



双轮驱动下的稳步增长

——福星股份（000926）2008 年年报点评

要点:

- **未来 3 年收益将稳步增长。**预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 39.54 亿元、50.45 亿元、58.4 亿元，净利润分别为 3.65 亿元、4.5 亿元、5.17 亿元，摊薄后的每股收益分别为 0.52 元、0.64 元、0.73 元。
- **公司合理股价在 9.6 元左右。**2009 年，预计公司每股收益 0.52 元，其中房地产贡献收入 0.38 元，金属业务贡献利润 0.14 元，给与公司房地产 20 倍 PE，金属业务 15 倍 PE，公司的合理股价为 9.7 元，从 RNAV 估值来看，公司每股 RNAV 为 9.6 元。因此，公司合理股价在 9.6 元左右，公司的最新收盘价为 7.38 元，有约 30% 的空间。
- **提升公司评级至“推荐”评级。**全国楼市回暖迹象明显，一直低迷的武汉市场同样如此，行业趋势向好，而且公司有业绩支撑。
- **公司 08 年收入小幅下降，利润微幅增长，摊薄后每股收益 0.47 元。**2008 年，公司实现营业收入 32.01 亿元，同比下降 4.08%，而净利润为 3.31 亿元，小幅上涨 4.12%。收入下降主要原因是房地产收入同比下降 24.54% 所致。同时，房地产毛利率大幅上升，由去年同期的 35.01% 上升至 41.78%，使公司的净利润在收入下降时能够小幅上涨。
- **房地产毛利率大幅提升主要源自水岸星城与汉口春天项目。**随着汉口春天项目竣工、水岸星城逐步结转，未来几年贡献利润的恩施福星城、孝感福星城、咸宁福星城等项目的毛利水平将大幅低于汉口春天和水岸星城项目，因此，公司房地产毛利率在未来 2-3 年内将较大幅度的下滑。
- **公司资金略显紧张，但压力不大。**总体上来看，公司资金略显紧张，但压力不是特别大，基本能够自给，资金链不存在问题。
- **房地产收入有望稳定增长。**预计公司 2009-2010 年的房地产收入分别为 19.5 亿元、24.35 亿元、29.3 亿元。
- **金属业务收入将稳定增长。**08 年低，公司具备年产各种金属丝、绳产品 22 万吨的能力，2009-2010 年将增加到 23 万吨、32.5 万吨。预计 2009-2011 年，公司金属业务的收入分别为 20 亿元、26.1 亿元、29.1 亿元。
- **武汉楼市回暖迹象明显。**总体来看，武汉楼市成交量大幅上涨，价格小幅回升，楼市回暖迹象非常明显。

分析师

黄清林:

☎(86-755) 83515512

✉ huangql@cgs.com

刘 昆:

☎(86-755) 83516214

✉ liuk@cgs.com

万 知:

☎(86-10) 88366060 - 8780

✉ wanz@cgs.com

投资评级：推荐（调升）

盈利预测及估值

最新股价 7.38

福星股份	2009	2010	2011
营业收入(万元)	395,434	504,450	583,898
增长(%)	23.5%	27.6%	15.7%
净利润(万元)	36,489	45,033	51,686
增长率	10.4%	23.4%	14.8%
BPS	0.52	0.64	0.73
PE	14	11.5	10

股价表现



相关报告

房地产与金属制品起头并进—福星股份 2008 年中报点评
2008.8

正文目录

一、盈利预测与投资建议	3
二、08 年收入小幅下降，利润微幅增长.....	4
三、毛利率大幅提升带动利润增长	5
四、公司资金略显紧张，但压力不大	6
五、房地产与金属业务都将稳定快速增长	6
六、武汉房地产市场简介	8



一、盈利预测与投资建议

1、公司盈利预测

我们预计公司 2009-2011 年的营业收入分别为 39.54 亿元、50.45 亿元、58.4 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.65 亿元、4.5 亿元、5.17 亿元，摊薄后的每股收益分别为 0.52 元、0.64 元、0.73 元。

表 1：公司利润表

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	320143	395434	504450	583898
营业收入	320143	395434	504450	583898
利息收入	0	0	0	0
营业总成本	277562	348257	445466	515302
营业成本	224832	288942	376356	435892
利息支出	0	0	0	0
营业税金及附加	12007	13840	15638	17517
销售费用	18174	21749	24214	28027
管理费用	9462	11863	14125	16349
财务费用	10514	11863	15134	17517
资产减值损失	2574	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-375	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	42205	47177	58984	68596
营业外收支	-212	0	0	0
利润总额	41993	47177	58984	68596
所得税	8937	10615	13861	16806
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	33056	36562	45123	51790
减：少数股东损益	19	73	90	104
归属于母公司所有者的净利润	33037	36489	45033	51686
总股本	70523	70523	70523	70523
EPS（元）	0.47	0.52	0.64	0.73
房地产	0.34	0.38	0.46	0.52
金属业务	0.13	0.14	0.18	0.21

