



买入

32% ↑

目标价格: 人民币 14.46

600620.CH

价格: 人民币 10.94

目标价格基础: 净资产值折让 15%

板块评级: 增持

天宸股份

现金公司亟待转型, 收购微创辟新路

天宸股份在2010-14年中逐步缩减和清退地产业务, 转型意愿早已有之; 2014年底公司携手前微软总裁唐骏收购微创软件54%股权, 微创早期系由上海市国资委和美国微软合资成立的IT服务提供商, 在业务广度、领先技术和认证资源等方面具有优势, 目前微软仍持股22%, 后续作为IT行业专家的唐骏将亲自执掌帅印, 重新梳理微创使其经营回归正轨, 为后续进一步的业务转型和股权运作打下基础; 此外, 公司负债率仅15%, 所持绿地和闵行项目股权重估值约80亿元, 易于变现, 相较于50亿元市值而言具有极高安全边际, 同时也将为转型发展提供有力的资金支持。我们预计2014-16年的每股收益分别为0.18元、0.18元和0.22元, 目标价14.46元, 相当于15%的2015年净资产值折价, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- **转型意愿强烈、转型时间紧迫、转型基础牢固。** 1) 公司在2010年销售完玫瑰广场项目之后, 近5年来没有补充土地储备, 并在14年转让河北项目(持25.5%股权)、注销苏州项目(持35%股权), 公司转型意愿较为强烈; 2) 公司自12年后已无地产结算收入, 依靠绿地集团分红和减持金融股权支撑业绩的做法并非长久之计, 同时注册制临近使后续优质可收购转型资源将愈加稀缺, 公司转型时间紧迫; 3) 14年三季度末, 公司总资产9.6亿元, 总负债1.8亿元, 负债率仅为15%, 无有息负债, 在手现金4.47亿元, 转型基础牢固。
- **携手唐骏收购微创软件, 为进一步业务转型和股权运作打下基础。** 14年末, 公司和前微软总裁唐骏分别增资骏惟5,160万元和5,912万元, 分别持股43%和49%, 而后通过骏惟收购微创软件54%股权, 微创早期系由上海市国资委和美国微软合资成立的IT服务提供商, 后者持股22%, 目前业务遍及全球超5个国家, 并拥有74项软件著作权登记证书、18项软件产品登记证书、近4,000名技术专家, 每年营收近10亿元, 但由于管理不善14年刚刚扭亏, 后续IT行业专家唐骏将亲自执掌帅印, 重新梳理微创使其经营回归正轨, 为进一步的业务转型和股权运作打下基础。
- **持绿地股权和闵行项目约80亿优质易变现资产, 提供较厚安全垫、助力转型发展。** 1) 绿地股权: 公司目前持绿地集团2.78亿股, 14年为公司提供分红5,984万元, 绿地借壳上市后公司对其持股比例2.29%, 我们测算绿地集团纯地产业务的NAV可达2,300-2,500亿元, 集团整体NAV可达2,800亿元左右, 按绿地集团2,400-2,600亿元的中性估值计算, 归属于公司的权益市值达到50-60亿元; 2) 闵行项目: 公司拥有闵行颛桥400亩南方物流园区用地(商业性质, 85%股权), 账面成本仅2,500万元, 周边商办用地楼面价约7,000-9,000元/平米, 按1.5倍容积率算, 该地块权益重估值约20-30亿元。

评级面临的主要风险

- 绿地集团借壳上市受阻; 微创经营重新梳理不见效果。

估值

- 公司当前收入主要来自出租车业务, 业绩主要来自投资收益, 2014年投资收益包括绿地现金分红5,984万元, 以及转让参股河北冀盛项目获得收益6,165万元。预计2014-16年的每股收益分别为0.18元、0.18元和0.22元, 目标价定为14.46元, 相当于15%的2015年净资产值折价, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	53	36	36	36	37
变动(%)	(26.2)	(32.0)	(1.8)	1.4	1.5
净利润(人民币百万)	14	118	81	83	101
全面摊薄每股收益(人民币)	0.030	0.259	0.176	0.181	0.221
变动(%)	(1.5)	763.5	(31.9)	2.7	22.2
市盈率(倍)	365.3	42.3	62.2	60.5	49.5
每股现金流量(人民币)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
价格/每股现金流量(倍)	224.2	(165.0)	(155.4)	(315.8)	(239.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(776.6)	(145.6)	(641.6)	1137.4	1251.3
每股股息(人民币)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.1	1.4	0.9	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

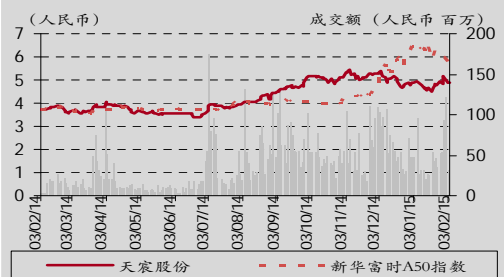
我们的观点有何不同?

