

暂无评级

天地源（600665）

2010 年 5 月 10 日

稳健式发展，多区域布局

房地产行业分析师：帅虎
SAC 执业证书编号：S0850209110692
shuaih@htsec.com
021-23219401

投资建议：依托实际控制人的独特优势，公司稳健发展，已成为西北地区规模最大的地产公司。公司立足西安，逐步拓展区域外市场，已经进入深圳、苏州、天津等地；目前，公司土地储备达到 160 万平方米左右。2010 年 1 季度，公司净负债率仅为 42.7%，财务压力不大，公司预收款项为 19 亿元，2010 年业绩基本锁定。实际控制人资产规模较大，与公司存在同业竞争问题，但暂时不存在解决可能。预计公司 2010、2011 年每股收益为 0.26、0.31 元，NAV 为 4.02 元。我们认同公司稳健发展的风格，看好其长期发展前景，但考虑到行业调控对二线城市的影响尚未充分体现；因此，我们暂时不给予公司投资评级。

1. 依托实际控制人的独特优势，公司稳健发展，已成为西北地区规模最大的地产公司。公司立足西安，逐步拓展区域外市场，已经进入深圳、苏州、天津等地；目前，公司土地储备达到 160 万平方米左右。2010 年 1 季度，公司净负债率仅为 42.7%，财务压力不大，公司预收款项为 19 亿元，2010 年业绩基本锁定。实际控制人资产规模较大，与公司存在同业竞争问题，但暂时不存在解决可能。

对于行业未来，公司仍持积极态度。未来，公司土地储备仍将立足西安；但是，外地项目拓展比例将大幅提高。

依托实际控制人——西安高新技术产业开发区管委会的独特优势，公司稳健发展，已成为西北地区规模最大的地产公司。

实际控制人资产规模较大，与公司存在同业竞争问题，但暂时不存在解决可能。公司大股东下属还有紫薇地产、高新房产和新西部三家地产公司，同业竞争问题尚未得到解决。因此，上市以来，公司一直没有实现融资功能。考虑到其他三家公司的规模与公司接近，且紫薇地产曾公告借壳 ST 东碳。因此，公司同业竞争问题的解决，难度日益加大；中短期内，公司实现外延式增长的可能性不大。

公司立足西安，逐步拓展区域外市场，目前已经进入深圳、苏州、天津等地；目前，公司土地储备达到 160 万平方米左右。公司拓展土地储备较为稳健，成本相对低廉。

2009 年，公司全年新开工面积 37.5 万平方米，竣工面积 24.5 万平方米。其中，曲江华府、盛唐商务大厦等项目实现全面竣工交房；其中，深圳盛唐商务大厦因为楼面地价仅为 2200 元/平方米，而售价达 18000 元/平方米，所以公司 2009 年盈利能力大幅改善。

另外，水墨三十度、津九轩、兰亭坊南区、枫林意树二期等项目在 2009 年陆续入市，实现开盘热销；兰亭坊北区、橄榄湾项目基本实现清盘销售；西部电子信息大厦项目实现整体转让；2009 年 9 月，公司成功收购惠州伊世堡项目，公司首个高档别墅项目顺利落地。

2010 年，公司计划实现收入 17.21 亿元，开工面积 22.7 万平方米，竣工面积 24.9 万平方米。当然，面对调控，公司不排除调整相关计划的可能，如新开工面积。但是，前期公司已积极加大推盘力度，力争加快项目去化速度。

2010 年 1 季度，公司资产负债率虽为 73.1%，但净负债率仅为 42.7%，财务压力不大。2010 年 1 季度，公司预收款项为 19 亿元，2010 年业绩基本锁定。

对于行业未来，公司仍持积极态度，看好二三线城市发展空间。未来，公司土地储备仍将立足西安；但是，外地项目拓展比例将大幅提高。

预计公司 2010、2011 年每股收益为 0.26、0.31 元，NAV 为 4.02 元。我们认同公司稳健发展的风格，看好其长期发展前景，但考虑到行业调控对二线城市的影响尚未充分体现；因此，我们暂时不给予公司投资评级。

表 1 公司利润表预测（百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	1091	1449	1858	2230	2453
减：营业成本	792	1075	1148	1401	1541
营业税金及附加	65	82	290	334	343
销售费用	39	49	82	89	98
管理费用	68	61	77	78	86
财务费用	29	23	10	22	25
资产减值损失	2	2	4	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-4	2	1	0	0
二、营业利润	91	162	248	305	360
加：营业外收入	19	4	14	0	0
减：营业外支出	4	7	2	0	0
三、利润总额	106	159	260	305	360
减：所得税费用	30	37	65	76	90
四、净利润	76	123	194	229	270
归属于母公司所有者的净利润	80	127	139	188	221
少数股东损益	-5	-4	55	41	49
五、每股收益（元）	0.11	0.18	0.19	0.26	0.31

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 不确定性因素。

系统性风险；土地储备有待加强。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、北京城建、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、华发股份、滨江集团、苏宁环球、万通地产、福星股份、嘉宝集团、格力地产、中南建设、ST 东源、阳光城等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。