

北辰实业(601588)

公司研究/深度报告

地产入正轨，物业待重估

深度研究报告/房地产行业

2015年6月10日

报告摘要：

● 地产业务步入正轨，积极布局核心城市

目前公司最大的地产开发项目为长沙三角洲项目，截止2015年一季度末，该项目销售93.5万方，累计销售94.2亿元，尚有约300万方的可售面积，按正常去化速度估算，对应约440亿元的销售额。2014年至今，公司在核心城市积极布局，项目建筑面积合计约93万方，对应货值约91.5亿元，公司开发业务过于依赖长沙三角洲项目的局面得到改善，预计2015年公司销售金额有望翻番，突破80亿元。

● 冬奥会落锤在即，公司120万方物业有望直接获益

冬奥会举办城市将会在7月31日正式宣布，如果北京获得举办权，亚奥区域将会成为奥运主要服务场所，区域价值有望得到明显提升。公司在该区域持有120万方的物业，将会直接受益奥运带来的区域配套升级和使用率提升。我们根据周边物业交易保守估计持有物业价值高达360亿元，升值空间依然较大。

● 大股东同比例认购增发，彰显信心

公司拟增发25亿元资金，投入长沙，杭州的房地产项目及偿还银行贷款。大股东以同比例认购增发，彰显对上市公司经营前景的信心。

● 公司管理能力开始输出，品牌扩张初见成效

公司处于国内会展业务的领先地位，具有长期经营会展，酒店业务，尤其是高端会展业务的经验，具备一定管理输出能力。2014年，公司签订7个顾问咨询及受托经营项目，收入近800万元。我们认为公司在这项业务上的竞争对手有限，5年内年收入有望达到1亿元。

● 风险提示

1) 北京获得冬奥会举办权存不确定性；2) 销售数据不及预期。

● 盈利预测与投资建议

我们认为北辰三角洲项目进入成熟期，公司在核心城市积极扩张，表明地产主业重新回归正轨，销售有望出现快速提升。若北京获得冬奥会举办权将推动公司持有的120万方物业价值提升。预计公司2015年-2017年EPS分别为0.21/0.24/0.32元，给予“强烈推荐”投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	6,234	7,759	9,561	12,054
增长率（%）	13.24%	24.47%	23.22%	26.07%
归属母公司股东净利润（百万元）	530.83	720	822	1,068
增长率（%）	-20.12%	35.70%	14.08%	30.01%
每股收益（摊薄后，元）	0.16	0.21	0.24	0.32
毛利率（%）	47.70%	47.00%	46.00%	45.00%

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐 首次评级

交易数据	2015-6-9
收盘价	8.08
近12个月最高/最低	8.44/2.39
总股本（百万股）	3367.02
流通股本（百万股）	3367.02
流通股比例	100.00%
总市值（亿元）	272.06
流通市值（亿元）	272.06

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：温阳

执业证号：S0100515040001

电话：(8621)60876731

Email: wenyang@mszq.com

研究助理：张全国

电话：(8601)85127678

Email: zhangquanguo@mszq.com

相关研究

目录

一、三角洲项目进入成熟期，积极布局核心城市	3
(一) 北辰三角洲项目潜在销售额 450 亿元.....	3
(二) 地产开发扩张起步，积极布局核心城市.....	3
二、冬奥会或促进公司持有物业价值提升	4
(一) 冬奥会渐行渐近，亚奥板块再获关注.....	4
(二) 公司持有 120 万方核心物业，三重收益.....	4
三、管理能力开始输出，品牌扩张初见成效	5
四、盈利预测与投资建议	5
插图目录	8
表格目录	8

一、三角洲项目进入成熟期，积极布局核心城市

(一) 北辰三角洲项目潜在销售额 450 亿元

目前公司贡献销售收入的主要项目为长沙北辰三角洲项目。2007 年 7 月，公司以 92 亿元竞得长沙三角洲地块，总建面达 500 万方，地上建面 380 万方。2010 年开始，项目正式进入销售，截止 2015 年一季度末累计销售 94.2 亿元，累计销售面积为 93.5 万方。虽然公司在 2007 年将资源过度倾斜在一个项目，错失了诸多发展机会，但是从现在的时点看，北辰三角洲项目进入收获期，根据一般项目的去化规律，我们预计在未来 11 年销售完，平均每年能够提供 40.3 亿元的潜在销售收入。

