



买入 **20% ↑**
目标价格:人民币 14.11

600620.CH

价格:人民币 11.75

目标价格基础: 16年重估净资产溢价 10%

板块评级:中立

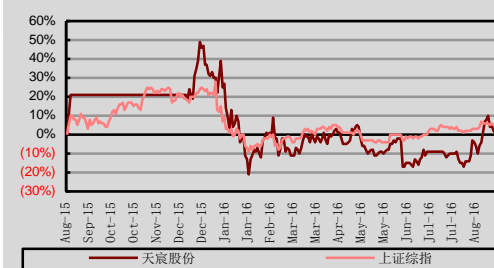
我们的观点有何不同?

- 拥有包括绿地股权和闵行项目等两大易变现类现金资产价值近百亿, 提供较厚安全垫、有力支持转型。
- 房地产主业停滞多年, 业务转型迫在眉睫、势在必行, 15-16年多方位积极尝试转型, 虽屡败屡战, 但也证明转型意愿坚定。
- 国华人寿短期内三度举牌, 表明险资认可公司价值, 同时险资入股也将改善股东结构、督促转型推进。

主要催化剂/事件

- 国华人寿行使二股东权利, 加速转型推进。
- 闵行周边可比商业地块高价成交, 闵行地块项目开发推进或整体出让。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.5)	12.2	11.7	9.2
相对上证综指	0.4	10.5	2.7	5.7

发行股数(百万)	687
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8,068
3个月日均交易额(人民币 百万)	122
16年末净负债率(%)	净现金
16年末每股重估净资产值(人民币)	12.81
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, 聚源及中银证券
以2016年8月25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

天宸股份

近百亿类现金资产, 屡败屡战转型坚定

天宸股份自 2010 年起未再新增土储, 地产主业由此几乎停滞, 营业收入随之骤降, 近年来主要依靠投资收益支撑业绩, 公司业务转型迫在眉睫、势在必行; 15 年年初开始, 公司先后在 IT、环保和教育方面三度转型尝试, 同时也招募专业高管团队助力转型, 虽目前转型仍未成功, 但也足见转型坚定; 同时, 公司转型条件较好: 近年来维持 10-30% 的低负债率、在手现金 4 亿元并无有息负债、拥有包括绿地股权和闵行项目等两大易变现类现金资产价值 88 亿元, 将为转型发展提供有力的资金支持。此外, 15 年中期, 国华人寿短期内三度举牌, 表明险资认可公司价值, 同时险资入股也将改善股东结构、督促转型推进。鉴于报告期内投资收益高于预期, 我们分别将公司 2016-18 年的每股收益预测分别为上调为 0.07、0.07 和 0.08 元, 维持目标价 14.11 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 房地产主业停滞多年, 业务转型迫在眉睫、势在必行。公司在 10 年销售完玫瑰广场之后, 近 6 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), 之后公司地产主业几乎停滞, 营业收入也由 10 年 15 亿元骤降至后续每年 4,000 万元, 而利润仅在 5,000 万元上下, 并主要来自于包括绿地股权分红和出售金融股权等投资收益。16 年上半年营业收入 2,251 万元, 净利润 5,329 万元, 每股收益 0.08 元, 其中业绩主要来自于绿地分红 5,567 万元和出售骏惟股权获 1,264 万元, 可以主业停滞问题依然存在, 转型势在必行。
- 积极尝试业务转型, 屡败屡战证明转型意愿坚定。2015 年公司积极推进转型, 先后: 1) 年初携手唐骏入股微创软件试足 IT 行业; 2) 15 年 9-12 月计划重组收购环保资产失败; 3) 15 年招募国际视野的高管团队助力转型; 4) 16 年 7 月停牌重组但因估值问题再次失败, 虽然目前公司转型仍未成功落地, 但也足见转型坚定; 同时, 公司资产状况较好、转型条件优越: 1) 近年来维持 10-30% 的低负债率; 2) 在手现金 4 亿元, 并无有息负债; 3) 公司拥有两大易变现类现金资产价值达 88 亿元。
- 险资三度举牌认可价值, 改善股东结构、督促转型推进。15 年 7-8 月, 国华人寿接连三度举牌, 持股 15%, 成为第二大股东, 估算均价 10.21 元/股, 显示认可公司价值, 同时举牌对于公司也有两大积极意义: 1) 改变控股股东一股独大的局面, 以二股东身份督促转型推进; 2) 替代原先上海展览中心和上海牛奶集团等不作为国有股东, 有效行使股东权利, 提高公司整体效率。
- 绿地股权和闵行项目增值 80 亿元, 公司 NAV 达 88 亿元。1) 闵行项目: 公司拥有闵行 400 亩南方物流园地块(商业性质, 85% 股权), 账面价值仅 2,693 万元, 估算楼面价 10,000-12,000 元/平米, 按 2-2.5 倍容积率算, 该地块权益重估增值约 50 亿元; 2) 绿地股权: 公司目前持绿地控股 2.78 亿股, 占比 2.29%, 投资成本仅 3,428 万元, 综合考虑绿地市值 1,200 亿元和 NAV1,820 亿元, 该股权权益重估增值约 30 亿元。再加上扣公允后净资产 8 亿元, 公司 NAV 达 88 亿元, 对应每股 12.8 元/股。

