原业务陆续剥离,智能企业服务启动

天马股份(002122)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	10.16
合理价格区间(元):	11.99~12.82

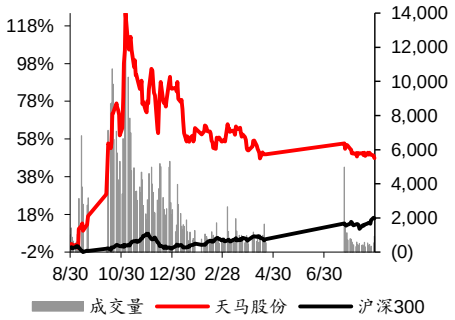
高宏博 执业证书编号：S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

蔡嵩松 010-56793963
联系人 caisongsong@htsc.com

相关研究

1《天马股份(002122,买入): 继续收购博易，推进业务转型升级》2017.08
2《天马股份(002122,买入): 华丽转型企业SaaS及大数据服务》2017.07

股价走势图



资料来源：Wind

营业收入稳步增长，归母净利润涨幅较大

天马股份发布 2017 年半年度报告，报告期内公司实现营业总收入 12.37 亿元，较上年同期增长 11.51%；归属于上市公司股东的净利润为 3547 万元，较上年同期增长 45.37%，符合我们的预期；预计前三季度净利润 3276 万元~4700 万元，同比增长 15%-65%。

主营业务保持稳定，净利润高速增长系管理费用降低所致

报告期内，一方面，依托多年技术积累，公司原有轴承业务保持稳中有升，营业收入同比增长 11.51%；另一方面，随着原有业务资产的剥离和处置，公司管理费用下降 2270 万元，这促使公司净利润大幅增长 45.37%达到 3547 万元。未来随着公司原有业务的逐渐剥离，各项费用有望进一步下降。

原有轴承业务逐步剥离，资产质地优良变现保值增值能力强

报告期内，根据未来整体战略规划和业务转型需要，公司收缩轴承业务、数控机床业务的业务规模，逐渐剥离原主营业务资产，向浙江天马电梯有限公司以 2.54 亿元出售北京天马轴承有限公司 93.81%股权；以 2.43 亿元出售贵州天马虹山轴承有限公司 100%股权；以 1.46 亿元向浙江天马电梯有限公司出售成都天马精密机械有限公司 100%股权。公司净资产在 45 亿左右，主要为保值增值性较好的土地、厂房、牧场等固定资产，未来资产变现和保值增值能力强。

收购微盟和博易，转型企业云服务、大数据应用和商业人工智能步伐坚定

报告期内公司收购企业 SaaS 平台微盟 60.4%股权和大数据应用服务商博易 99.5%的股权，战略转型企业云服务业务、大数据应用业务和商业人工智能服务业务。目前公司内生业务和微盟、博易发展势头良好。在企业前台 SaaS 业务方面，微盟科技拥有 220 多万家中小商户，处于市场领先地位；在企业中后台方面，公司设立的全资子公司星河企服，已经整合了近 2000 多个服务模块，处于行业前列；在大数据应用方面，博易累计服务了 300 多家大型企业客户，在大数据领域有重要影响力；在商业人工智能方面，目前已经全面启动研发，进展顺利。

转型步伐坚定而稳健，未来可期，维持“买入”评级

预计公司 2017～2019 年净利润为 1.30 亿元、2.35 亿元、3.20 亿元，PE 为 92.7 倍、51.3 倍和 37.7 倍。目前 A 股可对标企业服务公司 2018 年平均 PE 约 48 倍，公司是具备高度稀缺性及成长性的企业 SaaS 和大数据标的，业务范围更广，给予一定的估值溢价，给予公司新业务 2018 年 PE 50～55 倍，按照 1.95 亿利润计算约 97.5～107.3 亿元，公司 2017 年半年报净资产在 45 亿左右，且为保值增值性较好的土地、厂房、牧场等固定资产，按照 1 倍 PB 进行估值，因此可以叠加主业 45 亿市值，给予目标价 11.99 元～12.82 元。维持“买入”评级。

风险提示：企业云服务行业发展不达预期；大数据服务应用不达预期；收购计划不能按期完成。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,188
流通 A 股 (百万股)	1,104
52 周内股价区间 (元)	6.88-15.45
总市值 (百万元)	12,070
总资产 (百万元)	6,672
每股净资产 (元)	3.80

