

上市公司动态报告

房地产

重大资产重组

本次增发实施情况

本次发行股份的价格为 6.00 元/股，超出公司 2007 年 8 月 6 日股票停牌前 20 个交易日股票交易均价（5.94 元/股）的 1.01%。公司向信达投资、深圳建信、海南建信、正元投资和赣粤高速发行 1,027,225,506 股的股份，本次发行股份占发行后总股本的 67.39%。

本次收购完成后，信达投资持有青鸟天桥股份 83,451.8311 万股，占青鸟天桥股份总数的 54.75%；海南建信持有青鸟天桥股份 3,061.94 万股，占青鸟天桥股份总数的 2.01%；深圳建信持有青鸟天桥股份 2,747.255 万股，占青鸟天桥股份总数的 1.80%；收购人及其一致行动人合计持有青鸟天桥股份 89,261.0261 万股，占青鸟天桥股份总数的 58.56%。

定向增发改变公司基本面，08 年业绩大增

定向增发后为公司新增在建与已建（未结转销售收入）房地产项目 63 个，08 年将有 0.18 元的每股收益。公司拥有房地产土地储备（含在建和拟建项目）面积 308.11 万平方米，规划建筑面积 518.91 万平方米，能够充分保证公司未来几年项目开发的需要。丰富的土地储备资源，也为顺利实现公司发展战略目标提供了必要的保障。

盈利预测及评级

由于市场目前存在较大不确定性，加之目前公开资料不足，所以我们暂不做 2010 年盈利预测，我们预测 2008 年，2009 年的盈利分别为 0.18 元，0.282 元，按照 25 倍的市盈率，其价值中枢应为 4.62 元，给予增持评级。

风险提示

公司房地产品牌与业内领先企业相比存在一定差距，公司房地产开发融资渠道较为单一，以自有资金，银行贷款和预收帐款为主。

预测和比率

百万

	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	1255.12	3196.99	5535.66	--
增长率	5.28%	154.66%	41.89%	--
净利润	-76.45	282.8	429.9	--
增长率	--	340%	52.14%	--
每股收益（元）	-0.15	0.185	0.282	--
P/E	-10.94	21	14	--

ST 天桥（600657）

首次评级

增持

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010 - 85130972

王康

wangkang@csc.com.cn

010-85130229

分析日期：2009 年 01 月 09 日

当前股价：3.98 元

目标价格 6 个月：4.62 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.4/8.2	55.8/65.3	-48.4/17.1
12 月最高/最低价（元）			8.20/0
总股本（万股）			152,426
流通 A 股（万股）			48,316
总市值（亿元）			60.67
流通市值（亿元）			19.23
近 3 月日均成交量（万）			489
主要股东			
信达投资有限公司			58.56%

股价表现



本次出售资产基本情况

根据青鸟天桥与东方科技签署的《资产转让暨债务转移协议》，青鸟天桥本次出售给东方科技的资产为青鸟天桥持有的ST 华光12.28%的股份和对北大青鸟的72,261,952.00 元负债，本次交易以评估值为作价依据，交易金额为零。

根据青鸟天桥与北大青鸟签署的《资产转让暨债务转移协议》，青鸟天桥本次拟出售给北大青鸟的资产包括对北京北大青鸟商用信息系统有限公司、西安北大青鸟商用信息系统有限公司等 18 家企业的长期股权投资，以及全部的流动资产、固定资产、无形资产和长期待摊费用，本次拟出售的负债主要为流动负债和少量非流动负债。本次交易以评估值为作价依据，交易金额为 17,753.69 万元。

表 1 出售的资产状况

项目	账面价值（万元）	评估价值（万元）	增减值（万元）
资产总计	49,405.34	59,123.49	9,718.14
负债总计	41,369.79	41,369.79	
净资产	8,035.55	17,753.70	9,718.14

资料来源：公司公告，中信建投研究所

本次出售的资产和负债有利于上市公司剥离其他非主营业务，优化产业结构，同时降低公司的负债率，完成从信息行业到房地产行业的转身。

本次保留的资产及负债基本情况

青鸟天桥本次资产出售完成后，保留的资产明细如下：

表 2 保留的资产

保留的资产	2008年4月30日未经审计账面值（元）
领锐资产管理股份有限公司13.274%股份	149,867,730.72
宁夏广播电视网络有限公司49%股权	42,279,263.46
新疆广电传输网络有限责任公司49%股权	62,272,129.18
中投信用担保有限公司3%股权	30,000,000.00
对北京银行永外沙子口分理处的投资	257,370.00
合计	284,676,493.36