- 基本退出地产业, 转型意愿强烈、转型时间紧迫、转型条件充分。
- 携手前微软总裁唐骏收购微创软件, 为后续做进一步的业务转型和股权运作打下基础。
- 持绿地股权和闵行项目约80亿优质易变现资产, 提供较厚安全垫、助力转型发展。

主要催化剂/事件

- 绿地集团借壳金丰投资成功上市。
- 完成收购微创、梳理微创获得进一步进展。
- 闵行地块的开发推进或者整体出让。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.61	0.61	(8.22)	31.64
相对新华富时A50指数	8.52	8.52	(51.72)	(26.97)

发行股数(百万)	458
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	5,008
3个月日均交易额(人民币百万)	36
15年末净负债率(%)	净现金
15年末每股重估净资产值(人民币)	17.01
主要股东(%)	
上海仲盛虹桥企业管理有限公司	25.08

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年2月3日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢晓峰为本报重要贡献者

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	53	36	36	36	37
销售成本	(38)	(33)	(31)	(31)	(32)
经营费用	(39)	(54)	(30)	(18)	(18)
息税折旧前利润	(6)	(33)	(7)	4	4
折旧及摊销	(18)	(18)	(18)	(17)	(17)
经营利润(息税前利润)	(24)	(51)	(25)	(13)	(13)
净利息收入/(费用)	(7)	(4)	3	4	5
其他收益/(损失)	46	176	122	112	134
税前利润	15	121	101	103	126
所得税	(3)	(6)	(20)	(21)	(25)
少数股东权益	2	3	0	0	0
净利润	14	118	81	83	101
核心净利润	14	118	81	83	101
每股收益(人民币)	0.030	0.259	0.176	0.181	0.221
核心每股收益(人民币)	0.030	0.259	0.176	0.181	0.221
每股股息(人民币)	0.010	0.150	0.102	0.105	0.128
收入增长(%)	(26)	(32)	(2)	1	1
息税前利润增长(%)	(48)	111	(51)	(47)	1
息税折旧前利润增长(%)	(78)	416	(78)	(156)	(10)
每股收益增长(%)	(2)	763	(32)	3	22
核心每股收益增长(%)	(2)	763	(32)	3	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	15	121	101	103	126
折旧与摊销	18	18	18	17	17
净利息费用	7	4	(3)	(4)	(5)
运营资本变动	17	6	(6)	(1)	(1)
税金	(3)	(6)	(20)	(21)	(25)
其他经营现金流	(32)	(173)	(121)	(111)	(133)
经营活动产生的现金流	22	(30)	(32)	(16)	(21)
购买固定资产净值	(7)	(1)	0	0	0
投资减少/增加	(100)	206	5	6	7
其他投资现金流	0	0	62	58	70
投资活动产生的现金流	(108)	205	67	65	77
净增权益	0	3	0	0	0
净增债务	(28)	(147)	(3)	0	0
支付股息	(15)	(12)	(47)	(48)	(59)
其他融资现金流	0	0	62	58	70
融资活动产生的现金流	(43)	(155)	12	11	11
现金变动	(129)	19	47	60	67
期初现金	392	276	295	342	402
公司自由现金流	(85)	175	35	49	56
权益自由现金流	(113)	28	32	49	56

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	276	295	342	402	469
应收帐款	118	114	112	114	115
库存	32	33	32	32	33
其他流动资产	2	0	0	0	0
流动资产总计	428	442	486	548	617
固定资产	29	19	7	(6)	(18)
无形资产	106	104	98	94	89
其他长期资产	436	377	373	370	367
长期资产总计	570	500	479	458	438
总资产	998	942	965	1,006	1,055
应付帐款	94	97	89	90	91
短期债务	182	40	37	37	38
其他流动负债	10	14	11	11	11
流动负债总计	286	152	136	138	140
长期借款	5	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	2
股本	458	458	458	458	458
储备	287	372	409	448	495
股东权益	745	829	867	906	953
少数股东权益	(41)	(40)	(40)	(40)	(40)
总负债及权益	998	942	965	1,006	1,055
每股帐面价值(人民币)	1.63	1.81	1.89	1.98	2.08
每股有形资产(人民币)	0.06	0.04	0.01	(0.01)	(0.04)
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.19)	(0.56)	(0.67)	(0.80)	(0.94)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(12.1)	(92.1)	(21.0)	11.6	10.2
息税前利润率(%)	(45.3)	(140.5)	(70.6)	(36.6)	(36.6)
税前利润率(%)	28.0	334.0	282.9	286.4	345.0
净利率(%)	25.7	326.5	226.3	229.1	276.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.9	3.6	4.0	4.4
利息覆盖率(倍)	(3.3)	(13.4)	7.2	3.0	2.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	2.7	3.3	3.7	4.2
估值					
市盈率(倍)	365.3	42.3	62.2	60.5	49.5
核心业务市盈率(倍)	365.3	42.3	62.2	60.5	49.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	482.8	55.9	82.2	80.0	65.5
盈利(倍)					
市净率(倍)	6.7	6.0	5.8	5.5	5.3
价格/现金流(倍)	224.2	(165.0)	(155.4)	(315.8)	(239.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(776.6)	(145.6)	(641.6)	1137.4	1251.3
周转率					
存货周转天数	306.5	358.1	382.4	376.2	376.3
应收帐款周转天数	807.9	1,168.9	1,160.6	1,141.6	1,141.6
应付帐款周转天数	646.9	964.7	952.3	901.4	901.2
回报率					
股息支付率(%)	33.4	58.0	58.0	58.0	58.0
净资产收益率(%)	1.8	14.3	9.3	9.1	10.6
资产收益率(%)	(2.0)	(5.0)	(2.1)	(1.1)	(1.0)
已运用资本收益率(%)	(2.1)	(5.4)	(2.4)	(0.8)	(0.7)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371