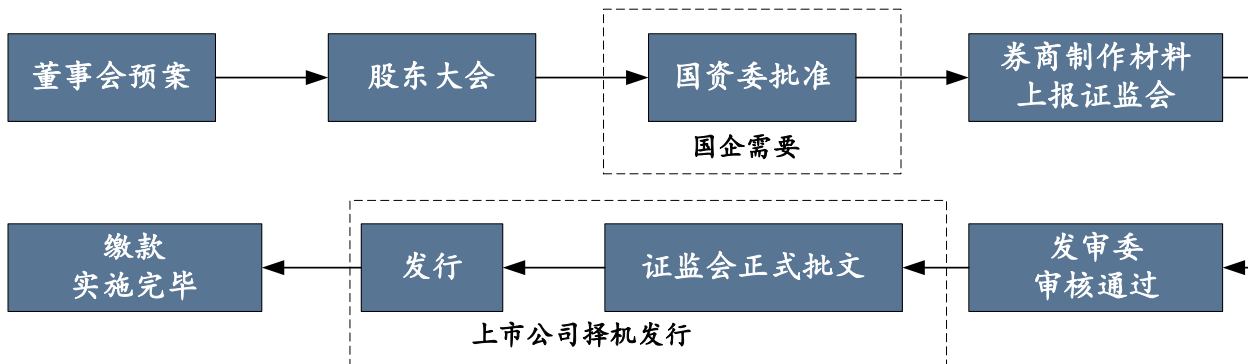
图表 1 公司是西安高新区下属国有房企



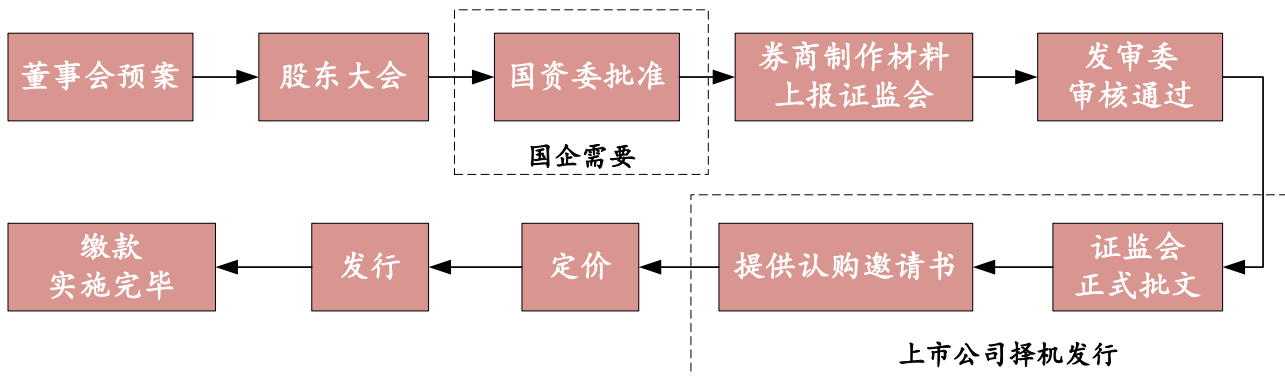
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 2 非公开发行股票流程示意图

定价发行



竞价发行



数据来源：证监会，中邮证券研究所整理

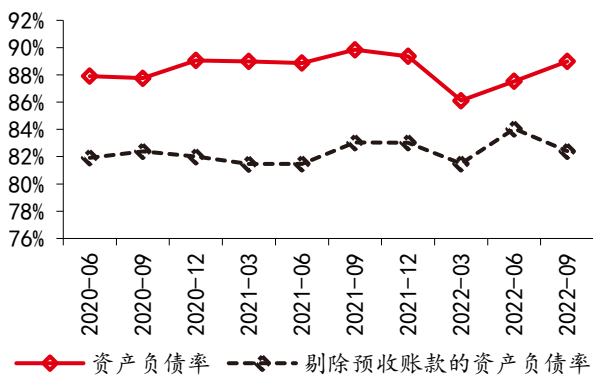
图表 3 目前 A 股已公告拟筹划非公开发行股票的上市房企

2022.11.29	福星股份	定增	向不超过35名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于公司房地产项目开发
2022.11.29	世茂股份	定增	拟向不超过35名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于“保交楼、保民生”相关项目开发、偿还部分公开债务本息、符合再融资政策要求的补充流动资金等
2022.11.30	新湖中宝	定增	拟向不超过35名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于“保交楼、保民生”相关项目，棚户区改造或旧城改造项目开发建设
2022.11.30	大名城	定增	拟向不超过35名特定投资者非公开发行股票。募集资金拟用于政策支持的“保交楼、保民生”地产项目开发建设，再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
2022.12.1	天地源	定增	拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于“保交楼、保民生”地产项目开发、再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务
2022.12.1	华夏幸福	定增	拟向不超过35名特定投资者非公开发行股票，募集资金拟用于“保交楼、保民生”地产项目、再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

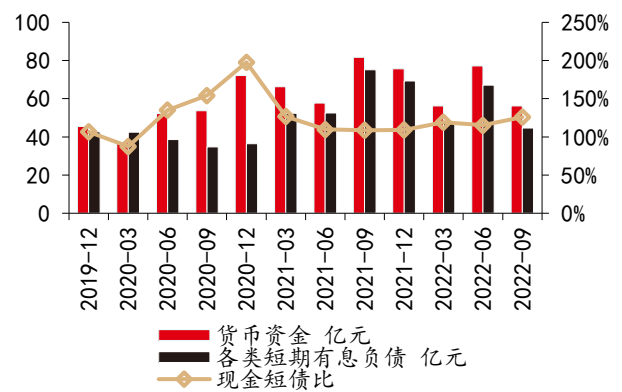
定增若成功有望明显改善公司财务状况，打开长期发展空间。公司 2003 年于上交所上市，长期经营发展良好，销售额自 2014 年以来保持稳健增长态势。不过，受制于历史上地产股权融资窗口相对较为短暂等原因，公司迟迟没有机会补充资本金，对公司的发展形成了限制。尤其是在房地产行业长效机制愈发成熟，“三道红线”、“银行贷款集中度”等政策陆续出台后，整个房地产行业债务驱动的发展模式难度逐步加大。因此，如今在政策支持下，公司若定增能够成功，将明显改善公司的财务状况、降低融资成本，打开长期发展空间。

图表 4 公司剔除预收款项的资产负债率情况



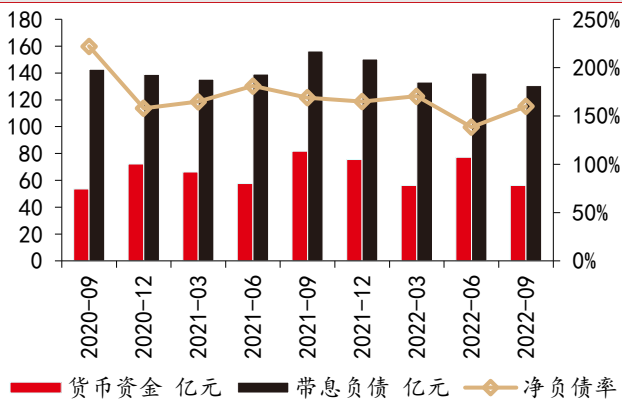
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.26



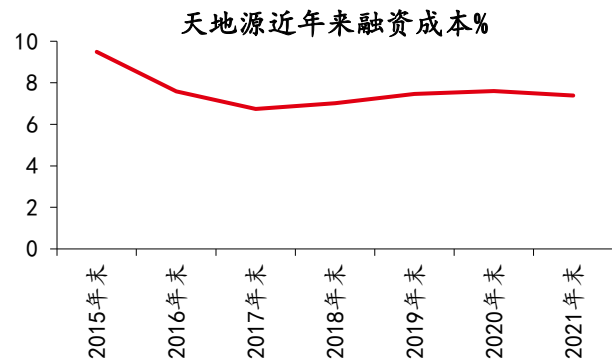
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 6 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