数据来源：长城证券

2、RNAV 估值

我们预计公司每股RNAV为9.6元。对房地产项目，WACC取8%。对公司的金属业务，以08年净利润，取15倍PE来估值。



表 2: 公司房地产业务重估增值

项目	未结算面积	权益	平均售价	毛利率	重估增值 (权益)	结算时间
水岸星城	20.44	100%	8683	37.02%	34,431	2009-2010
福星国际城	58.97	100%	11392	42.26%	96,019	2010-2013
汉阳福星城	33	100%	9667	17.78%	10,654	2011-2015
孝感福星城	25.45	100%	3517	19.05%	4,972	2009-2011
恩施福星城	24.4	100%	5300	21.27%	7,305	2009-2012
咸宁福星城	70.54	100%	3665	30.11%	25,812	2009-2014
合计	233				179192	

数据来源: 长城证券

表 3: 公司房地产业务重估增值

NAV 重估统计	
房地产物业重估增值	179,192
+ 金属业务重估增值	137,220
+ 净资产	358,588
= 重估净资产	675,000
总股本数	70,523
每股重估净资产	9.57

数据来源: 长城证券

3、投资建议

未来三年, 由于土地成本上升以及售价小幅下滑, 预计毛利率下降幅度较快, 但公司总体上仍然能够保持平稳快速的发展势头, 这是我们看好公司的一个重要原因。

2009 年, 预计公司每股收益 0.52 元, 其中房地产贡献收入 0.38 元, 金属业务贡献利润 0.14 元, 给与公司房地产 20 倍 PE, 金属业务 15 倍 PE, 公司的合理股价为 9.7 元, 从 RNAV 估值来看, 公司每股 RNAV 为 9.6 元。因此, 公司合理股价在 9.6 元左右, 公司的最新收盘价为 7.38 元, 有约 30% 的空间。

提升公司评级至“推荐”评级。全国楼市回暖迹象明显, 一直低迷的武汉市场同样如此, 行业趋势向好, 而且公司有业绩支撑。

二、08 年收入小幅下降, 利润微幅增长

收入小幅下降, 利润微幅增长, 摊薄后每股收益 0.47 元。2008 年, 公司实现营业收入 32.01 亿元, 同比下降 4.08%, 而净利润为 3.31 亿元, 小幅上涨 4.12%。收入下降主要原因是房地产收入同比下降 24.54% 所致。同时, 房地产毛利率大幅上升, 由去年同期的 35.01% 上升至 41.78%, 使公司的净利润在收入下降时能够小幅上涨。

房地产贡献利润略有下降, 金属业务表现突出。2008 年, 公司金属业务顶住了市场下滑的压力, 毛利率不降反升, 每股贡献利润也由去年的 0.1 元提升至 0.13 元。



表 4: 公司利润表分析

单位: 万元

	2008	2007	同比增长
营业收入	320143	333761	-4.08%
房地产	142797	189234	-24.54%
金属业务	177259	142598	24.31%
毛利	95236	94376	0.91%
房地产	59661	66251	-9.95%
金属业务	35576	28125	26.49%
毛利率	29.75%	28.28%	
房地产	41.78%	35.01%	
金属业务	20.07%	19.72%	
净利润	33056	31749	4.12%
房地产	23908	24585	-2.75%
金属业务	9148	7164	27.69%
每股收益(摊薄)	0.47	0.45	4.12%
房地产	0.34	0.35	-2.75%
金属业务	0.13	0.10	27.69%

数据来源: 公司公告, 长城证券

三、毛利率大幅提升带动利润增长

房地产毛利率大幅提升主要源自水岸星城与汉口春天项目。水岸星城及汉口春天两个项目由于拿地较早, 土地成本低廉而毛利率较高, 而且公司水岸星城在 2008 年结算的很大一部分来自于水岸星城二期, 是该项目房价最高的一个时段。目前汉口春天项目已经全部结算, 水岸星城三、四期仍将是公司 2009、2010 年的主要利润来源, 但其毛利率将有所下滑。同时, 未来几年贡献利润恩施福星城、孝感福星城、咸宁福星城等几个项目的毛利水平将大幅低于汉口春天和水岸星城项目, 因此, 公司房地产毛利率在未来 2-3 年内将较大幅度的下滑。

