

## 天宸股份 (600620. SH)

估值托底+三重潜在催化剂=一个看涨期

权

评级: **增持**

前次:

目标价(元):

15

分析师

联系人

罗文波

倪一琛 (房地产)

S0740514030001

021-20315202

021-20315288

luowb@r.qlzq.com.cn

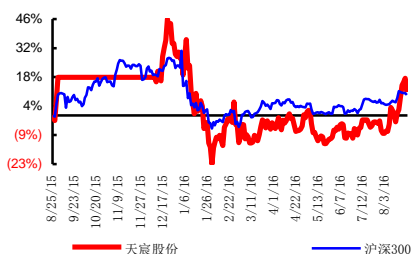
niyc@r.qlzq.com.cn

2016年08月22日

### 基本状况

总股本(百万股)	687
流通股本(百万股)	687
市价(元)	12.08
市值(百万元)	8,295
流通市值(百万元)	8,295

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	36.81	44.64	52.95	61.21	77.00
营业收入增速	1.52%	21.25%	18.62%	15.60%	25.80%
净利润增长率	-32.27%	-38.03%	54.21%	28.74%	29.52%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.11	0.11	0.14	0.19
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	53.32	191.08	108.26	84.09	64.93
PEG	—	—	2.00	2.93	2.20
每股净资产(元)	1.82	9.26	6.24	6.39	6.57
每股现金流量	0.22	-0.01	-0.04	0.00	-0.02
净资产收益率	9.62%	1.17%	1.79%	2.25%	2.83%
市净率	5.13	2.24	1.93	1.89	1.84
总股本(百万股)	457.78	457.78	686.68	686.68	686.68

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

#### ■ 地产业务停滞, 主业亟需明晰;

2000年9月, 上海仲盛虹桥房地产开发有限公司成为公司控股股东后, 天宸股份逐渐成为以房地产业、交运物流业为主业的上市公司。但从2011年开始, 由于资金缺乏, 公司停止拿地, 土地储备也不够充足, 地产业务逐步陷于停滞。公司目前没有明确主业, 近年来主要营业收入来源于出租车业务、物业管理和物业租赁, 不但收入规模小, 也对公司无利润贡献。因此, 公司迫切需要进行战略调整, 明确主营业务。

#### ■ 财务状况良好, 转型诉求强烈;

目前, 公司的净利润主要来自于投资收益, 即依靠持有绿地控股股权的分红及出售参与定增的上市公司股份。截止一季度末, 公司在手现金3.2亿, 绿地控股股票可以兑现29亿元现金(以绿地控股最新收盘价计算)。公司目前没有长期和短期负债, 唯一的负债是递延所得税, 只有当出售绿地股份时才会产生。公司资产负债率仅为22%(基本是递延所得税), 财务结构健康。

#### ■ 管理团队换血, 积极寻求转型;

2015年4月, 公司设立投资管理部; 2015年11月, 公司聘任原天安中国资本有限公司董事张震频为新任总经理, 同时引入具有专业投资背景的管理人员作为投资管理部的负责人和高级经理, 加大对“互联网+”、医疗科技等新兴产业的关注, 积极寻找投资机会, 以期为公司培养新的利润增长点。我们认为, 这一举动一方面表明了公司对于转型的迫切诉求和决心, 另一方面也为公司建立了专业化、国际化的投资团队, 有助于盘活公司存量资源, 顺利实现转型。

#### ■ 多重安全边际, 估值潜力可期;

目前公司尚拥有两块土地储备: 上海市闵行区的南方物流园区地块(占地面积26.04万平方米), 以及浦东机场南侧农业用地(占地面积26.48万平方米)。同时, 公司持有的绿地股权在6月末解禁, 为公司未来的发展

提供了资金上的支持。公司持有的南方物流园区地块和其它股权投资，根据我们的估算 NAV 分别为 52.8 亿元、6.7 亿元，再加上公司持有的绿地股票市值 29 亿元，合计价值约 88.5 亿元，对公司市值构成了强有力的支撑。

2015 年 7 月，公司大股东仲盛虹桥连续多次增持公司股票约 916 万股，其持有股份从 25.08% 上升至 27.08%；其后在 2015 年 12 月、2016 年 1 月间，大股东再次连续多次增持公司股份，至 2016 年 1 月 28 日，其控股比例已升至 29.04%，**平均增持价格 16 元，除权价为 10.69 元**。与此同时，国华人寿也于 2015 年 7-8 月间三次对公司举牌，累计增持公司 15% 的股权，**平均增持价格 15.4 元，除权价为 10.3 元**，可视**为公司股价的安全垫**。

#### ■ 估值托底+三重潜在催化剂=一个看涨期权：

根据我们的测算，目前公司的每股 RNAV 为 12.18 元，几乎与今日收盘价一致，目前公司处于未折价状态。未来公司股价有三个潜在的催化剂：**1) 保险增持地产股的继续进行；2) 上海新地王出现，土地重估逻辑再度显现；3) 公司转型新业务，实现资产注入。**

#### ■ 投资建议：

天宸股份房地产业务停滞多年，目前缺乏明确的主营业务，公司新引进的投资管理团队和 15 年、16 年进行的重组均彰显出其转型的强烈决心。公司财务结构健康，截至一季末在手现金 3.23 亿元，绿地控股股票可以兑现 29 亿元现金（以绿地控股最新收盘价计算），现金流充沛，资产负债率仅为 22%（基本为递延税款），为公司提供了良好的转型潜力。同时，公司持有的南方物流园区地块和其它股权投资，根据我们的估算 NAV 分别为 52.8 亿元、6.7 亿元，再加上公司持有的绿地股票市值 29 亿元，合计价值约 88.5 亿元。这些资源不仅为公司的市值提供了强有力的支撑，也为公司未来的转型发展提供了坚实的资金基础。最后，大股东仲盛虹桥和险资国华人寿在最近一年里多次增持公司股票，累计增持股份比例分别达到 3.96% 和 15%，为公司股价提供了多重安全边际。我们认为，**公司目前股价处于未折价状态，并且未来有三个潜在的催化剂，相当于一个未折价的看涨期权。我们预测天宸股份 2016/2017/2018 年的 EPS 为 0.11 元，0.14 元，0.19 元，相对应的 P/E 为 108 倍，84 倍，65 倍，首次覆盖给予“增持”评级。**

