

强烈推荐-A (首次)

福星股份 000926.SZ

目标估值: 10.5 元

当前股价: 8.40 元

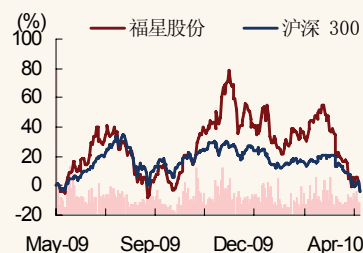
2010 年 5 月 19 日

基础数据

上证综指	2560
总股本(万股)	70998
已上市流通股(万股)	52383
总市值(亿元)	60
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	11.1
资产负债率	64.4%
主要股东	福星集团控股有限公司
主要股东持股比例	26.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-29	-31	-3
相对表现	-10	-6	0



相关报告

贾祖国

010-88088569
jjazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

孟群

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn

武汉崛起、城中村改造与地产再造

随着经济向内需型转变,武汉的地理优势将在经济上体现,重新崛起;市长领衔,武汉城中村改造加速,福星股份具备优势,土地储备有望翻番,巩固本土龙头地位。2010 年 EPS0.7 元,目标价 10.5 元。首次覆盖给予“强烈推荐-A”的评级。

- **武汉经济重新崛起: 1990 年代以前内贸主导,武汉地位显赫; 1990 年代以后外贸主导,武汉地位逐渐下降,沿海地带城市地位显著上升。**目前中国处于出口主导型经济向内需主导型经济转型,沿海地带产业向内陆转移的阶段,武汉的地理位置优势将在经济上得以体现;
- **武汉市场短期有风险,但城中村改造孕育本土龙头:**目前武汉房价收入比恢复到 2007 年水平,40%的需求来自外地购房者,短期政策压力可能导致市场调整;武汉 2009 年专门成立了由市长牵头的工作小组,计划 2 年内完成二环以内 56 个城中村的改造工作,蕴含 1200-1440 亿元的销售市场,本土企业有优势;
- **福星股份有望借助城中村改造巩固本土龙头地位:**福星股份是最早介入武汉城中村改造的本土企业,相对全国性开发商,具有本土优势;相对于本土开发商,有经验优势,资本优势和体制优势。2010 年已签约但未招拍挂的城中村改造项目涉及 336 万平米,还有多个项目在谈,相当于地产业务再造;
- **业绩预测与投资评级:**2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.70 元、0.89 元和 1.35 元,年均复合增长率 42%。给予 2010 年 15 倍 PE,目标价 10.5 元,当前股价隐含房价下降 25%左右,首次覆盖给予“强烈推荐-A”的投资评级;
- **风险提示:**武汉市场调整可能影响福星股份的项目销售进度,进而影响公司通过城中村拿地的进度;若武汉市房价下调超过 25%,则可能影响公司利润。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3201	4097	4643	5143	6730
同比增长	-4%	28%	13%	11%	31%
营业利润(百万元)	422	444	659	838	1275
同比增长	-12%	5%	48%	27%	52%
净利润(百万元)	330	336	494	628	956
同比增长	4%	2%	47%	27%	52%
每股收益(元)	0.47	0.47	0.70	0.89	1.35
PE	17.9	17.7	12.1	9.5	6.2
PB	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0

资料来源: 招商证券

正文目录

一、武汉重新崛起.....	4
二、武汉房地产市场	6
1、武汉受益城市化进程	6
(1) 武汉还处于一个大城市化过程中，人口继续迁入并优先向主城区集中。	6
(2) 武汉城市圈建设将进一步强化武汉对省内周边城市的吸纳能力	6
2、房价面临短期调整压力	6
(1) 政策提高外地人买房门槛，影响武汉市场的需求	6
(2) 房价得到收入支撑，但近期有调整压力	7
(3) 库存去化速度适度	7
3、武汉市场竞争：本土企业有望借助城中村改造而加速发展	8
三、福星股份公司简介	9
1、“地产+金属”组合，地产贡献利润 70%	9
2、土地储备与金属制品业务	9
四、福星股份有望借助武汉城中村改造而快速成长，巩固本土龙头地位	11
1、武汉城中村改造进入高峰时期	11
2、武汉中心城区土地主要来自城中村改造，二环以内市场规模达 1200-1440 亿 ..	11
3、福星股份在武汉城中村改造方面具备优势	12
4、战略清晰，优质土地储备有望加速	12
五、业绩预测与投资评级	14
1、2010-2012 年房地产结算面积和收入预测	14
2、2010-2012 年 EPS 分别为 0.7 元、0.89 元和 1.35 元，3 年复合增长 42%	14
3、2010 年 RNAV11.88 元，当前股价隐含福星股份楼盘降价 25%	15
4、首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级	15
5、风险提示	15

图表目录

图 1: 中国地图	4
图 2: 武汉城市圈	5
图 3: 2005 年和 2008 年武汉城郊人口增长情况	6
图 4: 2005 年和 2008 年武汉成交人口比重	6
图 5: 武汉购房主体结构	7
图 6: 武汉房价收入比	7
图 7: 武汉住宅库存去化速度测算	8
图 8: 福星股份收入结构	9
图 9: 福星股份利润结构	9
图 10: 2010 年 1 季度武汉各区新房销售均价	12
图 11: 武汉中心城区历年土地楼面地价	13
图 12: 福星股份历史 PE Band	16
图 13: 福星股份历史 PB Band	16
表 1: 2009 年武汉房地产市场占有率前 20 名	8
表 2: 福星股份房地产项目情况	9
表 3: 福星股份金属制品业务各产品情况	10
表 4: 武汉二环以内拟改造的城中村	11
表 5: 2010-2012 年公司结算项目, 结算面积和收入预测	14
表 6: 福星股份盈利预测简表	14
表 7: 福星股份 RNAV 测算	15
表 8: 福星股份当前股价隐含楼盘均价下降 30%左右	15
附: 财务预测表	18