资料来源：公司公告，中信建投研究所

保留的负债情况

根据《资产转让暨债务转移协议》，本次交易完成后，青鸟天桥保留的负债是4 笔对银行的借款。

青鸟天桥保留的负债明细如下：

表 3 保留的负债

保留的负债	2008 年4 月30 日（经审计账面 值）（元）	年利率	起止日期
农业银行海淀支行借款	50,000,000.00	6.14%	06.03.17 - 07.03.16
农业银行海淀支行借款	50,000,000.00	6.14%	06.03.20 - 07.03.19
农业银行海淀支行借款	23,987,950.00	5.76%	03.10.29 - 05.10.29

国家开发银行借款	239,000,000.00	6.12%	自 04.9.27 起 (15 年期)
合计	362,987,950.00		

资料来源：公司公告，中信建投研究所

本次定向增发基本情况

本次发行股份的价格为6.00 元/股，超出公司2007 年8 月6 日股票停牌前20 个交易日股票交易均价（5.94 元/股）的1.01%。公司向信达投资、深圳建信、海南建信、正元投资和赣粤高速发行1,027,225,506股的股份，本次发行股份占发行后总股本的67.39%。

本次收购完成后，信达投资持有青鸟天桥股份 83,451.8311 万股，占青鸟天桥股份总数的 54.75%；海南建信持有青鸟天桥股份 3,061.94 万股，占青鸟天桥股份总数的 2.01%；深圳建信持有青鸟天桥股份 2,747.255 万股，占青鸟天桥股份总数的 1.80%；收购人及其一致行动人合计持有青鸟天桥股份 89,261.0261 万股，占青鸟天桥股份总数的 58.56%。

1. 本次购买资产

本次向特定对象发行股份购买的资产为股权资产，包括：

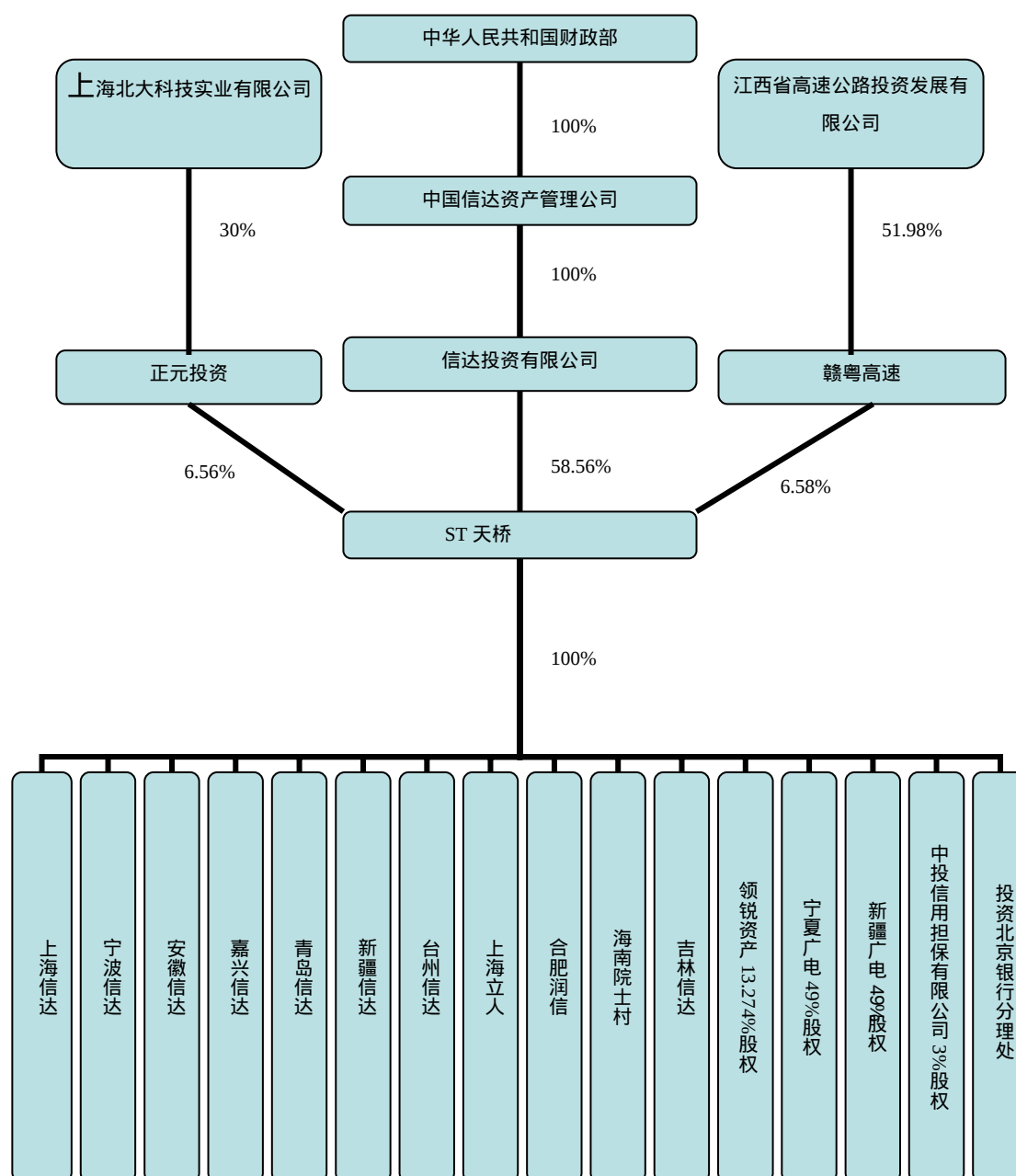
上海信达银泰置业有限公司 100%股权；
宁波信达中建置业有限公司 100%股权；
安徽信达房地产开发有限公司 100%股权；
嘉兴市信达建设房地产开发有限公司 100%股权；
青岛信达荣昌置业集团有限公司 100%股权；
新疆信达银通置业有限公司 100%股权；
台州信达置业有限公司 100%股权；
合肥润信房地产开发有限公司 100%股权；
海南院士村开发建设有限公司 100%股权；
吉林信达金都置业有限公司 100%股权；
上海立人投资管理有限公司 100%股权。

