

2009-06-15

房地产开发

福星股份 000926.SZ

长袖善舞的区域房地产龙头

◇ 报告起因：近期拜访了福星股份高管并实地调研了武汉项目

福星股份作为一家以房地产为主、金属制品业务为辅的双主业公司，在区域房地产市场和金属制品部分产品上具有龙头地位。它位于区域中心城市核心位置的土储储备占比较高，武汉市场未来将有长足的发展空间，公司在拿地上有着独到模式、项目盈利能力强，成长性也能得到保障，区域龙头地位将得到进一步巩固。

◆ 估值较低，给予买入评级：

09-10年EPS预测为0.50元、0.62元。6月12日股价8.89元对应PE17.87、14.34倍，估值较低。每股NAV估值为11.9元，当前股价折让25%，安全边际较高。给予10年房地产业务20倍，金属制品业务15倍，目标价11.53元，买入评级。

◆ 房地产业务——长袖善舞

土地储备优质，且计划快速增加。公司总计权益土地储备285万平米，共有项目储备8个，在武汉的房地产项目有5个，位置优越，全部位于中心城区，目前有149万平米。武汉中心城区优质土地储备短期内有望扩大近一倍。公司规划未来3年达到土地储备600万平米，其中，环渤海100万平米，拿地模式将尽量采用城中村改造、一级开发带动二级开发的方式。我们预计3年后房地产销售收入有望达到50亿元。

将继续保持较高的盈利能力。我们认为市场不必担心09年后毛利率较大幅度下降导致业绩缺乏成长性，后续的福星国际城和三角路项目仍有较高的毛利率。

独特拿地模式配合审慎选址原则。福星股份城中村改造的拿地模式具有不可模仿的独特优势，有利于公司项目成本控制、现金流管理、获得更高的开发弹性。在具备较高成长性的同时，公司始终保持谨慎态度，土地储备选地原则坚持城市的核心地段或新城中心区。

◆ 金属制品业务——厚积薄发

公司金属制品业务已有20多年技术积累，下游应用主要是汽车、电力电网、通讯网络、建筑工程，多数是经济周期的先导行业，在周期底部开始复苏阶段，需求和盈利都会先于其他行业开始回升。钢帘线的市场空间巨大，将成为公司金属制品业务未来重要的增长点。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,338	3,201	3,230	3,953	5,399
营业收入增长率	35.03%	-4.08%	0.88%	22.39%	33.00%
净利润(百万元)	317	330	353	436	526
净利润增长率	20.43%	4.06%	6.85%	23.59%	21.84%
EPS(元)	0.60	0.47	0.50	0.62	0.77
ROE	15.27%	9.22%	8.97%	9.98%	10.73%
P/E	15	20	19	15	13
P/B	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	12	15	13	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	9.33元
目标价格	11.53元
目标期限	6个月

分析师：

翁非玉

021-22169116

wengfy@ebsecn.com

赵强

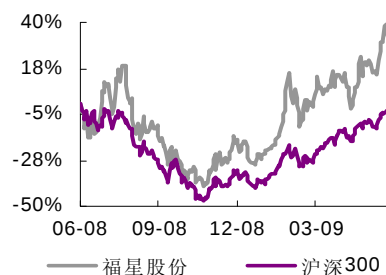
021-22169113

zhaoqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	705
总市值(百万元)	6,580
流通比例(%)	74.28%
12个月最高/最低(元)	9.70/4.04
近3月日均成交量(百万股)	27.27
主要股东	福星集团控股有限公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.28	2.11	39.82
绝对收益	11.35	33.89	37.38

相关报告：

目 录

投资要件.....	4
1. 关键假设	4
2. 我们为什么与市场普遍观点不同	4
3. 目标价 11.53 元，买入评级	4
4. 股价上涨的催化因素	4
5. 投资风险	4
盈利预测和估值.....	5
1. 相对估值：09-10 年 PE 为 17.87、14.34 倍	5
2. 绝对估值：较股价折让 25%	6
3. 投资建议	7
福星股份简介	9
房地产业务——长袖善舞.....	9
1. 武汉核心区土地储备快速增加	9
2. 对后续项目的盈利能力无须担忧	11
3. 独特拿地模式形成难以模仿的优势	12
4. 成长兼具稳健	14
5. 武汉房地产市场分析	16
6. 主要项目开发、销售情况	18
金属制品业务——厚积薄发.....	19
1. 应用于汽车、电网、工程等先导行业	19
2. 钢帘线业务是未来重要增长点	20

表 目 录

表 1: 公司 2009 年住宅开发业务营业收入及毛利预测.....	5
表 2: 公司 2010 年住宅开发业务营业收入及毛利预测.....	6
表 3: 公司净资产评估表.....	6
表 4: 公司房地产业务 NAV 估值.....	7
表 5: 重点公司预测评级表.....	8
表 6: 公司目前土地储备一览.....	10
表 7: 公司储备项目售价及毛利率.....	12
表 8: 公司主要产品系列和用途.....	20

图 目 录

图 1: 房地产和金属制品业务毛利占比.....	9
图 2: 公司在武汉在建拟建项目全部分布在核心区域.....	11
图 3: 城中村改造拿地模式流程.....	14
图 4: 公司过去 5 年房地产业务营收和毛利.....	15
图 5: 武汉 04 - 07 年商品房销售面积平稳增长.....	16
图 6: 04 - 08 年商品住宅销售价格波动小.....	16
图 7: 武汉商品房日均成交量及同比变动.....	17
图 8: 水岸星城实景图.....	18
图 9: 福星国际城实景图.....	19

投资要件

1. 关键假设

- 房地产市场在 09 年保持较平稳的运行态势，政府在这期间的货币政策也继续保持适度宽松，且不出台对房地产市场产生重大影响的调控政策。
- 09 - 11 年国家对电网建设、固定资产的新增投资将按计划进行，汽车销量保持较快增长。

2. 我们为什么与市场普遍观点不同

市场一直担心由于汉口春天、水岸星城的相继销售结算完毕，公司的毛利率将有较大幅度下降，业绩也缺乏成长性。但从我们实地调研及盈利预测的结果看，我们认为不必对此过于担心，公司业绩在 10 - 11 年仍将保持至少 23% 的复合增长率。

能保持业绩的持续增长来源于两个方面，一是优质土地储备在短期内的快速增加，二是后续销售和结算的项目如福星国际城、三角路项目毛利率仍能达到较高水平。

另外，公司土地储备获得的模式具有独特优势，也是我们推荐它的重要理由之一。还有很多投资者没有完全认识到它的拿地模式能带来在项目成本控制、现金流管理、开发弹性上的积极作用，我们这次调研对这个模式进行了较详细的了解和梳理，认为它具有很强的不可模仿性，因此使得福星股份在土地储备上的优势在很长一段时间内将得以继续保持。