一、武汉重新崛起

受益于优越的地理位置和资源禀赋，以及国家政策的支持，武汉有望在中国经济结构性调整中，重新崛起。

➤ 看地图：在全球贸易中沿海地带占据优势，在国内贸易中武汉最具优势

全球贸易：产品消费市场在外，主要原材料一部分来自国内，一部分来自国外，沿海地带具有海运优势，不像内陆需要花费大量资金用于基础设施建设，综合成本较低，因此占据显著的优势。如果全球贸易增长快，则沿海地带成长也快；

国内贸易：产品消费市场在内，原材料一部分来自国内，一部分在国外，考虑到交通基础设施建设情况，武汉处于圆心的位置，在全国辐射能力方面最有优势；

图 1：中国地图



资料来源：百度地图，招商证券研发中心

➤ 19 世纪 20 年代，武汉曾被誉为“东方芝加哥”，武汉一度 and 上海竞相争艳，成为中国大陆最欣欣向荣的两个城市。

当时的时代背景是中国尚未融入世界经济，农业和轻纺为主，内陆贸易是主流，江汉平原的农业基础雄厚，便于发展轻纺工业，武汉是长江和汉江的汇聚地，水运发达，因此各路商贾云集，成为中国内陆经济的代表，而上海则作为中国面向世界的窗口。

➤ 改革开放后，武汉失去了昔日的地位，2009 年经济规模仅排名全国 13 位。我们认为主要原因是：

第一，经济方面。改革开放以来，中国成长最快的部分先是农业，后是出口及其带动的部门（尤其是加入世界贸易组织）。经济发展的推动力量，先是农业和固定资产投资，然后是固定资产投资和出口。而固定资产投资中成长最快的部门也将是与出口相关的部分。外贸占比上升迅猛。

第二，政策方面。改革开放后，各地方政府的政策优惠是不平衡的，武汉处于政策劣势。

➤ 目前中国的经济正面临显著的变化

第一，出口主导型经济向内需主导型经济转型；

第二，国内产业转移增加，东部沿海地带产业内移；

第三，三大都市圈初步形成；

第四，交通进一步优化；

➤ 武汉得到政策支持，大力兴建基础设施，处于腾飞的前夜

一是交通方面：随着武汉到北京，上海，广州和成都的四条高铁建设，到 2013 年将形成以武汉为中心的“4 小时经济圈”；而武汉城市圈内部以武汉为中心“1 小时经济圈”正在加速建设，将在更短的时期内建成；

二是承接产业转移方面：目前武汉在汉阳转口方向是承接国内产业转移的主要区域；汉口吴家山经济开发区主要承接台湾的产业转移，汉阳沌口主要承接沿海地带的产业转移，光谷则作为高新技术产业聚集区，目前已经取得较好的成效；

三是引领武汉城市圈方面：在汉口西北湖，汉阳沌口，武昌光谷等三个金融聚集区，此前湖北省政府有意将武汉城市圈内 8 市企业总部迁至武汉；

四是武汉拥有丰富的高教资源和人才储备，这意味着武汉不仅在承接国内普通产业转移方面有优势，而且在承接国内外高端产业转移方面具备较大的优势。更重要的是在内源性技术研发方面，也具有较好的基础。

图 2：武汉城市圈



资料来源：数字武汉，招商证券研发中心

二、武汉房地产市场

长期看，在出口导向型经济向内需型经济转型过程中，武汉的地理位置优势将在经济上得以体现，这将有力支撑武汉房地产市场。但短期看，武汉房地产市场面临调整压力。

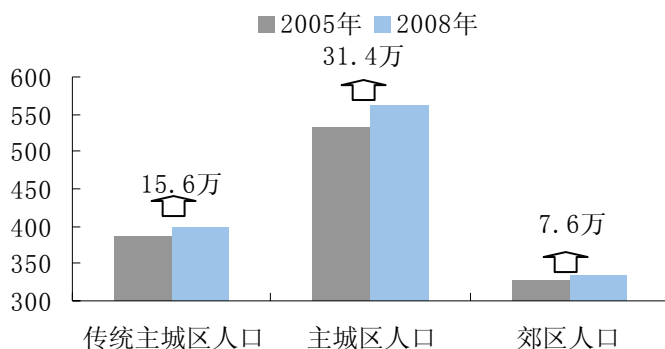
1、武汉受益城市化进程

(1) 武汉还处于一个大城市化过程中，人口继续迁入并优先向主城区集中。

武汉市下辖江岸、江汉、硚口、汉阳、武昌、青山、洪山、东西湖、蔡甸、江夏、黄陂、新洲、汉南等 13 区，其中前 5 个为传统主城区，前 7 个主城区，后 6 个为郊区。

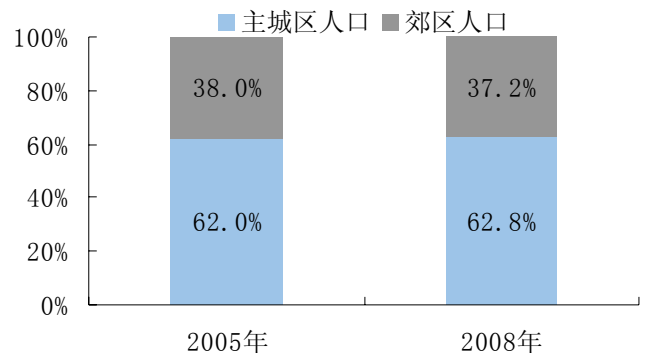
2005 年到 2008 年，传统主城区常住人口增加 15.6 万，主城区常住人口增加 31.4 万，而郊区常住人口增加 7.6 万。主城区人口占比由 62% 提高 6.28%。