评级面临的主要风险

- 绿地控股估值缩水; 南方物流园进展缓慢; 转型低于预期。

估值

- 鉴于投资收益高于预期, 我们分别将公司 2016-18 年的每股收益分别为上调为 0.07、0.07 和 0.08 元, 维持目标价 14.11 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	37	45	46	48	50
变动(%)	1.5	21.3	3.6	3.8	4.0
净利润(人民币 百万)	80	50	49	50	53
全面摊薄每股收益(人民币)	0.117	0.072	0.072	0.073	0.077
变动(%)	(32.3)	(38.0)	(0.4)	0.7	6.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.037	0.040	0.043
调整幅度(%)			93	81	82
市盈率(倍)	100.6	162.4	163.1	162.0	151.7
每股现金流量(人民币)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
价格/每股现金流量(倍)	80.1	(1267.0)	(762.4)	(763.2)	(736.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(312.3)	(821.6)	(1393.8)	(1400.0)	(1394.7)
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 天宸股份 2016 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比变动(%)
营业收入	26	23	(12.0)
营业成本	(16)	(17)	7.7
营业税	(1)	(0)	(32.8)
毛利润	9	5	(46.0)
其他收入	(2)	2	(222.9)
销售费用	0	0	
管理费用	(17)	(27)	61.5
营业利润	(9)	(20)	112.4
投资收益	83	69	(16.8)
财务费用	3	3	8.9
营业外收支	0	1	650.4
税前利润	77	53	(30.7)
所得税	(6)	(0)	(94.8)
少数股东权益	(0)	1	(2,236.5)
归属上市公司股东净利润	70	53	(24.2)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	37.4	23.3	(14.0)
含税毛利率	34.6	21.2	(13.4)
经营利润率	(36.8)	(88.7)	(52.0)
净利率	275.0	236.8	(38.2)

资料来源: 公司数据, 中银证券

附录:

如阁下您需要进一步了解天宸股份的相关信息, 请参见中银证券地产团队关于天宸股份的主要研究报告:

- 1、天宸股份首次覆盖报告《现金公司亟待转型, 收购微创辟新路》, 出版于 2015 年 2 月 4 日;
- 2、天宸股份 15 年年报业绩点评报告及深度报告《近百亿类现金资产, 有力支持转型前行》, 出版于 2016 年 4 月 29 日;
- 3、天宸股份 16 年中报业绩点评报告《近百亿类现金资产, 屡败屡战转型坚定》, 出版于 2016 年 8 月 26 日。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	37	45	46	48	50
销售成本	(36)	(33)	(36)	(37)	(38)
经营费用	(43)	(39)	(37)	(38)	(40)
息税折旧前利润	(25)	(11)	(6)	(6)	(6)
折旧及摊销	(17)	(17)	(21)	(21)	(22)
经营利润(息税前利润)	(42)	(28)	(27)	(27)	(28)
净利息收入/(费用)	4	7	12	13	14
其他收益/(损失)	117	76	69	69	73
税前利润	79	55	55	55	59
所得税	(1)	(6)	(5)	(6)	(6)
少数股东权益	2	1	0	0	0
净利润	80	50	49	50	53
核心净利润	80	50	49	50	53
每股收益(人民币)	0.117	0.072	0.072	0.073	0.077
核心每股收益(人民币)	0.117	0.072	0.072	0.073	0.077
每股股息(人民币)	0.047	0.027	0.027	0.027	0.029
收入增长(%)	2	21	4	4	4
息税前利润增长(%)	(17)	(34)	(4)	3	3
息税折旧前利润增长(%)	(26)	(57)	(43)	(1)	(0)
每股收益增长(%)	(32)	(38)	(0)	1	7
核心每股收益增长(%)	(32)	(38)	(0)	1	7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	79	55	55	55	59
折旧与摊销	17	17	21	21	22
净利息费用	(4)	(7)	(12)	(13)	(14)
运营资本变动	120	2	(0)	(0)	(0)
税金	(1)	(6)	(5)	(6)	(6)
其他经营现金流	(110)	(67)	(68)	(68)	(71)
经营活动产生的现金流	101	(6)	(11)	(11)	(11)
购买固定资产净值	(9)	(9)	0	0	0
投资减少/增加	94	82	12	13	14
其他投资现金流	0	0	153	37	38
投资活动产生的现金流	85	72	166	50	52
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(40)	0	0	0	0
支付股息	(71)	(32)	(18)	(18)	(20)
其他融资现金流	0	0	153	37	38
融资活动产生的现金流	(111)	(32)	135	18	18
现金变动	74	34	290	58	59
期初现金	295	370	403	693	752
公司自由现金流	185	66	155	40	41
权益自由现金流	145	66	155	40	41

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	370	403	693	752	814
应收帐款	16	15	15	16	16
库存	32	34	35	37	38
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	418	452	744	805	868
固定资产	22	25	5	(10)	(26)
无形资产	102	100	95	90	85
其他长期资产	319	4,818	5,274	5,775	6,328
长期资产总计	443	4,943	5,374	5,855	6,388
总资产	860	5,395	6,117	6,660	7,255
应付帐款	59	54	56	57	59
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	9	15	14	14	15
流动负债总计	68	70	69	71	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	1,130	1,130	1,130	1,130
股本	458	458	687	687	687
储备	376	3,781	4,274	4,815	5,408
股东权益	834	4,238	4,961	5,502	6,095
少数股东权益	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)
总负债及权益	860	5,395	6,117	6,660	7,255
每股帐面价值(人民币)	1.21	6.17	7.22	8.01	8.88
每股有形资产(人民币)	0.03	0.04	0.01	(0.01)	(0.04)
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.54)	(0.59)	(1.01)	(1.10)	(1.18)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(67.6)	(24.2)	(13.3)	(12.7)	(12.2)
息税前利润率(%)	(114.6)	(62.5)	(57.7)	(57.0)	(56.3)
税前利润率(%)	213.4	123.6	118.9	115.3	118.4
净利率(%)	217.8	111.3	107.0	103.8	106.6
流动性					
流动比率(倍)	6.2	6.5	10.7	11.3	11.8
利息覆盖率(倍)	10.5	3.9	2.2	2.0	1.9
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)	5.7	6.0	10.2	10.7	11.3
估值					
市盈率(倍)	100.6	162.4	163.1	162.0	151.7
核心业务市盈率(倍)	100.6	162.4	163.1	162.0	151.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	120.8	195.0	195.8	194.5	182.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	9.7	1.9	1.6	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	80.1	(1267.0)	(762.4)	(763.2)	(736.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(312.3)	(821.6)	(1,393.8)	(1,400.0)	(1,394.7)
周转率					
存货周转天数	333.0	361.8	351.4	354.1	357.0
应收帐款周转天数	643.4	122.9	116.7	116.5	116.4
应付帐款周转天数	771.9	460.9	433.7	429.3	424.8
回报率					
股息支付率(%)	40.0	36.9	36.9	36.9	36.9
净资产收益率(%)	9.6	1.2	1.0	0.9	0.9
资产收益率(%)	(4.6)	(0.8)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
已运用资本收益率(%)	(4.6)	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(0.2)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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，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。所有本报告期内使用的商标、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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371