3. 目标价 11.53 元，买入评级

09 - 10 年 EPS 预测为 0.50 元、0.62 元。6 月 12 日股价 8.89 元对应 PE17.87、14.34 倍，估值较低。每股 NAV 估值为 11.9 元，当前股价折让 25%，安全边际较高。给予 10 年房地产业务 20 倍，金属制品业务 15 倍，目标价 11.53 元，买入评级。

4. 股价上涨的催化因素

房地产市场、汽车销售超市场预期。

5. 投资风险

如果政府出于资产价格过快上涨的考虑而出台较强硬的政策，则将引起购房需求重新陷入观望，影响到公司项目的销售进度和盈利实现。

近期，我们拜访了福星股份高管，并实地调研了武汉水岸星城、汉阳福星城、福星国际城项目。根据调研情况和对公司所做的盈利预测、估值来看，我们认为，福星股份的土地获取模式具有独特优势、房地产和金属制品业务在细分市场都处于龙头地位、估值较低的同时兼具成长性，短期内给予“买入”评级，同时该公司也是一个可以长期持有的标的。

盈利预测和估值

福星股份业务包括房地产和金属制品业务。我们对两种业务分别进行盈利预测及估值，盈利预测和估值的假设如下：

- 房地产业务：10 年和 11 年结算房价分别环比上升 5%；各项目销售进度根据当地市场状况、销售计划、工程进度个别预测；政府在 09 - 10 年对房地产市场不出台重大影响的政策；土地增值税按照目前 3 % 的提取额计提。
- 金属制品业务：销量增长根据市场需求、产能扩张及达产情况预测，我们假设增速分为 3 个阶段，第一阶段 5 年每年 10 % 增长，第二阶段 8 年每年增长 5 %，第三阶段永续 2 % 增长。

1.相对估值：09—10 年 PE 为 17.87、14.34 倍

我们预测 09 - 10 年房地产业务收入增幅分别为 39 %、59 %，毛利增幅分别为 32 %、39 %，贡献 EPS0.35 元、0.44 元；金属业务贡献 EPS0.16 元、0.19 元，09 - 10 年合计 EPS 为 0.50 元、0.62 元。6 月 12 日股价 8.89 元对应 PE 为 17.87、14.34 倍，估值较低。

表 1：公司 2009 年住宅开发业务营业收入及毛利预测

住宅开发业务	结算面积 万平方米	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业毛利 百万元
汉口春天	0.3	17.3	8.5	8.8
水岸星城	11.8	908.2	482.1	426.1
孝感福星城	5.5	192.5	124.7	67.8
恩施福星城	4.1	173.6	143.9	29.7
咸宁福星城	2.4	77.5	48.0	29.5
合计	24.0	1369.1	807.2	561.9

资料来源：光大证券研究所

表 2：公司 2010 年住宅开发业务营业收入及毛利预测

住宅开发业务	结算面积 万平方米	营业收入 百万元	营业成本 百万元	营业毛利 百万元
汉口春天	0.0	0.0	0.0	0.0
水岸星城	9.2	732.0	371.8	360.2
福星国际城	0.0	480.0	289.2	190.8
孝感福星城	8.0	288.4	181.4	107.0
恩施福星城	5.0	211.2	175.0	36.1
咸宁福星城	7.4	196.6	150.1	46.5
合计	35.5	1908.2	1167.5	740.7

资料来源：光大证券研究所

2.绝对估值：较股价折让 25%

我们用 NAV 和 DCF 分别对房地产业务和金属制品业务进行估值，NAV 法是基于假设开发法的净资产重估。公司的评估价值为 83.86 亿元，每股净资产评估价值为 11.9 元，当前股价相对于其折让 25%。

表 3：公司净资产评估表

	评估价值 百万元
开发业务	5712.5
金属业务	4006.3
现金	1110.4
金融资产	100.2
付息负债	2542.9
净资产评估值	8386.5
总股本	705.2
每股 NAV (元/股)	11.9
股价 (元)	8.89
折让	25%

资料来源：光大证券研究所

表 4：公司房地产业务 NAV 估值

项目名称	总建筑面积 万平米	权益未结面积 万平米	权益 NAV 百万元
武汉汉口春天	26.8	0.3	15.1
武汉水岸星城	75.7	20.44	712.6
武汉福星国际城	59.0	59.0	2614.4
武汉汉阳福星城	33.0	33.0	382.9
武汉三角路城中村	35.9	35.9	550.5
孝感福星城	36.9	26.9	452.5
恩施福星城	25.9	25.9	579.0
咸宁福星城	73.0	73.0	347.1
武汉城市花园	—	—	57.7
合计	366.2	285.2	5711.8

资料来源：光大证券研究所

3.投资建议

公司目前股价相对于每股 NAV 来说，有 25% 的折让，有较大的安全边际；09-10 年的动态 PE 为 17.87、14.34 倍。我们认为基于公司在土地储备获得上的独特优势、金属业务主要产品钢帘线在细分市场的龙头地位，可以获得溢价，我们给予其“买入评级”，6 个目标价 11.53 元，相当于 2010 年房地产业务 20 倍 PE，金属制品业务 15 倍 PE。