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,099	2,158	2,714	3,870	4,982
+/-%	(3.54)	2.84	25.76	42.59	28.73
归属母公司净利润 (百万元)	47.16	(252.16)	130.20	235.26	320.28
+/-%	39.55	(634.72)	(48.37)	80.69	36.14
EPS (元，最新摊薄)	0.04	(0.21)	0.11	0.20	0.27
PE (倍)	255.95	(47.87)	92.70	51.30	37.69

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

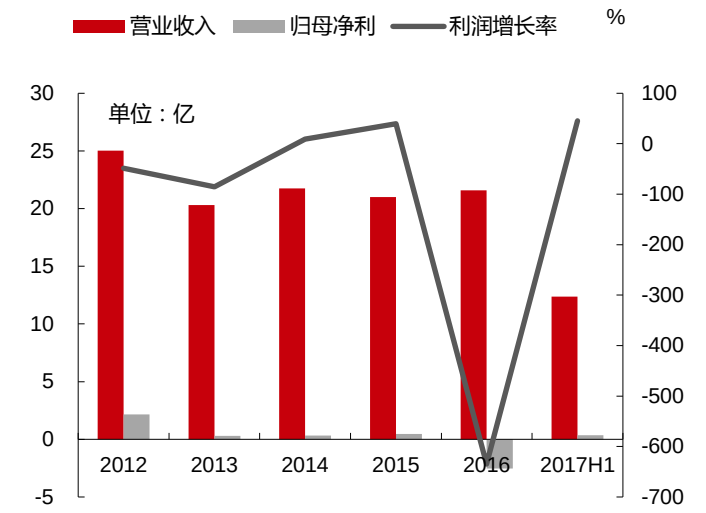
营业收入稳步增长，归母净利润涨幅较大

天马股份发布 2017 年半年度报告，报告期内公司实现营业总收入 12.37 亿元，较上年同期增长 11.51%；营业利润 2203 万元，较上年同期增长 163.45%；利润总额为 5697 万元，较上年同期增长 4.20%；归属于上市公司股东的净利润为 3547 万元，较上年同期增长 45.37%，符合我们的预期；预计前三季度净利润 3276 万元~4700 万元，同比增长 15%-65%。

主营业务保持稳定，净利润高速增长系费用降低所致

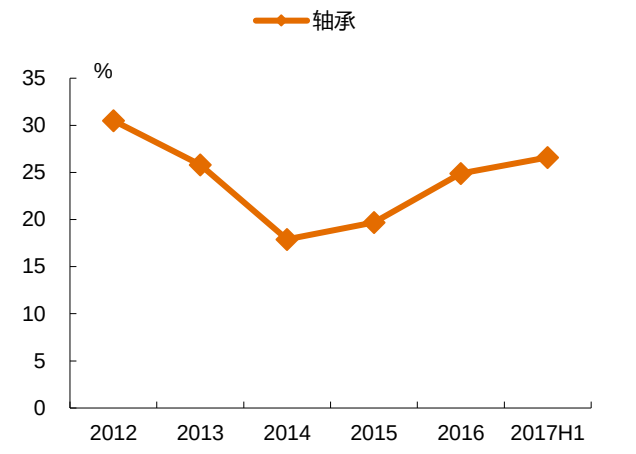
报告期内，一方面，依托多年的技术积累，公司原有轴承业务保持稳中有升，营业收入同比增长 11.51%；另一方面，随着原有业务资产的剥离和处置，公司管理费用下降 2270 万元，这促使公司净利润大幅增长 45.37%达到 3547 万元。未来随着公司原有业务的逐渐剥离，各项费用有望进一步下降。

图表1：天马股份近年业绩



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：天马股份主要业务毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

原有轴承业务逐步剥离，资产质地优良变现保值增值能力强

报告期内，根据未来整体战略规划和业务转型需要，公司收缩轴承业务、数控机床业务的业务规模，逐渐剥离原主营业务资产，向浙江天马电梯有限公司以 2.54 亿元出售北京天马轴承有限公司 93.81%股权；以 2.43 亿元出售贵州天马虹山轴承有限公司 100%股权；以 1.46 亿元向浙江天马电梯有限公司出售成都天马精密机械有限公司 100%股权。公司净资产在 45 亿左右，主要为保值增值性较好的土地、厂房、牧场等固定资产，未来资产变现和保值增值能力强。