图 3：2005 年和 2008 年武汉城郊人口增长情况



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：2005 年和 2008 年武汉成交人口比重



(2) 武汉城市圈建设将进一步强化武汉对省内周边城市的吸纳能力

以武汉为中心的“1 小时经济圈”正在加速建设，届时武汉的中心商务，物流功能将更加突出，对周边城市优质资源的吸纳能力将一部强化，尤其是资金和人才资源。

2、房价面临短期调整压力

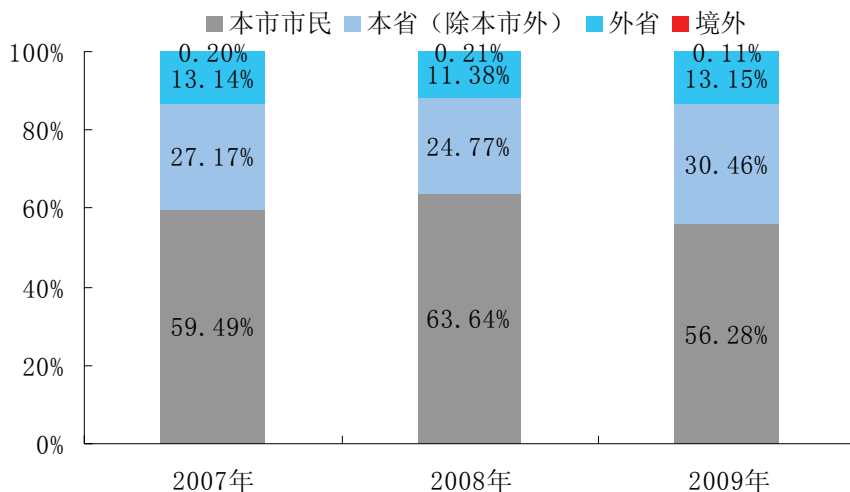
(1) 政策提高外地人买房门槛，影响武汉市场的需求

在购买主体中，武汉本地市民和湖北省（除武汉市外）省内人士占比 86.74%，其中武汉本地市民占 56.28%。

日前国务院出台了《国务院关于坚决遏制部分城市房价快速上涨通知》，除提高房贷首付以外，还要求商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。而北京则进一步规定：暂定同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。

这些政策一方面将提高整体购房门槛，另一方面还将抑制外地人购房。这不可避免的对武汉房地产市场形成抑制。

图 5：武汉购房主体结构

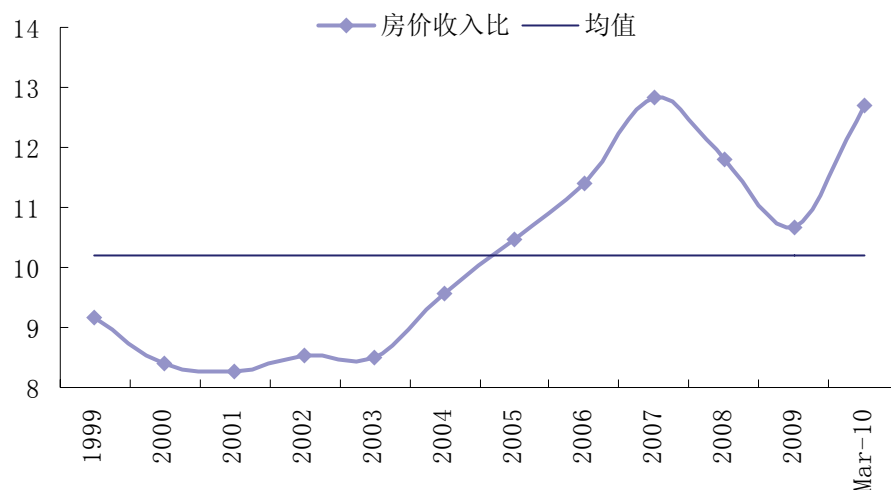


资料来源：武汉房产信息网，招商证券研发中心

（2）房价得到收入支撑，但近期有调整压力

以 100 平方米的房子为基准，过去 11 年房价收入比均值为 10.2，房价的上涨得到收入的支撑。但截至 2010 年 3 月，武汉房价收入比达到 12.7，已恢复到 2007 年年末的房价收入比水平。短期可能面临调整压力。

图 6：武汉房价收入比



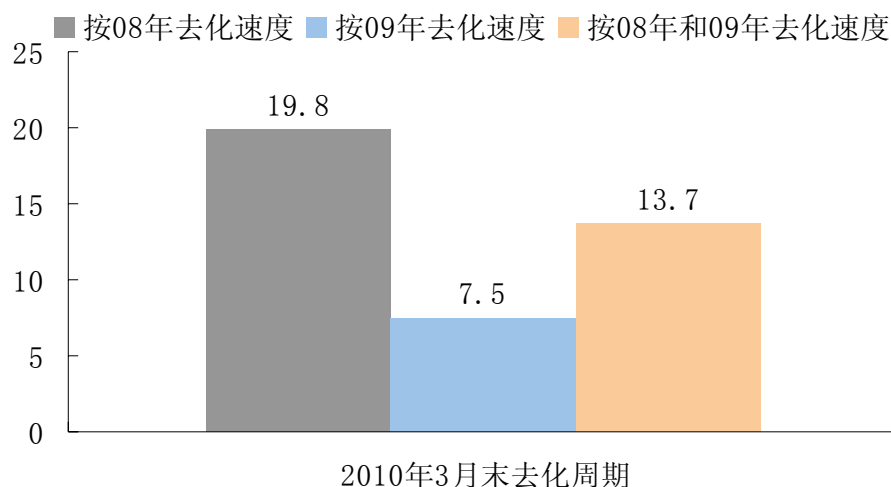
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