表 4 注入资产评估值

序号	公司名称	账面净值	评估值	增值率%
1	宁波信达	78,128.72	137,910.96	76.52
2	安徽信达	30,413.83	72,491.95	138.35
3	吉林信达	29,927.58	47,842.49	59.86
4	上海信达	60,654.60	84,927.70	40.02
5	嘉兴信达	28,366.71	50,423.22	77.75
6	新疆信达	25,251.37	29,521.20	16.91
7	青岛信达	11,763.74	42,862.29	264.36
8	海南院士村	12,588.54	28,505.26	126.44
9	台州信达	2,431.85	6,273.84	157.99
10	上海立人	100,939.54	112,929.90	11.88
11	合肥润信	4,463.85	16,483.53	269.27
	合计	384,930.33	630,172.34	63.71

资料来源：公司公告，中信建投研究所

图 1 增发后股权结构



资料来源：公司公告，中信建投研究所

本次注入地产项目列表

表 5 已建项目列表

	开工日期	竣工日期	占地面积 (万平方米)	规划建筑 面积(万 平方米)	可销售面 积(万平 方米)	已实现销售额 (万元)	预计剩余销售 额(万元)	权益比例
银桥大								
厦	1993.08	1995.06	1.4	4.86	4.26	20,713.16	19,000	100.00%
玉兰苑	1993.12	2001.02	3.74	9.05	9	11,360.31	23,892	100.00%
西上海								
阳光花								
园	1998.06	2000.05	1.18	0.34	0.32	1,200	1,000	100.00%
长阳花								
园	2001.09	2006.04	8.51	11.93	11.9	44800	1000	58.00%
昆山银								
泰花园	2003.11	2005.12	14.5	7.7	7.4	19305	8,958	75.00%
碧海莲								
缘(一								
期)	2003.12	2006.03	6.54	10	9.6	33,614		
碧海莲								
缘(二								
期)	2005.1	2007.1	3.87	6.2	5.8	20,979	783	50.00%
怡沁苑	2001.11	2003.06	1.52	2.51	2.46	6,035	184	100.00%
城市先								
锋	2001.09	2003.1	0.53	1.06	0.83	4,934	16	100.00%
怡江春								
色	2001.12	2003.12	5.47	7.75	7.53	19,384	2,076	100.00%
枫丹馨								
园	2002.07	2004.12	3.6	6.74	3.08	21,052	1,643	100.00%
格兰云								
天一期	2002.03	2004.01	10.64	16.76	13.69	54,954	1,362	100.00%
格兰云								
天二期	2004.01	2005.09	7.85	14.06	11.19	75,377	1,020	100.00%
阳光丽								
庭	2004.08	2006.04	0.8	1.23	1.22	3,742	1,080	100.00%
清水丽								
庭	2002.04	2003.11	2.06	3.98	3.98	11,479	233	100.00%
格林小								
镇一期	2004.01	2005.09	5.43	8.04	6.72	24,554	8,468	100.00%
格林小								
镇二期	2005.12	2007.12	5	7.42	6.36	25,835	6,432	100.00%
彩虹国	2003.12	2006.08	0.97	4.22	2.9	26,687	2,994	100.00%