表 5：重点公司预测评级表

证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009-6-15	亿元	亿元	08A	09F	10F	08A	09F	10F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科A	10.96	1205	1029	0.37	0.40	0.38	29.9	27.5	29.2	2.97	3.7	7.17	53%	增持	增持
600048	保利地产	23.57	751	383	0.70	0.93	1.39	33.6	25.5	17.0	4.42	5.3	14.44	63%	买入	买入
600383	金地集团	13.32	291	284	0.39	0.50	0.60	34.6	26.4	22.0	4.29	3.1	8.28	61%	增持	增持
000718	苏宁环球	12.73	217	117	0.31	0.50	0.70	41.7	25.5	18.2	1.21	10.6	7.43	71%	增持	增持
002244	滨江集团	12.50	169	37	0.45	0.52	0.73	28.0	24.2	17.1	2.15	5.8	7.90	58%	买入	买入
000667	名流置业	6.15	83	83	0.23	0.21	0.35	26.3	29.3	17.8	3.49	1.8	6.98	-12%	无	增持
600533	栖霞建设	6.69	70	70	0.18	0.30	0.85	37.4	22.0	7.9	2.49	2.7	4.05	65%	增持	增持
000616	亿城股份	6.91	62	51	0.30	0.38	0.42	23.0	18.1	16.4	2.81	2.5	5.38	28%	增持	买入
002133	广宇集团	7.65	38	19	0.24	0.26	0.31	32.4	29.3	24.5	2.24	3.4	4.58	67%	增持	增持
平均								31.9	25.3	18.9	4.3		51%			
综合经营																
000024	招商地产	27.10	465	175	0.71	0.90	1.07	37.9	30.1	25.3	8.75	3.1	17.99	51%	增持	买入
600208	新潮中宝	9.97	281	71	0.30	0.41	0.56	33.5	24.5	17.8	1.63	6.1	7.68	30%	增持	买入
601588	北辰实业	5.40	182	81	0.13	0.23	0.27	40.5	23.7	19.8	2.60	2.1	7.32	-26%	增持	增持
600675	中华企业	12.94	141	97	0.43	0.60	0.74	30.3	21.6	17.4	3.09	4.2	11.34	14%	买入	买入
600246	万通地产	9.25	94	45	0.52	0.58	0.81	17.8	16.0	11.4	2.70	3.4	7.57	22%	中性	中性
000926	福星股份	8.89	63	47	0.47	0.50	0.62	19.0	17.8	14.4	5.19	1.7	11.90	-25%	无	买入
000608	阳光股份	8.57	46	33	0.05	0.32	0.49	162.1	26.5	17.4	3.39	2.5	8.12	6%	增持	增持
平均								48.7	22.9	17.6	3.3		10%			
商业地产																
600663	陆家嘴	23.91	447	325	0.47	0.60	0.66	50.7	39.9	36.4	4.59	5.2	19.62	22%	中性	中性
000402	金融街	10.78	267	258	0.42	0.53	0.64	25.7	20.2	16.9	5.93	1.8	15.5	-30%	增持	增持
600639	浦东金桥	13.96	118	83	0.33	0.43	0.44	42.5	32.7	31.8	3.82	3.7	15.4	-9%	增持	增持
600007	中国国贸	9.81	99	78	0.35	0.48	0.57	27.9	20.6	17.2	4.27	2.3	14.7	-33%	增持	增持
平均								36.7	28.3	25.5	3.2		16.3	-13%		

资料来源：光大证券研究所

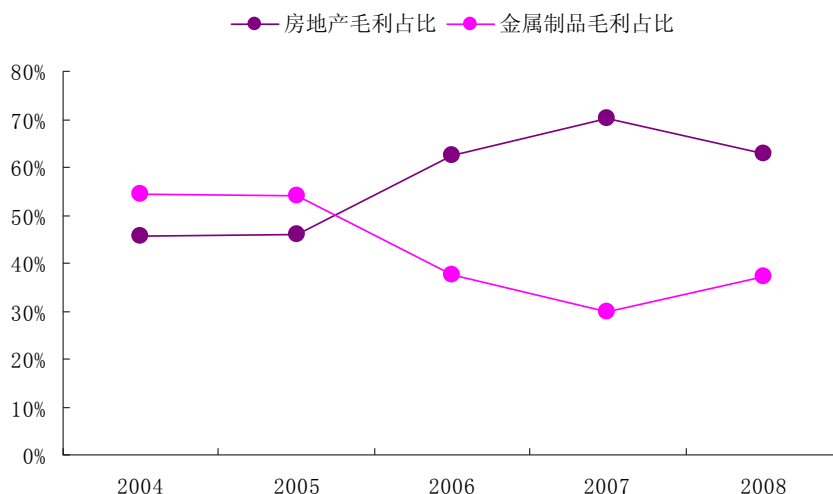
福星股份简介

福星股份原是一家以金属制品为主要产品的制造型企业，于 99 年在深交所上市。金属制品业务经过 20 年的发展，部分产品已成为国家质量免检产品，主要产品钢帘线产量已进入全国前三名，公司于 08 年被科技部认定为“高新技术企业”。

公司在 2000 年后开始进入房地产行业，把握了 2000 年后的这一轮房地产景气周期，实现了快速发展，05 年起连续三年跨入中国房地产企业百强，同时被评为“成长性 TOP10”。

目前公司的业务结构中，房地产的盈利贡献约占 70%，未来这一比例将会继续上升，07 年起公司所属行业已经变更为“房地产业”。

图 1：房地产和金属制品业务毛利占比



资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

房地产业务——长袖善舞

福星股份的房地产业务全部由控股子公司福星惠誉房地产有限公司来发展。福星惠誉是武汉当地最大的房地产公司，具有房地产开发一级资质，有年开发 100 万平米的开发能力，已具有较强的开发和品牌营销能力。

1. 武汉核心区土地储备快速增加

公司总计权益土地储备（未结算）285 万平米，一共有项目储备 8 个，在武汉的房地产项目有 5 个，位置优越，全部位于中心城区，目前有 149 万平米（包括了 6 月 4 日取得的三角路城中村项目首期地块）。

武汉中心城区优质土地储备短期内有望扩大近一倍，区域龙头地位将得到进一步巩固。6 月 6 日公司公告取得了洪山区三角路城中村项目中第一个

土地包，占地 8.3 万平方米，规划建筑面积 35.89 万平方米。这个地块的取得标志着公司跟进的三角路城中村改造项目取得实质性进展，我们预期在不久的将来，规划建筑面积 86 万平方米的剩余土地包也可获得。届时公司的土地储备将大幅增加到 371 万平方米，位于武汉中心城区的优质土地储备将达到 234 万平方米，比三角路项目取得前扩大近一倍。三角路项目（全部）、水岸星城、福星国际城能连成片区，形成超大型的综合景观社区，整个体量（未售部分）达到 192 万平方米。

表 6：公司目前土地储备一览

项目	位置	占地面积 万平方米	规划建筑面积 万平方米	权益未结建筑面积 万平方米
汉口春天	武汉	16.43	26.84	0.30
水岸星城	武汉	36.47	75.65	20.44
福星国际城	武汉	15.51	58.97	58.97
汉阳福星城	武汉	11.45	33.00	33.00
三角路城中村	武汉	8.30	35.89	35.89
孝感福星城	孝感	17.95	36.91	36.91
恩施福星城	恩施	8.30	25.90	25.90
咸宁福星城	咸宁	31.99	72.99	72.99
合计			366.15	285.22

资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

图 2：公司在武汉在建拟建项目全部分布在核心区域



资料来源：google, 光大证券研究所

2.对后续项目的盈利能力无须担忧

公司位于武汉核心区域的项目储备平均售价均可达到 7000-8500 元,毛利率水平较高。市场担心由于汉口春天和水岸星城相继结算完成, 09 年起的重点项目福星国际城和汉阳福星城毛利率会有较大幅度下降, 导致业绩缺乏成长性, 我们认为不必对此担忧, 理由是:

- 09 年起重点销售项目福星国际城有 40% 的商业, 售价远高于住宅, 估计商业部分平均售价可以达到 13000 元/平米, 维持结算的高毛利是完全可能的, 考虑到商业中可能有一部分自持, 估计该项目综合毛利率可以达到 38% 左右。而福星国际城所处的徐东区域政府将会规划一条景观商业大道, 商业氛围的形成有利于该项目商业物业的出售和出租。
- 新取得的三角路项目毛利率也至少可以达到 33%, 预计该项目很快将启动拆迁和开工, 最快在 2011 年就可为公司贡献盈利。

- 汉阳福星城的毛利率确实较低,只有 26%,但我们在实地调研中看到,地块中部分拟拆迁建筑物的拆迁成本可能会略低于原先的预算,未来可能有一定的成本节约空间。

武汉市区项目即使今后几年每年销售 40 万平米,可开发 3 年多,能维持房地产业务的毛利在较高水平。在武汉周边地级市和县级市的 3 个项目利润率尚可,但由于受到当地市场容量限制,我们不将其作为未来主要盈利贡献考虑。

表 7: 公司储备项目售价及毛利率

	权益未结算面积 万平米	当前(预计) 售价 元/平米	毛利率
汉口春天	0.30	5571	49%
水岸星城	20.44	8000	49%
福星国际城	58.97	9400 (注)	38%
汉阳福星城	33.00	8500	26%
三角路城中村	35.89	8000	33%
孝感福星城	36.91	3500	35%
恩施福星城	25.90	5645 (注)	38%
咸宁福星城	72.99	2700	29%

注: (1) 福星国际城住宅预计售价 7000 元, 商业售价 13000 元, 由于商业占比 40%, 加权计算平均售价 9400 元。(2) 恩施福星城住宅售价 3500 元, 商业售价可以达到 10000 元, 商业占比 30%, 加权计算平均售价 5645 元。

资料来源: 光大证券研究所

3. 独特拿地模式形成难以模仿的优势

我们从最近 2-3 年开发商通过招拍挂拿地的结果来看, 一线城市核心地段的土地几乎绝迹, 二线城市的核心地段土地往往成为各大公司争夺的热点, 多方竞争最后到手的土地利润率难以乐观, 有的项目地价可能已经反映了以后多年房价上涨的预期, 在这样的土地供给和获得模式中, 开发商最多只能获得行业的平均利润率。因此, 我们看好具有独特拿地模式或者有多种拿地渠道的公司。

福星股份现在几个主要项目都是通过城中村改造这种拿地模式获得的。武汉市经过数十年城市建设用地的围裹, 全市形成 162 个“城中村”, 武汉市政府对内环内的 52 个首先需要改造的城中村项目非常重视。

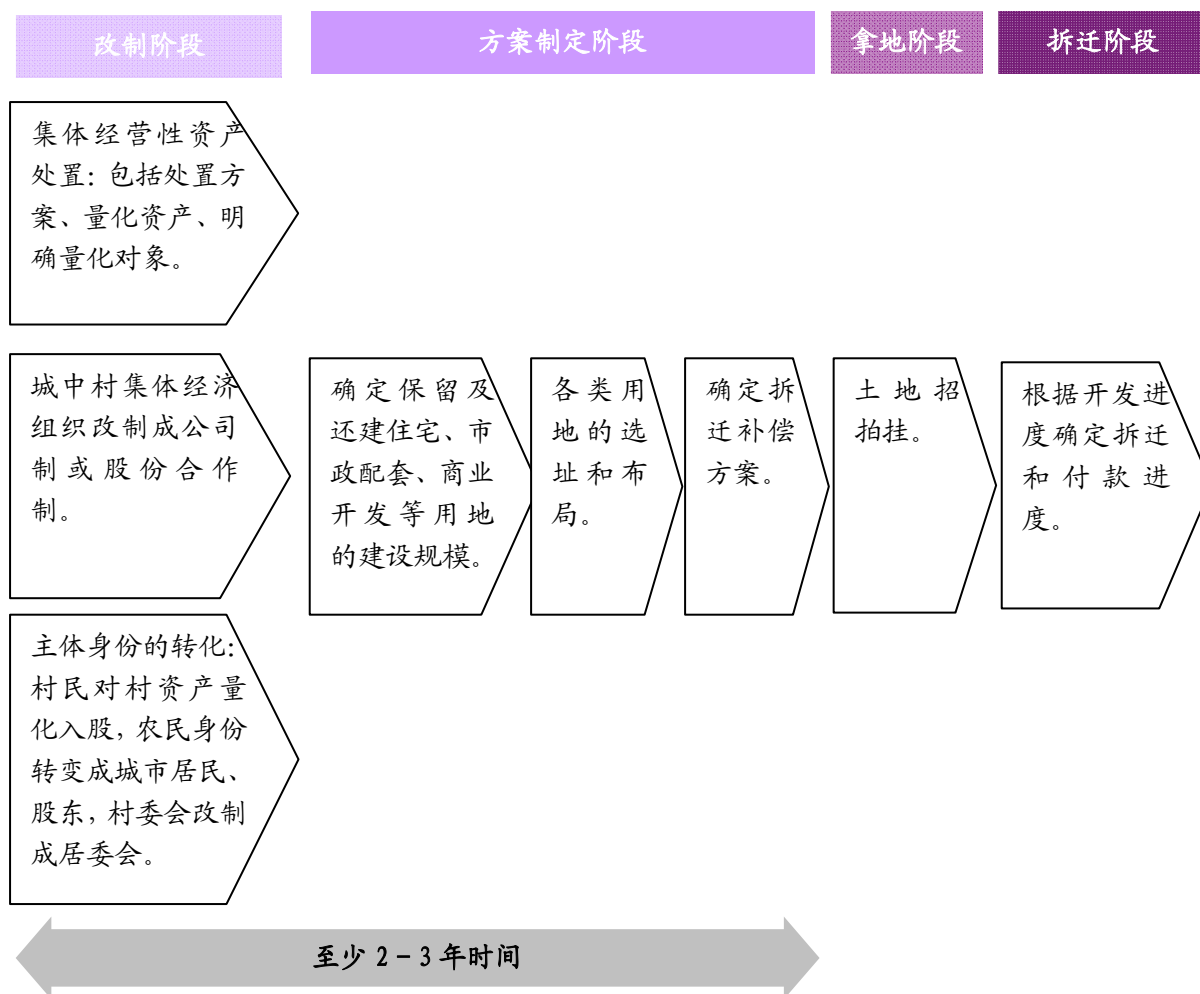
这种拿地模式包括四个阶段(见下图), 第一二阶段工作是改制和制定方案, 主要由村领导班子和政府来主导进行, 这两个阶段是土地出让前的准备阶段, 但也是耗时最长最复杂的阶段, 一般至少需要 2-3 年才能完成。第三四阶段是土地公开招拍挂和拆迁阶段, 拆迁完成后最终形成净地达到开发条件。

