

湘财证券研究所

房地产行业

张化东：Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

杨森：Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福：Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次评级： 买入



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

三套房贷政策点评：对房地产政策预期产生重大影响 2010.7.9

房地产行业-宏观经济数据有隐忧，房地产调控政策将持续 2010.7.16

房地产行业深度研究：上升大周期内小调整，时间换空间中静候复苏 2010.8.29

事件：

我们拜访了北辰实业的高管，就公司的项目情况和运营情况做了调研。

投资要点：

- 从 2007 年至 2009 年市场针对长沙北辰三角洲项目有负面传闻，而 2010 年 10 月，长沙北辰三角洲项目即将开盘预售，可以说一直针对长沙北辰三角洲项目的负面传闻即将破灭。
- 目前已达到预售标准的是首开区一期，建筑面积 30 万平方米，该部分楼盘将在 2010 年陆续推出，而 2011 年推出的项目也将是首开区的余下项目，面积大约在 30 万平米。
- 公司的持有型物业主要集中在北京的两个区域，一个是亚运村为范围的区域，另一个是以奥运村为范围的区域。目前公司在两个区域所持有的物业建筑面积近 110 万平方米，持有项目的规模较大，具有收益相对稳定的优势。
- 北辰实业的持有项目规模已经非常之庞大。通过测算，奥运区域和亚运区域的重置成本已经到 162 亿元。其中，北辰奥运区域持有物业价值为 79 亿左右，其余为亚运区域持有物业价值。

首次买入评级，目标价格 5 元

- 我们审慎地假设公司销售速度，但我们假设公司项目维持 2009 年底的销售价格不变。特别对于长沙项目的销售速度和结转速度也较为审慎。我们预测公司的 RNAV 为 8.39 元，较 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元，折价率达到 115%。
- 根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 0.100 元、0.182 元和 0.239 元，对应 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元的 PE 为 39.19X、21.38X 和 16.29X；我们预测 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 2.771 元、2.918 元和 3.110 元，对应 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元的 PB 为 1.41X、1.34X 和 1.25X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有较大幅度的折价，但是相较于 PE 估值水平还算正常。我们认为，从重估净资产的角度，目前公司股价有所低估。
- 首次买入评级，6-12 个月每股目标价格 5 元。

投资风险：

加息风险和长沙市场风险。

表 1：北辰实业财务预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4900.96	4606.91	5436.15	6740.82	经营性现金净流量	-25.73	4358.13	-1127.73	2396.34
减：营业成本	2716.53	2672.01	2989.88	3707.45	投资性现金净流量	-796.26	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	520.69	460.69	489.25	606.67	筹资性现金净流量	26.81	-1142.89	-460.50	-494.40
营业费用	128.22	175.06	217.45	269.63	现金流量净额	-795.18	3215.24	-1588.23	1901.94
管理费用	383.87	368.55	434.89	539.27		2009A	2010E	2011E	2012E
财务费用	178.19	377.49	290.60	287.07	收益率				
资产减值损失	-3.16	0.00	0.00	0.00	毛利率	44.57%	42.00%	45.00%	45.00%
加：投资收益	-8.17	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	14.08%	19.99%	17.35%	16.26%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	14.58%	9.00%	13.99%	14.81%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
营业利润	968.45	553.10	1014.07	1330.72	ROE	6.37%	3.59%	6.25%	7.70%
加：其他非经营损益	-5.12	0.00	0.00	0.00	ROA	6.09%	3.94%	4.89%	6.01%
利润总额	963.33	553.10	1014.07	1330.72	ROIC	23.13%	11.80%	9.38%	9.57%
减：所得税	248.87	138.28	253.52	332.68	增长率				
净利润	714.46	414.83	760.55	998.04	销售收入增长率	17.21%	-6.00%	18.00%	24.00%
减：少数股东损益	137.36	79.75	146.22	191.88	EBITDA 增长率	16.25%	34.88%	18.81%	11.69%
归属母公司股东净利润	577.10	335.07	614.33	806.16	净利润增长率	18.59%	-41.94%	83.34%	31.23%
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	总资产增长率	3.26%	-8.65%	17.35%	0.13%
货币资金	4166.39	7381.64	5793.41	7695.35	股东权益增长率	5.51%	2.98%	5.30%	6.60%
应收和预付款项	438.38	427.07	560.36	664.05	经营营运资本增长率	5.57%	-32.87%	77.70%	3.39%
存货	13658.77	9542.83	16418.96	15773.66	资本结构				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	63.90%	59.00%	62.75%	59.77%
长期股权投资	26.11	26.11	26.11	26.11	投资资本/总资产	22.88%	45.88%	47.17%	43.33%
投资性房地产	4402.61	3869.60	3336.59	2803.58	带息债务/总负债	4.24%	60.92%	48.81%	51.18%
固定资产和在建工程	3147.22	2356.80	1566.37	775.95	流动比率	2.28	3.19	2.56	2.99
无形资产和开发支出	8.26	7.36	6.47	5.58	净负债率	0.54	0.11	0.26	0.07
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	17.50%	19.52%	19.52%	19.52%
资产总计	25847.74	23611.40	27708.26	27744.26	收益留存率	82.50%	80.48%	80.48%	80.48%
短期借款	700.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率				
应付和预收款项	6174.02	4288.25	7744.45	6939.74	总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.24
长期借款	8486.51	8486.51	8486.51	8486.51	固定资产周转率	2.51	1.95	3.47	8.69
其他负债	1155.71	1155.71	1155.71	1155.71	应收账款周转率	157.21	109.61	122.57	107.40
负债合计	16516.24	13930.47	17386.67	16581.96	存货周转率	0.20	0.28	0.18	0.24
股本	3367.02	3367.02	3367.02	3367.02	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资本公积	3683.80	3683.80	3683.80	3683.80	EBITDA	1671.79	2254.92	2679.00	2992.13
留存收益	2008.97	2278.65	2773.09	3421.92	净利润	577.10	335.07	614.33	806.16
归属母公司股东权益	9059.79	9329.47	9823.91	10472.74	EPS	0.171	0.100	0.182	0.239
少数股东权益	271.70	351.46	497.68	689.56	BPS	2.691	2.771	2.918	3.110
股东权益合计	9331.49	9680.93	10321.59	11162.30	PE	22.75	39.19	21.38	16.29
负债和股东权益合计	25847.74	23611.40	27708.26	27744.26	PB	1.45	1.41	1.34	1.25