际								
格兰春								
天一期	2006.01	2007.12	7.12	9.84	7.62	48,842	8,328	71.25%
天风阁	2003.9	2004.9	0.58	1.3	1.3	4025.64	862.71	100.00%
翰林府								
第一期	2003.4	2005.12	8.47	10.83	10.49	36139.89	4,217.51	100.00%
翰林府								
第二期								
I、II 标								
段	2005.7	2007.11	3.45	5.96	5.92	19,813.12	3,023.89	100.00%
百墅花								
园一期	2002.11	2003.1	3.98	3.87	3.77	11,650	557.3	89.80%
百墅花								
园二期	2003.12	2004.12	1.95	3.95	3.92	14,458	291.84	89.80%
千禧龙								
苑一期	2000.1	2002	4.5	3.76	3.48	17,348	1,136	100.00%
唐龙购								
物中心	2003.5	2007.1	0.6	1.08	1.08	0	10,771	100.00%
千禧龙								
花园一								
期	2001.9	2003.5	3.82	9.21	6.82	30,765	2,934	50.43%
千禧龙								
花园二								
期	2003.9	2006.7	2	12.82	10.44	55,300	1,709	50.43%
锦地水								
岸	2005.04	2006.12	0.3	2.18	2.18	3797		100.00%
中山大								
厦	2001.8	2003.4	0.74	3	2.7	11,108	3,200	100.00%
云海大								
厦	1996.8	1998.5	0.54	1.65	1.65	3,200	840	100.00%
宝迪克								
公馆	2006.6.30	2007.1.15	0.28	2.49	2.49	6,635	5,759	100.00%
汇总			121.94	195.79	172.10	689,086.12	123,771.25	

资料来源：公司公告，中信建投研究所

表 6 在建项目列表

项目名称	开工日期	竣工日期	规划建			预计可销总额 (万元)	已实现销售 额(万元)	权益比例
			占地面 积(万平 方米)	筑面积 (万平方 米)	可销售 面积(万 平方米)			
碧海莲缘（三期）	2007.12	2009.11	4.67	7.87	7.81	42,000		50.00%