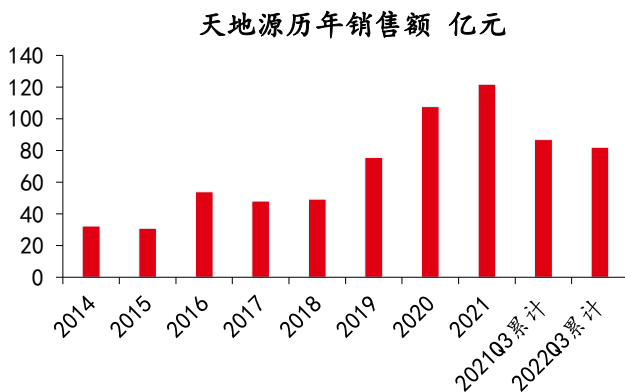
图表 7 公司近年来融资成本情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

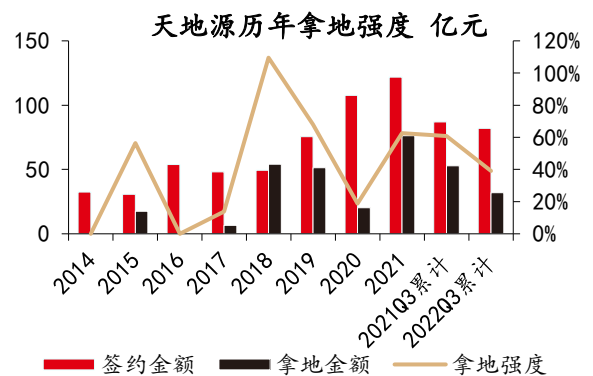
积极拿地，今年前三季度拿地强度达到 40%。公司长期以来拿地积极，尤其是今年在行业调整的背景下，公司仍然保持稳健积极的拿地强度，前三季度拿地金额达到 32 亿元，拿地强度约 40%。11 月 28 日下午，公司公告拟通过收购西安佳幸房地产开发有限公司 55% 股权的方式，受让西安市高新区红庙村集体土地上棚户区改造项目开发用地部分国有土地使用权权益，土地储备总金额不高于 14.89 亿元。持续的拿地动作表明公司稳健积极发展的战略态度。

图表 8 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 9 公司拿地保持稳健积极



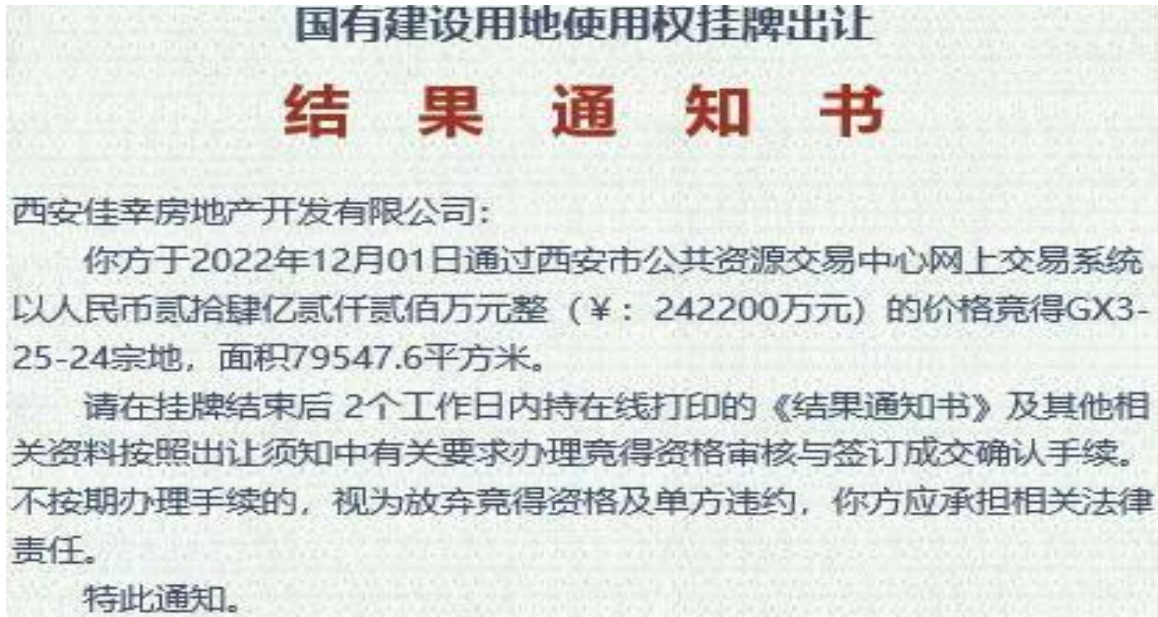
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 10 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m ²	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 11 公司拟收购的西安佳幸已竞得目标地块，



