

2010年5月27日

福星股份

扼中部重镇，借旧改腾飞

A
买入

000926.SZ - 人民币 9.18

目标价格: 人民币 12.78

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(24)	(1)	(18)	19
相对新华富时A50指数(%)	0	8	(3)	20

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	710
流通股(%)	74
流通股市值(人民币 百万)	4,809
3个月日均交易额(人民币 百万)	208
2010年末每股重估净资产(人民币 元)	12.78
净负债比率(%)	54
主要股东(%)	
福星集团控股有限公司	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

福星股份是武汉的区域龙头开发商, 2009年起公司充分利用了大规模基建投资和城中村改造的契机, 进入了规模扩张的快车道。其所处的武汉市场价值表现抢眼, 公司估值优势突出、成长性良好, 且城中村改造属于保障房范畴, 受到新政倾斜, 是板块估值趋于稳定后的良好投资品种。首次评级为买入, 给予12.78元的目标价格。

支撑评级的要点

- 武汉是高铁网络中两纵两横的重要结点, 大规模的城市更新改造和投资的流入, 为当地市场注入活力。新政出台后武汉市场价值平稳, 表现远强于一线城市和其他二线城市。
- 目前公司拥有与控制的土地储备为726万平方米, 其中已签约未摘牌的城中村建筑面积为341万平米, 2010年新增土地储备目标为500万平米, 预计公司今明两年内有望达到1,300万平米以上的储备规模。
- 作为武汉城中村改造中份额最大的开发商, 公司获得了快速增长的土地储备、较低的土地扩张成本、和较高的资金使用效率。而城中村涉及大量回迁安置, 属于保障房范畴, 受到政策倾斜, 经营环境好于纯商品房开发商。
- 公司资产负债率较低, 有足够的空间通过扩大财务杠杆达成快速扩张目标。

评级面临的主要风险

- 行业调控导致销售急剧萎缩及价格下跌超预期; 区域过度集中; 城中村改造模式相关风险。

估值

- 公司包含未确权项目的2010年末每股NAV为19.37元, 扣除未确权项目后为12.78元。估值优势突出, 且未来优势将进一步扩大。首次评级为买入, 目标价按当前NAV定为12.78元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,201	4,097	4,857	5,888	7,624
变动(%)	-	28	19	21	29
净利润(人民币 百万)	338	336	516	660	916
全面摊薄每股收益(人民币)	0.476	0.473	0.726	0.929	1.291
变动(%)	-	(0.6)	53.4	28.0	38.9
市盈率(倍)	19.3	19.4	12.6	9.9	7.1
每股现金流量(人民币)	0.03	(0.78)	(0.04)	(1.55)	(0.46)
价格/每股现金流量(倍)	333.3	(11.7)	(232.4)	(5.9)	(19.8)
净资产收益率(%)	11.3	12.8	10.7	9.0	6.8
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.058	0.074	0.103
股息率(%)	1.1	0.0	0.6	0.8	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

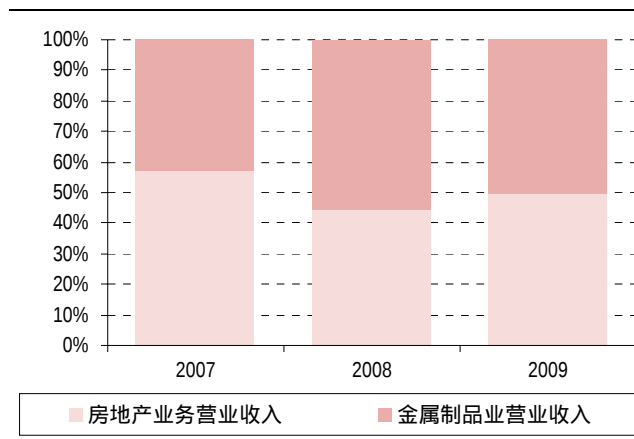
公司概况	3
武汉发展前景看好，受政策影响较小	5
福星股份，聚焦城中村的武汉龙头	10
乘势城中村改造，扩张迅速土地储备	13
福星城中村改造模式释疑	16
金属业务稳中有增	19
财务状况整体可控	21
股票期权激励机制到位	23
盈利预测及估值	24
风险因素	28
研究报告中所提及的有关上市公司	30