上市公司动态报告

成都银泰花园	2006.06	2009.11	10.04	9.09	8.91	56,406		60.00%
格兰春晨	2007.08	2009.12	5.67	11.39	8.63	63,000		100.00%
格兰春天三期	2008.01	2010.12	4.22	8.5	6.75	63,000		100.00%
柴桥项目	2008.06	2010.09	3.44	6.05	5.86	23,600		100.00%
格林小镇三期	2007.04	2009.05	2.83	5.41	5.3	27,443	14,006	100.00%
嘉兴 C5 一期	2008.07	2010.08	4.89	5.05	3	25,000		100.00%
格兰春天二期	2007.01	2009.08	1.69	5.86	4.7	33,632	31,352	71.25%
水岸茗都	2005.11	2010.1	10.1	22.11	21.5	90,000	20,566	100.00%
好第坊	2007.6	2009.12	2.74	6.94	6.9	27,600	5,722	100.00%
西山银杏	2008.8	2012.12	7.5	22.6	22.4	100800		75.00%
翰林府第二期 III								
标段	2006.8.22	2008.6	0.88	2.45	2.38	10,079.56	9,900	100.00%
翰林府第三期	2007.11.28	2009.12	3.37	8.61	7.29	38,972.00		100.00%
信达·东郡	2008.08	2010.08	4	8.08	8.08	37,976.00		100.00%
百盛花园	2006.4	2008.6	3.41	7.21	7	27,068.56		89.80%
百隆花园	2008.1	2009.12	2.96	5.1	4.84	21,005.06		89.80%
千禧龙苑二期	2007.9	2009.12	0.8	3.2	2.2	21940		100.00%
千禧龙花园三期	2006.1	2008.12	2	7.34	5.26	38,262	13020	50.43%
千禧银杏苑	2007.12	2009.12	11.1	20.63	18	84,100		51.00%
莱西直角山	2008.1	2010.1	7.19	2.73	2.7	21,600		100.00%
信达·雅山新天地	2007.04	2010	31	36.6	28.15	120,500	0.69	100.00%
金领时代	2008.04	2010.08	0.2	2.05				100.00%
信达都市绿园	2005.12	2008.7	0.46	1.89	1.69	11,500		100.00%
景元商业东街	2008.12	2011.6	3.19	6.05	6	37091		100.00%
信达·东湾半岛	2008.5.30	2012.12.30	55.76	126.68	103	436720		100.00%
格兰云天花园一								
期	2005.04	2008.01	4.92	5.79	5.62	16,302	15,438	100.00%
格兰云天花园二								
期	2007.08	2008.12	2.85	5.1	5.04	18,172	4,989	100.00%
格兰云天花园三								
期	2008.08	2010.1	5.06	10	9.97	37,952		100.00%
海南中国院士村	2008	2011	30.41	10.17	10.17	90,000.00		100.00%
信达滨海花园	2008	2009	2.71	1.66	1.56	5795.4		100.00%
汇总			230.06	382.21	330.71	1627516.58	114993.69	

资料来源：公司公告，中信建投研究所

发行完成后财务状况

完成本次交易之后，归属于母公司的净资产将增加411,701.53万元，增加至411,853.04 万元，增长率为271738.42%；公司总股本将增加102,722.5506 万股至152,426.0442 万股，增长率为206.67%；每股净资产增加2.70 元，增长89966.20%；公司总资产增加至1,200,910.18 万元，增长900.36%；负债为111,651.66 万元，增加至763,052.82 万元，资产负债率将从93.01%下降至63.54%

表 7 增发后公司财务状况

	本次交易前	本次交易后	变化额	变化比例
归属于母公司所有者权益（万元）	151.51	411,853.04	411,701.53	271738.42%
股本（万股）	49,703.49	152,426.04	102,722.55	206.67%
每股净资产（元）	0.003	2.70	2.70	89966.20%
总资产(万元)	120,047.69	1,200,910.18	1,080,862.49	900.36%
负债（万元）	111,651.66	763,052.82	651,401.16	583.42%
资产负债率（合并）	93.01%	63.54%	-29.47%	

资料来源：公司公告，中信建投研究所

盈利预测

截止 2008 年 12 月 31 日，公司拥有房地产土地储备（含在建和拟建项目）面积 308.11 万平方米，规划建筑面积 518.91 万平方米，能够充分保证公司未来几年项目开发的需要。丰富的土地储备资源，也为顺利实现公司发展战略目标提供了必要的保障。

表 8：房地产上市公司融资情况分类表

亿元

名称	IPO实际募集金额	配股募集金额	增发募集	融资总额	分红	净融资额
五家央企融资总额度	25.08	30.97	250.04	306.08	36.90	269.18
央企平均融资额度	5.0158	6.19	50.01	61.22	7.38	53.84
地方房地产上市公司	127.94	138.49	270.47	536.90	87.19	449.70
地方公司平均融资额度	3.76	4.07	7.95	15.79	2.56	13.23
其他房地产公司	79.93	40.19	214.65	334.77	22.63	312.14
其他公司平均值	1.57	0.79	4.21	6.56	0.44	6.12

资料来源：公司公告，中信建投研究所

总体来看，公司此次收购、出售资产后，公司的主要业务由信息行业变为全国性的央企房地产开发。从我们的历史统计来看，A股上市以来房地产企业融资额超过1000亿元，其中五家大股东为央企的上市公司占到20%多，其平均融资额度也40倍于其他房地产公司，因此我们认为上市公司具有强大的融资能力，为其后续发展扩张打下良好的基础。