从项目所在地长沙的房地产市场来看，受诸多利好政策影响，2015 年以来长沙商品房市场明显向好，短期来看，有利于北辰三角洲项目的持续去化。长期来看，项目优势十分明显，去化风险较低：1) 所处地理位置优越，位于湘江与浏阳河交汇处，西临湘江，北依浏阳河，景观资源稀缺；2) 市政配套独特，长沙市博物馆，图书馆，音乐厅坐落在项目内，文化氛围浓厚；3) 交通便利，地铁 1 号线从项目中贯穿，并设有北辰三角洲站。

图 1：2009 年至今北辰三角洲销售额按年上涨

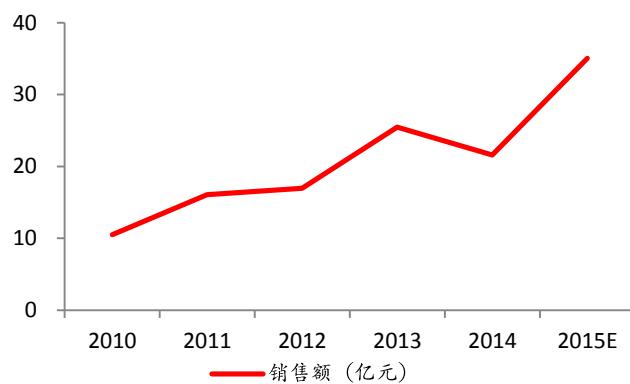
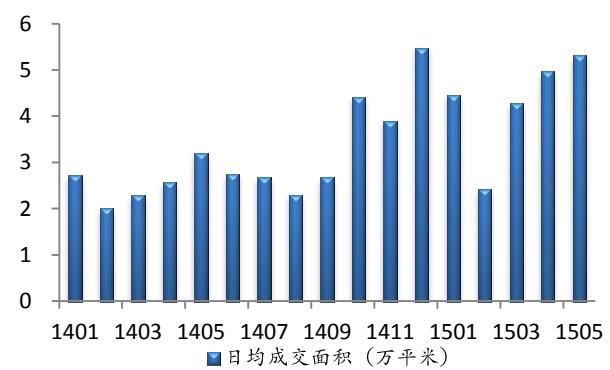


图 2：2015 年长沙商品房市场向好明显



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：WIND，民生证券研究院

(二) 地产开发扩张起步，积极布局核心城市

从 2007 年以来公司地产开发项目获取情况看，受长沙北辰三角洲项目投资过大的影响，公司在其他区域的项目拓展基本停滞。2014 年以来，公司地产开发业务开始扩张，2014 年获取 4 个项目，2015 年至今布局成都，苏州。

公司的新项目基本都布局在核心城市，房价上涨的空间大，可以获取一定程度的超额收益。从拿地策略看，联合拿地，城市布局分散，地块规模适中，有利于提高周转速度，降低去化风险。参考地块周边的项目定价，我们估计这 6 个项目归属于公司权益的潜在货值为 91.5 亿元。从开发周期估计，这 6 个项目最早在 2015 年下半年即可贡献销售，2016 年下半年进入转结。另外，公司还在北京有 4 个开发项目开发完成，销售接近尾盘，我们估计货值约为 40.6 亿元。

表 1: 2014 年以来, 公司加快了项目扩张

年度	地块	公司权益	建筑面积 (万方)
2007	长沙北辰三角洲	100%	549.0
	北辰福第	100%	45.9
2010	北京顺义马坡项目	100%	21.3
2014	长沙北辰中央公园	51%	90.6
	杭州北辰之光	70%	31.5
	北京顺义当代北辰悦 MOMA	50%	13.1
2015	武汉北辰当代光谷项目	45%	32.5
	成都高新区项目	联合拿地, 未知	6.4-15.9
	苏州高新区项目	联合拿地, 未知	18.0