公司概况

湖北福星科技股份有限公司（以下简称“福星股份”）成立于 1993 年，现有员工 5,200 余人，资产总额 94 亿元，净资产 40 亿元。经过 17 年发展，公司已形成房地产业和金属制品业两大核心产业。房地产方面，公司以武汉作为房地产开发的基地和大本营，深耕当地市场，2009 年房地产业务综合实力位居武汉市房地产开发企业第一名；金属制品方面，公司目前具备年产各种金属丝绳 32 万吨的能力，是中国金属制品业行业排头兵。

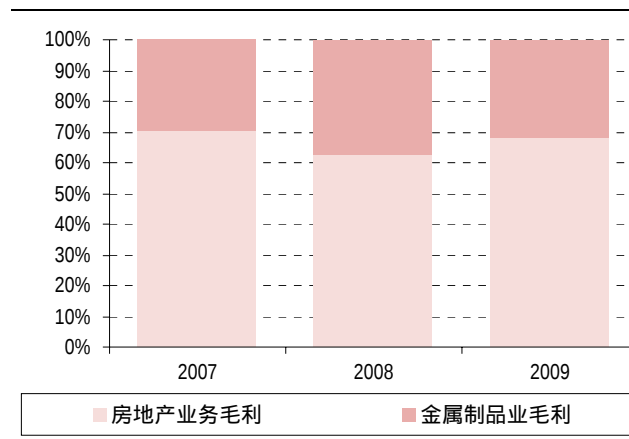
图表 1 和图表 2 显示，近三年公司房地产和金属制品两项主业在收入和毛利润中的占比较为稳定，其中房地产业务在收入中约占 5 成比例，在毛利中约占 7 成比例。

图表 2.福星股份房地产和金属制品业务的历年收入构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

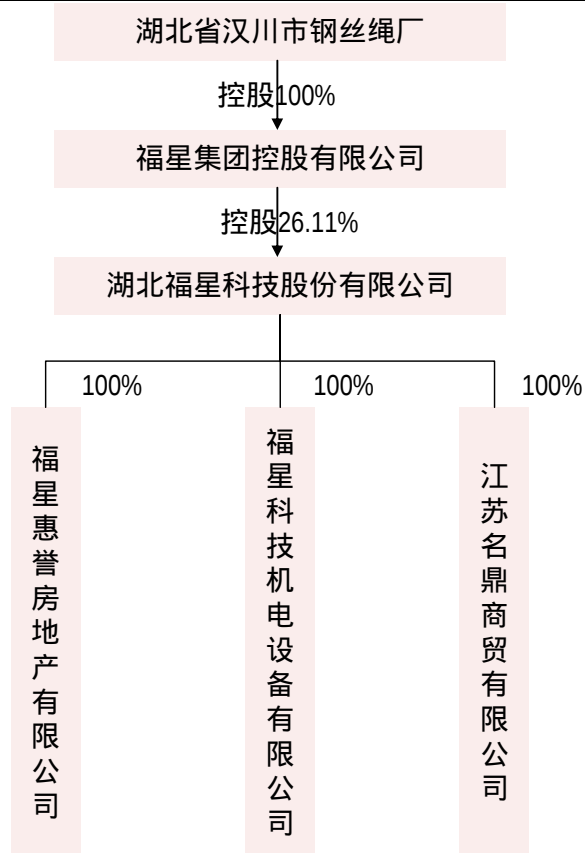
图表 3.福星股份房地产和金属制品业务的历年毛利构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司董事长现为谭功炎先生，同时担任福星股份的控股方福星集团控股有限公司董事长。公司实际控制人为湖北省汉川市钢丝绳厂（村集体所有制），目前湖北省汉川市钢丝绳厂通过 100%控股福星集团控股有限公司间接拥有福星股份 26.11%的股权。

