

天宸股份（600620） 房地产管理 资产价值被严重低估

投资评级 **强烈推荐** 公司评级 **A** 收盘价 **7.69** 元

投资要点:

1、天宸股份是以商业地产开发为主的上市公司。09 年年报显示，当年房地产销售收入占主营业务的比重为 68.67%。公司近三年开发的主要项目是上海四川北路玫瑰广场项目、控股子公司（51%）北京宸京房地产开发有限公司开发的广益大厦。

2、商业地产发展将会保持稳定。商业地产虽然与住宅同属于房地产行业，但是近年并未经历大起大落。我们认为国家调控并未涉及相关行业，未来商业用房与写字楼的发展将会保持平稳。

3、引进金融界高管，立志打造第二个金融街。公司聘用了金融街的高管，区明光先生，他是历任北京市西城区政府重点建设指挥部办公室副主任，北京金融街建设开发集团党委书记、副总经理，北京市西城区政协常委。2000 年-2008 年，任金融街控股股份有限公司副董事长。

4、权益土地储备59.5万平方。公司主要未结算项目玫瑰广场、开发项目石家庄项目、颛桥土地项目。除去玫瑰广场项目，合计权益土地建筑面积 59.5万平方，足够公司未来3-5年发展。10/11/12年EPS分别为 0.57/0.57/0.43，PE13/13/18倍，处于较为合理的水平。

5. 资产价值被严重低估，给予“强烈推荐”的投资评级。公司资产重估后每股资产价值约16.07元，5月31日收盘价7.63元/股，折价50%以上。我们认为公司资产价格被严重低估。在市场趋势不明朗的情况下，公司价格具有较高的安全边际，下跌空间极为有限，因此给予“强烈推荐”的投资评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	195	800	790	450
同比 (%)	-65%	311%	-1%	-43%
归属母公司净利润	24	201	199	152
同比 (%)	-44%	755%	-1%	-23%
毛利率 (%)	32.4%	43.8%	43.0%	64.4%
ROE (%)	3.9%	25.6%	20.2%	13.4%
每股收益(元)	0.07	0.57	0.57	0.43
P/E	116.71	13.65	13.79	18.01
P/B	4.60	3.49	2.78	2.41
EV/EBITDA	91	11	12	13

2010年5月31日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	9.42/6.69
上证指数/深圳成指	2655.77/10495.65
50 日均成交额(百万元)	94.50
市净率(倍)	4.54
股息率	0.39%

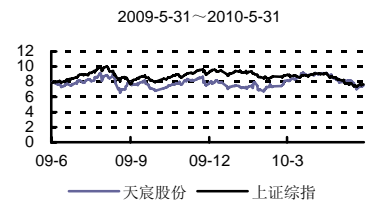
基础数据

流通股(百万股)	352.14
总股本(百万股)	352.14
流通市值(百万元)	2707.97
总市值(百万元)	2707.97
每股净资产(元)	1.69
净资产负债率	130.50%

股东信息

大股东名称	上海仲盛虹桥房地产开发有限公司
持股比例	25.08%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	施雪清
执业证书编号:	S0020209100753
电话:	021-51097188-1826
电邮:	shixueqing@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179号(230001)

一、天宸股份是以商业地产为主业的上市公司

1.1 主营业务为商业地产的开发

天宸股份是以商业地产开发为主的上市公司，09 年年报显示，当年房地产销售收入占主营业务的比重为 68.67%。公司近三年开发的主要项目是上海四川北路玫瑰广场项目、控股子公司（51%）北京宸京房地产开发有限公司开发的广益大厦。

表 1：公司主营业务介绍

	2009 年报	占比	经营主体
房地产业(万元)	12,988.44	68.67%	上海和泰房地产开发有限公司、北京宸京房地产开发有限公司
运输及客运(万元)	3,111.54	16.45%	上海和泰航运有限公司、上海天宸客运有限公司
停车场(万元)	1,749.15	9.25%	上海南方综合物流园区管理有限公司