福星股份一般从第一阶段就参与进去，通过提前参与城中村改造规划方案的制定，经过 2-3 年的项目跟踪和培育，了解以后拆迁工作的重点和难点，之后再通过招拍挂拿地。

我们认为这种独特的模式形成了公司在拿地上难以模仿的优势，使公司建立起抗周期、抗风险的土地储备池，公司在土地储备上的优势将在较长时间内得以保持。未来公司在武汉的土地获得将会继续采取这种方式，同时，公司也在尝试在省外其他区域复制这种模式，在呼和浩特项目中已取得初步成果，但由于对当地市场后市不甚乐观，公司最后放弃了该项目。

- **能很好地规避在土地市场景气阶段与其他开发商的激烈竞争，有利于控制项目土地成本。**对于本地开发商来说，开发城中村项目需要有足够的品牌知名度、实力和开发经验，而对于全国性的开发商，虽然实力较强，但由于没有前期介入，一般更倾向于拿净地。这一点从 6 月 4 日武汉土地招拍挂的情况充分体现出来，福星取得的三角路地块没有其他开发商来竞争，以底价成交，而相对位置较远的南湖珞狮路壕沟地块则吸引了保利、金地等 3 家公司参与竞拍，最终由金地集团以溢价 10% 竞得。
- **土地款的支付上比较灵活，一般是根据动迁和开发进度来支付土地款，相当于用少量资金锁定了优质土地资源。**公司在这类项目上占压的资金较少，有利于提高资金的周转率。例如，汉阳福星城项目是 07 年 9 月取得的，至今账面仅支付了 10% 的土地款。
- **开发周期弹性空间大，可以根据市场状况灵活调节拆迁开发和销售进度，降低了开发风险，开发和销售上具有更大的弹性。**

图 3：城中村改造拿地模式流程



资料来源：光大证券研究所

4. 成长兼具稳健

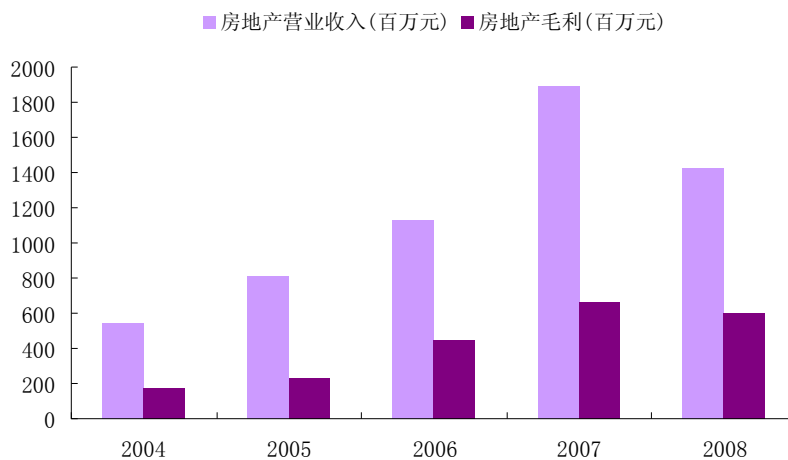
- **土地储备选地原则坚持城市的核心地段或新城中心区。**公司在 07 年房地产热潮高涨时，对土地市场持相对谨慎的态度，取得的洪山区福星国际城、汉阳福星城城中村改造地块，仍属于城市核心地段。

核心地段的项目在市场调整期往往能表现出良好的抗跌和抗风险能力，公司在武昌的水岸星城 07 年公寓成交均价 7331 元/平米，在 08 年市场调整的情况下，公寓的成交均价上升到了 7741 元/平米。虽然汉阳福星城地价较高，楼面地价达到了 3712 元/平米，但由于位置好，邻近的一线江景项目世茂锦绣长江目前售价已达 10000 元，现在看来这个项目的毛利率还是能达到一个合理范围的。

公司在 07 年另辟蹊径，在武汉以外的恩施和咸宁拿地，选择项目的原则仍是坚持核心地段，由于这些城市之前很少品牌开发商进驻，福星进入后成为当地领导企业，并拥有在当地市场的定价权。

- 过去 5 年，房地产业务营业收入和毛利保持了 27% 和 36% 的复合增长率。

图 4：公司过去 5 年房地产业务营收和毛利



资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

- 公司规划未来 3 年达到土地储备 600 万平米。拿地模式将尽量采用城中村改造、一级开发带动二级开发的方式。我们预计 3 年后房地产销售收入有望达到 50 亿元。未来几年营业规模上将可达到 30% 左右的复合增长。

公司在土地储备和经营目标上的 3 年规划是：3 年后土地储备达到 600 万平米，其中环渤海 100 万平米，以武汉为中心的 1+8 城市圈 500 万平米，即总共增加 230 万平米土地储备。

公司正在接洽和培育环渤海的项目，之所以看好环渤海地区，公司认为：北京作为中国政治经济文化体育中心，有大量的高端客户群体，需求大。而天津有港口、滨海新区及环渤海经济圈作为支撑，经济上已表现出强劲的发展势头。

与土地储备相对应的，3 年后房地产业务年销售收入预计可以达到 50 亿元以上。假设以 1 平米 2500 元计算，还需要 57.5 亿元购地资本投入，而目前资产负债率 51.68%，未来 3 年内可能还需要 1-2 次股权融资。

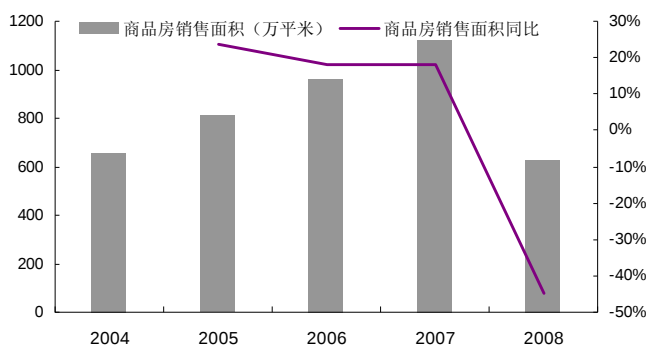
- 另外房地产业务的模式也将逐步改变，发展复合地产模式，增加一部分持有商业物业，增加稳定的现金流。可能会通过收购武汉地区的大型商业物业及持有经营自己开发的商业物业两种方式进行。