数据来源：西安市公共资源交易中心，中邮证券研究所整理

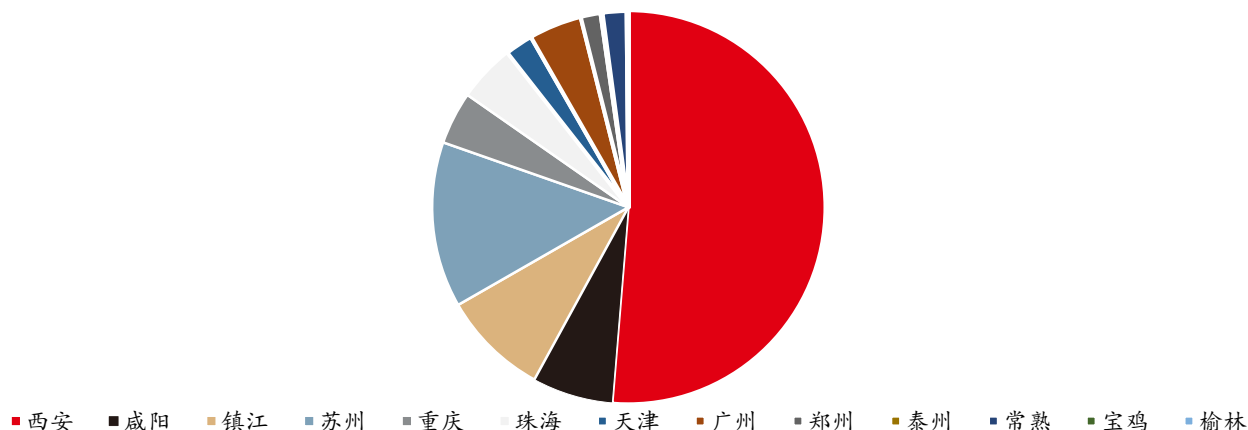
图表 12 西安佳幸竞得的 GX3-25-24 宗地情况

地块名称	拿地时间	计容建面 万㎡	楼面地价 元/㎡	参考房价 元/㎡	拿地总价 亿元	估算货值 亿元
高新区 GX3-25-24 号地块	2022 年 12 月 1 日	222,733	10,874	23,500	24.22	52.34