资料来源：公司年报、国元证券研究中心

表 2：公司 07-10 年结算的主要项目

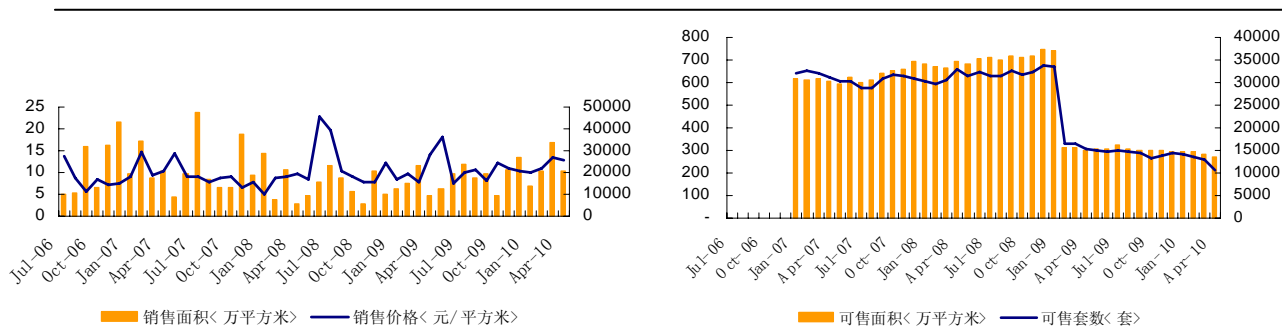
	07 年	08 年	09 年	10 年
主要销售项目	上海四川北路玫瑰广场一期	北京广益大厦项目	北京广益大厦项目	上海四川北路玫瑰广场二期

资料来源：公司年报、国元证券研究中心

1.2 商业地产行业发展平稳、风险较小

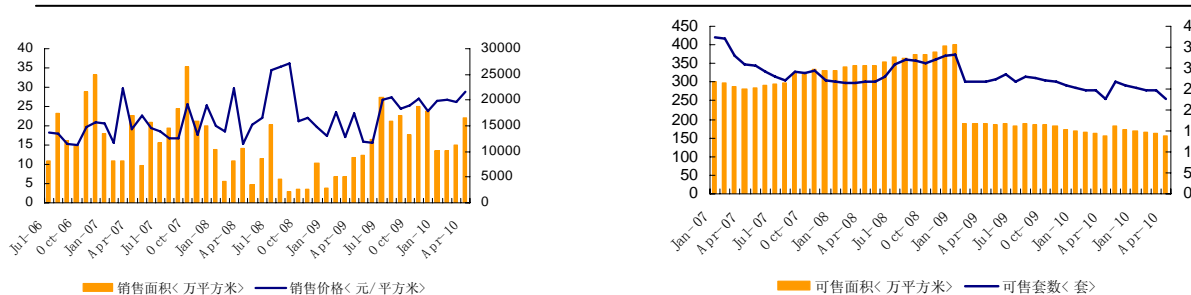
商业地产虽然与住宅同属于房地产行业，但是近年商业地产与写字楼市场的发展则相对平稳，并未经历大起大落。我们认为伴随着商业用房与写字楼库存处于较低位置，同时国家调控并未涉及相关行业，未来商业用房与写字楼的发展将会保持平稳。