图表 4.福星股份股权结构图



资料来源：公司资料

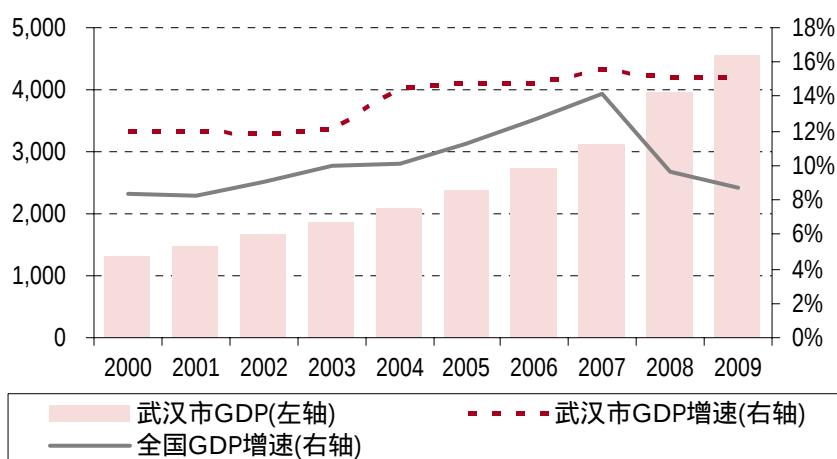
武汉发展前景看好，受政策影响较小

中部重镇，九省通衢

武汉是福星股份的业务重心所在地，它位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心。市区由隔江鼎立的武昌、汉口、汉阳三部分组成，通称武汉三镇。全市现辖 13 个区、3 个国家级开发区，总面积 8,494 平方公里，常住人口 858 万人。武汉历来被称为“九省通衢”之地，是中国内陆最大的水陆空交通枢纽。

地区经济快速增长

图表 5. 武汉市 2000-2009 年 GDP 增速远高于同期全国水平



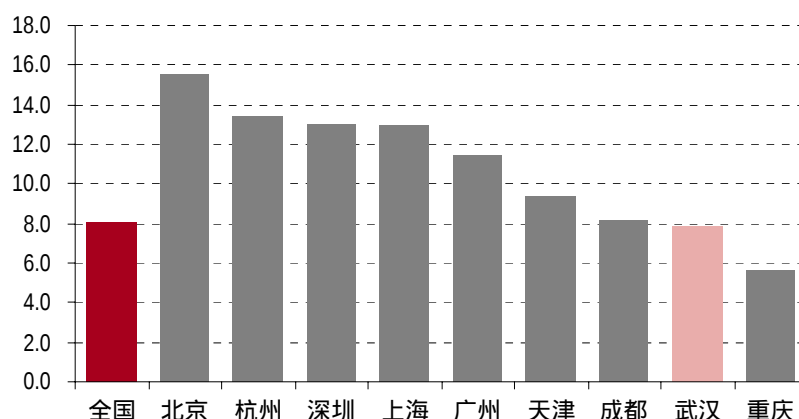
资料来源：彭博及中银国际研究

武汉市 2000-2009 年年均复合增长率 GDP 增速为 14.7%，增长幅度远高于同期全国平均增长率 11.4%。2009 年武汉 GDP 为 4,560 亿元，在全国 15 个副省级城市中的排名上升到第 5 位，与广州、深圳、杭州、青岛并列“第一方阵”。

房价合理，购买力旺盛

从图表 5 中，我们看到：2009 年第 4 季度，武汉市房价收入比为 7.9，在全国一、二线城市中处于较低水平，甚至也低于 8.1 倍的全国平均水平，显示武汉房价合理，本地居民对房价承受能力较强，市场表现相对健康。

图表 6. 2009 年全国及各大城市房价收入比



资料来源：彭博及中银国际研究

另一方面，武汉房地产市场上，外来购房者的占比也在逐年提高，由于武汉地处中国腹地，交通便利，商业发达，近年来基础设施建设以及和周边城市带的融合加快，外来购房者的吸引力与日俱增。

根据中国住宅产业网和武汉市国土房产测绘网的报道，2004年以来，省内、外省及境外人士购房比重从仅占约 10%逐年上升到 2008 年约占 59%，虽然我们对这项统计数据的抽样范围还有所存疑，但无疑的是，随着武汉作为中部崛起重镇的地位逐渐凸现，对外来人口就业和投资的吸引力都在加强，外来购房者将继续构成武汉房地产市场购买力的重要力量。

高铁网络和城市圈建设凸显华中中心地位

随着国家高速铁路网逐步建成，武汉将成为全国铁路“两纵两横”的交汇点。届时，从武汉到北京、上海、广州等城市，只要 3.5-5 小时，半小时直达武汉城市圈兄弟城市。交通优势将增加城市的竞争力和辐射力，提升城市发展速度。

图表 7.2020 年国家高速铁路网规划（武汉相关部分）



资料来源：铁道部

注：红线表示规划速度 300-350km/h, 紫线表示 200-250km/h, 绿线表示 160-200km/h。

随着 07 年国务院综合改革实验区批复和 08 年武汉城市圈“两型社会”综改方案的通过，武汉“1+8”城市圈发展也将提速。武汉“1+8”城市圈的发展，将突出武汉市的聚合力 and 辐射功能，突现整体效应，带动整体经济发展。

图表 8. 1+8 城市圈规划凸显武汉聚合力

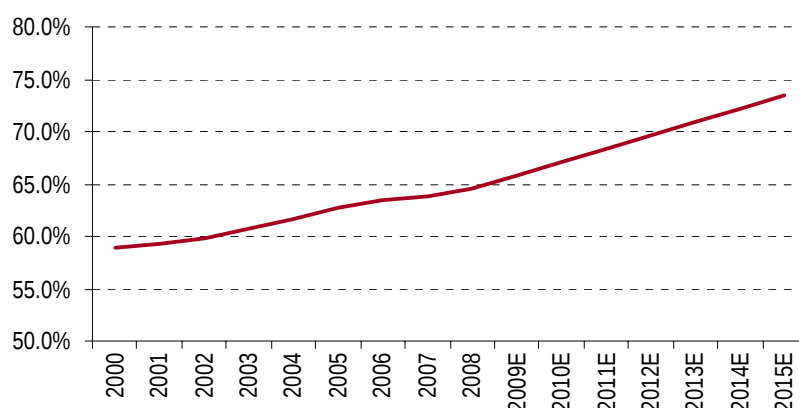


资料来源：武汉城市圈网

城市化新增刚性需求

《武汉市统计年鉴-2009 年》显示 2008 年武汉市以非农业人口计算的城镇化率已达到 64.5%，高于同期全国平均水平 46.6%近 20 个百分点。2010 年 3 月 8 号公布的《武汉市城市总体规划（2010-2020 年）》提出城市发展总体目标：至 2020 年将全市城镇化水平提高到 80%以上。也就是说，未来十年的目标是每年平均需提高城镇化水平 1.3 个百分点、新增城市人口 10 万人以上。

图表 9.武汉市城镇化率水平还将继续提高



资料来源：彭博及中银国际研究

为了加快推动武汉的城市化进程，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。另有二环外 60 个城中村规划在 2011 年之后进行改造。城中村改造的大力推进将为武汉市的房地产市场提供大量新增供应和需求。

