

2010 年 01 月 19 日

房地产行业

福星股份 (000926) 调研报告

评级: 买入

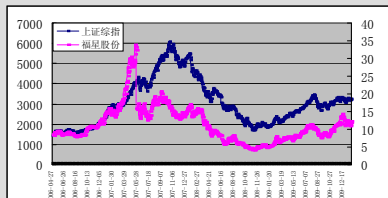
房地产行业研究员

邱晨翥

010-88086830-695

qiusy@rxzq.com.cn

福星股份与上证指数走势对比图



城中村改造助推区域龙头

投资要点

- 武汉市场 09 年成交面积同比增长 61%，但新增供给严重不足，由于 09 年新增开工面积主要在 10 月份有明显增长，因此供给不足的现象将会持续到 10 年底。
- 武汉市政府 2009 年 36 号文件要求，2011 年底要基本完成二环线内 56 个城中村综合改造任务。福星股份作为当地的区域龙头地产开发公司，成为城中村改造的最大收益者，截至 09 年底，在已公告的 20 个村项目改造中获得了 5 个，估计可实现新增土地储备近 500 万平米。
- 公司的高利润项目福星国际城一期在 10 年结算，预计可实现净利润 4 亿元左右。
- 预计 09 年 10 年 EPS 分别为 0.53 元及 0.75 元，对应 PE 分别为 23 倍与 16.5 倍。截至 09 年底，公司已获得土地储备达 617.5 万平米，每股 RNAV 估值达 15.59 元，以 12.38 元计算，当前每股 RNAV 折价率达 20%，考虑到近两年内土地储备还将快速增加并导致每股 RNAV 估值的上涨，在股价不变的情况下，当前的折价率还会持续增长。在目前土地储备快速扩增阶段，公司的估值优势明显，给与“买入”评级。
- 风险提示：公司在城中村改造拆迁过程中，总体投入庞大，即使可以滚动支付改造款，但在改造项目不断增加的情况下，扩张背后的资金压力不可忽视。此外，在城中村改造后，预计公司 70% 以上的土地都集中在武汉市，这将使公司面临较大的区域性市场风险。

一、武汉房地产市场概况

1、市场供应不足现象明显

09 年武汉商品房成交面积达 1100 万平方米，同比增长 61%，同期新增供给只有 568 万平方米，同比减少 41%。虽然在 08 年成交大幅萎缩下，出现部分剩余供给，但 09 年的旺盛需求不仅将其全部消化，而且出现比较明显的供给短缺现象。

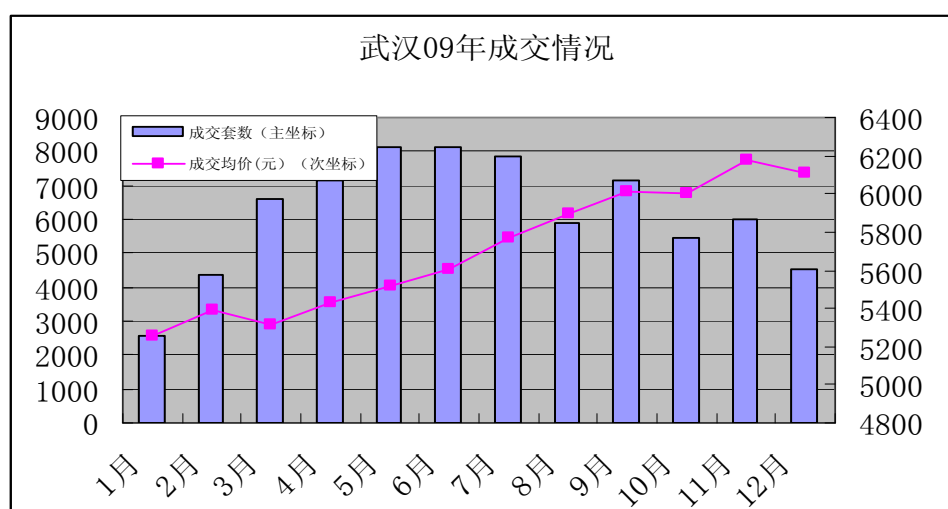
从市场成交均价上看，09 年同 08 年相比涨幅不大，但是 09 年末的成交均价同年初相比涨幅却已接近 1 倍以上，其中房价整体上涨中又凸显了结构性上涨对房价的带动性，高端项目与优势地点项目的涨幅成为主要原因。截止 09 年底，三环外项目成交均价略低于 07 年水平，内环项目均价已超过 07 年最高水平。

武汉 09 年 10 月新增开工面积出现大幅增长，该新增供应将在 10 年三季度后进入市场，预计 10 年全年供应大约在 800 万平方米左右，略高于 09 年水平，但从全年看上半年还将处于供应不足，该现象在下半年或至年底会有所改善。

在需求方面，目前武汉购房主体还处于二元为主阶段，首次购房及改善性购房占成交总需求的 80%以上，整体处于健康发展期。基于需求结构的组成，预计二套房利率的调整将会对武汉房地产市场产生较大影响。

近三年武汉房地产供求情况			
	2007 年	2008 年	2009 年
成交面积（万平方米）	1,069	683	1,100
成交套数（套）	89,848	41,569	115,300
成交均价（元/平方米）	4,685	5,463	5,714
供给面积（万平方米）	1,100	960	568

数据来源：日信证券



数据来源：日信证券

2、城中村改造

在城市化进程中，由于城市的快速扩张，造成原城市边缘村落居住区被包围在现有城市规划区内，其耕地已基本大部分被征用，因此出现村民在自有宅基地上私建住房并出租获取租金的普遍现象。在廉价租金的推动下，外来务工人员将其作为主要的落脚点，这也导致了社会治安、消防隐患、环境脏乱、违章建筑等问题。随着城市化进程的加快，城中村已经成为制约城市化发展和提高城市品位的制约瓶颈。

武汉市需要改造的城中村达 116 个，其中二环内 56 个村，二环外 60 个村。根据武汉市政府 2009 年 36 号文件要求，2011 年底基本完成二环线内 56 个城中村综合改造任务，在目标时限内，全面完成 56 个村的集体经济组织改制、户口改登、撤销村民委员会组建社区居民委员会、参加社会养老保障等工作。完成 56 个村的改造建设规划方案的编制、审批和改造用地报批手续；完成 56 个村的改造用地挂牌出让的前期工作；基本完成 56 个村的拆迁。同时，积极推动二环线外涉及重大建设项目并基本具备条件的城中村改造工作。

城区	56 个城中村
江岸区	竹叶山、新荣、胜华、二七、中胜、花桥、连城、黄浦、红桥、永红
江汉区	航侧、贺家墩、鲇子湖、唐家墩、姑嫂树
硚口区	汉西、罗家墩、长青
汉阳区	十里铺、前进、五里墩、汉桥、铁桥、龙阳、汉城、陶家岭、邓甲、渔业、鹦鹉、向阳、红卫、江堤、丰收、汉江
武昌区	沙湖、紫阳
洪山区	团结、徐东、洪山、井冈山、柴林头、三角路、余家头、和平、铁机、向阳、余家湖、北港、姚家岭、红旗、东亭、南湖、烽火、光霞、幸福
东湖风景区	东湖

数据来源：日信证券

在城中村改造中，武汉市将全市“城中村”分为三类：A 类村为人均农用地小于或等于 0.1 亩的村；B 类村为人均农用地大于 0.1、小于或等于 0.5 亩的村；C 类村为人均农用地大于 0.5 亩的村。在具体实施上：A 类村由改制后的村经济实体自行改造；B 类村以项目开发的方式改造，原则上将土地划分为四种类型：一是保留住宅用地及建设新区的还建用地，二是开发用地，三是解决原村民劳动就业的产业用地，四是储备用地；C 类村以统征储备的方式实施改造。

武汉借鉴了其他城市“城中村”改造的经验，实行市场主导建设，政府不直接介入改造，通过统一规划，制定优惠政策，鼓励社会力量参与“城中村”改造，但参与改造企业必须经改造项目所在村的集体经济组织同意。改造后，摘牌企业将获得开发用地的土地使用权，并按照规划将其建成商品房投放到市场上，还建用地将主要作为还迁村民居住用地，而储备用地将被土地中心收储留待未来招拍挂。

3、城中村改造对房地产市场的影响

- 市区内土地供应将主要由城中村改造而来，招拍挂成为形式，只有前期获得改造村组织同意参与村项目改造的房地产企业才可最终拍得出让土地。09 年武汉市土地供应在 1000 万平方米左右并且大部分以底价成交，其主要原因为城中村改造土地出让只有一家企业参与拍卖。
- 产权调换与货币补偿相结合的补偿安置方式，造就了村民不但获得房产补偿而且单家庭的平均现金补偿接近百万，这也为武汉市的房地产市场增加了实际新增需求，预计 56 个村可产生 2000 万平方米的新增需求，其中包括保障用房与二手房等。
- 鉴于 56 个村将在 2011 年完成改造，以两年作为拆迁改造周期，预计两年后二环内将出现改造后大量新增供给，这会对两年后武汉房价产生压力。

二、福星股份

福星股份的投资亮点主要集中在两方面：在城中村改造过程中，作为当地的区域龙头地产开发公司，其成为收益最大的房地产开发公司。截至 09 年底，在已公告的 20 个村项目改造中获得了 5 个，估计可实现新增土地储备近 500 万平米；另外公司的高利润项目福星国际城一期在 10 年结算，预计可实现净利润 4 亿元左右。

1、城中村改造的主要受益者

城中村改造项目在实际操作中，前期必须要同村集体进行密切沟通并达成一致才可参与其改造，这使得地方性房地产公司获得了充分发挥空间。由于前期谈判中存在很多非市场因素影响，这就造成全国性的大型房地产公司如万科、保利、金地等不能完全参与其中，因此福星公司作为区域性龙头房地产开发公司在城中村改造中获得了可观收益。

截至 09 年底武汉市实现了近 20 个村的改造，其余 36 各村预计将在 10 年、11 年完成。在 09 年 20 个城中村改造项目中福星股份公司获得了其中的 5 个（包括：三角路村、红霞村、和平村、红桥村以及贺家墩村），已获得招牌挂土地 372 万平米，总投资达 89.9 亿元，平均楼面价 2311 元。此外，预计三角路村 B 地块以及贺家墩村 A 地块也将成为公司的改造项目，因此在现有获得的 5 个村改造项目中，公司预计可以获得近 500 万平米的新增土地储备，是城中村改造前土地储备的 2 倍。

根据政府要求，10 年及 11 年还将有 36 个村需要完成改造，预计福星公司在这两年内还将获得改造项目，这将使公司在两年内土地储备达到持续爆发性增长，进而快速提升公司 RNAV 估值。

虽然公司近期在土地储备上获得了快速增长，但值得注意的是，在村改造拆迁过程中，总体投入庞大，即使可以滚动支付改造款，但在改造项目不断增加的情况下，对于 08 年销售收入只有 32 亿，净利润 3.3 亿的经营背景下，扩张背后的资金压力不可忽视。此外，在城中村改造后，预计公司 70% 以上的土地都位于武汉市，这将使公司面临较大的区域性市场风险。

已签署城中村改造项目						
改造项目	时间	成本 (亿元)	开发用地面积 (亩)	容积率	建筑面积 (万平方米)	楼面价 (元/平米)
三角路 A 地块	2009 年 6 月 4 日	10.26	125	4.8	35.89	2858.7
红霞村	2009 年 11 月 3 日	4.72	349	2	46.3	1019.4
和平村	2009 年 12 月 1 日	25.2	550.4	3.3	120.0	2100.0
红桥村	2009 年 12 月 14 日	35.4	415.0	4.0	110.6	3200.0
贺家墩村 B 地块	2009 年 12 月 20 日	14.2	198.7	4.5	59.6	2381.0
合计		89.8	1638.1		372.5	2311.8

数据来源：日信证券

城中村改造前土地储备		
项目名称	建筑面积 (万平方米)	销售价 (元/平米)
福星国际城	59.0	11000
水岸星城三期	13.0	7200
水岸星城四期	6.9	12000
孝感福星城	35.6	3600
恩施福星城	24.4	4000
咸宁福星城	73.3	2600
汉阳福星城	32.9	
合计	245.0	

数据来源：日信证券

2、10 年高利润项目进入结算期

2010 年公司高利润项目福星国际城一期开始结算，截至目前商业部分已全部销售；住宅部分由 7 栋楼组成，其中 5 栋已售，其余两栋在售；小户型公寓还未销售。该项目预计 2010 年可以全部结算入主，在 10 年可贡献销售收入近 18 亿元，实现净利润约 4 亿元。

福星国际城一期					
	建筑面积 (万平方米)	售价 (元/平米)	销售金额 (万)	销售进度	入住期
商业	3	22,000	66,000	已售罄	2010 年 6 月
公寓	2	10,500	21,000	未售	2010 年底
住宅	11	8,500	93,500	80%已售	2010 年底

数据来源：日信证券

3、公司估值

预计公司 09 年 10 年 EPS 分别为 0.53 元及 0.75 元，对应 PE 分别为 23 倍与 16.5 倍。截至 09 年底，公司已获得土地储备达 617.5 万平米，每股 RNAV 估值达 15.59 元，以 12.38 元计算，当前每股 RNAV 折价率约 20%，考虑到近两年内土地储备还将快速增加并导致每股 RNAV 估值的上涨，在股价不变的情况下，当前的折价率还会持续增长。因此在目前快速扩张期间，公司的估值优势明显，给予“买入”评级。

公司利润表预测：

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入(千元)	3,337,607.77	3,201,425.89	3,900,000	4,700,000
营业收入(千元)	3,337,607.77	3,201,425.89	3,900,000	4,700,000
二、营业总成本(千元)	2,847,771.22	2,775,624.84	3,394,416	3,977,903
营业成本(千元)	2,389,966.56	2,248,319.13	2,787,916	3,206,103
营业税金及附加(千元)	136,605.35	120,072.68	156,000	188,000
销售费用(千元)	148,002.53	181,736.13	195,000	258,500
管理费用(千元)	75,034.85	94,618.27	97,500	117,500
财务费用(千元)	94,628.19	105,135.53	156,000	206,800
资产减值损失(千元)	3,533.74	25,743.12	2,000	1,000
三、其他经营收益(千元)	0.00	0.00		
四、营业利润(千元)	479,789.48	422,054.30	505,584	722,097
加：营业外收入(千元)	25,636.77	4,434.63	-	-
减：营业外支出(千元)	17,574.36	6,555.51	-	-
其中：非流动资产处置净损失(千元)	0.00	0.00	-	-
加：利润总额差额(特殊报表科目)(千元)	0.00	0.00	-	-
利润总额差额(合计平衡项目)(千元)	0.00	0.00	-	-
五、利润总额(千元)	487,851.88	419,933.42	505,584	722,097
减：所得税(千元)	157,701.81	89,374.32	126,396	187,745
六、净利润(千元)	330,150.07	330,559.10	379,188	534,352
减：少数股东损益(千元)	12,660.81	189.95		
归属于母公司所有者的净利润(千元)	317,489.26	330,369.14	379,188	534,352
七、每股收益：	0.00	0.00		
(一) 基本每股收益(元)	0.60	0.55	0.53	0.75
(二) 稀释每股收益(元)	0.60	0.55	0.53	0.75

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。