5. 武汉房地产市场分析

依托于武汉的区位优势、产业基础及武汉城市圈被国务院批准为国家级综合配套改革试验区，武汉房地产市场有着长期的发展空间。随着一线城市新增优质土地资源日益稀缺、争夺激烈，武汉等这类二线城市越来越受到大型开发商的关注，今年 1-4 月武汉土地市场出现积极信号。武汉市场以本市及省内需求为主，价格上的泡沫较小，但 08 年新增供给偏大，市场仍承受一定压力，本轮回暖力度也不及深圳、上海等一线城市。

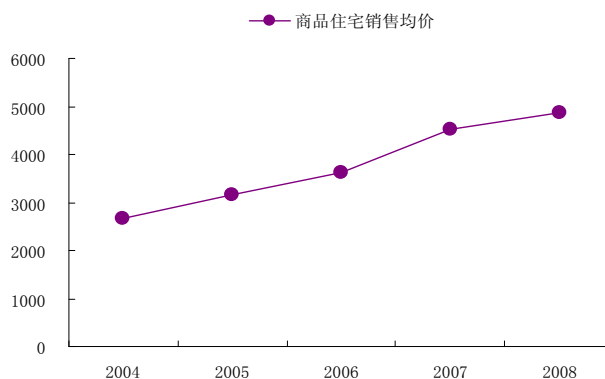
- 武汉过去几年除 08 年外，商品房销售一直保持比较平稳的增长速度，平均年增长幅度在 20% 左右。
- 武汉商品住宅价格泡沫较小。过去几年除了 08 年其他年份涨幅基本在 15-25% 之间，即使在 08 年，销售均价仍有 8% 的上涨幅度。近 2 年武汉住宅成交量中，以本市和湖北省的需求为主，本市需求占 60% 左右，两者合计占比近 90%。

图 5：武汉 04-07 年商品房销售面积平稳增长



资料来源：武汉统计局网站，光大证券研究所

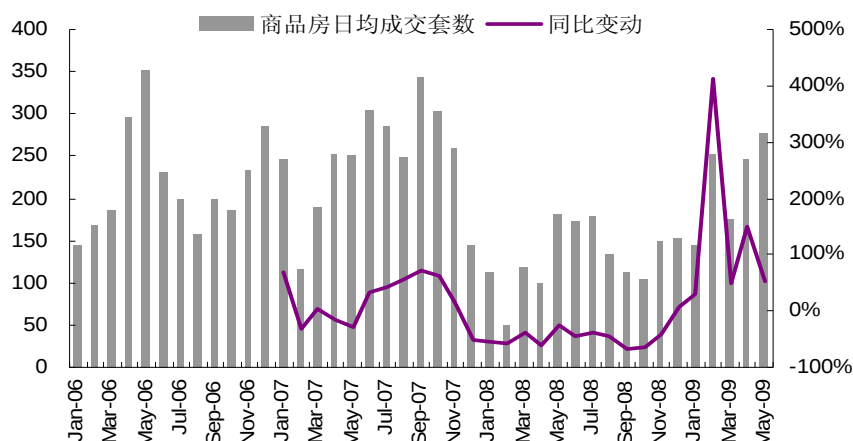
图 6：04-08 年商品住宅销售价格波动小



资料来源：亿房网，光大证券研究所

- 本轮调整武汉市场成交量的变化时点略滞后于深圳、上海等一线城市，回暖力度上也不及其他一线城市，但 09 年起新增供给压力有一定缓和。08 年供给远大于需求，剩余供给给 09 年市场带来消化压力，07 年商品住宅成交 11.28 万套，08 年供应套数激增到 19.61 万套，而 08 年实际只成交了 5.11 万套。从 09 年起，新增供给有所缓和，1-4 月商品住宅合计增加供应量 215.9 万平方米，月均 53.98 万平方米，比 08 年月均新增供应低近 40%。

图 7：武汉商品房日均成交量及同比变动



资料来源：武汉房地局网站，光大证券研究所

- 近几年，武汉始终是全国性的大型开发商关注的重点城市之一，经过 08 年土地市场的寒冬后，从武汉土地市场上传递出的信号比其他大部分一二线城市来得更为积极，一定程度上反映出开发商对武汉市场后市还是较为乐观的。武汉 09 年 1-4 月成交了 98.69 万平米经营性土地，同比 08 年 1-4 月增长了 586%，环比 08 年 9-12 月增长了 41.09%，无论同比还是环比增幅在一二线城市中都名列前茅。
- 武汉计划未来建成长江中游最大的先进制造业基地、交通物流和通讯中心、科教文化中心。依托于产业现状、规划和基础设施建设，武汉的房地产市场也将有长足的发展空间。武汉 03-08 年 GDP 的增幅分别为 12.1%、14.5%、14.7%、14.8%、15.6%、15.1%，03-07 年呈稳步快速增长之势，08 年的金融危机也仅使其下降 0.5 个百分点。武汉目前的优势产业是钢铁、汽车、石化，并规划了光电子等高科技、先进制造业产业。与此同时，区位、物流、劳动力等优势使武汉成为承接沿海地区部分产业转移的重要区域。在基础设施方面，拟将武汉建成全国四大铁路网中心，建设和完善武汉轻轨交通网，打造以武汉为航运中心的内河航运港口体系等。

07 年 12 月，武汉城市圈被国务院批准为国家级综合配套改革试验区。武汉城市圈是指武汉及周边 100 公里范围内的黄石、鄂州、黄冈、孝感、咸宁、仙桃、钱江、天门 8 市。该区域占湖北省 33% 的土地面积和 51.6% 的人口，是湖北省乃至长江中游最大的城市圈，武汉城市圈的规划和发展有利于增强和提升区域整体竞争力，有望增强武汉在城市圈中的龙头和辐射地位。

6.主要项目开发、销售情况

水岸星城:

该项目位于武昌徐东二路2号,南临内环线内最大的自然湖泊—沙湖,自然环境优美,

水岸星城占地面积 36.47 万平米,规划建筑面积 75.65 万平米,楼面地价约 1200 元/平米,于 2004 年开工,预计 09 年可全部竣工,目前销售情况良好。本项目是 09 年销售和结算的重点项目。

项目共分四期开发,一二期剩余约 7000 平米未售。

目前在建的是三期和四期。三期占地 4.27 万平米,规划建筑面积 14.81 万平米,由 4 栋高层组成,2 栋 32 层,2 栋 53 层。32 层的 2 栋楼于 08 年 11 开盘,至今已销售 80% 多。53 层的 1 栋 09 年 4 月开盘,已销售 60% 多。另一栋 53 层的计划 6 月开盘。三期销售均价在 8000 元。三期在 09 年全部可以达到结算条件。