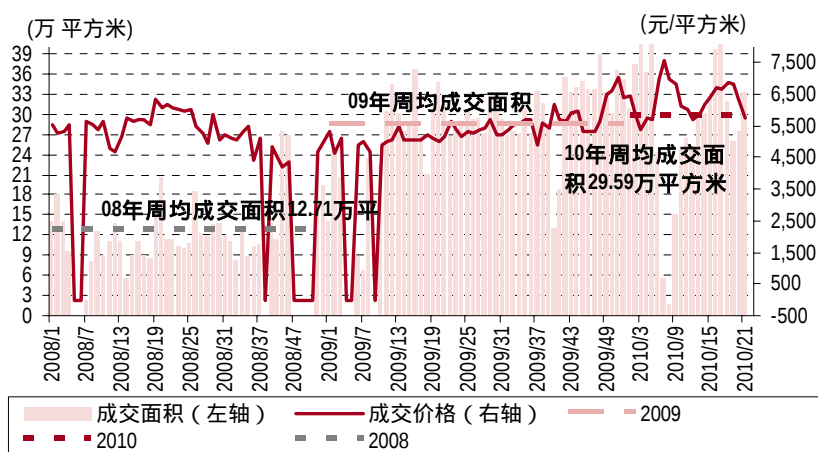
大规模城市建设将成地产助推器

湖北省和武汉市具备得天独厚的地理优势，但城市发展起步相对较慢。2010 年 3 月 22 日，湖北省发改委通报了未来五到八年投资总规模达 12.06 万亿的投资计划，其中基础设施项目所占比重最大，达到总额的 30.6%。武汉城市圈 9 市计划投资总额超过全省半数。目前，旧城改造和城中村改造，地铁、跨江大桥、越江隧道、城区道路及高架路等建设工地遍布武汉市区，大规模城市建设及更新改造工程刚刚启动，众所周知，大规模基础设施投资将推动区域地价和房价的上涨，长期利好当地房地产市场。

房地产市场活跃，受调控影响较小

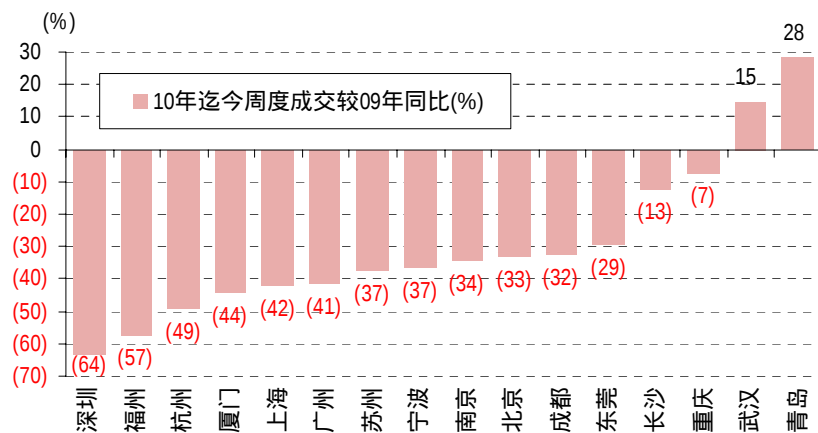
2010年4月17日国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，即“新国十条”后，政策态度严厉，信贷快速收缩，各地商品房市场均进入冰封期，尤其是深圳、上海、北京、杭州等城市，成交量迅速萎缩，导致2010年周度成交量平均同比萎缩4成以上，而武汉市场在新政出台后，即2010年第16周起，成交量仍然维持在较高位置上，量价表现稳定。在我们关注的16个大中型城市中，武汉的成交量同比表现仅次于青岛，排名第二，是2010年截止5月23日同比实现正增长两个城市之一。