#### ■ 风险提示：转型进度不及预期，投资收益不及预期

## 内容目录

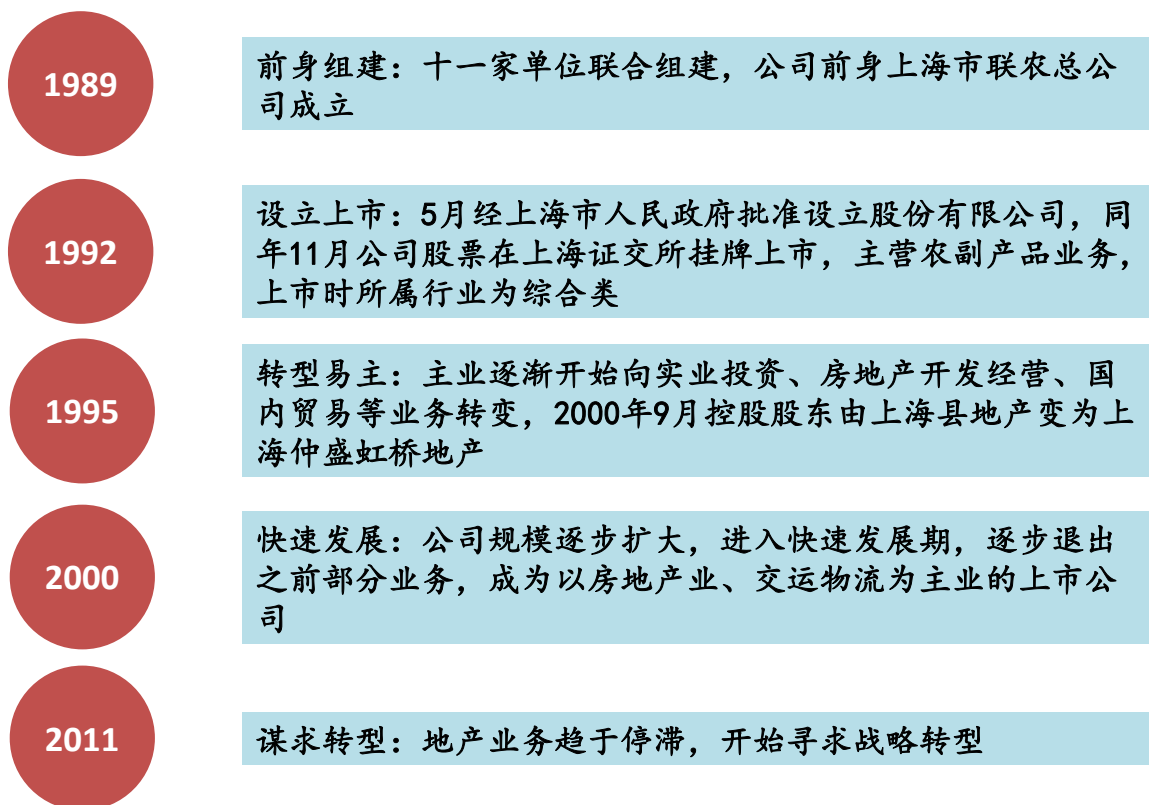
<b>地产业务陷于停滞，战略调整迫在眉睫</b> .....	<b>- 4 -</b>
主业多次变动，发展因势利导 .....	- 4 -
地产业务逐步停滞，主营业务亟待明确 .....	- 5 -
财务状况良好，转型潜力巨大 .....	- 6 -
<b>建立专业团队，积极谋求转型</b> .....	<b>- 7 -</b>
尝试重组失败，彰显转型决心 .....	- 7 -
设立投资部门，引入专业团队 .....	- 7 -
<b>多项资源支撑价值，构筑稳定安全边际</b> .....	<b>- 8 -</b>
土地储备尚待开发，潜在价值值得期待 .....	- 8 -
绿地股权在手，投资收益无忧 .....	- 10 -
积极进行投资，拓展多元经营 .....	- 10 -
股东增持+险资举牌，构筑多重安全边际 .....	- 10 -
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 12 -</b>
绝对估值法（NAV） .....	- 12 -
投资建议 .....	- 12 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 13 -</b>
转型不及预期 .....	- 13 -
投资收益不及预期 .....	- 13 -