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

1、长沙项目 10 月启动预售

长沙项目于 2007 年 7 月通过招拍挂获取，该项目占地面积 785198 平方米，其中商业 152390 米，住宅 632808 平米。为获取长沙北辰三角洲项目，需要支付地价款 92 亿元。从 2007 年至 2009 年市场针对长沙北辰三角洲项目有负面传闻，而 2010 年 10 月，长沙北辰三角洲项目即将开盘预售，可以说一直针对长沙北辰三角洲项目的负面传闻即将破灭。

目前已达到预售标准的是首开区一期，建筑面积 30 万平方米，该部分楼盘将在 2010 年陆续推出，而 2011 年推出的项目也将是首开区的余下项目，面积大约在 30 万平米。首开区的销售在今明两年可能会为公司带来 48 亿的销售收入。从蓄客情况看，长沙项目首次开盘即热销的可能性极大。

长沙项目总建筑面积达到 530 万平方米，其中盖板以上的建筑面积约 380 万平方米，盖板下建筑面积约 150 万平方米。以盖板作为建筑体连接方式，即实现了人车分流的立体空间，也使得盖板下面积能够得到有效利用。同时，盖板的应用使建筑能够有效利用桩基方式，无需下挖车库，相对减少了建筑成本。

但是，长沙房地产市场容量毕竟有限，北辰三角洲项目的供应量较大，同样具备一定的不确定性，根据审慎性原则，我们还不能过分乐观地估计北辰三角洲的销售情况。鉴于此，我们还是审慎地给予结算预测，以后的研究中会进一步调整公司的结算预测。

表 2：北辰实业项目结算预测（元/平方米；平方米，万元）

在开发项目		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
序 号	项目名称	结算价格	结算价格	结算价格	结算面积	结算面积	结算面积	结算收入	结算收入	结算收入
1	北京清琴山庄	32000	32000	32000	18344	1159	0	58700	3708	0
2	长河花园余期	28000	28000	28000	0	0	51200	0	0	143360
3	姜庄湖别墅北区	70000	70000	70000	0	0	8937	0	0	62560
4	绿色家园住宅	30000	30000	30000	21900	6750	6000	65700	20250	18000
5	绿色家园商业	20000	20000	20000	24400	9000	8000	48800	18000	16000
6	北辰香麓	20000	20000	20000	11800	33750	0	23600	67500	0
7	北辰福第双限房	5900	5900	5900	118814	104400	23200	70100	61596	13688
8	北辰福第廉租房	3400	3400	3400	0	3600	800	0	1224	272
9	北辰福第商业	20000	20000	20000	0	19800	17600	0	39600	35200
10	长沙新河三角洲	8500	8500	8500	0	144000	128000	0	122400	108800