图表 10. 新政出台后武汉市场量价表现平稳



资料来源：中房指数研究院及中银国际研究

图表 11. 武汉 2010 年周度成交量表现抢眼



资料来源：中房指数研究院及中银国际研究

福星股份，聚焦城中村的武汉龙头

我们把福星股份的开发特色概括为三个方面，即：聚焦武汉的区域龙头开发商；聚焦城中村改造的土地扩张模式；布局“住宅+商业”获得高回报。

聚焦武汉的区域龙头开发商

公司制定的区域发展战略为以武汉“1+8”城市圈为核心发展区域，布局武汉市以及周边咸宁、恩施、孝感等地级市，充分利用自身的综合实力及品牌知名度，不断巩固和提升区域龙头地位。福星股份下属房地产公司福星惠誉在武汉已经耕耘房地产业务长达10年时间，作为本土老牌公司，品牌口碑良好、竞争力突出。2008年度，在武汉房地产开发企业协会组织的武汉房地产开发行业综合实力20强评比中，福星惠誉位列第一。公司所开发的汉口春天、水岸星城、福星惠誉国际城等项目和周边其他项目相比，定价具有明显的优势，溢价幅度达到上千元，显示公司的开发能力受到市场认可。

在市场占有率方面，2009年武汉市地产公司中，福星惠誉和武汉地产这两家本土开发商，加上万科和保利两家外来大鳄，并列本地开发商第一阵营。

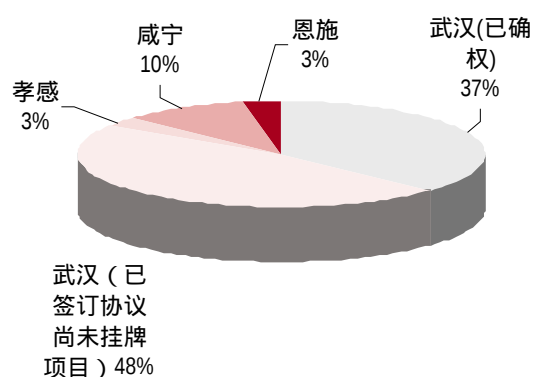
图表 12.2009 年武汉市房地产市场占有率排名

排名	企业名称	市场占有率
1	万科地产(武汉)	3.86%
2	武汉地产集团	3.63%
3	福星惠誉	3.32%
4	保利地产(武汉)	3.02%
5	百步亭	2.04%
6	金地集团(武汉)	1.99%
7	融侨集团(武汉)	1.96%
8	三江航天	1.78%
9	三金地产(武汉)	1.67%
10	长江建设	1.57%

资料来源：中国房地产指数系统

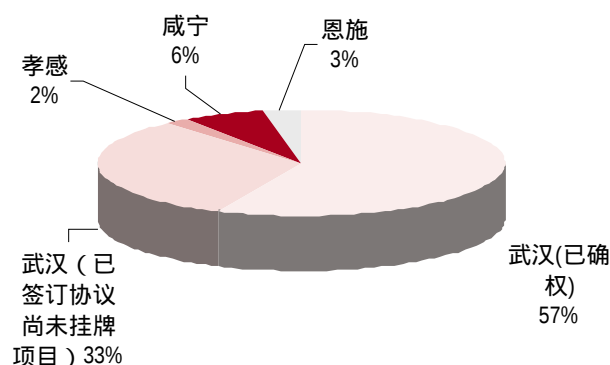
公司现已拥有和锁定的土地储备按建筑面积和总资产价值计，地处武汉的土地储备分别占到84%和89%，周边其他城市的土地储备分别占到16%和11%。

图表 13.控制土地储备建筑面积区域分布



资料来源：中银国际研究

图表 14. 按资产价值计算的土地储备区域分布



资料来源：中银国际研究

公司 2009 年新开工面积为 82.4 万平米，竣工面积 36 万平米，在建项目 6 个，属于中等规模的区域型开发商。2010 年随着土地储备的大幅扩张，公司将大幅增加开工面积，新开工面积预计将达到 150-200 万平米，超过 2009 年 1 倍以上。快速周转策略将使得公司继续提高本土市场份额，充分享受武汉大规模发展提供的机遇。