收购微盟和博易，转型企业云服务、大数据应用和商业人工智能步伐坚定

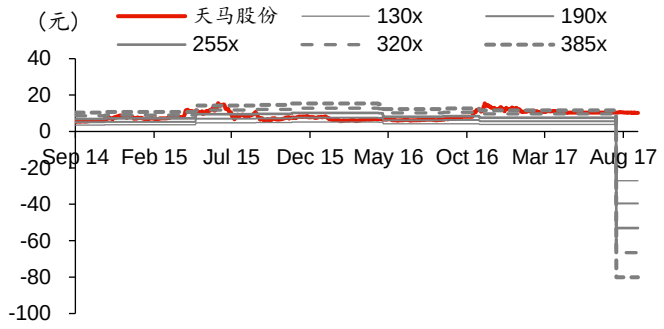
报告期内公司收购企业 SaaS 平台微盟 60.4%股权和大数据应用服务商博易 99.5%的股权，战略转型企业云服务业务、大数据应用业务和商业人工智能服务业务。目前公司内生业务和微盟、博易发展势头良好。在企业前台 SaaS 业务方面，微盟科技拥有 220 多万家中小商户，处于市场领先地位；在企业中后台方面，公司设立的全资子公司星河企服，已经整合了近 2000 多个服务模块，处于行业前列；在大数据应用方面，博易累计服务了 300 多家大型企业客户，在大数据领域有重要影响力；在商业人工智能方面，目前已经全面启动研发，进展顺利。

转型步伐坚定而稳健，未来可期，维持“买入”评级

预计公司 2017～2019 年净利润为 1.30 亿元、2.35 亿元、3.20 亿元，PE 为 92.7 倍、51.3 倍和 37.7 倍。目前 A 股可对标企业服务公司 2018 年平均 PE 约 48 倍，公司是具备高度稀缺性及成长性的企业 SaaS 和大数据标的，业务范围更广，给予一定的估值溢价，给予公司新业务 2018 年 PE 50～55 倍，按照 1.95 亿利润计算约 97.5～107.3 亿元，公司 2017 年半年报净资产在 45 亿左右，且为保值增值性较好的土地、厂房、牧场等固定资产，按照 1 倍 PB 进行估值，因此可以叠加主业 45 亿市值，给予目标价 11.99 元～12.82 元。维持“买入”评级。

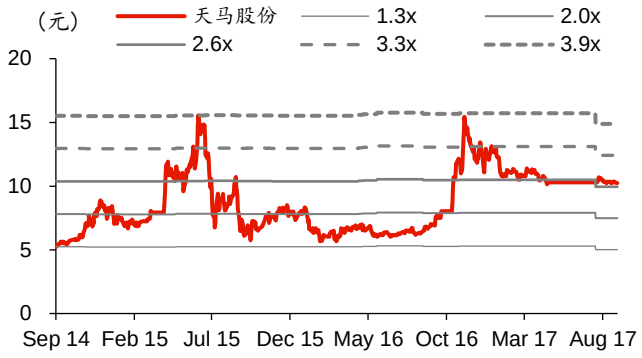
PE/PB - Bands

图表3： 天马股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 天马股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,467	3,742	6,551	7,857	9,400
现金	258.20	399.88	2,645	2,645	2,645
应收账款	963.49	1,014	1,129	1,611	2,080
其他应收账款	1,064	497.02	625.06	891.28	1,147
预付账款	15.59	22.85	25.39	32.07	42.39
存货	1,789	1,549	1,721	2,174	2,874
其他流动资产	377.19	258.89	405.95	504.28	611.19
非流动资产	3,088	2,907	2,697	2,446	2,203
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,296	2,190	2,010	1,792	1,554
无形资产	438.17	436.72	444.77	456.23	462.44
其他非流动资产	353.56	279.84	242.36	197.56	186.09
资产总计	7,555	6,648	9,248	10,302	11,602
流动负债	1,866	1,511	3,850	4,553	5,346
短期借款	723.00	418.00	2,637	3,021	3,401
应付账款	603.90	537.68	608.60	771.78	1,015
其他流动负债	539.60	555.54	604.31	759.71	930.72
非流动负债	698.40	457.95	509.12	491.82	486.29
长期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	508.40	457.95	509.12	491.82	486.29
负债合计	2,565	1,969	4,359	5,045	5,833
少数股东权益	239.50	217.14	297.08	430.33	622.08
股本	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
资本公积	1,029	1,029	1,029	1,029	1,029
留存公积	2,546	2,234	2,375	2,611	2,931
归属母公司股	4,751	4,462	4,592	4,828	5,148
负债和股东权益	7,555	6,648	9,248	10,302	11,602