金属业务毛利率不降反升, 表现突出。公司钢丝绳及钢丝业务的毛利率出乎意料的大幅上升, 使公司的金属业务顶住了 08 年经济下滑的压力, 整体毛利率略有提升。

表 5: 各项产品的毛利水平

毛利率	2008	2007	2006
水岸星城 (%)	43.96	34.18	44.36
子午轮胎钢帘线 (%)	28.3	28.36	28.88
钢绞线系列 (%)	14.21	15.91	15.4
钢丝绳系列 (%)	15.75	7.69	11.2
汉口春天 (%)	48.36	37.38	29.39
孝感福星城 (%)	25.48		
钢丝系列 (%)	16.83	10.73	11.47

数据来源: 公司公告, 长城证券



房地产毛利率的大幅提升和金属业务出人意料的表现，使公司在营业收入下滑的同时取得了利润增长的良好业绩。

四、公司资金略显紧张，但压力不大

资金方面：2008年，公司成功增发1.8亿股，融资12.5亿元，大大缓解了公司的资金压力。08年底，公司账面拥有现金10亿元，拥有应收票据1.16亿元、应收账款4.14亿元，其它应收款0.7亿元，总计16亿元的资金。

负债方面：2008年底，公司短期借款2.9亿元，应付票据5.77亿元，应付账款2.03亿元，一年内到期的长期借款1.3亿元，应付税费、股利、工资及其它应付款3.16亿元，总计约15.16亿元的短期债务需要偿还。

静态来看，公司的短期资金及债务基本平衡。从长期压力来看，公司拥有长期借款18.75亿元，还有约20亿元的地价需要在2009-2010年支付，年均支付约10亿元。收入方面，公司水岸星城三期、四期，孝感福星城、咸宁福星城、恩施福星城等众多项目已经进入销售期，可售面积超过40万平方米，预计销售收入在25亿元以上。因此，总体上，公司资金略显紧张，但压力不是特别大，基本能够自给，资金链不存在问题。

五、房地产与金属业务都将稳定快速增长

公司目前采取双主业经营战略，业务主要分为房地产开发和金属制品。

1、房地产开发业务

预计公司2009-2010年的房地产收入分别为19.5亿元、24.35亿元、29.3亿元。

水岸星城：水岸星城一、二期已竣工结算。三期共14.81万平方米，预计09年底竣工。08年销售了3万平方米，均价约7800元/平米，相对于二期9500元/平米的均价，公司根据市场情况对售价作了较大幅度的调整。四期建筑面积8.86万平方米，预计09年12月竣工，08年销售并结转了部分联排别墅，均价约16300元/平米，高层部分预计2010年结转。

洪山福星城：公司于2007年12月以13.78亿元的价格拍得该地块，项目总占地面积15.5万平方米，容积率建筑面积59万平方米，其中商业23.6万平方米，住宅35.4万平方米，楼面地价2337元/平米。项目一期占地4.37万平方米，建筑面积17万平方米，目前正在进行基础工程施工，预计首批约7万平方米将于2010年结算。

汉阳福星城：公司于2007年9月以12.74亿元的价格拍得该地，地块占地面积11.45万平方米，容积率建筑面积33万平方米。目前项目正处于前期拆迁及规划设计阶段，由于房地产行业在2008年非常低迷，公司延缓了该项目的开发进度，预计首期2011年才能结转。

孝感福星城：公司于2006年11月以2.56亿元的价格拍得该地块，地块占地面积17.95万平方米，容积率建筑面积37万平方米，楼面地价为724元/平米。项目一期于07



年11月开始销售，08年结转了6.86万平方米，结算收入2.39亿元，结算均价约3500元/平米。

恩施福星城：公司于2007年8月以4.05亿元的价格取得该地块，地块占地面积8.3万平方米，容积率建筑面积24.4万平方米，其中商业7.32万平方米，住宅17.08万平方米，楼面地价1660元/平米。项目于2007年12月开始动工，一期建筑面积约10万平方米，目前正在进行主体施工。

咸宁福星城：公司于2007年11月以3.22亿元的价格获得该地块，地块占地面积32万平方米，容积率建筑面积73万平方米，其中商业4.9万平方米，住宅65.64万平方米，楼面地价460元/平米。项目于08年5月份开始动工，开工面积9.5万平方米，目前，一期花园洋房已经完工，小高层正在进行主体结构施工。

