

北辰实业（601588）：业绩低点，有望再次崛起

增持（维持）

房地产行业

当前股价：3.61 元

报告日期：2011 年 3 月 24 日

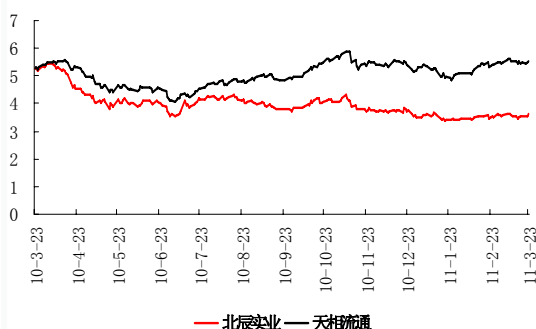
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4901	5564	6824	8684
(+/-)	17.21%	13.53%	22.64%	27.25%
营业利润	968	441	1023	2040
(+/-)	16.21%	-54.49%	132.12%	99.41%
归属母公司净利润	577	203	660	1071
(+/-)	28.55%	-64.81%	224.99%	62.31%
每股收益（元）	0.17	0.06	0.20	0.32
市盈率（倍）	26	59	18	11

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	336702/266000
流通 A 股市值（亿元）	93.10
每股净资产（元）	2.73
资产负债率（%）	63.81

股价表现（最近一年）



证券分析师 石磊
执业证书编号：A0140511010001
010-66045557 shil@txsec.com
联系人：张福意
010-66045563 zhangfy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 55.64 亿元，同比增长 13.53%；营业利润 4.41 亿元，同比下降 54.49%；归属母公司净利润 2.03 亿元，同比下降 64.81%；实现基本每股收益 0.06 元。分配预案为每 10 股派 0.2 元（含税）。
- 发展物业方面。商品房结算较少，保障房项目拉低毛利率，是业绩下滑的主要原因。**全年实现结算面积 38.10 万平米，同比增长 46.03%，结算金额 36.96 亿元，同比增长 3.5%。其中北辰福第（两限房部分）结算收入 14.87 亿元，占结算收入的 40.22%，是 2010 年结算的主要项目，但该项目毛利率仅为 5.04%。受此影响，2010 年公司毛利率下降 10.26 个百分点至 34.31%。实现销售面积 24.6 万平米，同比略有下降，销售金额 24.57 亿元，同比下降 9.54%；开复工面积 217 万平米，同比增长 80.83%；新开工面积 112 万平米，同比增长 229.41%；竣工面积 64 万平米。粗略估计，公司目前权益可结算面积在 400 万平米以上。
- 投资物业（含酒店）方面。**随着国家会议中心及配套项目全面投入使用，公司投资物业（包括酒店）经营面积由 51 万平米上升至 104 万平米，主要分为位于亚运村内的综合物业群和位于奥运中心区的国家会议中心及配套项目两部分。受经营面积增加带动，全年投资物业实现营业收入 14.14 亿元，同比增长 72.70%。同时由于相关利息费用不再资本化等影响，导致公司期间费用率有所上升。2010 年公司的期间费用率为 17.62%，同比上升 3.54 个百分点。未来随着新增投资物业经营的正常化，该项业务收入有望逐步提高至 20 亿元左右。由于回收期长、业绩释放相对平稳的特点，投资物业的价值并未得到较好的体现。
- 未来有望重新踏上扩张之路。**由于北辰三角洲项目和国家会议中心及配套项目积压了公司大量的资源，导致自 2007 年以来，公司新增项目不多。随着北辰三角洲项目首开区一期的热销和国家会议中心及配套项目的全面营业，二者将为公司提供稳定的现金流，影响公司扩张的负面因素将不复存在，公司未来有望重新踏上扩张之路。受 2010 年新开工面积和竣工面积大幅增加影响。2011 年公司预计实现开复工面积 220 万平米，与上年略有增长；新开工面积 67 万平方米，下降 40.18%；竣工面积 12 万平米，下降 81.25%。受可售资源增加的影响，预计实现销售面积 29.4 万平米，合同销售收入 39 亿元。

- **盈利预测和投资评级。**预计公司 2011-2012 年可分别实现每股收益 0.20 元和 0.32 元，按最近收盘价 3.61 元计算，对应的动态市盈率分别为 18 倍和 11 倍；每股 RNAV 为 7.01 元，对应目前的股价，折价高达 48.5%。综合考虑公司的未来盈利和 RNAV，我们维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**2011 年房地产行业仍将处于调控的高压之下，未来销售存在下降的风险，公司期末的预收款项为 21.52 亿元，若未来销售下降，则公司业绩可能不达预期。

图表 1：2010 年公司在售项目销售及结算统计表

项目名称	总可售面积(万 m ²)	累计		剩余可售面积(万 m ²)	2010 年				权益(%)
		销售面积(万 m ²)	结算面积(万 m ²)		销售面积(万 m ²)	销售金额(万元)	结算面积(万 m ²)	结算金额(万元)	
绿色家园住宅	95.03	92.51	92.02	2.52	0.41	5,095	1.79	21,307	100%
绿色家园商业及写字楼	13.91	9.02	8.04	4.89	3.03	36,489	7.04	88,078	100%
北辰香麓一期(B区)	6.09	3.81	2.53	2.28	1.58	21,721	2.53	33,141	100%
北辰香麓二期(D区)	6.86	3.74	—	3.12	3.74	60,651	—	—	100%
北辰福第(双限房部分)	28.77	25.55	25.23	3.22	0.88	5,196	25.23	148,666	100%
香山清琴	14.37	14.37	13.33	0	0.82	11,665	1.51	78,452	50.20%
北辰三角洲 D3 区	21.79	14.18	—	7.61	14.18	104,926	—	—	100%

资料来源：公司年报

图表 2：盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	490,096.30	556,412.91	682,398.28	868,351.01
增长率	17.21%	13.53%	22.64%	27.25%
减：营业成本	271,653.00	365,497.62	391,059.90	435,946.13
毛利率	44.57%	34.31%	42.69%	49.80%
营业税金及附加	52,069.02	47,231.03	68,239.83	95,518.61
销售费用	12,821.96	16,258.98	21,836.74	26,050.53
管理费用	38,387.22	49,430.60	54,591.86	60,784.57
财务费用	17,819.27	32,365.72	44,355.89	46,022.60
期间费用率	14.08%	17.62%	17.70%	15.30%
资产减值损失	(315.94)	(401.04)	0.00	0.00
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(816.86)	(1,951.36)	0.00	0.00
二、营业利润	96,844.92	44,078.63	102,314.06	204,028.56
增长率	16.21%	-54.49%	132.12%	99.41%
营业利润率	19.76%	7.92%	14.99%	23.50%
加：营业外收入	208.84	103.79	0.00	0.00
减：营业外支出	720.96	547.79	0.00	0.00
三、利润总额	96,332.80	43,634.63	102,314.06	204,028.56
增长率	19.42%	-54.70%	134.48%	99.41%
利润率	19.66%	7.84%	14.99%	23.50%
减：所得税	24,886.53	13,182.94	25,578.51	51,007.14
四、净利润	71,446.27	30,451.69	76,735.54	153,021.42
增长率	18.59%	-57.38%	151.99%	99.41%
归属于母公司所有者净利润	57,710.24	20,305.82	65,992.57	107,114.99
增长率	28.55%	-64.81%	224.99%	62.31%
净利率	11.78%	3.65%	9.67%	12.34%
少数股东损益	13,736.03	10,145.88	10,742.98	45,906.43
每股收益（元）（摊薄）	0.17	0.06	0.20	0.32

资料来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040