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	211.71	895.16	42.27	(393.27)	(375.87)
净利润	53.37	(257.52)	210.14	368.51	512.03
折旧摊销	268.09	288.18	256.82	262.44	265.24
财务费用	51.72	16.81	(18.00)	(18.00)	(18.00)
投资损失	(0.92)	(2.78)	(2.78)	(2.78)	(2.78)
营运资金变动	(100.30)	433.85	(620.46)	(1,103)	(1,253)
其他经营现金	(60.25)	416.62	216.55	99.90	120.91
投资活动现金	(216.51)	(144.70)	(41.09)	(8.90)	(20.26)
资本支出	372.59	159.72	24.40	(10.84)	5.42
长期投资	55.44	(9.50)	0.34	(0.17)	0.08
其他投资现金	211.52	5.52	(16.35)	(19.91)	(14.75)
筹资活动现金	(2.23)	(615.00)	2,244	402.17	396.13
短期借款	18.97	(305.00)	2,219	384.24	379.19
长期借款	41.50	(190.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.10	0.33	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(62.81)	(120.33)	24.60	17.93	16.94
现金净增加额	(3.76)	165.82	2,245	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,099	2,158	2,714	3,870	4,982
营业成本	1,718	1,653	1,836	2,320	3,066
营业税金及附加	14.58	25.26	32.84	52.54	78.81
营业费用	94.57	88.62	106.34	138.24	179.71
管理费用	289.08	263.25	315.90	379.08	492.80
财务费用	51.72	16.81	(18.00)	(18.00)	(18.00)
资产减值损失	170.04	309.32	80.00	110.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.92	2.78	2.78	2.78	2.78
营业利润	(238.32)	(195.37)	363.51	891.43	1,085
营业外收入	337.16	94.72	337.16	337.16	337.16
营业外支出	15.63	110.11	0.20	0.20	0.20
利润总额	83.20	(210.75)	700.47	1,228	1,422
所得税	29.83	46.77	490.33	859.87	910.28
净利润	53.37	(257.52)	210.14	368.51	512.03
少数股东损益	6.22	(5.36)	79.94	133.25	191.75
归属母公司净利润	47.16	(252.16)	130.20	235.26	320.28
EBITDA	81.48	109.63	602.33	1,136	1,333
EPS (元)	0.04	(0.21)	0.11	0.20	0.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(3.54)	2.84	25.76	42.59	28.73
营业利润	(221.05)	(181.98)	86.07	145.23	21.76
归属母公司净利润	39.55	(634.72)	(48.37)	80.69	36.14
获利能力 (%)					
毛利率	18.14	23.40	32.34	40.06	38.45
净利率	2.25	(11.68)	4.80	6.08	6.43
ROE	0.99	(5.65)	2.84	4.87	6.22
ROIC	(3.10)	(3.53)	6.55	14.50	15.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.95	29.62	47.13	48.97	50.27
净负债比率 (%)	36.32	21.23	60.64	60.01	58.39
流动比率	2.39	2.48	1.70	1.73	1.76
速动比率	1.40	1.37	1.22	1.21	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.30	0.34	0.40	0.45
应收账款周转率	1.64	1.86	2.34	2.47	2.37
应付账款周转率	2.93	2.90	3.20	3.36	3.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	(0.21)	0.11	0.20	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.75	0.04	(0.33)	(0.32)
每股净资产(最新摊薄)	4.00	3.76	3.87	4.06	4.33
估值比率					
PE (倍)	255.95	(47.87)	92.70	51.30	37.69
PB (倍)	2.54	2.71	2.63	2.50	2.34
EV_EBITDA (倍)	150.95	112.20	20.42	10.83	9.23

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com