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

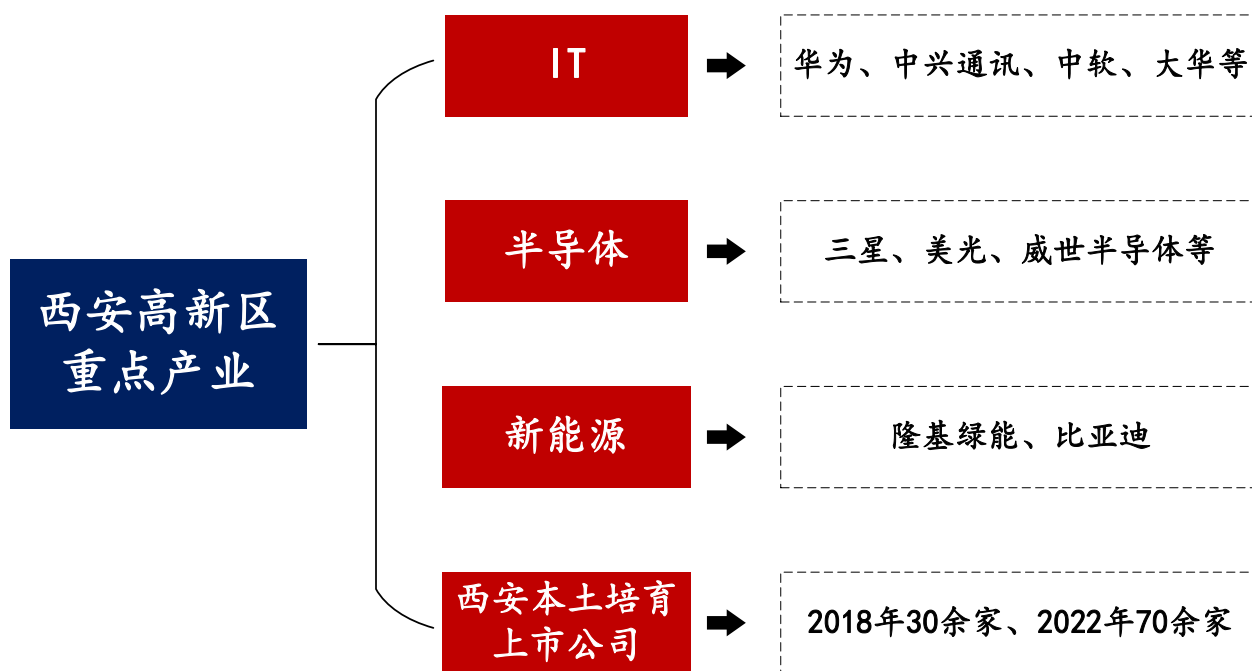
战略重新聚焦西安高新区，深耕西安产业高地与经济引擎。公司实际控制人为西安高科集团有限公司，土地储备约 55% 位于西安市，2018 年至 2020 年拓展长三角、珠三角和京津冀区域。2021 年以来，公司战略重心重新聚焦西安，尤其是高新区，接连斩获 3 宗地块。高新区是西安市的经济重心、产业高地、楼市焦点。尤其是产业方面，西安市重点高新技术产业主要位于高新区，代表性产业包括：IT 产业、半导体、新能源产业、本土培育科创企业。受上述产业带动，西安高新区房价领先西安市场，成交量占比高。

图表 13 公司 2022 年三季度末土地储备分布情况（未售货值）



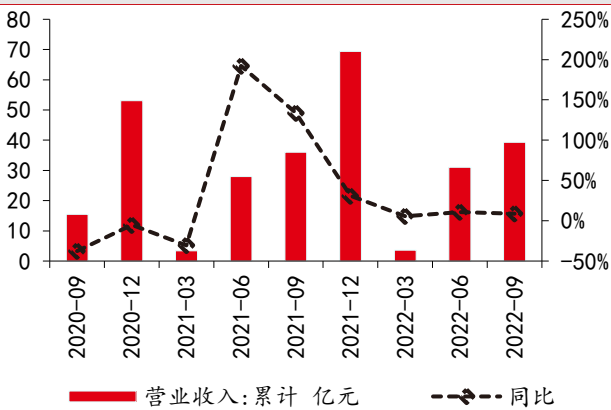
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 14 西安高新区产业示意图

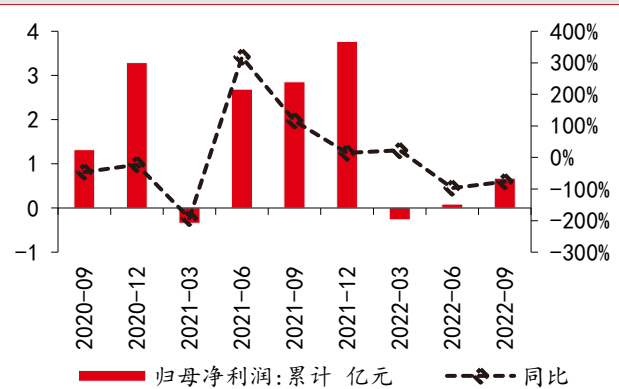


数据来源：中邮证券研究所整理

销售平稳，融资渠道顺畅，业绩调整影响减弱。受益于良好的区域布局和产业支撑，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%，2022 年前三季度销售额仅小幅下降 6%。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 3.3%。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。

图表 15 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 16 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 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

3. 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, 维持“买入”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 18.54 倍、10.13 倍和 8.37 倍。

4. 风险提示

公司非公开发行股票事项审批等事项、事件进展等存在不确定性, 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	9.22	18.54	10.13	8.37
PEG	0.63	—	0.12	0.40
PB	0.84	0.82	0.78	0.73
EV/EBITDA	15.54	15.84	13.12	13.04
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	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	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的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。