四期占地面积 4.75 万平米,规划建筑面积 8.86 万平米,包括别墅和高层公寓,别墅产品有联排、独栋、电梯花园洋房,分别售价为 1.8 万/平米、1000 万元/栋、1.48 万/平米,高层售价在 8000 元/平米。别墅已销售一半以上,高层则要等 3 期销售完后才开盘。

图 8: 水岸星城实景图



资料来源:实地调研,光大证券研究所

福星国际城:

项目位于武昌徐东大道边,邻近水岸星城,占地面积 15.51 万平米,规划建筑面积 58.97 万平米,其中将规划 40% 的商业面积,公司将自持部分商业。楼面地价 2400 元/平米,整个项目预计总投资 32.43 亿元。

一期正在蓄客,计划在 8-9 月开盘,从我们实地调研情况看,当地购房

对福星品牌比较认可，蓄客情况良好，从2月起至5月底，到访人数已超过万组。

根据项目位置和定位，估计一期公寓的售价在7000元/平米，底商15000元/平米，二楼以上商业10000元/平米。

图 9：福星国际城实景图



资料来源：实地调研，光大证券研究所

金属制品业务——厚积薄发

福星股份的金属制品业务经过20多年发展，已开发80多个品种、1000多个规格，拥有1000多家稳定客户。公司质量管理通过ISO、欧盟CE、英国劳氏般级社认证。有本科以上学历研发人员291人，并建立起了博士后流动站，05年被科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。

1.应用于汽车、电网、工程等先导行业

福星股份金属制品业务主要产品如下表所示，下游应用主要是汽车、电力电网、通讯网络、建筑工程，多数是经济周期的先导行业，在周期底部开始复苏阶段，需求和盈利都会先于其他行业开始回升。

表 8：公司主要产品系列和用途

产品系列	产品	用途
钢帘线系列	子午轮胎钢帘线产品	子午轮胎
钢绞线系列	镀锌钢绞线	用于吊架、悬挂、通讯电缆、架空电力线及固定物件、拴系。
	无粘结钢绞线	无粘结预应力砼结构
	预应力混凝土用钢绞线	预应力混凝土结构、岩土锚固
钢丝系列	光面钢丝系列产品	机械及非机械用圆形截面碳素弹簧钢丝
	镀锌钢丝系列产品	架空绞线和架空电力线路
	胎圈用钢丝	汽车、拖拉机、飞机及其他运输车辆轮胎胎圈中钢丝束用
钢丝绳系列	航空用钢丝绳	航空、重要机械、仪器

资料来源：公司网站，光大证券研究所

2.钢帘线业务是未来重要增长点

■ 钢帘线的市场空间巨大。

钢帘线用于子午线轮胎的骨架层、钢丝带束层、胎侧增强层等部位，应用钢帘线的子午线轮胎具有寿命长、速度快、耐穿刺、弹性好、节省燃料等多项优点。

轮胎用钢帘线的需求主要来自汽车新增量及存量汽车轮胎更新两方面的需求。

预计我国汽车产量 2010 年将超过 1000 万辆，新轮胎需求预计将达到 1 亿条左右，其中轿车轮胎需求约 5000 万条。全球存量汽车的轮胎更新需求一般占到轮胎销量的 2/3，我国 08 年底汽车保有量已经达到 6467 万辆，预计 2010 年我国替换轮胎的年需求至少在 2 亿条以上，因此，轮胎总需求量将超过 3 亿条。另外，子午化率是我国轮胎业发展的大趋势，原十一五规划中制定的到 2010 年轮胎子午化率达到 70% 的目标已在 07 年达到，2010 年轮胎子午化率有望达到 85%。按 85% 比例计算，届时子午化轮胎的需求量将达到 2.55 亿条，相应需要的钢帘线将达到 90 万吨，比现在年产量 60 万吨还有 50% 的增长空间，09-10 年需求复合增长约 20%。

■ 预计钢绞线市场未来 3 年 10% 以内增长。

当前，中国的电力投资正从电站设备向电网设备投资倾斜，两大电网公司计划加大未来两年投资额，总额接近 1 万亿。而 06 和 07 年国家电网投资分别为 1893 亿元和 2254 亿元，也就是说每年将新增 1000 亿元的投资。

与电网建设配套的电力电缆行业 08 年的产量同比增长 39%，受国家加速电网投资计划的提振，电力电缆行业今后 3 年将能保持 20% 以上的增长，作为电力电缆的配套，预计镀锌钢绞线的市场规模年增长也可以达到 10

-15%以上。

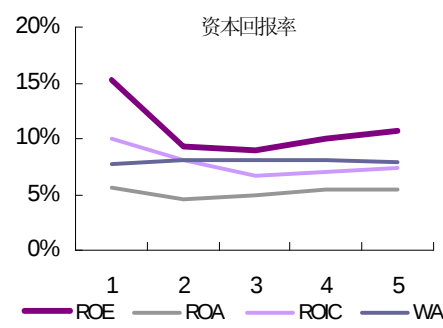
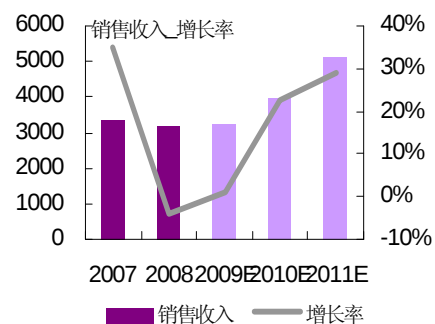
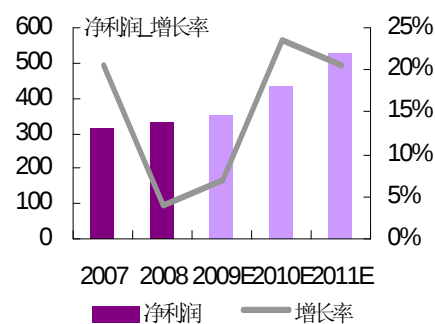
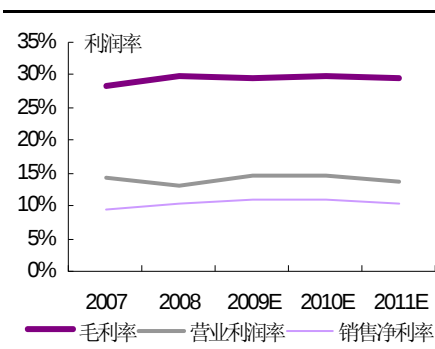
由于目前钢绞线产能略大于需求，因此，随着需求的增长，产量也将随之小幅增长，增幅预计在10%以内。