图 1：北京市商业用房销售与库存状况



资料来源：国元证券研究中心

图 2：北京市写字楼销售与库存状况



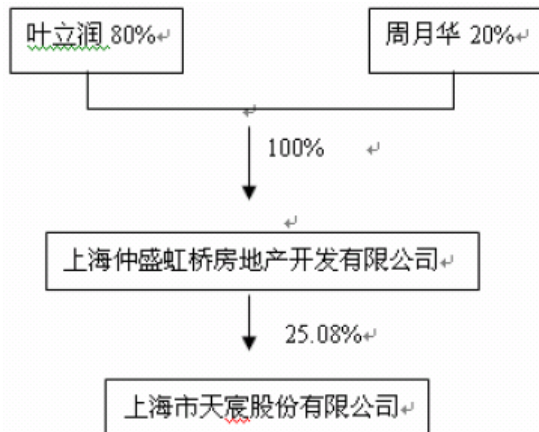
资料来源：国元证券研究中心

二、公司的大股东为上海仲盛虹桥房地产开发有限公司

2.1 叶立润与周月华是上市公司的实际控制人

叶立润与周月华控制的上海仲盛虹桥房地产开发有限公司是上海市天宸股份有限公司的第一大股东。

图 3：公司控股股东

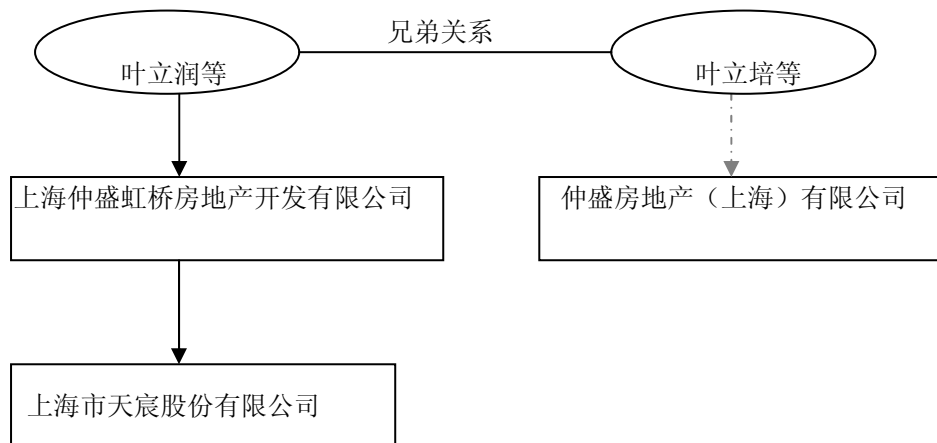


资料来源：公司年报、国元证券研究中心

2.2 关联方转让河北优质项目

上海市天宸股份有限公司于2010年1月18日，受让“仲盛房地产（上海）有限公司”持有的河北冀盛房地产有限公司25.5%的股权，受让价格为人民币255 万元。河北冀盛房地产开发有限公司（以下简称河北冀盛）成立于2008 年8 月14日，注册地址是河北省石家庄市，注册资金为人民币1000 万元。该公司的主要开发项目为“石家庄市南茵河社区城中村改造项目”，目前该公司处于项目前期开发准备阶段。

图 4：公司相关关联方关系



资料来源：各类公开资料，仅代表简单所有权关系

三、立志打造第二个金融街

3.1 引进金融街高管，立志打造第二个金融街

第六届董事会第十五次会议审议通过审议《关于聘用曲明光先生为公司总经理》的议案。曲明光先生，男，1949 年3 月出生，中共党员，硕士研究生学历。历任北京市西城区政府重点建设指挥部办公室副主任，北京金融街建设开发集团党委书记、副总经理，北京市西城区政协常委。2000 年-2008 年，任金融街控股股份有限公司副董事长。

3.2 南方物流园区项目获批为公司发展带来契机

2010年4月26日，公司下属子公司“上海南方综合物流园区管理有限公司”收到上海市闵行区发展和改革委员会闽发改产备【2010】6号《上海市企业投资项目备案意见》：批准南方物流园区新建南方物流园区A块项目立项备案。

公司的土地位于上海市闵行区银都路附近，公司目前处于项目准备阶段，预计将会在11年一季度开工，前期主要的项目以商业为主。公司正考虑与有意向的单位合作，采取量身定做的定制等方式进行开发。我们认为南方物流园区项目的获批为公司未来3年的业绩提供了保证。

表3：公司南方物流园区一期规划项目

土地位置	总建筑面积（万平方）	建筑类型	开发期限	权益比重
上海市闵行区银都路	14.3	商业	2011-2013	85%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

四、公司资产被严重低估

4.1 绿地集团 2.95%股权

天宸股份拥有上海绿地集团股权817.8万股，股权比重约2.95%。由于绿地集团不是上市公司，我们无法获得其详细的财务报表。根据绿地集团2009年的销售收入740亿元来看，其2009年的销售收入超过了万科，万科09年销售收入为488.81亿元。如果简单的以万科的财务数据作为参考，09年万科总资产1483.96亿元，净资产473.93亿元。

我们认为，绿地是中国非常优秀的地产类企业，但作为非上市公司，公司的资产负债率等指标可能会高于上市公司，我们采取较为保守的估计，分别假设绿地的净资产为万科的90%、70%、50%与30%，对于该部分股权进行重估。绿地集团2.95%股权折合到上市公司，每股净资产约为1.19元/股。

表4：绿地集团股权资产重估

	万科	绿地			
		90%	70%	50%	30%
净资产规模假设					
总资产（亿元）	1,483.96	1,335.56	1,038.77	741.98	445.19
净资产（亿元）	473.96	426.56	331.77	236.98	142.19
每股净资产		3.57	2.78	1.99	1.19

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.2 颛桥镇土地

公司85%控股的“上海南方综合物流园区管理有限公司”共计拥有土地400亩，目前经营的项目为停车场业务，土地位置在上海闵行区颛桥镇。随着经济发展，当地政府已经认为该地块不适宜在做停车场业务。顺应发展的需要，公司所拥有的土地也将会为公司未来的发展奠定良好的基础。按照容积率1.5计算，权益建筑面积34万平方，周边房价目前为17000/平方。