表6：公司房地产收入预计情况

项目	结算面积			结算单价			结算收入		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
水岸星城	12.5	7.94		8800	8500		110000	67490	
福星国际城		7	13		8800	9200		61600	119600
汉阳福星城			7			9000			63000
孝感福星城	9	12	4.45	3500	3500	3600	31500	42000	16020
恩施福星城	6	9	7.4	4200	4500	6300	25200	40500	46620
咸宁福星城	9.5	10	14	3000	3200	3400	28500	32000	47600
合计	37	45.94	45.85				195200	243590	292840

数据来源：长城证券

2、金属制品业务

08年底，公司具备年产各种金属丝、绳产品22万吨的能力，其中，子午轮胎钢帘线5万吨，钢丝4万吨，钢绞线8万吨，钢丝绳5万吨。

2009年，公司子午轮胎钢帘线将新增1万吨的产能，10年将达到7万吨的产能。同时，公司在09年将新增8.5万吨的高强度低松弛预应力钢绞线项目，预计在年底形成产能，也就是钢绞线在2010年将有16.5万吨的产能。

预计2009-2011年，公司金属业务的收入分别为20亿元、26.1亿元、29.1亿元。

表7：公司金属业务的产能扩张情况

单位：万吨

金属业务	2007	2008	2009	2010
子午轮胎钢帘线	3.5	5	6	7
钢绞线系列	7	8	8	16.5
钢丝绳系列	4.5	5	5	5
钢丝系列	3.5	4	4	4
合计	18.5	22	23	32.5

数据来源：公司公告，长城证券



表8: 公司金属业务收入情况预计

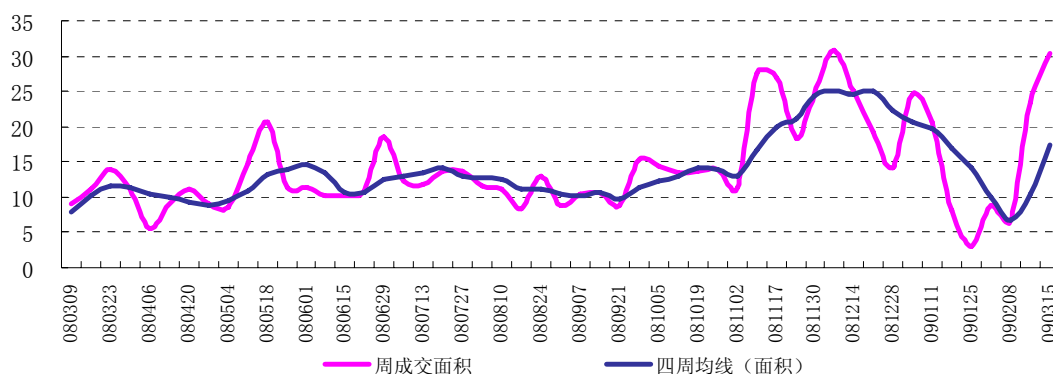
金属业务	2008	2009	2010	2011
子午轮胎钢帘线	67206	84680	106696	117366
钢绞线系列	64738	67975	102778	118195
钢丝绳系列	25143	26400	28512	30793
钢丝系列	20171	21180	22874	24704
合计	177258	200234	260860	291058

数据来源: 公司公告, 长城证券

六、武汉房地产市场回暖迹象明显

08年11月份来, 随着楼市新政出台, 武汉楼市成交量回暖现象非常明显, 周成交量从此前的10-15万平米上升至25-30万平米, 楼市交投活跃。

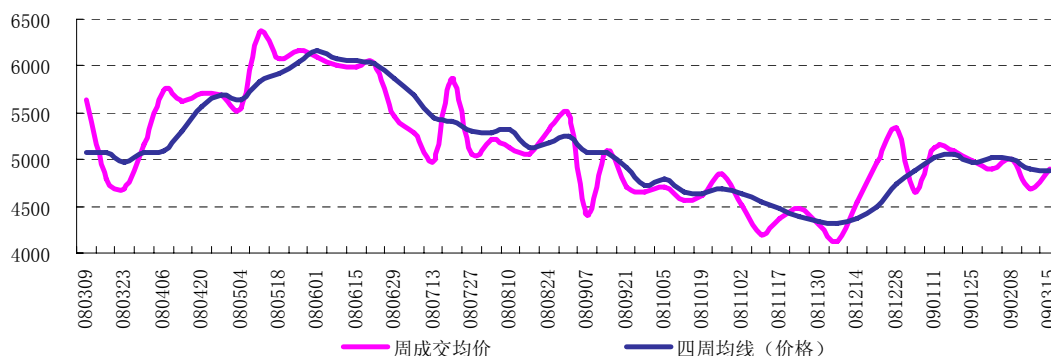
图1、武汉住宅成交量回暖明显



数据来源: 中指研究院, 长城证券研究所

从价格方面来看, 武汉房价在08年11月份触底后, 随着销量反弹也出现了一定幅度的回升, 目前大约5000元/平米的水平, 相对于低谷时期的4500元/平米, 上升了500元/平米。

