北辰实业(601588)：长沙项目进入收获期，投资物业提供安全边际

行业分类：房地产　　2011.8.30

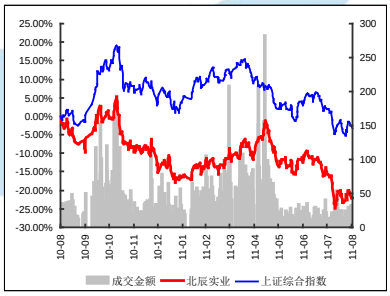
研究员：吴伟
(执业证书编号：S0640511030001)
电话：0755-83688511
Email：mwu0330@gmail.com

联系人：刁志学
电话：0755-83520492
Email：diaozhixue@163.com

6－12 个月目标价	3.5 元
当前股价	3.18 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2566
总股本（亿股）	40.7
流通 A 股（亿股）	26.6
流通 H 股（亿股）	7.07
流通 A 股市值（亿）	84.59
总市值（亿）	116
每股净资产（元）	2.8
ROE（11H）	3.45
资产负债率	62.84
动态市盈率	45
动态市净率	1.13

近一年股价表现



投资要点：

- **投资物业提供安全边际。**经过测算，目前 A 股股价对应租金回报率 4.8%，港股股价对应租金回报率 11%，香港会计准则披露中报投资物业公允价值 108 亿元，对应 NOI 回报率 5.8%，评估价较为合理，按公允价值调整投资物业后，公司股东权益为 134 亿元，公司目前总市值 116 亿元，公司总体价值被低估。

- **长沙项目进入收获期，将为公司增加投资物业 80 万平米。**二三线城市随着工业化的发展，城市化加速，房地产市场进入告诉发展期，公司长沙项目已从昔年地王变成优质项目。未来该项目将为公司新增投资物业 80 万平米，预计 2015 年能够增加总租金收入 11.52 亿元，按照 10%的预期回报率和 15 倍的市盈率水平计算，公司投资物业价值在 2015 年为每股 4.62 元，对应目前合理的价值为 3.14 元/股。

- **开发业务增厚公司价值。**长沙项目市场反应火爆，首开 1 期和 2 期去化率达到 90%，毛利预计达到 30%以上，按照目前的市场售价，长沙三角洲项目中住宅部分未来几年预计总共能够为公司贡献 240 亿左右的销售收入，预计增厚公司股东权益 10 亿元，折合每股 0.24 元。公司位于北京地区其他开发项目预计能提升公司每股价值 0.13 元。

- **公司财务安全。**公司持有现金大于短期期借款，短期内并无还款压力，贷款结构中到期日 5 年以上的银行贷款占比达到 50%，与公司发展投资物业的战略相匹配，长期来看，长沙项目良好的现金流保障公司还款能力。另外，公司投资物业能为公司获得银行贷款提供抵押品，目前仍有将近 80 亿元的信贷空间。

- **盈利预测与投资评级。**综合公司投资物业的价值，按照 10%的预期收益率计算，公司合理价值约为 3.5 元/股。目前 A 股股价相对公司合理价值有 10%左右的低估，我们给予公司买入评级。

- **风险提示：**受市场影响，长沙项目销售放缓。

公司于 2007 年以 92 亿元，楼面价 2500 元/平方米购入长沙三角洲项目。提前布局二三线城市优质土地，目前已经逐步进入收益期。

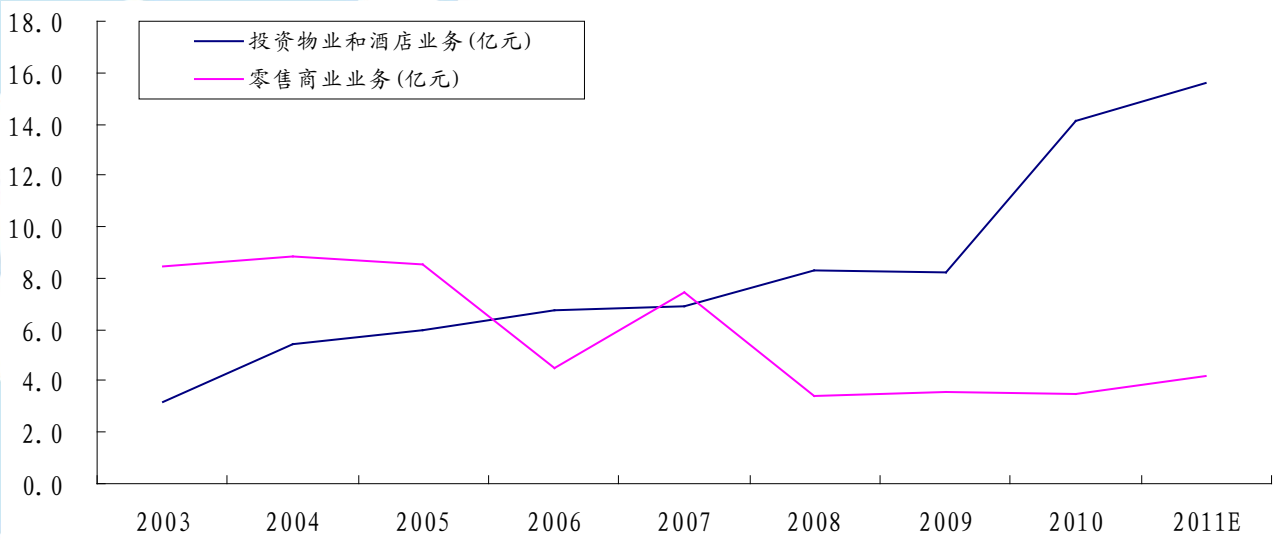
一、投资物业价值与安全边际

公司目前持有投资物业面积共 120 万平米，主要是位于北京奥亚核心商圈的酒店、写字楼、公寓和会展中心物业，按公允价值计算，2011 年中期公司投资物业价值达到 108 亿元，同比增长 4.8%，累计投资物业增值 45.28 亿元。

2011 年中期公司共实现投资物业和酒店业务收入 7.88 亿元，除税前利润 1.88 亿元；实现商业物业收入 2.08 亿元，除税前利润 0.27 亿元，投资物业共实现收入 9.96 亿元，除税前利润 2.15 亿元，投资物业折旧共 1.5 亿元，则上半年公司投资物业实现的 NOI 大概为 3.11 亿元，则按照 108 亿元的公允价值计算，投资物业年化资本化率为 5.8%，可以说公司较为合理的评估了投资物业的公允价值。公司目前 A 股股价为 3.18 元，相应的租金回报率为 4.8%，而港股股价为 1.68 港币，对应的租金回报率为 11%，按照公允价值调整后，公司的股东权益大概为 134 亿元，等于投资物业加上持有现金，而公司 AH 股目前总市值为 116.7 亿元。公司投资物业为公司股价提供较大的安全边际。

未来由于酒店、公寓、写字楼的供应高峰期已过，上半年北辰时代广场出租率从 73%提升至 88%，未来租金和入住率有进一步提升的空间，公司投资物业和酒店业务的收入有望进一步提升，加上公司银行借款和公司债券逐渐偿还，投资物业利息费用下降，NOI 有进一步提升的空间。而未来 2 年是北京商业物业集中入市的时期，公司持有的商业物业则面临较大的竞争压力。整体来看，零售物业占比较小，公司整体投资物业租金收益有望进一步提升。

图表 1 公司历年投资物业和酒店以及零售商业业务收入



数据来源：wind

根据规划，未来 8-10 年，公司位于娱乐之都长沙的三角洲项目将为公司新增 80 万平米写字楼、公寓、酒店和商业等综合物业，项目地理位置较好，公司定位作为长沙市文化产业和休闲娱乐产业中心，目前长

沙市五一广场商务区优质写字楼租金在 60-120 元/平方米月，按照每年 4%-7%的租金增长率，预计租金在 2015 年将达到 80-160 元/平方米月，按照 120 元/平方米月的租金水平计算，预计长沙项目将为公司新增租金收入 11.52 亿元，预计公司在 2015 年租金收入能够达到 37.6 亿元，预计 NOI 能够达到 12.5 亿元，按照 15 倍的市盈率计算，单纯考虑投资物业，公司合理的价值为 4.62 元，按照 10%的预期收益率计算，目前公司的合理股价是 3.14 元/股。

二、住宅开发业务进一步提升公司价值

公司主要项目储备位于北京和长沙，其中以长沙三角洲项目为多，总规划建筑面积约 380 万平米，总地价 92 亿元，楼面地价大概 2500 元/平方米，按照公司的规划，预计住宅开发面积约 300 万平米，其中目前已启动首开区一期预售，目前已开盘的住宅，首开一期 D3 区，销售面积 18.6 万平，合同金额 14.5 亿元，平均销售价格 7796 元/平方米，签约率 90%；首开二期 E5 区，销售面积 3.7 万平，合同金额 2.8 亿元，平均销售价格 7568 元/平方米，签约率 90%，388 套签约 345 套。公司已出售住宅项目毛利率达到 30%以上。

A1\D1 区沿江住宅和商业共建 80 万平米进入基础施工阶段，预计明年将进入市场，目前周边沿江楼盘售价 8000-12000 元/平方米，公司项目售价有望进一步提高，进一步提供公司毛利率水平。

按照目前的市场售价，长沙三角洲项目中住宅部分未来几年预计总共能够为公司贡献 240 亿左右的销售收入，预计增厚公司股东权益 10 亿元，折合每股 0.24 元。

其他主要是位于北京的长河玉墅项目、西三旗项目、碧海方舟北区、顺义马坡项目等项目，目前账面价值总计 24 亿元，预计在未来 2-5 年内能够实现销售，预计能够增厚公司每股股东权益 0.13 元/股。

三、公司财务较为安全

公司目前账面现金达 28 亿元，短期借款和一年内到期的长期借款共 24 亿元，公司短期内并无偿债压力。

公司长期借款共 79 亿元，其中公司债 31 亿元，长期银行借款 48 亿元，10 年期公司债为 15 亿元，5 年期公司债为 17 亿元，长期借款中到期日 5 年以上的占总借款的 50%。与公司投资物业的开发周期较好的匹配。目前长沙项目预计每年能够实现现金回流 30-40 亿元，北京项目假设按照 0.3 的存货周转率，预计每年能够实现现金回流 15-20 亿元，预计每年能够实现 45-60 亿元的现金回笼，工程支出按 150 万平米的在建面积计算，大概每年 20-30 亿元左右的建设费支出，扣除 10 亿左右的三项费用，公司如果不扩张拿土地，每年大概 10-20 亿的净现金流入，2013 年和 2016 年归还共 32 亿的到期公司债券并无太大的资金压力，

而公司价值 108 亿元的投资物业和共 147 亿元的存货和已落成物业可以从银行抵押获取约 155 亿元的借款，公司目前银行贷款共 72 亿元，仍有较大的借贷空间。公司整体看财务状况良好。

图表 2 公司长期银行借款结构

	2011 年 6 月 30 日	2010 年 12 月 31 日
一到二年	222,750,000	1,069,000,000
二到五年	2,122,621,483	1,527,409,562
五年以上	2,475,000,000	3,318,750,000
合计	4,820,371,483	5,915,159,562

资料来源：公司 2011 年中报

四、估值与投资评级

综合公司投资物业的价值，按照 10%的预期收益率计算，公司合理价值约为 3.5 元/股。目前 A 股股价相对公司合理价值有 10%左右的低估，我们给予公司买入评级。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

吴伟，SAC 执业证书号：S0640511030001

清华大学会计系毕业，2009 年 1 月加入中航证券金融研究所，从事房地产行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）　　公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635　　传真：0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。