我们认为公司将来主要的看点在于：

1. 收购完成后，提高了上市公司在房地产行业的竞争地位，成为拥有 6 家具有一、二级开发资质子公司的大型房地产公司，开发业务将遍布在以长江三角洲及其他经济发达地区为主的全国范围内。信达资产总公司已经承诺将 ST 天桥作为唯一房地产企业平台，因此避免同业竞争、关联交易问题。
2. 公司房地产业务范围涵盖了普通商品住宅开发、经济适用房开发、旧城区改造和棚户区改造以及商业地产的经营与管理等。公司在房地产业细分市场上的多元化既有助于公司积累在各个细分市场上的经验，从而进一步探索公司的业务发展模式，也有利于公司充分利用生产、管理资源，发挥协同作用，提升企业的综合经营能力和经营效益，还有助于增强企业的抗风险能力，降低企业经营业绩波动性。
3. 大股东承诺将在适当时候将帐面资产 7 个亿的出租性物业注入上市公司。作为“信达系”旗下唯一房地产企业平台，公司资产注入预期，这无疑将进一步提升公司的估值水平。

公司经营劣势

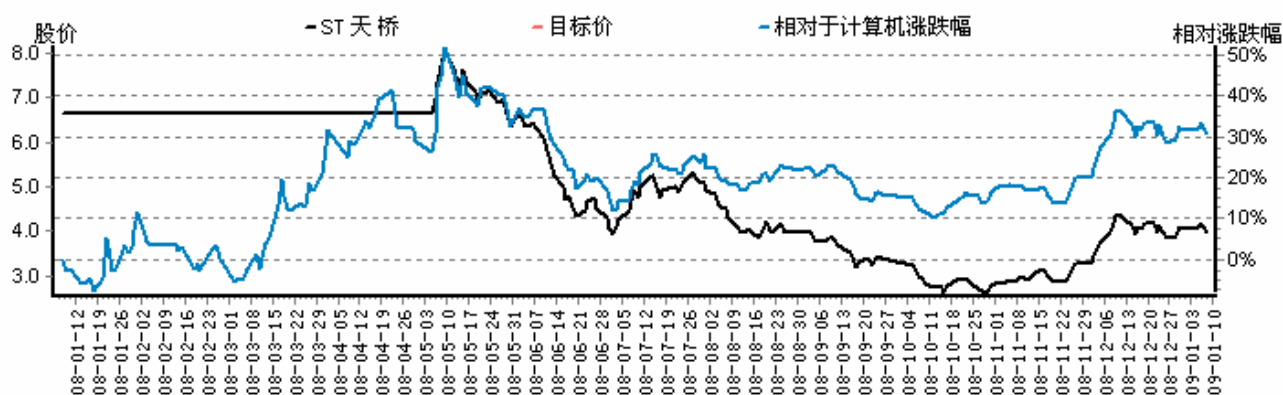
1. 虽然拟注入资产从事房地产开发业务有一定的历史，但拟注入资产在统一品牌建设上与行业内的领先企业存在一定差距。
2. 目前公司房地产开发融资仍以自有资金、银行借款和预售房款为主，融资渠道较为单一。

由于市场目前存在较大不确定性，加之目前公开资料不足，所以我们暂不做 2010 年盈利预测，我们预测 2008 年，2009 年的盈利分别为 0.18 元，0.282 元，按照 25 倍的市盈率，其价值中枢应为 4.62 元，给予增持评级。

报表预测

	2006A	2007A	2008F	增长率	2009F	增长率
利润表（万元）						
主营业务收入	1192.00	1255.00	2735.85	118.00%	5535.26	102.32%
主营业务成本	(115.90)	1032.00	1950.24	88.98%	3991.93	104.69%
营业费用	71.06	101.20	144.70	42.98%	350.70	142.36%
管理费用	128.15	80.20	167.12	108.38%	252.28	50.96%
财务费用	45.71	54.56	55.65	2.00%	59.88	7.60%
营业利润	(115.90)	(837.50)	499.18	-159.60%	801.82	60.63%
投资收益	134.69	(114.50)	160.62	-240.28%	72.67	-54.76%
利润总额	200.60	(464.90)	516.76	-211.16%	807.57	56.28%
净利润	455.70	(764.50)	282.80	-136.99%	429.90	52.02%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

张朝晖，房地产行业高级分析师 王康，房地产行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010