## 地产业务陷于停滞，战略调整迫在眉睫

### 主业多次变动，发展因势利导

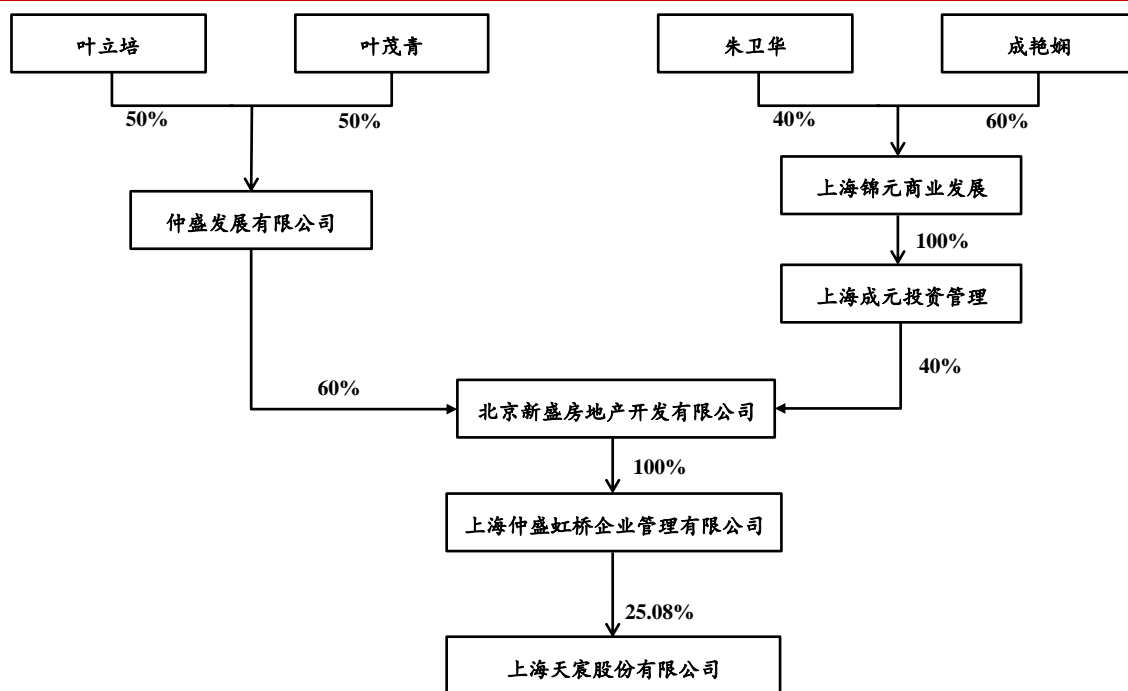
- 上海市天宸股份有限公司，原名上海市联农股份有限公司，是 1992 年 5 月上市，上市之初主营业务为：农副土畜产品、食品、水产品、饲料、粮油及制品等。1995 年开始，公司逐步进行重新定位，集中精力把房地产业，交通运输业作为支柱产业来抓，逐步形成规模化、专业化的发展格局。2000 年 8 月，公司原股东上海县房地产总公司与上海仲盛虹桥房地产开发有限公司签署股权转让协议，上海仲盛虹桥房地产开发有限公司受让上海县房地产总公司所持有的公司 15.54% 股份，成为公司控股股东。之后，公司再度变更主要业务，逐步退出制药、建筑安装、电子信息业务，成为以房地产开发经营、物业投资、出租车运营以及股权投资为主业的上市公司。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：天宸股份参股或控股公司**

序号	关联公司名称	参控关系	参股比例 (%)	投资金额 (万元)	主营业务	是否合并报表
1	上海南方综合物流园区管理有限公司	子公司	85.00	3933.40	房地产开发	是
2	上海章宸投资管理有限公司	子公司	89.00	-	投资管理	是
3	上海宸乾投资有限公司	子公司	100.00	3000.00	投资管理	是
4	上海天宸客运有限公司	子公司	90.00	2700.00	出租车营运	是
5	上海天宸物业管理有限公司	子公司	93.00	560.00	物业管理	是
6	北京宸京房地产开发有限公司	子公司	30.00	300.00	房地产开发	是
7	上海瑞一医药科技股份有限公司	联营企业	19.68	-	医药技术开发	
8	上海联农房产有限公司	子公司	100.00	4000.00	房地产开发	是
9	上海天宸酒店管理有限公司	子公司	85.00	1441.60	酒店管理	是
10	上海骏惟企业管理咨询有限公司	联营企业	43.00	4190.73	企业管理咨询	
11	上海美昆商贸有限公司	子公司	70.00	2100.00	商务贸易	是
12	上海文僖荣投资有限公司	子公司	100.00	2840	投资管理	是

来源：公司公告，中泰证券研究所

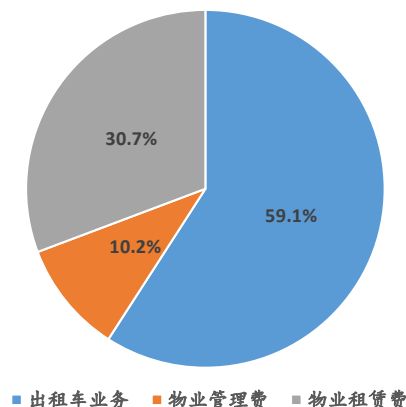
### 地产业务逐步停滞，主营业务亟待明确

- 2000 年仲盛虹桥成为公司控股股东后，公司先后成功开发了金海岸花园、玫瑰购物广场等项目。
- 从 2011 年开始，由于资金缺乏，公司停止拿地，土地储备也不够充足，地产业务逐步陷于停滞。2012 年之后，公司已经没有房地产销售业务收入。在手核心土地储备为闵行南方物流园区地块，由于土地规划等原因，一直没有进入开发阶段。公司目前没有明确主业，近年来主要营业收入