表5：公司颛桥土地

土地位置	土地总面积（万平方）	权益比重	目前用途	周围房价（元/平方）
上海市闵行区颛桥镇	26.67	85%	停车场	17000

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.3 石家庄土地

公司关联方转让给上市公司的石家庄项目，位于石家庄二环，是城中村改造项目。规模大约是600亩土地，按照2.5容积率计算，建筑面积100万平方米左右。目前周围在售项目单价在5000元/平方以上。

表6：河北土地价值资产重估

土地位置	土地面积(万平方米)	建筑面积（万平方米） （容积率 2.5）	权益	周围房价（元/平方）
石家庄二环	40	100	25.50%	5000

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

五、资产价值被严重低估、给予“强烈推荐”

公司资产重估后每股资产价值约16.07元，5月31日收盘价7.63元/股，折价50%以上。我们认为公司资产价格被严重低估。在市场趋势不明朗的情况下，公司价格具有较高的安全边际，下跌空间极为有限，因此给予“强烈推荐”的投资评级。

公司主要未结算项目玫瑰广场、开发项目石家庄项目、颀桥土地项目。除去玫瑰广场项目，合计权益土地建筑面积59.5万平方米，足够公司未来3-5年发展。10/11/12年EPS分别为0.57/0.57/0.43，PE13/13/18倍，处于较为合理的水平。

表7：重估每股净资产

	重估每股净资产
玫瑰广场	1.20
石家庄	0.65
绿地集团	1.19
颀桥土地	11.37
公司每股净资产	1.66
合计	16.07

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	935	810	930	1116	营业收入	195	800	790	450
现金	90	100	120	219	营业成本	132	450	450	160
应收账款	7	11	11	4	营业税金及附加	26	48	47	27
其它应收款	96	90	90	90	营业费用	3	8	8	5
预付账款	15	9	9	3	管理费用	43	30	32	35
存货	726	600	700	800	财务费用	18	23	14	9
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
					公允价值变动收				
非流动资产	474	472	464	455	益	0	0	0	0
长期投资	10	12	12	12	投资净收益	20	12	12	12
固定资产	249	241	233	225	营业利润	-12	253	251	227
无形资产	114	114	114	114	营业外收入	55	8	8	8
其他	101	105	105	105	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1408	1282	1393	1572	利润总额	43	261	259	235
流动负债	523	199	103	94	所得税	13	52	52	47
短期借款	349	105	24	0	净利润	30	209	207	188
应付账款	21	20	25	30	少数股东损益	6	8	8	35
其他	153	74	54	64	归属母公司净利润	24	201	199	152
非流动负债	256	255	255	255	EBITDA	35	284	273	244
长期借款	255	255	255	255	EPS (元)	0.07	0.57	0.57	0.43
其他	1	0	0	0					
负债合计	779	454	358	349					
少数股东权益	33	41	49	84	主要财务比率				
股本	352	352	352	352	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	72	72	72	72	成长能力				
留存收益	173	363	562	715	营业收入	-64.9%	311.3%	-1.3%	-43.0%
归属母公司股东权益	597	787	986	1139	营业利润	-115.8%	2073.9%	-1.0%	-9.6%
负债和股东权益	1408	1282	1393	1572	归属于母公司净利润	-44.0%	754.9%	-1.0%	-23.5%
					获利能力				
					毛利率	32.4%	43.8%	43.0%	64.4%
					净利率	12.1%	25.1%	25.2%	33.9%
					ROE	3.9%	25.6%	20.2%	13.4%
					ROIC	0.6%	29.0%	25.0%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率	55.3%	35.4%	25.7%	22.2%
					净负债比率	77.58%	79.29%	77.96%	73.07%
					流动比率	1.79	4.07	8.99	11.88
					速动比率	0.40	1.06	2.22	3.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.14	0.59	0.59	0.30
					应收账款周转率	9	46	50	36
					应付账款周转率	3.70	22.22	20.00	5.82
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.07	0.57	0.57	0.43

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-61	280	102	120
净利润	30	209	207	188
折旧摊销	29	8	8	8
财务费用	18	23	14	9
投资损失	-20	-12	-12	-12
营运资金变动	-120	68	-115	-72
其它	2	-16	0	0
投资活动现金流	21	10	12	12
资本支出	7	0	0	0
长期投资	22	2	0	0
其他	50	12	12	12
筹资活动现金流	52	-280	-94	-33

短期借款	45	-244	-80	-24	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	0.79	0.29	0.34
长期借款	250	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.69	2.24	2.80	3.23
普通股增加	32	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-3	0	0	0	P/E	116.71	13.65	13.79	18.01
其他	-271	-35	-14	-9	P/B	4.60	3.49	2.78	2.41
现金净增加额	13	10	20	99	EV/EBITDA	91	11	12	13

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn