

动态报告

房地产

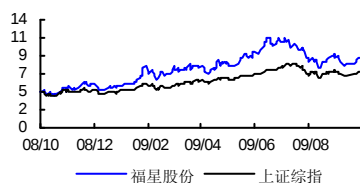
房地产开发

福星股份(000926)
推荐

09 年三季报点评

(维持评级)

2009 年 10 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	8.88
总股本/流通 A 股(百万股)	705.23/523.83
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	6,262.42/4,651.60
上证综指/深圳成指	2,976.63/12,033.37
12 个月最高/最低(元)	11.32/4.10

财务数据

净资产值(百万元)	3,842.68
每股净资产(元)	5.45
市净率	1.63
资产负债率	51.14%
息率	1.13%

相关研究报告:

《福星股份中报点评:业绩略超预期,估值相对低廉》——2009-7-21

《福星股份:联合调研暨投资者交流会纪要》——2008-7-18

《武汉龙头,价值严重低估》——2008-7-3

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130833-1853

E-mail: ourm@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

更新报告

双龙头业绩向好,价值低估

●前三季净利润同比下降 7.7%,但第 3 季明显向好

公司前三季共实现实现净利润 2.7 亿元,同比下降 7.7%;每股收益 0.38 元,符合预期。净利润下降,我们分析主要原因是受上半年净利润下降 38%拖累:上半年结算的房地产项目大部分是在去年实现销售,毛利率有所下降。由于今年房地产销售势头良好,公司释放业绩动力逐渐增强,第 3 季公司确认销售收入大幅增加,导致单季净利润同比大增 102%,达到 1.26 亿元。

●财务稳健,短期资金压力较小

公司期末扣除预收款的资产负债率为 44%,居安全水平,货币资金 5.9 亿元,远高于短期借款与一年内到期的非流动负债之和 2.2 亿元。房地产销售受益于当地楼市强劲回暖,期末预收款项比 08 年末增长了 145%,同比增长 650%,达到 5.63 亿元,但仅占我们 09 年收入预测值的 15%,业绩锁定性偏弱。

●双龙头估值优势突出,维持“推荐”评级

公司业务线是房地产为主、金属制品业务为辅的“双轮驱动”模式,在武汉楼市和金属制品部分产品上具龙头地位: **房地产** 目前盈利贡献已达到 80%,控股子公司福星惠誉是武汉最大的房地产公司,目前二级开发项目储备 8 个、权益未结算土地储备 288 万平米,其中武汉项目有 5 个 153 万平米,全部位于中心城区优越地段,拿地模式主要是通过城中村改造、一二级联动开发获得,具有成本可控、现金流占用少、开发周期弹性大的优点,我们预计公司凭此优势有望在不久的将来在武汉中心城区的优质土地储备再扩大一倍; **金属制品业** 是公司传统主业,已具备年产各种金属丝、绳 23 万吨的能力,有明显的品牌、规模、技术、质量和市场优势,核心产品子午轮胎钢帘线产能 6 万吨,预计 2010 年能达到 10 万吨,居行业前列,公司金属制品业务的下游应用主要是汽车等经济周期先导行业,在周期底部开始复苏阶段,需求和盈利往往先于其他行业回升,受益于汽车市场以及固定资产投资回暖,预计公司这块业务未来将稳中有升。我们预计公司 09-11 年业绩将保持稳健增长, EPS 分别为 0.50 元 (18x)、0.70 元 (13x)、0.95 元 (9x), RNAV9.8 元,估值较低,维持“推荐”评级。

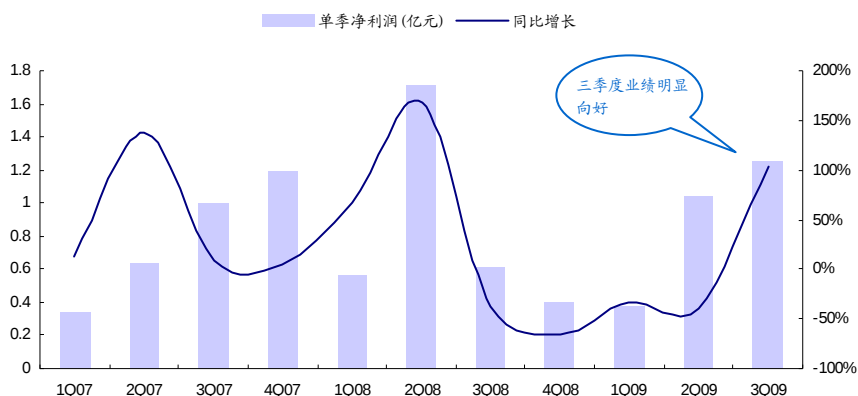
盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,337.61	3,201.43	3,682	4,308	5,384
(+/-%)	35.03%	-4.08%	15.0%	17.0%	25.0%
净利润(百万元)	317.49	330.37	354	491	670
(+/-%)	20.43%	4.06%	7.2%	38.6%	36.6%
每股收益(元)	0.45	0.47	0.50	0.70	0.95
EBIT Margin		16.13%	15.0%	16.7%	17.8%
净资产收益率(ROE)	15.08%	9.24%	9.6%	12.6%	16.2%
市盈率(PE)		18.96	17.7	12.8	9.3
EV/EBITDA		13.27	14.5	11.7	9.5
市净率(PB)		1.75	1.69	1.61	1.52