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

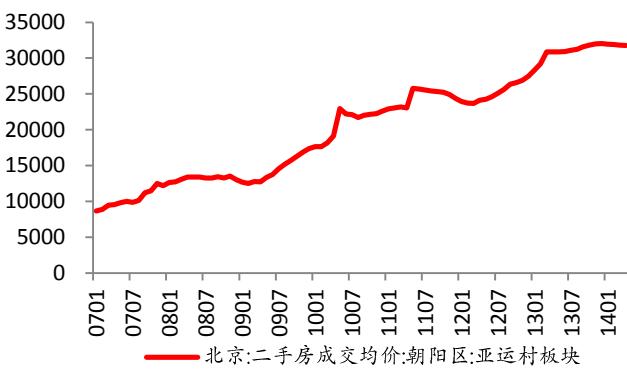
二、冬奥会或促进公司持有物业价值提升

(一) 冬奥会渐行渐近, 亚奥板块再获关注

7月31日, 国际奥委会将在北京和阿拉木图之间选择2022年冬奥会举办地。6月1日, 国际奥组委在官网上发布了两个竞争城市的《评估报告》, 从报告中可以看出, 如果冬奥会在北京举办, 相关活动基本集中在亚奥区域, 包括开幕闭幕式场地, 奥委会官方人员和媒体人员下榻地, 主新闻中心, 国际广播站等, 亚奥板块将会再次得到全世界目光的聚焦。从历史数据看, 2008年奥运会显著的提升了区域价值, 过去8年区域房价上涨了3.7倍。

图 3: 冬奥会北京项目和相关活动基本集中在亚奥区域


资料来源: 国际奥委会, 民生证券研究院

图 4: 亚运村板块房价过去 8 年上涨 3.7 倍


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 公司持有 120 万方核心物业, 三重收益

目前公司在亚奥核心区域持有120万方核心物业, 主要项目为国家会议中心和北京国际会议中心, 每年接待近两千个会议和展览, 另外还有酒店, 公寓, 写字楼以及购物中心等多种业态。我们用亚奥板块内二手住房交易的保守价格30000元/平米来估计, 公司持有物业的价值为360亿元。如果北京取得冬奥会举办权, 公司持有物业将会三重收益: 1) 会议中心, 酒店, 公寓等项目直接受益旅游人口的增长; 2) 公司可能会参与到冬奥会建设中, 沉淀优质物业; 3) 板块价值提升, 推动物业价值提升。

表 2：公司持有的亚奥板块物业介绍

名称	建筑面积 (平米)	物业类型
北京五洲大酒店	42,613	酒店
北京五洲皇冠国际酒店	56,953	酒店
北京国际会议中心	61,867	会议、展览
汇园公寓	184,811	公寓
汇宾大厦	37,795	写字楼
汇珍楼物业	6,299	写字楼
欣大厦	47,515	写字楼
北辰时代大厦	131,229	写字楼、出租商业
国家会议中心及配套项目	533,991	会议、展览、酒店及写字楼
北辰购物中心	30,463	购物中心
北辰购物中心北苑店	65,000	购物中心

资料来源：公司公告，民生证券研究院

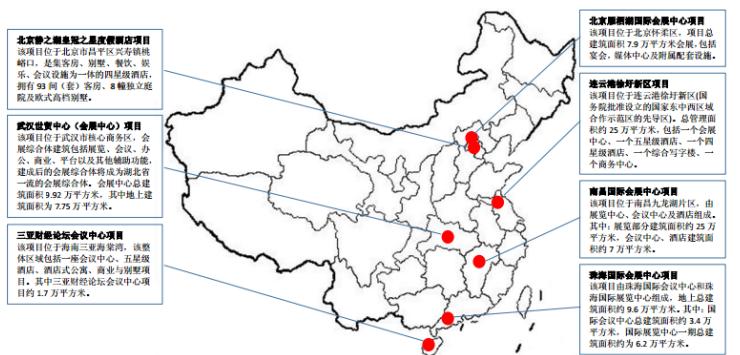
三、管理能力开始输出，品牌扩张初见成效

2014 年，公司签订 7 个顾问咨询及受托经营项目，收入近 800 万元。我们认为公司是国内高端会展行业的领导者，公司曾经在历史上完成了 1990 年亚运会、2008 年奥运会以及 2014 年亚太经合组织（APEC）会议的接待服务工作，在会展管理和服务领域的竞争对手有限。

目前国内的会展业还处在较为初级的阶段，市场化程度比较低，也缺乏品牌和经营意识。由于会展行业对于带动地方经济发展具有十分积极和重要的作用，地方政府对于会展行业硬件的建设十分支持，截至 2012 年底，全国已拥有 5000 平米以上会展场馆 316 个，可供展览面积 1237 万方。会展场馆运营和管理服务具有很大的市场空间，预计公司未来还将扩展到更多项目，年收入达到 1 亿元。

图 5：2009 年至今北辰三角洲销售额按年上涨

表 5：公司 2014 年度受托经营项目及顾问咨询项目汇总表



资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、盈利预测与投资建议

我们认为随着北辰三角洲项目进入成熟期，开始为公司贡献稳定的销售收入。公司在核心城市积极扩张获取项目，不论从合作拿地，城市选择，还是地块规模看，都表明公司地产开发业务逐渐成熟，地产开发主业重新回归正轨，销售有望出现快速提升。公司在亚奥核心区持有 120 万方核心物业，冬奥会将会从三个方面提升物