（3）库存去化速度适度

2008 年武汉房地产销售大幅萎缩，2009 年爆发性增长，我们按 2008 年月均销售算，2010 年 3 月末去化周期 19.8 个月；按 2009 年月均销售算，2010 年 3 月末去化周期

为 7.5 个月。按 2008 年和 2009 年平均月销售量算，去化周期 13.7 个月。

图 7：武汉住宅库存去化速度测算



资料来源：武汉房产信息网，招商证券研发中心

3、武汉市场竞争：本土企业有望借助城中村改造而加速发展

万科 2001 年先进入武汉市场，此后保利、金地、华侨城、华润置地、世贸集团、大连万达、新世界集团和瑞安集团等近 30 家全国性开发商先后杀入，市场竞争非常激烈。

截至 2009 年，外来开发商与本地开发商几乎平分秋色：前十大开发商里面各占 5 个席位，外来开发商合计市场占有率 12.5%，本地开发商合计市场占有率 12.34%。

本地开发商中武汉地产集团排名第一，福星慧誉排名第二。

表 1：2009 年武汉房地产市场占有率前 20 名

1	万科地产（武汉）	3.86%	11	世茂集团（武汉）	1.55%
2	武汉地产集团	3.63%	12	华润置地（武汉）	1.33%
3	福星慧誉	3.32%	13	保利投资（武汉）	1.31%
4	保利地产（武汉）	3.02%	14	新世界集团（武汉）	1.26%
5	百步亭	2.04%	15	瑞安集团（武汉）	1.26%
6	金地集团（武汉）	1.99%	16	中铁大桥局	1.06%
7	融侨集团（武汉）	1.96%	17	武汉金地	1.05%
8	三江航天	1.78%	18	中冶新奥	0.98%
9	三金地产（武汉）	1.67%	19	新地置业	0.90%
10	长城建设	1.57%	20	昌盛实业	0.89%

资料来源：招商证券研发中心

2009 年 2 月武汉发布《武汉市人民政府办公厅关于进一步加快城中村改造建设工作的意见》，要求 2011 年底基本完成二环内 56 个城中村综合改造任务，孕育巨大的机会。武汉本土企业有望趋势崛起（参加后面的分析）。

三、福星股份公司简介

1、“地产+金属”组合，地产贡献利润 70%

公司 1999 年上市，目前主营房地产和金属制品业务，房地产业务贡献约 50%的收入和 70%的毛利润；金属制品业务贡献约 50%的收入和 30%的毛利润。

房地产业务主要集中在武汉及周边城市，2009 年房地产业务市场占有率列武汉第 3，在武汉本土企业中排第 2，仅次于万科和武汉地产集团；

金属制品主要是金属丝和金属绳产品，产能 32 万吨，居行业前列。

图 8：福星股份收入结构

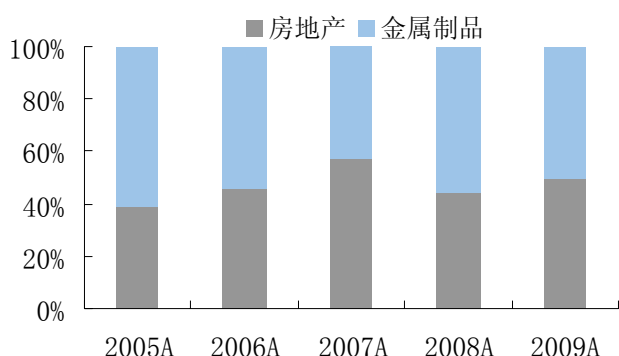
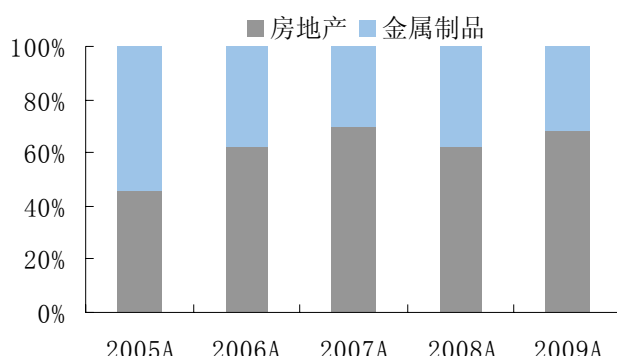


图 9：福星股份利润结构



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

2、土地储备与金属制品业务

公司已获取的二级开发项目未结算面积合计 352 万平方米，权益未结面积 315 万平方米，其中武汉项目未结面积 204 万平方米，占比 58%，武汉项目权益未结面积 167 万平方米，占比 53%。