来源于出租车业务、物业管理和物业租赁，不但收入规模小，也对公司无利润贡献。公司净利润主要来自于绿地控股的分红以及对外投资所获得的投资收益。

- 因此，公司迫切需要进行战略调整，明确主营业务。

**图表 4：公司 2015 年营业收入业务构成**

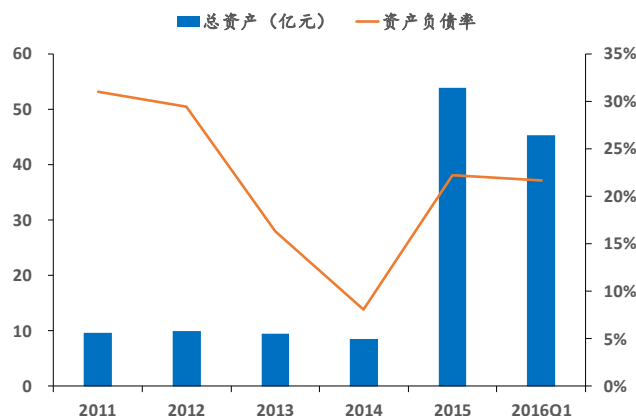


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 财务状况良好，转型潜力巨大

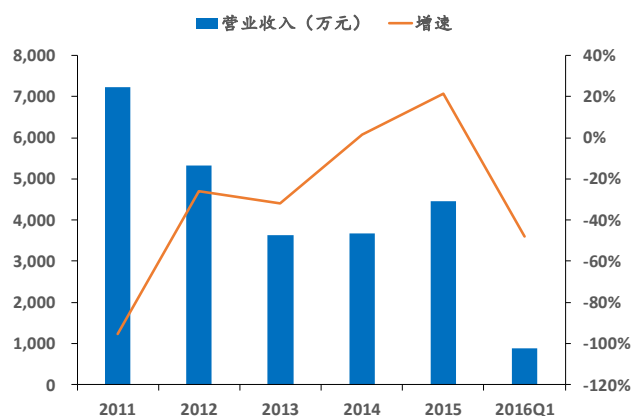
- 目前，公司的净利润主要来自于投资收益，即依靠持有绿地控股股权的分红及出售参与定增的上市公司股份。公司现金流充沛，截止一季度末，公司在手现金 3.2 亿，绿地控股股票可以兑现 29 亿元现金（以绿地控股最新收盘价计算）。公司目前没有长期和短期负债，唯一的负债是递延所得税，只有当出售绿地股份时才会产生。公司资产负债率长期保持在较低水平，截至一季末负债率仅为 22%，财务结构健康。

**图表 5：公司总资产**



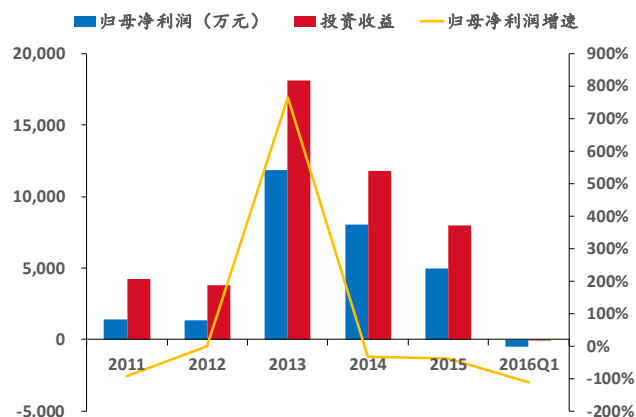
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6：公司营业收入**



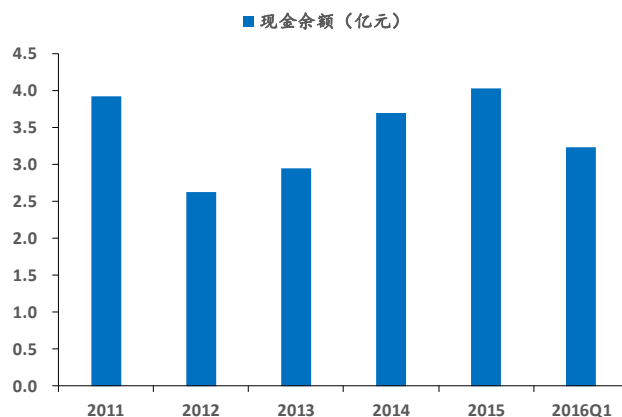
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：公司归母净利润及投资收益



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：公司现金余额



来源：wind，中泰证券研究所

## 建立专业团队，积极谋求转型

### 尝试重组失败，彰显转型决心

- 2015 年 9 月 1 日，公司启动重大资产重组，主要交易对向为从事工业污水回收及处理的环保公司股东，拟转型环保行业。公司在重组工作中进行了详尽的尽职调查工作后发现收购目标在财务、专利和同业竞争等方面具有瑕疵，可能会对上市公司并购重组造成实质性障碍，不符合上市公司重组的条件。同时，公司对环保行业和市场进行了反复论证，由于环保行业需要大量的资金投入，会造成上市公司现金流压力，综合上述原因，公司出于对投资者利益的保护，决定终止此次重大资产重组事项。
- 此次资产重组虽然失败，但彰显了公司转型的决心。公司 6 个月不再重组的承诺于 6 月份解除，7 月初，公司又公告重大资产重组，并于 7 月中旬复牌宣告重组失败。我们认为，由于主业长期停滞，公司亟需寻找新的核心业务，转型诉求强烈，同时公司良好的财务状况也使其具备良好的转型潜力，届时公司仍将继续大力寻求转型。
- 目前，公司初步的转型方向是大健康，考虑到初期资金投入及回报周期的因素，我们认为公司转型医院和药物的概率较小

### 设立投资部门，引入专业团队

- 2015 年 4 月，公司设立投资管理部；2015 年 11 月，公司聘任原天安中国资本有限公司董事张震频为新任总经理，同时引入具有专业投资背景的管理人员作为投资管理部的负责人和高级经理，加大对“互联网+”、医疗科技等新兴产业的关注，积极寻找投资机会，以期为公司培养新的利润增长点。
- 公司新任总经理张震频，投资管理部负责人刘又今，投资管理部高级经理蔡开凡均具有海外留学背景及多年投资经验，他们的到任，将为公司注入新的活力，为公司带来不同机构的合作资源和先进的管理经验，加

速推进公司发展转型。

- 我们认为，这一举动一方面表明了公司对于转型的迫切诉求和决心，另一方面也为公司建立了专业化、国际化的投资团队，有助于盘活公司存量资源，顺利实现转型。

**图表 9：公司 2015 年新引入的管理团队简历**

姓名	职位	学历及证书	工作经验
张震频	总经理	1970 年 7 月出生,香港大学理科硕士,英国斯特拉斯克莱德大学(University of Stracthclyde)MBA	2008 年至 2015 年任天安中国资本有限公司董事、集团总经理,天安基强资本有限公司创始合伙人;2007 年至 2008 年担任资本策略(香港主板上市公司)中国区执行董事。
刘又今	投资管理部负责人	英国密德萨斯大学双学士,英国诺丁汉大学硕士,具有新加坡证券及金融 CACS1&2 资格认证、香港 HKMA&HKSI 认证、中国银行及证券从业资格、CFA1 级和 CFMP 资格	历任佳美医疗集团董事兼首席投资官,摩根大通银行(新加坡)副董事,瑞士银行(香港)副董事,中信银行总行(北京)私人银行部高级投资顾问及产品开发等职
蔡开凡	投资管理部高级经理	1981 年 5 月出生,复旦大学经济学硕士,美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院 MBA,哈佛大学肯尼迪政府学院 MPA	历任贝祥投资集团—上海璞舍投资管理有限公司董事总经理、合伙人,北京拓维国际教育咨询有限公司首席执行官和首席知识官,上海凡之说教育信息咨询有限公司创始人、董事长等职