前三季净利润同比下降 8%，但第 3 季明显向好

公司前三季共实现净利润2.7亿元，同比下降7.7%；每股收益0.38元，符合预期。净利润下降，我们分析主要原因是受上半年净利润下降38%拖累：上半年结算的房地产项目大部分是在去年实现销售，毛利率有所下降。由于今年房地产销售势头良好，公司释放业绩动力逐渐增强，第3季公司确认销售收入大幅增加，导致单季净利润同比大增102%，达到1.26亿元。

图 1：福星股份 07 年以来单季度净利润及同比增长率



资料来源：WIND

财务稳健，短期资金压力不大

公司期末扣除预收款的资产负债率为44%，处于相对安全水平，货币资金5.9亿元，远高于短期借款与一年内到期的非流动负债之和2.2亿元。房地产销售受益于当地楼市强劲回暖，期末预收款项比08年末增长了145%，同比增长650%，达到5.63亿元，但仅占我们09年收入预测值的15%，业绩锁定性偏弱。

“双轮”驱动，竞争优势突出

公司业务线是房地产为主、金属制品业务为辅的“双轮驱动”模式，在武汉楼市和金属制品部分产品上具有龙头地位。

房地产业务

公司房地产目前盈利贡献已达到 80%，控股子公司福星惠誉是武汉最大的房地产公司，目前二级开发项目储备 8 个、权益未结算土地储备 288 万平方米，其中武汉项目有 5 个 153 万平方米，位于区域中心城市——武汉市核心

位置的储备土地占比较高（表 1 灰色部分）。

表1：福星股份现有二级开发项目储备

项目	权益	占地面积(万平米)	建筑面积(万平米)	权益可售建筑面积(万平米)
武汉.汉口春天	100%	14.18	25.70	5.34
武汉.水岸星城	100%	36.35	65.00	20.00
孝感.福星城	100%	17.95	36.91	36.91
咸宁.福星城	100%	29.32	73.30	73.30
武汉.福星国际城	100%	15.51	58.97	58.97
恩施.福星城	100%	8.30	25.90	24.40
武汉.汉阳福星城	100%	11.45	33.00	33.00
武汉三角路村	100%	8.30	35.89	35.89
合计		141.35	354.67	287.81

资料来源：国信证券经济研究所调研

另外，公司于 2009 年 9 月 15 日，公司下属子公司盛世新业以中标价 9.65 亿元获得了通州区砖厂村地块土地一级开发项目。该项目位于北京市通州区梨园镇砖厂村，总用地面积为 586 亩，其中收益建设用地面积 284.1 亩，计划于 2009 年 9 月开始进行开发，2011 年 8 月底完成土地入市交易工作。项目投资回报额为土地一级开发总成本的 8%，约 6000 多万元(为扣除投资总成本的 65%所产生的融资成本以后的净收益)。

我们认为，公司未来能保持经营持续增长将源于以下几个方面：

首先，优质土地储备在短期内的快速增加。公司总计权益土地储备 288 万平米，其中在武汉有 5 个项目储备（图 2），共计 153 万平米，全部位于中心城区，地理位置优越。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 万平米，规划建筑面积 35.89 万平米。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。预期在不久的将来，公司还可以拿到规划建筑面积为 86 万平米的剩余土地包。届时，公司的土地储备将大幅增加至 374 万平米，位于武汉中心城区的优质土地储备将达到 237 万平米，比三角路项目取得前扩大近一倍。