已签约但未招拍挂的城中村改造项目 4 个，可售面积 337 万平方米，未结面积 308 万平方米，权益未结面积 308 万平方米。

表 2：福星股份房地产项目情况

二级开发项目								
项目名称	类型	规划建面 (万平)	可售面积 (万平)	未结面积 (万平)	占比	权益比例	权益未结 (万平)	占比
水岸星城一二期	综合	27.5	52.0	5.7	1.6%	100%	5.7	1.8%
水岸星城三期	综合	4.3	14.8	2.4	0.7%	100%	2.4	0.8%
水岸星城四期	综合	4.8	8.9	4.8	1.4%	100%	4.8	1.5%
福星惠誉国际城	综合	15.5	59.0	52.3	14.9%	100%	52.3	16.6%
水岸国际一期	综合	8.3	35.8	34.0	9.7%	100%	34.0	10.8%
水岸国际二期	综合	21.7	86.0	73.1	20.8%	50%	36.6	11.6%
汉阳福星城	综合	11.5	33.0	31.4	8.9%	100%	31.4	10.0%
孝感福星城	综合	18.0	36.9	22.3	6.3%	100%	22.3	7.1%
恩施福星城	综合	2.6	25.9	21.9	6.2%	100%	21.9	6.9%
咸宁福星城	综合	29.3	73.0	67.3	19.1%	100%	67.3	21.4%

宜昌项目（暂定名）	综合	0.0	38.3	36.4	10.4%	100%	36.4	11.6%
		143.3	463.6	351.5	100%		314.9	100%

已签约带拿地城中村项目

项目名称	类型	规划建面 (万平)	可售面积 (万平)	未结面积 (万平)	占比	权益比例	权益未结 (万平)	占比
东澜岸	综合	23.3	46.5	44.2	14.3%	100%	44.2	14.3%
贺家墩 B 地块	综合	13.3	59.6	56.7	18.4%	100%	56.7	18.4%
和平村地块	综合	36.7	120.0	108.0	35.0%	100%	108.0	35.0%
虹桥村地块	综合	27.7	110.6	99.6	32.3%	100%	99.6	32.3%
		100.9	336.8	308.4	100%		308.4	100%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司金属制品业务属于行业中的线材制品子行业，主要产品是子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝和钢丝绳等，产品广泛应用于橡胶轮胎、建筑、交通、汽车、铁路、水利、能源、电力、机械、家具等行业。2009 年销量分别为 5.96 万吨、20 万吨，2.84 万吨和 2.93 万吨，销售收入 7.91 亿元，9.45 亿元，1.47 亿元和 1.91 亿元。

2009 年新增子午轮胎钢帘线产能 2 万吨和 PC 钢绞线生产线 8.5 万吨，目前公司共有金属制品产能 33 万吨左右，其中钢帘线 8 万吨，钢丝绳 4 万吨，钢绞线 16 万吨，钢丝 5 万吨，是国内行业龙头之一。

目前整个行业较为分散，大多数企业年产量在 1 万吨级别；

子午轮胎钢帘线主要用于子午轮胎，主要受益于中国汽车存量和产量上升，以及轮胎子午化率（目前中国轮胎子午化率在 80% 左右）；

钢绞线将主要受益于电信，电网等基础设施建设；

表 3：福星股份金属制品业务各产品情况

	2010 年初 产能(万吨)	09 年销量 (万吨)	09 年收入 (亿元)	09 年单价 (元/吨)	毛利率	主要用途
钢帘线	8	6.0	7.91	13264	24.82%	子午轮胎
钢绞线	4	2.9	1.91	6522	7.28%	航空，机械
钢丝绳	16	20.0	9.45	4724	10.97%	通讯电缆，架空电力线等
钢丝	5	2.8	1.47	5183	6.47%	轮胎中的钢丝束，架空绞线和架空电力线路等
合计	33	31.7	20.74			

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

四、福星股份有望借助武汉城中村改造而快速成长，巩固本土龙头地位

1、政府推动，武汉城中村改造进入高峰时期

武汉城中村改造从 2004 年开始试点，2009 年专门成立由市长牵头的工作领导小组，足见武汉市政府的决心。

2004 年进行城中村改造试点：政府出台《中共武汉市委武汉市人民政府关于积极推进“城中村”综合改造工作的意见》，开始进行城中村改造试点。

2009 年 2 月明确 2011 年底完成改造二环内 56 个城中村：政府出台《武汉市人民政府办公厅关于进一步加快城中村改造建设工作的意见》，要求 2011 年底基本完成二环内 56 个城中村综合改造任务，包括完成 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。

2009 年 6 月由市长牵头成立工作领导小组：为进一步加快城中村改造工作，武汉市出台《市人民政府关于进一步加快城中村和旧城改造等工作的通知》。一方面对积极完成城中村改造的村进行奖励，一方面成立了市城中村和旧城改造工作领导小组，以市长阮成发任组长、副市长孙亚任副组长，组成员包括市财政局、规划局、国土局、工商局、发改委、市建委等 18 个相关部门，以及江岸区和江汉区等 7 个市区一把手。

表 4：武汉二环以内拟改造的城中村

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、黄埔、红桥、永红
江汉区	航侧、贺家墩、唐家墩、姑嫂树、鲇子湖
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