业价值。预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.21/0.24/0.32 元，给予“强烈推荐”投资评级。

表 3：公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	6,234	7,759	9,561	12,054	货币资金	4,310	5,354	6,597	8,317
减：营业成本	3,260	4,112	5,163	6,630	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	822	1,023	1,260	1,589	应收账款	71	89	110	139
销售费用	317	388	478	603	预付账款	743	925	1,140	1,437
管理费用	699	869	1,071	1,350	其他应收款	0	141	174	219
财务费用	334	300	300	300	存货	23,955	30,431	38,205	49,058
资产减值损失	3	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	-1	0	0	0	流动资产合计	29,205	36,940	46,226	59,170
二、营业利润	797	1,067	1,289	1,583	长期股权投资	28	28	28	28
加：营业外收支净额	-4	0	0	0	固定资产	3,178	3,481	3,618	3,589
三、利润总额	793	1,067	1,289	1,583	在建工程	13	33	53	73
减：所得税费用	206	267	322	396	无形资产	3	3	3	2
四、净利润	587	800	967	1,187	其他非流动资产	0	310	313	313
归属于母公司的利润	531	720	822	1,068	非流动资产合计	8,479	3,856	4,015	4,012
五、基本每股收益 (元)	0.16	0.21	0.24	0.32	资产总计	37,684	40,795	50,241	63,183
主要财务指标									
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	短期借款	1,150	1,150	1,150	1,150
EV/EBITDA	94.04	53.16	47.69	43.60	应付票据	0	0	0	0
成长能力：									
营业收入同比	13.24%	24.47%	23.22%	26.07%	应付账款	2,944	3,183	3,996	5,131
营业利润同比	-14.8%	33.9%	20.8%	22.8%	预收账款	5,402	6,826	8,570	11,005
净利润同比	-15.76%	36.30%	20.79%	22.8%	其他应付款	1,147	1,147	1,147	1,147
营运能力：									
应收账款周转率	100.64	96.59	96.00	96.99	应交税费	864	864	864	864
存货周转率	0.28	0.29	0.28	0.28	其他流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.18	0.20	0.21	0.21	流动负债合计	12,954	13,134	15,701	19,286
盈利能力与收益质量：									
毛利率	47.7%	47.0%	46.0%	45.0%	长期借款	12,154	17,760	23,679	31,857
净利率	8.5%	9.3%	8.6%	8.9%	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产净利率 ROA	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%	非流动负债合计	12,154	17,760	23,679	31,857
净资产收益率 ROE	5.4%	7.0%	7.8%	8.8%	负债合计	26,610	30,895	39,380	51,143
资本结构与偿债能力：									
流动比率	2.25	2.81	2.94	3.07	股本	3,367	3,367	3,367	3,367
资产负债率	70.6%	75.7%	78.4%	80.9%	资本公积	3,698	3,698	3,698	3,698
长期借款/总负债	45.7%	57.5%	60.1%	62.3%	留存收益	3,836	4,556	5,378	6,447
每股指标：									
每股收益	0.16	0.21	0.24	0.32	少数股东权益	173	253	398	516
每股经营现金流量	-0.37	-0.96	-1.00	-1.53	所有者权益合计	11,074	11,874	12,841	14,028
每股净资产	3.29	3.53	3.81	4.17	负债和股东权益合计	37,684	42,768	52,221	65,171

资料来源：民生证券研究院

插图目录

图 1: 2009 年至今北辰三角洲销售额按年上涨.....	3
图 2: 2015 年长沙商品房市场向好明显.....	3
图 3: 冬奥会北京项目和相关活动基本集中在亚奥区域.....	4
图 4: 亚运村板块房价过去 8 年上涨 3.7 倍.....	4
图 5: 2009 年至今北辰三角洲销售额按年上涨.....	5

表格目录

表 1: 2014 年以来, 公司加快了项目扩张.....	4
表 2: 公司持有的亚奥板块物业介绍.....	4
表 3: 公司财务报表数据预测汇总.....	54

分析师和研究助理简介

温阳，中国人民银行研究生部金融学硕士。2011年4月加入国泰君安证券，从事房地产行业研究工作，2015年3月加入民生证券。

张全国，南开大学经济学学士、美国夏威夷大学理学硕士。2011年12月加入链家地产，从事房地产市场研究，2015年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040