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 多项资源支撑价值，构筑稳定安全边际

### 土地储备尚待开发，潜在价值值得期待

- 目前公司尚拥有两块土地储备：上海市闵行区的南方物流园区地块（占地面积 26.04 万平米），以及浦东机场南侧的农业用地（占地面积 26.48 万平米），总计占地面积 52.52 万平米。
- 南方物流园区地块是公司目前的核心土地储备，占地面积约 26 万平方米，原规划用途为商业用地，作为上海市人民政府规划批准的上海市五大综合物流园区之一，同时为交通部全国 45 个公路主枢纽场站之一，规划全国最大的货运停车场，现代化超大型的综合性及专业性仓库，大规模集装箱堆场及办公、住宿、商场、公交等配套设施。但由于种种原因，一直未能进入实质开发阶段。

值得指出的是，由于公司获取该地块的时间在十多年前，因此账面成本仅 2693 万元，折合地价仅有 103.6 元/m<sup>2</sup>。该地块位于闵行区颛桥镇，毗邻沪金高速、沪闵路、外环高速、上海轨道交通 5 号线，交通便利，地理位置佳，这也是之前其被规划为交通部公路主枢纽场站以及全国最大的货运停车场的原因之一。加之近年来上海房地产市场发展迅猛，土地成为稀缺资源，该地块价值也得到了大幅提升。今年颛桥镇在 1 月和 3 月成交的两块商业用地成交楼面价分别为 5041 元/m<sup>2</sup>和 7741 元/m<sup>2</sup>，容积率均为 2.5；颛桥镇二手房均价和闵行区新房均价分别已经达到 31724 元/m<sup>2</sup>和 51452 元/m<sup>2</sup>。以结算楼面价 40000 元/m<sup>2</sup>计算，则该地块 NAV 可达 52.8 亿。一旦转型方向确定，公司将加速形成具体规划方



案，启动土地开发。

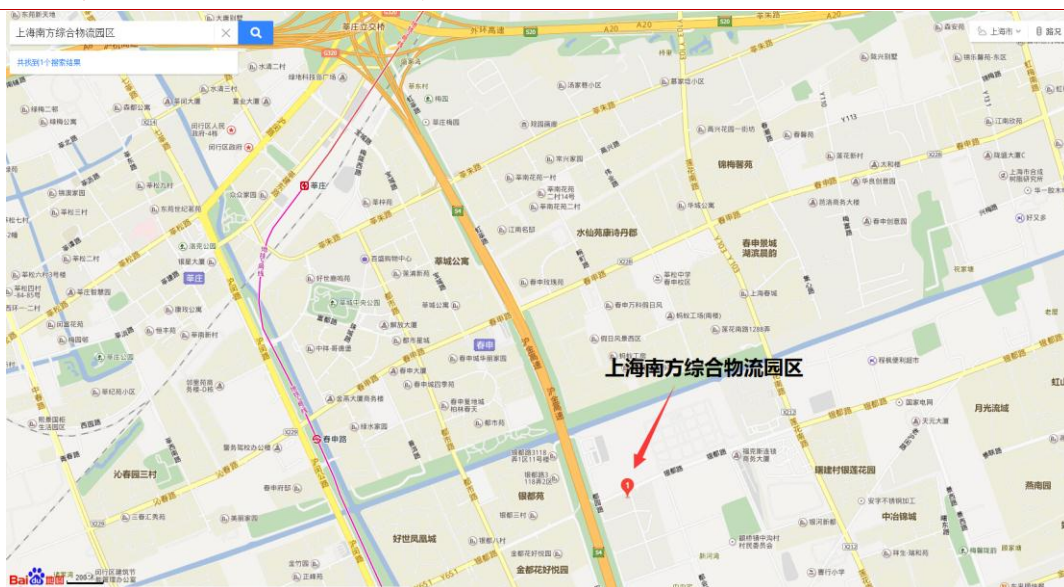
- 公司在浦东机场附近拥有 400 亩农业用地，尚无法进行商业开发，目前主要出租用以种植农副产品，但是未来存在被收储的可能性。

图表 10: 公司在上海土地储备

项目名称	占地面积 (万平方米)	账面价值 (万元)	土地性质
闵行区颛桥镇 879 街坊 1 丘	26.04	2692.7	商业用地
浦东新区朝阳农场 3 街坊 3/1 丘	26.48	2516.5	农业用地

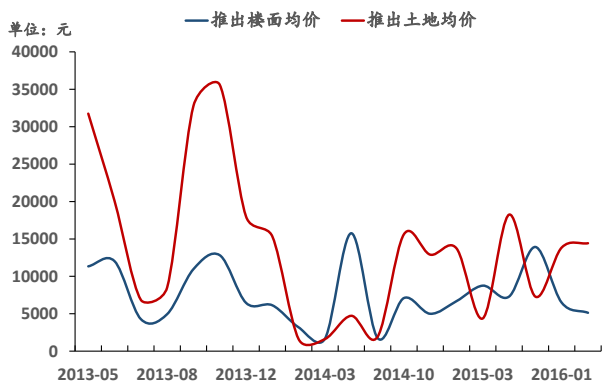
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 公司南方综合物流园区地理位置图



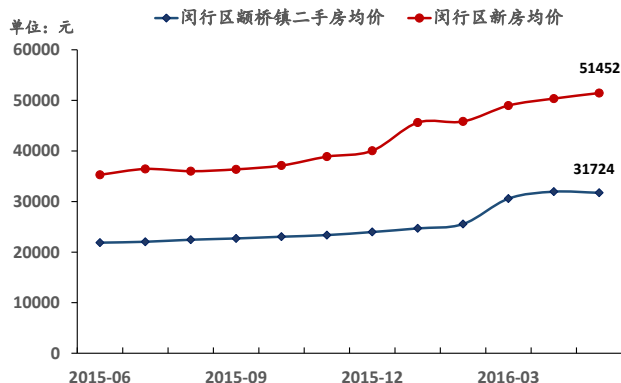
来源: 百度地图, 中泰证券研究所

图表 12: 闵行区商业用地历史楼面均价和土地均价



来源: 中指数据, 中泰证券研究所

图表 13: 颛桥镇二手房均价和闵行区新房均价



来源: 安居客, 中泰证券研究所

### 绿地股权在手，投资收益无忧

- 公司在 1992 年即开始对绿地集团进行了长期股权投资，总共投资成本共计仅为 3400 万元左右。2015 年 8 月，绿地控股实现借壳上市，截至一季末，公司拥有绿地控股股份 2.78 亿股，占绿地总股本 2.29%，以绿地最新收盘价计算，市值在 29 亿元左右。该部分股权于 6 月末已经解禁，公司可根据绿地的股价，以及公司自身对资金的需求，灵活决定是否出售该部分股权，这也为公司未来的发展转型提供了坚实的资金基础。

### 积极进行投资，拓展多元经营

- 近年来，公司及公司控股子公司积极进行投资，拓展多元化经营。一方面，公司设立投资子公司：2010 年 11 月，公司自筹资金，以货币出资发起设立全资子公司“上海宸乾投资有限公司”，注册资本为人民币 3000 万元；2016 年 1 月，公司以自有资金投资人民币 10,000 万元在上海自由贸易试验区内设立全资子公司“上海昊晞投资有限公司”，新设公司注册资本为人民币 1 亿元，公司占新设子公司股权比例的 100%。另一方面，公司及其子公司积极进行对外投资，主要投资领域包括机械、医药、节能环保、管理咨询等。公司目前已经引入新的投资管理团队，未来确定转型方向后，其他股权投资也将围绕新的业务方向。

**图表 14：公司近年来对外投资举动**

投资时间	投资标的	投资金额（万元）	获得股权	投资方式
2010 年 11 月	上海宸乾投资有限公司	3000	100%	投资设立
2011 年 11 月	广东冠豪高新技术股份有限公司	8450	-	参与定增
2012 年 1 月	上海景嘉创业接力投资中心	4100	19.03%	有限合伙
2012 年 8 月	上海瑞一医药科技有限公司	1050	15%	股权转让
2013 年 8 月	安徽盛运机械股份有限公司	3700	-	参与定增
2013 年 11 月	上海章宸投资管理有限公司	2670	89%	投资设立
2014 年 5 月	上海瑞一医药科技有限公司	738	9%	股权转让
2014 年 11 月	上海骏惟企业管理咨询有限公司	5160	43%	增资入股
2015 年 6 月	君证（上海）股权投资基金合伙企业	3000	-	投资认缴
2015 年 7 月	上海神舟汽车节能环保有限公司	1800	6.92%	股权转让+增资入股
2016 年 1 月	上海昊晞投资有限公司	10000	100%	投资设立
2016 年 3 月	苏州维新仲华创业投资合伙企业	1000	-	投资认缴

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 股东增持+险资举牌，构筑多重安全边际

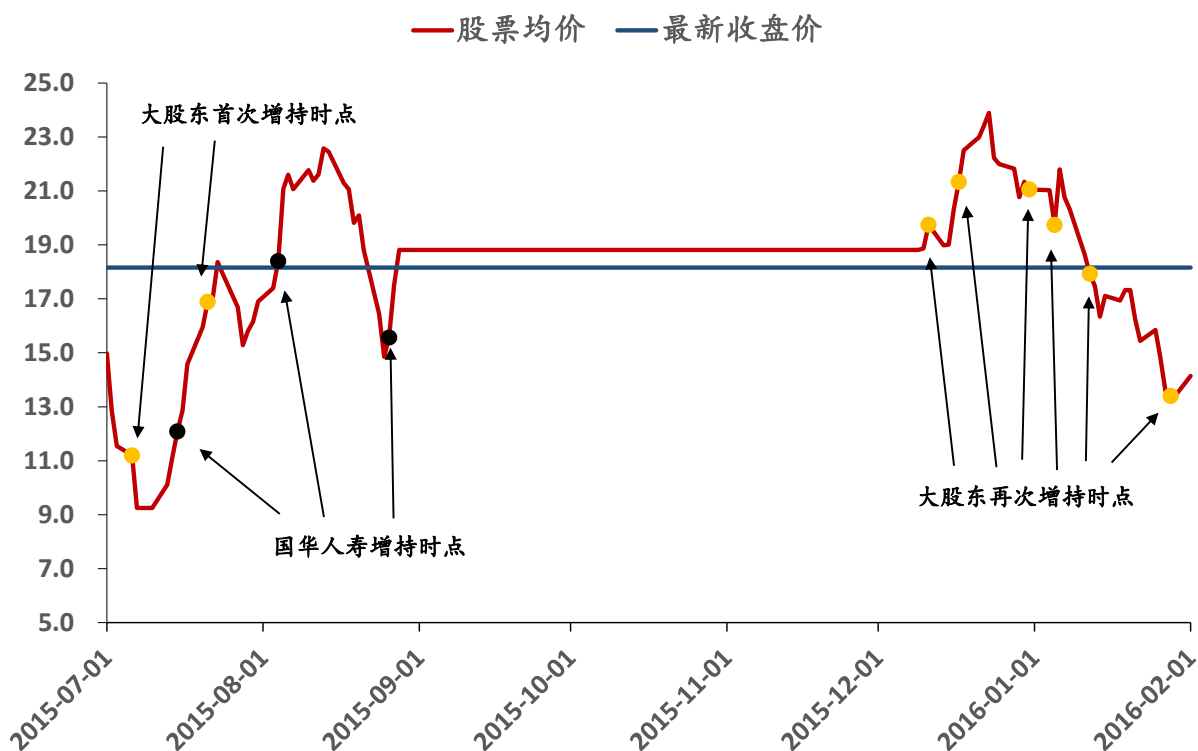
- 2015 年 7 月，公司大股东仲盛虹桥连续多次增持公司股票约 916 万股，其持有股份从 25.08% 上升至 27.08%；其后在 2015 年 12 月、2016 年 1 月间，大股东再次连续多次增持公司股份，至 2016 年 1 月 28 日，其

控股比例已升至 29.04%，平均增持价格 16 元，除权价为 10.69 元。。与此同时，国华人寿也于 2015 年 7-8 月间三次对公司举牌，累计增持公司 15% 的股权，平均增持价格 15.4 元，除权价为 10.3 元，可视为公司股价的安全垫。

**图表 15：大股东及国华人寿增持公司股份详细情况**

时间	增持公司	增持股份（万股）	增持比例	当日股价区间
2015/7/15	国华人寿	2288.9	5%	11.61-12.23
2015/07/28——2015/08/04	国华人寿	2288.9	5%	14.26-19.51
2015/08/19——2015/08/26	国华人寿	2288.9	5%	13.80-21.50
2015/7/6	仲盛虹桥	458.0	1%	10.21-12.47
2015/07/15-2015/07/20	仲盛虹桥	373.1	0.81%	11.61-16.28
2015/7/21	仲盛虹桥	85.0	0.19%	15.63-17.80
2015/12/10	仲盛虹桥	403.6	0.88%	17.71-20.48
2015/12/11	仲盛虹桥	100.0	0.22%	19.11-20.77
2015/12/17	仲盛虹桥	154.9	0.34%	20.48-22.35
2015/12/31	仲盛虹桥	48.9	0.11%	20.70-21.58
2016/1/5	仲盛虹桥	21.0	0.05%	18.50-20.92
2016/1/11	仲盛虹桥	100.0	0.22%	18.16-19.45
2016/1/12	仲盛虹桥	20.1	0.04%	17.05-18.49
2016/1/28	仲盛虹桥	56.0	0.12%	12.51-14.09

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 16：公司获得增持期间股价均价走势图及获得增持时点**


来源：公司公告，中泰证券研究所，

## 盈利预测与投资建议

### 绝对估值法 (NAV)

- 就目前公司的房地产资产而言，因公司所持有的浦东区农业用地尚无法进行商业开发，在 NAV 测算中出于谨慎原则仅考虑公司持有的闵行区南方物流园区地块项目，由于 2016 年新成交两块商业用地容积率均为 2.5，故假设其容积率也为 2.5，该地块账面价值按照最新年报数据 2692.7 万元计算；考虑到目前颛桥镇二手房均价和闵行区新房均价分别已经达到 31724 元/m<sup>2</sup>和 51452 元/m<sup>2</sup>，结算楼面均价按照 40000 元/m<sup>2</sup>进行估计（考虑到上海未来地产市场的发展及该地块优越的地理位置，这一估计偏于保守）。
- 其他业务，如投资收益、出租车营运、物业管理和租赁等方面，考虑到公司引入新的投资管理团队积极进行投资的战略，公司投资收益预计会逐年递增，而在转型背景下客运和物业等业务可能会逐年萎缩，故可假设这些业务总体收益保持稳定状态，按照最新一期年报，在未来每年预计带来 5000 万元净利润。
- 经计算可得公司每股 RNAV 为 12.18 元。

**图表 17：天宸股份 NAV 计算**

项目	占地面积 (万平方米)	容积率	建筑面积 (万平方米)	账面价值 (万元)	建安成本及其它 (元/平方米)	结算均价	权益销售物业近似溢价现值 (万元)
上海市闵行区南方物流园区	26.0	2.5	65	2692.7	6000	31000	419576.7649
上海市浦东新区农业用地	26.5	-	-	2516.5	-	-	-
总计	52.5		65	5209.2			419576.7649

房地产 NAV (亿元)	41.96
其他业务 NAV (亿元)	6.75
1Q 净资产	35.00
NAV (亿元)	83.71
股本 (亿股)	6.87
每股 RNAV (元)	12.18

来源：中泰证券研究所

### 投资建议

- 天宸股份地产业务停滞多年，目前缺乏明确的主营业务，公司新引进的投资管理团队和 15 年进行的重组均彰显出其转型的强烈决心。公司财务结构健康，截至一季末在手现金 3.23 亿元，如果抛掉所持有的绿地控股股票还可获得 29 亿元现金（以绿地控股最新收盘价计算），现金流充

沛，资产负债率仅为 22%，为公司提供了良好的转型潜力。公司新引入的投资管理团队均具有海外留学背景及多年投资经验，他们的到任为公司带来了不同机构的合作资源和先进的管理经验。同时，公司持有的南方物流园区地块和其它股权投资，根据我们的估算 RNAV 分别为 52.8 亿元、6.7 亿元，再加上公司持有的绿地股票市值 29 亿元，合计价值约 88.5 亿。这些资源不仅为公司的市值提供了强有力的支撑，也为公司未来的转型发展提供了坚实的资金基础。最后，大股东仲盛虹桥和险资国华人寿在最近一年里多次增持公司股票，累计增持股份比例分别达到 3.96% 和 15%，为公司股价提供了多重安全边际。