■ 09年受益汽车市场以及固定资产投资回暖，金属制品业务稳中有升。

公司目前具备年产各种金属丝、绳产品23万吨的能力，其中，子午轮胎钢帘线6万吨，钢丝4万吨，钢绞线8万吨，钢丝绳5万吨。其中，钢帘线计划3年增加5万吨产能，09年将新增1万吨产能。

预计09年主要产品产能利用率都超过90%，钢帘线销量6-7万吨，单价10000-15000元，钢绞线产销量8万吨，由于产能不足，另有部分外包，单价5500-6000元。钢丝绳3.5万吨。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,338	3,201	3,230	3,953	5,399
营业成本	2,390	2,248	2,274	2,778	3,876
EBITDA	582	525	573	689	889
折旧和摊销	8	12	15	17	25
销售费用	148	182	178	217	280
管理费用	75	95	96	117	151
财务费用	95	105	94	95	172
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-10	-4	0	0	0
营业利润	480	422	471	582	702
利润总额	317	330	471	582	719
少数股东损益	13	0	0	0	0
归属母公司净利润	317.49	330.37	353.01	436.29	539.61

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	5,866	7,216	7,245	8,136	9,619
流动资产	3,867	5,485	5,678	6,580	8,078
货币资金	447	1,001	1,280	1,158	1,019
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	398	414	420	514	662
应收票据	121	116	3	4	5
其他应收款	111	74	77	149	263
存货	1,896	3,390	3,411	4,168	5,379
可供出售投资	0	50	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	303	24	24	24	24
固定资产	1,266	1,175	1,254	1,308	1,343
无形资产	26	26	24	23	22
总负债	3,704	3,630	3,456	3,910	4,867
无息负债	1,117	1,337	1,251	1,505	1,899
有息负债	2,587	2,294	2,205	2,405	2,967
股东权益	2,162	3,586	3,939	4,376	4,902
股本	525	705	705	705	705
公积金	739	1,805	1,870	1,949	2,082
未分配利润	930	1,119	1,419	1,789	2,236
少数股东权益	58	10	10	10	11

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	29	19	462	-227	-529
净利润	317	330	353	436	526
折旧摊销	8	12	15	17	25
净营运资金增加	191	1,737	567	649	1,390
其他	-488	-2,060	-473	-1,329	-2,470
投资活动产生现金流	-598	-253	0	0	0
净资本支出	-276	101	200	200	300
长期投资变化	0	24	0	0	0
其他资产变化	-321	-378	-200	-200	-300
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	260	180	0	0	0
债务净变化	733	-293	-89	200	563
其它长期负债变化	-1,767	220	-85	254	394
净现金流	-48	477	279	-122	-139

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	35.03%	-4.08%	0.88%	22.39%	28.89%
净利润增长率	20.43%	4.06%	6.85%	23.59%	20.54%
EBITDA 增长率	30.57%	-9.86%	9.22%	20.18%	28.94%
EBIT 增长率	30.80%	-9.86%	7.64%	19.80%	29.04%
EPS 增长率	-39.18%	-22.50%	6.85%	23.59%	20.54%
估值指标					
PE	15	20	19	15	13
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	12	15	13	11	9
EV/EBIT	12	15	13	11	10
EV/NAPLAT	13	16	17	15	13
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	29.77%	29.58%	29.71%	29.61%
EBITDA 率	17.45%	16.40%	17.76%	17.44%	17.44%
EBIT 率	17.45%	16.40%	17.50%	17.13%	17.15%
税前净利润率	14.62%	13.12%	14.58%	14.73%	13.77%
税后净利润率	9.51%	10.32%	10.93%	11.04%	10.32%
ROA	5.63%	4.58%	4.87%	5.37%	5.47%
ROE	15.27%	9.22%	8.97%	9.98%	10.73%
ROIC	14.73%	10.29%	9.00%	9.29%	9.79%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.93	0.32	0.20	0.26	0.37
资产负债率	63.14%	50.31%	46.73%	47.19%	49.82%
流动比率	2.07	3.14	4.14	4.05	3.39
速动比率	1.06	1.20	1.65	1.49	1.13
每股指标					
EPS	0.60	0.47	0.50	0.62	0.75
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	0.03	0.66	-0.32	-0.75
每股净资产	4.12	5.08	5.59	6.20	6.95
每股销售收入	6.35	4.54	4.58	5.60	7.22
每股 EBITDA	1.11	0.74	0.81	0.98	1.26

资料来源：光大证券、上市公司

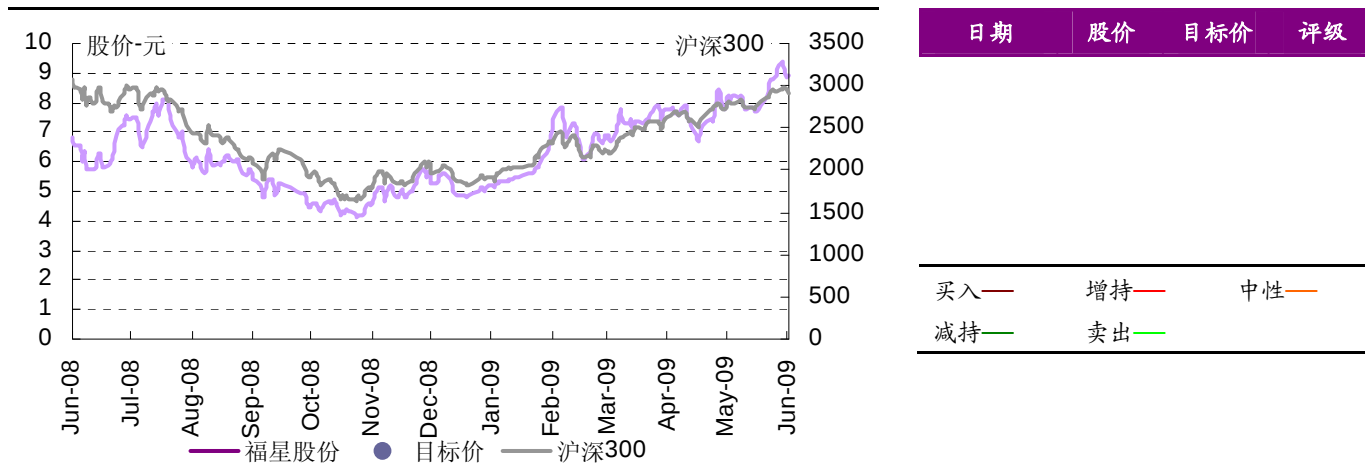
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

福星股份（000926）

分析师：翁非玉



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。