及时把握城中村改造契机

公司及时把握住了武汉大力推进“城中村改造”的难得拿地契机，以此作为切入点扩张在武汉的优质土地储备。福星股份较早即介入城中村改造谈判，充分发挥了作为本土开发商了解本地政策动向、以及具备较好的人脉和政府资源的优势。

2009 年公司厚积薄发，通过城中村改造方式获得或锁定了武汉市中心城区的大面积土地储备，成为武汉推进首批城中村改造的最大受益者。后文我们将对公司的城中村改造业务进行专门阐述。

通过“住宅+商业”模式提高项目回报

公司在年度报告中提出了“住宅+商业地产”的综合发展思路，我们认为公司这一主张主要是基于其以城中村方式获得的储备项目具备显著的地段优势（多位于武汉中心城区二环以内，不少项目紧邻主城区繁华路段），公司在这类项目的规划初期争取增加商业地产比例有利于提高平均售价，并大幅度提升项目盈利回报。

这种模式已经在公司在售的福星国际城项目中实施，该项目商业占比为 20%，商业平均售价约为住宅的 2.5 倍；在已开工的三角路项目中，公司争取了更高的商业比例，总的商业占比达到 40%，其中首期商业物业占比高达 80%。

乘势城中村改造，扩张迅速土地储备

抓住城中村改造机遇，近年土储爆发式增长

福星股份在武汉市城中村改造过程中已经成为在夺取市场份额最大的开发商。截至 2009 年底，公司在已公告的 20 个村改造项目中获得了 5 个（包括：三角路村 A 地块、团结村、和平村、红桥村以及贺家墩村），截至 2010 年 1 季度，公司新签约了青菱村项目，并摘牌获得三角路村项目。

图表 15.福星股份武汉市房地产项目区域位置



资料来源：Google 地图及中银国际研究

注：红色表示已签订合作协议尚未挂牌的城中村项目，黑色表示已经确权的项目。

截至目前，公司拥有与控制的土地储备为 727 万平方米。其中已确权的项目建筑面积为 385 万平米，包括非城中村项目 211 万平方米和已摘牌城中村项目 175 万平方米。

另外，公司已签订城中村改造项目合作协议书的 4 个项目总规划建筑面积为 341 万平方米，这些已签订合作协议书的项目预计年内都将进行土地挂牌出让，福星股份成功摘牌的可能性较大。

另外，公司还在北京获得了两个一级开发项目，合计规划建筑面积 102.6 万平米，固定回报率为 8%。

下表是福星股份一二级开发业务以及土地储备概况。

图表 16.福星股份当前控制的土地储备和一级开发

项目	区域	权益 (%)	占地面积 (平米)	规划建筑面积 (平米)	09 年末未结算可售面积 (平米)	楼面价 (元/平方)
原有开发项目			1,294,200	2,909,800	2,045,824	1,649
水岸星城一二期	武汉武昌	100	274,500	519,800	1,024	2,460
水岸星城三期	武汉武昌	100	42,700	148,100	23,000	2,720
水岸星城四期	武汉武昌	100	47,500	88,600	53,500	2,669
孝感福星城	孝感市	100	179,500	369,100	234,400	914
恩施福星城	恩施市	100	83,000	259,000	230,100	2,181
汉阳福星城	武汉市	100	114,500	330,000	330,000	4,479
咸宁福星城	咸宁市	100	319,900	729,900	708,500	710
东澜岸项目	武汉洪山区	100	232,600	465,300	465,300	1,014
已摘牌的城中村项目			455,200	1,808,100	1,799,000	2,968
水岸国际一期	武汉洪山区	100	83,100	358,400	358,400	2,863
武汉三角路城中村 B	武汉洪山区	100	217,000	860,000	860,000	2,653
福星惠誉国际城	武汉洪山区	100	155,100	589,700	580,600	3,500
现有土地储备小计			1,749,400	4,717,900	3,844,824	2,266
已签约未摘牌城中村项目			980,473	3,412,800	3,412,800	2,386
和平村	武汉洪山区	100	366,900	1,200,000	1,200,000	2,100
红桥村	武汉江岸区	100	276,600	1,106,400	1,106,400	3,200
贺家墩村 B 地块	武汉江汉区	100	132,473	596,400	596,400	2,381
青菱村	武汉洪山区	100	204,500	510,000	510,000	1,300
控制项目合计			2,729,873	8,130,700	7,257,624	2,323
一级开发项目			517,300	1,025,500		
小稿村一级开发项目	北京市	100	330,000	600,000		
通州砖厂村一级开发项目	北京市	100	187,300	425,500		