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

2、以会展运营带动商办业务发展

公司的持有型物业主要集中在北京的两个区域，一个是亚运村为范围的区域，另一个是以奥运村为范围的区域。目前公司在两个区域所持有的物业建筑面积近 110 万平方米，持有项目的规模较大，具有收益相对稳定的优势。

亚运区域中的持有物业是以北京国际会议中心和与之相配套的五洲皇冠假日酒店和五洲酒店，能够完成一定规模的会议接待业务。北辰时代大厦是在 2008 年新建成的高档写字楼，而汇欣、汇园和汇滨大厦则建成时间较长。汇园酒店公寓和汇园国际公寓是以服务式酒店公寓为运营模式的项目，满足了区域内相对长期的居住需求。由于建成时间较长，区域内的设施略显陈旧，但是区域发展相对成熟，客户认知度较高，出租率较好。

图 1：北辰实业亚运区域持有项目



资料来源：企业网站；湘财证券研究所

奥运会区域的项目的建成时间较近，以国家会议中心为主体建筑，国家会议中心酒店和北辰洲际酒店作为会议中心的配套建筑，占整个区域建筑面积的一半以上。北辰世纪中心以商务配套则形成了奥运区域内的办公及商业活动空间。奥运区域的国家会议中心以及其配套设施已经成为首都北京的最大的会议场地。随着运营时间延长，度过养商周期，项目将占据北京的会议细分市场的一部份份额，国家会议中心未来的盈利前景非常可观。

图 2：北辰实业奥运区域持有项目



资料来源：企业网站；湘财证券研究所

北辰实业的持有项目规模已经非常之庞大。通过测算，奥运区域和亚运区域的重置成本已经到 162 亿元。其中，北辰奥运区域持有物业价值为 79 亿左右，其余为亚运区域持有物业价值。

两个持有物业区域从功能上看都是以会议作为区域特色增值业务，奥运和亚运区域的商办持有项目在北京城市位置并不最为核心。但是，会议中心为其他持有业态带来了比较稳定的客源。围绕会议形成的餐饮服务、宾馆服务和办公服务构成了区域持有物业的独特价值。

3、首次买入评级，6-12 个月目标价 5 元

我们审慎地假设公司销售速度，但我们假设公司项目维持 2009 年底的销售价格不变。特别对于长沙项目的销售速度和结转速度也较为审慎。我们预测公司的 RNAV 为 8.39 元，较 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元，折价率达到 115%。

根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 0.100 元、0.182 元和 0.239 元，对应 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元的 PE 为 39.19X、21.38X 和 16.29X；我们预测 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 2.771 元、2.918 元和 3.110 元，对应 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元的 PB 为 1.41X、

1.34X 和 1.25X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有较大幅度的折价，但是相较于 PE 估值水平相对正常。我们认为，从重估净资产的角度，目前公司股价有所低估，公司具有长期投资价值。

虽然近两年结算业绩不高，但伴随长沙北辰三角洲项目开盘和持有项目建成并度过养商期，公司业绩未来逐步转好可能性极大。结合绝对估值和相对估值水平，首次给出买入评级，6-12 个月每股目标价格 5 元。

表 3：北辰实业持有项目达成稳定状态的价值预测（平方米；万元）

项目名称	总建面	地上建面	出租率	重置价值	年租金	回报率
奥运区域						
国家会议中心主体	270000	202500	70%	416571	29160	7.00%
国家会议中心大酒店	68727	37800	70%	81000	5670	7.00%
北辰洲际酒店	55145	30330	70%	51994	3640	7.00%
北辰世纪中心及商务配套	120000	90000	85%	237600	16632	7.00%
亚运区域						
北京国际会议中心	60000	45000	85%	112154	7290	6.50%
北辰五洲大酒店	42000	31500	75%	50885	3308	6.50%
北辰五洲皇冠假日酒店	50000	35400	75%	81692	5310	6.50%
北辰时代大厦	130000	82860	75%	187500	13125	7.00%
北辰汇宾大厦	38000	20000	85%	35446	2304	6.50%
北辰汇欣大厦	48250	35000	85%	62031	4032	6.50%
北辰汇园酒店公寓	180000	135000	80%	299077	19440	6.50%
汇欣国际健身俱乐部	2000	2000	100%	3323	216	6.50%
汇总	1064123	747390		1619274	110126	

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。