其次，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。公司 09 年起的重点销售项目福星国际城有 40% 的商业，售价远高于住宅，维持结算的高毛利是完全可能的。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。总的来看，公司在武汉市区项目即使今后几年每年销售 40 万平米，也可开发 3 年多，能维持房地产业务的毛利在较高水平。

另外，独特拿地模式配合审慎选址原则。公司现有的几个主要项目都是通过城中村改造这种模式获得的。我们认为这种独特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，使公司建立起抗周期、抗风险的土地储备池，而且这种优势将在较长时间内得以保持。在具备较高成长性的同时，公司始终保持相对谨慎的态度，土地储备选地原则坚持城市的核心地段或新城中心区。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。

图 2：福星股份在武汉的项目位置图



资料来源：国信证券经济研究所

金属制品业务

公司于 09 年 9 月 1 日发布公告称：为适应市场需求并充分利用公司现有资源，进一步调整公司产品结构，提高产品的科技含量，公司拟自筹资金 35,956 万元建设新增年产 3 万吨子午轮胎用钢丝帘线技改项目。项目建设期 2 年，达产期 3 年，预计投产时间为 2011 年，达产时间为 2012 年。截止本报告期末已完成投资 1.16 亿元。目前该项目正在进行厂房建设，部份设备已预订。

公司金属制品业务已有 20 多年的技术积累，目前具备年产各种金属丝、绳产品 23 万吨的能力，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，需求和盈利往往先于其他行业回升。今年受益于汽车市场以及固定资产投资回暖，公司金属制品业务预计将稳中有升。其中，子午轮胎钢帘线 6 万吨，预计 2010 年将达到 10 万吨，我们认为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。

未来成长性较好，估值优势明显，维持“推荐”

评级

我们预计公司09年和2010年房地产业务可分别贡献EPS0.35元和0.51元，金属业务可分别贡献EPS0.15元和0.19元，09年和2010年合计EPS分别为0.50元和0.70元，2011年EPS为0.95元，对应PE分别为17.7倍、12.8倍和9.3倍，估值较低。每股NAV估值为9.8元，当前股价折让10%，安全边际较高。基于公司在武汉房地产市场的龙头地位，特别是在土地储备获得上的独特优势，以及公司金属业务主要产品钢帘线在细分市场的龙头地位，我们维持对其“推荐”的评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1001	1768	2474	1853	营业收入	3201	3682	4308	5384
应收款项	605	707	827	1034	营业成本	2248	2715	3081	3825
存货净额	3390	4088	3561	4452	营业税金及附加	120	134	156	195
其他流动资产	490	643	752	940	销售费用	182	192	225	281
流动资产合计	5485	7205	7614	8278	管理费用	95	87	127	127
固定资产	1520	66	43	35	财务费用	105	82	63	62
无形资产及其他	26	25	24	23	投资收益	(4)	0	0	0
投资性房地产	161	161	161	161	资产减值及公允价值变动	(26)	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7216	7480	7865	8521	营业利润	422	472	655	894
短期借款及交易性金融负债	419	419	419	419	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	780	886	1007	1259	利润总额	420	472	655	894
其他流动负债	547	575	660	819	所得税费用	89	118	164	224
流动负债合计	1745	1880	2085	2496	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1875	1875	1875	1875	归属于母公司净利润	330	354	491	670
其他长期负债	10	10	10	10					
长期负债合计	1885	1885	1885	1885	现金流量表（百万元）				
负债合计	3630	3765	3971	4382		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	10	10	10	10	净利润	330	354	491	670
股东权益	3576	3705	3884	4129	资产减值准备	22	1472	20	(7)
负债和股东权益总计	7216	7480	7865	8521	折旧摊销	119	135	156	167
					公允价值变动损失	26	0	0	0
					财务费用	105	82	63	62
					营运资本变动	(685)	654	523	(882)
					其它	(22)	(1472)	(19)	7
					经营活动现金流	(210)	1143	1169	(45)
					资本开支	(264)	(151)	(151)	(151)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	15	(151)	(151)	(151)
					权益性融资	1223	0	0	0
					负债净变化	54	0	0	0
					支付股利、利息	(226)	(225)	(312)	(426)
					其它融资现金流	(129)	0	0	0
					融资活动现金流	748	(225)	(312)	(426)
					现金净变动	553	767	706	(622)
					货币资金的期初余额	447	1001	1768	2474
					货币资金的期末余额	1001	1768	2474	1853
					企业自由现金流	(393)	1054	1066	(150)
					权益自由现金流	(468)	992	1018	(196)

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				