资料来源：招商证券研发中心

2、武汉中心城区土地主要来自城中村改造，二环以内市场规模达 1200-1440 亿

武汉拥有悠久的历史，中心城区的未开发用地主要来自新纳入中心城区的洪山区和青山区。整体上中心城区的土地主要来自城中村改造。

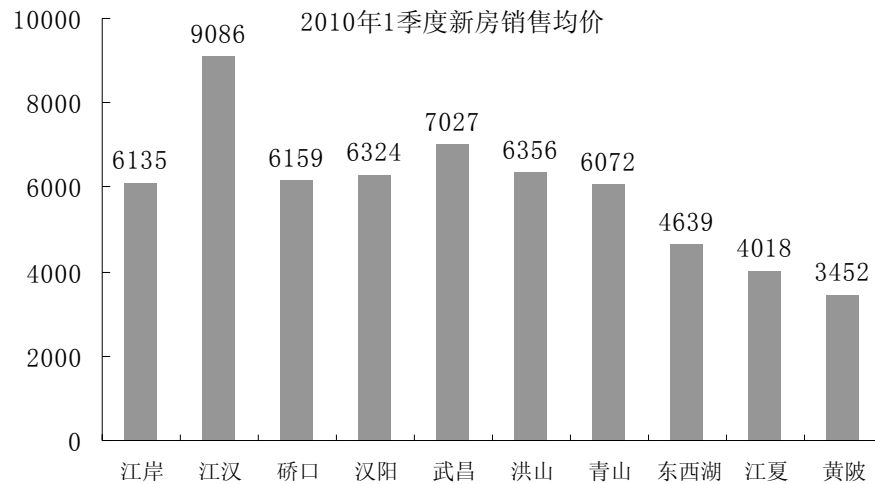
2007 年到 2009 年中心城区成交土地建筑面积分别为 1239 万平米，272 万平米，913 万平米，年均出让土地折合建筑面积 808 万平米；

假设一个城中村改造后，可建筑面积 50-60 万平米，二环以内的 56 个城中村对应的总可建筑面积在 2500-3000 万平米之间。2011 年底完成改造，那么相应的土地将在未来

几年出让。

2010 年 1 季度，武汉中心城区成交均价都在 6000 元/平米以上，即便是假设房价不上涨，对应的市场规模将达到 1200-1440 亿元（假设 20%的面积用于还建）

图 10：2010年1季度武汉各区新房销售均价



资料来源：武汉房产信息网，招商证券研发中心

3、福星股份在武汉城中村改造方面具备优势

城中村改造一般要经过改制（包括村集体经济组织改制，户口改登，撤销村民委员会组建社区居民委员会等工作），制定改造方案（包括改造建设规划方案的编制、审批和改造用地报批手续）并完成改造用地挂牌所需的前期工作，招牌挂和拆迁建设等四个阶段。

在旧城改造方面，村级政府部门是否配合是关键，在开发商的选择上具有主导权，而村级政府在同等条件下更倾向于选择本地开发商。

在武汉的城中村改造方面，福星股份具有优势：

第一，福星股份最早于 2003 年介入旧城改造，经验丰富；

第二，福星股份已有成功的经验，团结村和三角路村项目均未出现意外，政府比较放心；

第三，福星股份已经在跟踪不少城中村项目。

相对于全国性开发商：福星股份有本土优势

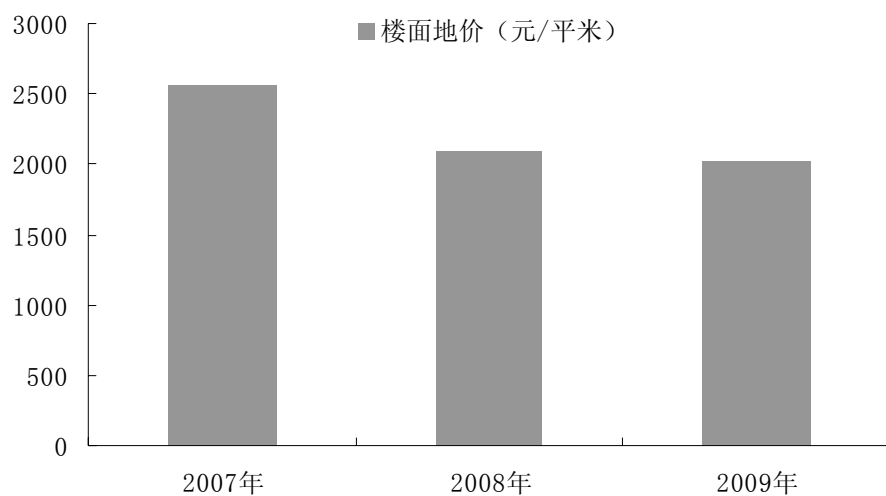
相对于本土开发商：福星股份有经验优势，有资本市场优势，以及体制上的优势；

4、战略清晰，优质土地储备有望翻番

公司将坚持武汉“1+8”城市圈核心发展区域战略，以参与武汉“城中村和旧城改造”为切入点，力争 2010 年新增城中村改造土地储备 500 万平米；

公告显示，福星股份与和平村、虹桥村、贺家墩和青菱乡签订了城中村综合改造协议书，涉及建筑面积 336.8 万平方米。

图 11：武汉中心城区历年土地楼面地价



资料来源：武汉房管局，招商证券研发中心

而目前福星股份权益土地储备 352 万平米，若拿下上述 4 个项目，权益土地储备将增加到 660 万平米，增长 87.5%。若仅考虑武汉项目，则增长 151%。

五、业绩预测与投资评级

1、2010-2012 年房地产结算面积和收入预测

2010 年预计结算面积 36.3 万平米，结算收入 24.6 亿元，主要结算项目包括水岸星城，福星惠誉国际城，孝感福星城，恩施福星城和咸宁福星城；

2011 年预计结算面积 41.9 万平米，结算收入 28.5 亿元，主要结算项目包括福星惠誉国际城，水岸国际一期，孝感福星城，恩施福星城和咸宁福星城；

2012 年预计结算面积 52.1 万平米，结算收入 43.3 亿元，主要结算项目包括福星惠誉国际城，水岸国际一期，汉阳福星城，孝感福星城，恩施福星城和咸宁福星城；

表 5：2010-2012 年公司结算项目，结算面积和收入预测

万平，亿元	类型	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
水岸星城一二期	综合	5.71	0.00	0.00	4.0	0.0	0.0
水岸星城三期	综合	2.39	0.00	0.00	1.8	0.0	0.0
水岸星城四期	综合	4.82	0.00	0.00	5.8	0.0	0.0
福星惠誉国际城	综合	7.84	7.84	10.45	7.8	8.2	11.0
水岸国际一期	综合	0.00	8.51	13.62	0.0	11.2	17.9
水岸国际二期	综合	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
汉阳福星城	综合	0.00	0.00	4.70	0.0	0.0	6.2
孝感福星城	综合	4.45	8.91	6.68	1.7	3.6	2.7
恩施福星城	综合	4.37	6.56	6.56	1.7	2.6	2.6
咸宁福星城	综合	6.73	10.10	10.10	1.9	3.0	3.0
宜昌项目	综合	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
合计		36.3	41.9	52.1	24.6	28.5	43.3

资料来源：招商证券研发中心

2、2010-2012 年 EPS 分别为 0.7 元、0.89 元和 1.35 元，3 年复合增长 42%

表 6：福星股份盈利预测简表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4097	4643	5143	6730
二、营业总成本	3654	4066	4365	5455
其中：营业成本	3082	3261	3543	4433
营业税金及附加	164	251	294	454
营业费用	193	206	211	227
管理费用	98	120	127	151
财务费用	112	227	189	189
资产减值损失	4	0	0	0
三、其他经营收益	1	81	60	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	81	60	0
四、营业利润	444	659	838	1275
加：营业外收入	4	0	0	0
减：营业外支出	4	0	0	0

五、利润总额	444	659	838	1275
减：所得税	110	165	209	319
六、净利润	335	494	628	956
减：少数股东损益	-2	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	336	494	628	956
股本（百万）	710	710	710	710
每股收益（元）	0.47	0.70	0.89	1.35

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、2010 年 RNAV11.88 元，当前股价隐含福星股份楼盘降价 25%

按 2010 年预测房价测算，不考虑已签约但尚未通过招拍挂拿地的 4 个城中村改造项目，公司现有项目 RNAV11.88 元。

表 7：福星股份 RNAV 测算

开发项目评估溢价（亿元）	45.0
帐面净资产（亿元）	39.3
重估净资产（亿元）	84.3
总股本（亿股）	7.1
RNAV	11.88

资料来源：招商证券研发中心

当前股价隐含福星股份楼盘均价下降 25%

表 8：福星股份当前股价隐含楼盘均价下降 30%左右

房价波动幅度	10%	0%	-5%	-10%	-20%	-25%	-30%	-40%
RNAV	13.13	11.88	11.08	10.29	9.19	8.39	7.26	7.1
对当前股价折价幅度	-36%	-29%	-24%	-18%	-9%	0%	16%	18%

资料来源：招商证券研发中心

4、首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

给予公司 2010 年 15 倍 PE。

- 武汉市场将受益于中国经济结构性调整 and 城市化进程；
- 武汉旧城和城中村改造孕育巨大的机会；
- 福星股份作为武汉本土龙头企业，在旧城改造方面具有较强竞争力；
- 福星股份作为民营企业，相比武汉市场上的国有企业，机制更加灵活；
- 福星股份未来三年净利润复合增长率有望达到 42%；