- 我们认为，公司积极谋求转型，目前转型目标为大健康方向，具有良好的发展前景，一旦转型成功，预计公司的营业收入和净利润将会呈现较高的增长速度。我们预测天宸股份 2016/2017/2018 年的 EPS 为 0.11 元，0.14 元，0.19 元，相对应的 P/E 为 108 倍，84 倍，65 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### 转型不及预期

- 公司在 2015 年尝试重大资产重组试图转型环保产业失败，之后的重组转型仍然存在不及预期的风险。

### 投资收益不及预期

- 公司关注新兴产业，积极寻找投资机会，但受宏观经济等因素的影响，投资存在收益不及预期的风险。

---

图表 18：天宸股份盈利预测

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	36	37	45	53	61	77
增长率	-31.99%	1.5%	21.3%	18.6%	15.6%	25.8%
营业成本	-33	-32	-32	-33	-36	-43
<b>%销售收入</b>	89.7%	87.9%	72.6%	61.6%	58.3%	55.9%
毛利	4	4	12	20	26	34
%销售收入	10.3%	12.1%	27.4%	38.4%	41.7%	44.1%
营业税金及附加	-1	-3	-1	-3	-3	-4
%销售收入	1.4%	8.9%	2.3%	4.8%	4.6%	4.6%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-54	-43	-39	-34	-37	-42
%销售收入	149.4%	117.8%	87.5%	65.0%	60.0%	55.0%
息税前利润 (EBIT)	-51	-42	-28	-17	-14	-12
%销售收入	-140.5%	-114.6%	-62.5%	-31.4%	-22.9%	-15.5%
财务费用	-4	4	7	0	0	0
%销售收入	10.6%	-10.7%	-16.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-4	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	181	118	80	96	117	147
%税前利润	149.4%	149.8%	145.2%	119.5%	112.3%	108.0%
营业利润	123	77	54	80	103	135
营业利润率	338.0%	208.6%	120.8%	150.2%	168.7%	174.9%
营业外收支	-1	2	1	1	1	1
税前利润	121	79	55	80	104	136
利润率	334.0%	213.4%	123.6%	152.0%	170.6%	176.3%
所得税	-6	-1	-6	-5	-7	-10
所得税率	4.7%	1.0%	11.0%	6.6%	7.1%	7.6%
净利润	115	78	49	75	97	125
少数股东损益	-3	-2	-1	-1	-2	-2
<b>归属于母公司的净利润</b>	118	80	50	77	99	128
净利率	326.5%	217.8%	111.3%	144.7%	161.2%	165.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	115	78	49	75	97	125
少数股东损益	0	0	0	-1	-2	-2
非现金支出	21	20	23	17	17	17
非经营收益	-173	-117	-80	-97	-118	-148
营运资金变动	6	120	2	-25	4	-6
<b>经营活动现金净额</b>	-30	101	-6	-31	-2	-14
资本开支	1	9	9	-4	-3	-3
投资	171	34	21	-22	-32	-42
其他	34	60	60	96	117	147
<b>投资活动现金净额</b>	205	85	72	78	88	108
股权募资	3	0	0	0	0	0
债权募资	-147	-40	0	0	0	0
其他	-12	-71	-32	-2	-27	0
<b>筹资活动现金净额</b>	-155	-111	-32	-2	-27	0
<b>现金净流量</b>	19	74	34	45	59	95

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	295	370	403	450	511	607
应收款项	114	16	15	43	40	55
存货	33	32	34	33	36	44
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	442	418	452	526	587	706
%总资产	46.9%	48.5%	8.4%	9.6%	10.6%	12.4%
长期投资	377	319	4,822	4,844	4,876	4,918
固定资产	19	20	21	5	-10	-25
%总资产	2.0%	2.3%	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.4%
无形资产	104	102	100	96	92	88
非流动资产	500	443	4,943	4,944	4,958	4,981
%总资产	53.1%	51.5%	91.6%	90.4%	89.4%	87.6%
<b>资产总计</b>	942	860	5,395	5,471	5,545	5,686
短期借款	40	0	0	0	0	0
应付款项	100	59	54	59	61	73
其他流动负债	11	8	16	39	14	18
流动负债	152	68	70	98	75	91
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	1,130	1,130	1,130	1,130
<b>负债</b>	153	70	1,200	1,228	1,205	1,221
普通股股东权益	829	834	4,238	4,288	4,386	4,514
少数股东权益	-40	-43	-43	-45	-47	-49
<b>负债股东权益合计</b>	942	860	5,395	5,471	5,545	5,686

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.259	0.175	0.109	0.112	0.144	0.186
每股净资产(元)	1.810	1.821	9.258	6.244	6.388	6.574
每股经营现金净流(元)	-0.066	0.220	-0.014	-0.043	0.000	-0.017
每股股利(元)	0.000	0.000	0.040	0.040	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.29%	9.62%	1.17%	1.79%	2.25%	2.83%
总资产收益率	12.57%	9.32%	0.92%	1.40%	1.78%	2.25%
投入资本收益率	-30.87%	-40.16%	-24.98%	-19.68%	-15.71%	-15.68%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-31.99%	1.52%	21.25%	18.62%	15.60%	25.80%
EBIT增长率	-111.14%	17.22%	33.82%	40.50%	15.49%	15.16%
净利润增长率	763.46%	-32.27%	-38.03%	54.21%	28.74%	29.52%
总资产增长率	-5.67%	-8.63%	527.04%	1.41%	1.35%	2.55%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	19.3	8.0	5.3	8.5	7.4	7.4
存货周转天数	363.8	366.7	373.5	369.6	370.4	370.7
应付账款周转天数	104.6	102.0	97.3	100.1	99.4	99.3
固定资产周转天数	241.7	193.2	166.0	88.9	-15.6	-83.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.38%	-46.75%	-9.62%	-10.61%	-11.76%	-13.60%
EBIT利息保障倍数	-13.2	10.7	3.9	—	—	—
资产负债率	16.29%	8.09%	22.24%	22.45%	21.74%	21.48%

来源：公司公司，中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。