图2、武汉住宅成交价格有所回升



数据来源: 中指研究院, 长城证券研究所

总体来看, 武汉楼市成交量大幅上涨, 价格小幅回升, 楼市回暖迹象非常明显。



附表 1: 公司的各项财务指标

利润表 (万元)					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	320143	395434	504450	583898	成长性				
营业成本	224832	288942	376356	435892	营业收入增长	-4.1%	23.5%	27.6%	15.7%
销售费用	18174	21749	24214	28027	营业成本增长	-5.9%	28.5%	30.3%	15.8%
管理费用	9462	11863	14125	16349	营业利润增长	-12.0%	11.8%	25.0%	16.3%
财务费用	10514	11863	15134	17517	利润总额增长	-13.9%	12.3%	25.0%	16.3%
投资净收益	-375	0	0	0	净利润增长	4.1%	10.4%	23.4%	14.8%
营业利润	42205	47177	58984	68596	盈利能力				
营业外收支	-212	0	0	0	毛利率	29.8%	26.9%	25.4%	25.3%
利润总额	41993	47177	58984	68596	销售净利率	10.3%	9.2%	8.9%	8.9%
所得税	8937	10615	13861	16806	ROE	9.2%	9.2%	10.2%	10.5%
少数股东损益	19	73	90	104	ROIC	9.1%	7.9%	8.1%	7.9%
净利润	33037	36489	45033	51686	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	5.7%	5.5%	4.8%	4.8%
流动资产	548532	625164	810760	938895	管理费用/营业收入	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%
货币资金	100056	59315	75668	87585	财务费用/营业收入	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
应收帐款	41423	47452	60534	70068	投资收益/营业利润	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	11650	11863	15134	17517	所得税/利润总额	21.3%	22.5%	23.5%	24.5%
存货	338969	435626	567417	657175	应收帐款周转率	7.20	7.32	7.73	7.25
非流动资产	173080	177488	183694	198519	存货周转率	0.58	0.58	0.61	0.65
固定资产	152036	156040	162467	177513	流动资产周转率	0.55	0.55	0.58	0.62
资产总计	721612	802652	994454	1137415	总资产周转率	0.42	0.44	0.47	0.50
流动负债	174505	218983	360302	446113	偿债能力				
短期借款	28900	28900	28900	28900	资产负债率	50.3%	50.8%	55.7%	56.7%
应付款项	77992	100231	130554	151206	流动比率	3.14	2.85	2.25	2.10
非流动负债	188520	188520	193879	199239	速动比率	1.20	0.87	0.68	0.63
长期借款	187496	187496	192856	198215	每股指标 (元)				
负债合计	363024	407502	554181	645352	EPS	0.468	0.517	0.639	0.733
股东权益	358588	395150	440273	492063	每股净资产	5.08	5.60	6.24	6.98
股本	70523	70523	70523	70523	每股经营现金流	0.03	-0.64	-0.85	-0.20
留存收益	287065	323554	368587	420273	每股经营现金/EPS	0.1	-1.2	-1.3	-0.3
少数股东权益	1000	1073	1163	1267	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	721612	802652	994454	1137415	PE	15.8	14.3	11.6	10.1
现金流量表 (万元)					PEG	0.98	0.75	0.78	-
经营活动现金流	1942	-44789	-59623	-14143	PB	1.5	1.3	1.2	1.1
其中营运资本减									
少	-83661	-93575	-118312	-81375	EV/EBITDA	10.93	10.64	9.74	8.97
投资活动现金流	0	-16632	-19772	-30267	EV/SALES	2.30	1.92	1.69	1.56
其中资本支出	-17907	-16007	-19772	-30267	EV/IC	1.41	1.20	1.11	1.04
融资活动现金流	71041	0	5359	5359	ROIC/WACC	0.96	0.84	0.85	0.83
净现金总变化	72600	-61421	-74036	-39050	REP	1.47	1.44	1.30	1.25

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍:

黄清林: 管理学硕士, 注册会计师, 中级经济师, 三年大型上市房地产公司投资管理经验; 2008 年 1 月加入长城证券, 任房地产行业分析师。

万 知: 经济学硕士, 一年地产战略研究经验, 出版证券投资专著一本; 2008 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士, 拥有四年证券研究工作经验, 具备证券投资咨询资格、期货从业资格; 2007 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

承诺: 本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>