目标价 10.5%，首次覆盖给予“强烈推荐-A”的评级。

5、风险提示

武汉市场调整可能影响福星股份的项目销售进度，进而影响公司通过城中村拿地的进度；另外若武汉市房价下调超过 25%，则可能影响公司利润。

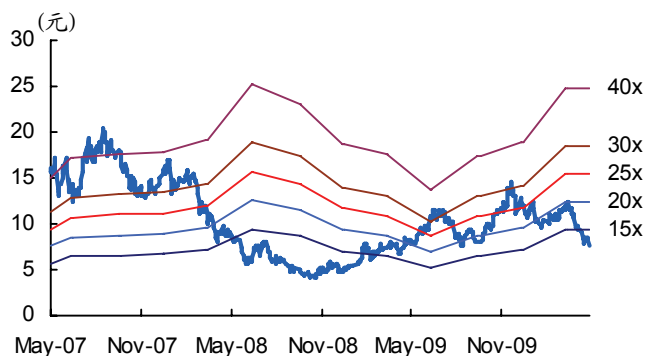
重点公司估值表

表 9: 重点公司投资评级

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	10EPS	10PE	评级
金融街	8.5	6.29	1.4	16.4	0.52	0.70	12.2	强烈推荐—A
世茂股份	10.2	5.30	1.9	22.9	0.44	1.11	9.2	强烈推荐—A
鲁商置业	7.6	0.65	12	7.9	0.95	0.81	9.3	强烈推荐—A
苏宁环球	8.3	1.69	4.9	12.0	0.69	0.96	8.6	强烈推荐—A
华业地产	5.5	3.25	1.7	10.6	0.52	0.50	11.0	强烈推荐—A
世联地产	23.9	4.92	4.9			1.02	23.5	强烈推荐—A
冠城大通	7.87	2.5	3.1	10.8	0.73	1.05	7.5	强烈推荐—A
招商地产	15.9	9.70	1.6	28.4	0.56	1.60	9.9	强烈推荐—A
万科 A	7.3	3.55	2.1	8.1	0.91	0.69	10.6	审慎推荐—A
保利地产	10.9	5.53	2.0	14.9	0.73	1.33	8.2	审慎推荐—A
金地集团	6.2	3.56	1.7	11.0	0.56	0.47	13.0	审慎推荐—A
华发股份	11.1	6.40	1.7	22.4	0.49	1.00	11.1	审慎推荐—A
北京城建	12.0	6.60	1.8	20.9	0.57	1.23	9.7	审慎推荐—B
ST 松江	7.2	1.20	6.0	6.1	1.18	0.75	9.6	审慎推荐—A
格力地产	8.0	2.98	2.7	9.5	0.84	0.90	8.9	审慎推荐—A
新湖中宝	4.9	1.24	3.9	5.1	0.96	0.37	13.3	审慎推荐—A
龙元建设	10.4	4.89	2.1			0.63	16.5	审慎推荐—A
浙江广厦	5.6	2.17	2.6	5.1	1.09	0.43	12.9	审慎推荐—A
张江高科	9.9	3.74	2.6	14.2	0.70	0.60	16.5	审慎推荐—A
浦东金桥	9.3	3.97	2.3	13.0	0.72	0.46	20.2	审慎推荐—A
滨江集团	9.3	2.66	3.5	12.7	0.74	0.79	11.8	审慎推荐—A
信达地产	6.9	3.45	2.0	8.0	0.86	0.6	11.5	审慎推荐—A
荣盛发展	13.8	4.37	3.2	16.4	0.84	1.01	13.7	审慎推荐—A
首开股份	13.8	8.51	1.6	18.5	0.75	1.18	11.7	审慎推荐—A
苏州高新	5.89	3.06	1.9	6.23	0.95	0.45	13.1	审慎推荐—A

资料来源：招商证券研发中心

图 12: 福星股份历史PE Band



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 13: 福星股份历史PB Band



参考报告:

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》 2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》 2010/01/25
- 《全球房地产行业 2010 年 3 月月报》 2010/04/22

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5485	7437	8505	10171	12066
现金	1001	568	2007	3814	4403
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	117	150	0	0	135
应收款项	414	473	93	103	132
其它应收款	74	74	93	103	135
存货	3390	3705	4892	4606	5320
其他	490	2467	1421	1546	1942
非流动资产	1731	2008	1734	1636	1551
长期股权投资	24	0	0	0	0
固定资产	1175	1617	1511	1416	1331
无形资产	26	25	22	20	18
其他	507	366	200	200	202
资产总计	7216	9445	10239	11808	13617
流动负债	1745	2856	2424	3162	3809
短期借款	289	430	350	300	350
应付账款	203	189	326	354	443
预收账款	230	942	978	1063	1330
其他	1023	1294	769	1445	1686
长期负债	1885	2588	3391	3593	3799
长期借款	1875	2573	3373	3573	3773
其他	10	16	18	20	26
负债合计	3630	5444	5814	6755	7608
股本	705	710	710	710	710
资本公积金	1450	1560	1560	1560	1560
留存收益	1421	1687	2110	2738	3695
少数股东权益	10	44	44	44	44
母公司所有者权益	3576	3957	4380	5009	5965
负债及权益合计	7216	9445	10239	11808	13617

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	19	(554)	940	1266	608
净利润			494	628	956
折旧摊销			190	178	167
财务费用			227	189	189
投资收益			(81)	(60)	0
营运资金变动			113	330	(712)
其它			(4)	1	7
投资活动现金流	(253)	(479)	87	(80)	(80)
资本支出			(80)	(80)	(80)
其他投资			167	0	0
筹资活动现金流	710	578	413	621	61
借款变动			630	750	250
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(71)	0	0
其他			(146)	(129)	(189)
现金净增加额	477	(455)	1439	1807	589

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3201	4097	4643	5143	6730
营业成本	2248	3082	3261	3543	4433
营业税金及附加	120	164	251	294	454
营业费用	182	193	206	211	227
管理费用	95	98	120	127	151
财务费用	105	112	227	189	189
资产减值损失	26	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(4)	1	81	60	0
营业利润	422	444	659	838	1275
营业外收入	4	4	0	0	0
营业外支出	7	4	0	0	0
利润总额	420	444	659	838	1275
所得税	89	110	165	209	319
净利润	331	335	494	628	956
少数股东损益	0	(2)	0	0	0
母公司所有者净利润	330	336	494	628	956
EPS (元)	0.47	0.47	0.70	0.89	1.35

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-4%	28%	13%	11%	31%
营业利润	-12%	5%	48%	27%	52%
净利润	4%	2%	47%	27%	52%
获利能力					
毛利率	29.8%	24.8%	29.8%	31.1%	34.1%
净利率	10.3%	8.2%	10.6%	12.2%	14.2%
ROE	9.2%	8.5%	11.3%	12.5%	16.0%
ROIC	7.1%	5.9%	8.2%	8.1%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	50.3%	57.6%	56.8%	57.2%	55.9%
净负债比率	31.8%	32.7%	36.4%	37.9%	34.7%
流动比率	3.1	2.6	3.5	3.2	3.2
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
存货周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.4
应收帐款周转率	7.9	9.2	16.4	52.6	57.3
应付帐款周转率	9.9	15.7	12.7	10.4	11.1
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.47	0.70	0.89	1.35
每股经营现金	0.03	-0.78	1.32	1.78	0.86
每股净资产	5.07	5.57	6.17	7.05	8.40
每股股利	0.10	1.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	17.9	17.7	12.1	9.5	6.2
PB	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	33.9	32.2	20.2	18.1	13.3

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。