资料来源：公司资料及中银国际研究

2010 年及 11 年武汉二环内还将有 36 个村需要完成改造，将为公司提供更多机会。公司在年度计划中提出计划全年新增 500 万平米的土地储备项目，目前未确权项目为 341 万平米。根据年度计划，公司后续还将签约或摘牌若干改造项目，实际获得的面积有望超越这一计划，预计公司全年内通过城中村改造方式能够锁定的项目总建筑面积将超过 1,000 万平米，这将使得公司两年内土地储备持续爆发性增长，达到约 1,300 万平米的总规模，进而快速提升公司的 NAV 估值。

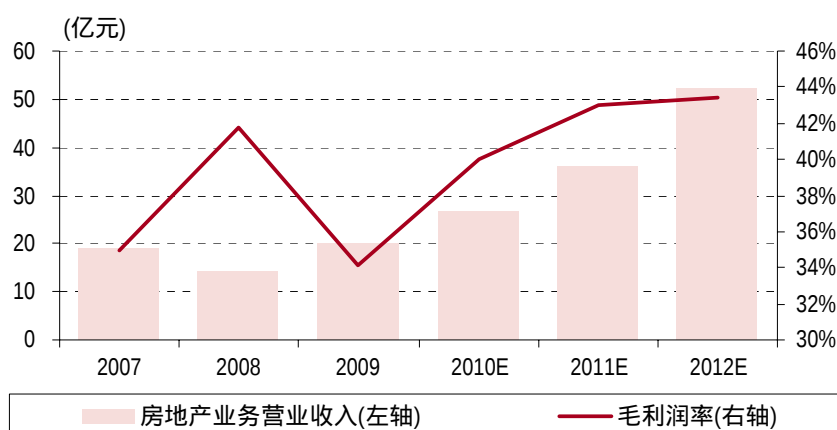
拿地成本合理，毛利率维持在较高水平

福星股份的房地产业务一直保持着较高的毛利率水平，2007-2009 年分别为 35.0%、41.8%和 34.1%。这与公司理性拿地态度以及较强的定价能力有关。目前公司拥有的非城中村改造项目平均楼面价为 2,268 元/平米。

公司近期获得的几个城中村项目，均位于武汉中心城区较优越的位置，如和平村地块位于中心城区洪山区沙湖大道沿线，贺家墩地块位于中心城区江汉区的中环以内区域，仅青菱村位于三环以外较偏远区域。公司已经获得和锁定的城中村土地储备平均楼面价为 2,375 元，项目毛利率预计普遍在 35%-40%左右，我们预测 2011 年后这些改造项目将为公司带来丰厚的利润回报。

我们对 2010-12 年房地产业务收入和毛利率预测如下图，预计 2009-2012 年房地产业务收入的复合增长率将达到 37.2%，毛利率在未来三年也将保持在 40%以上的水平：

图表 17.福星股份 2007-2012 年房地产业务收入和毛利率预测



资料来源：万得资讯及中银国际研究

福星城中村改造模式释疑

城中村拿地优势突出

福星股份积极参与城中村改造模式拿地的优势十分突出：

本土优势：作为本土开发商，福星得以发挥本地人脉、信息优势，较早介入城中村改造谈判，较外来开发商更为熟悉这一市场。

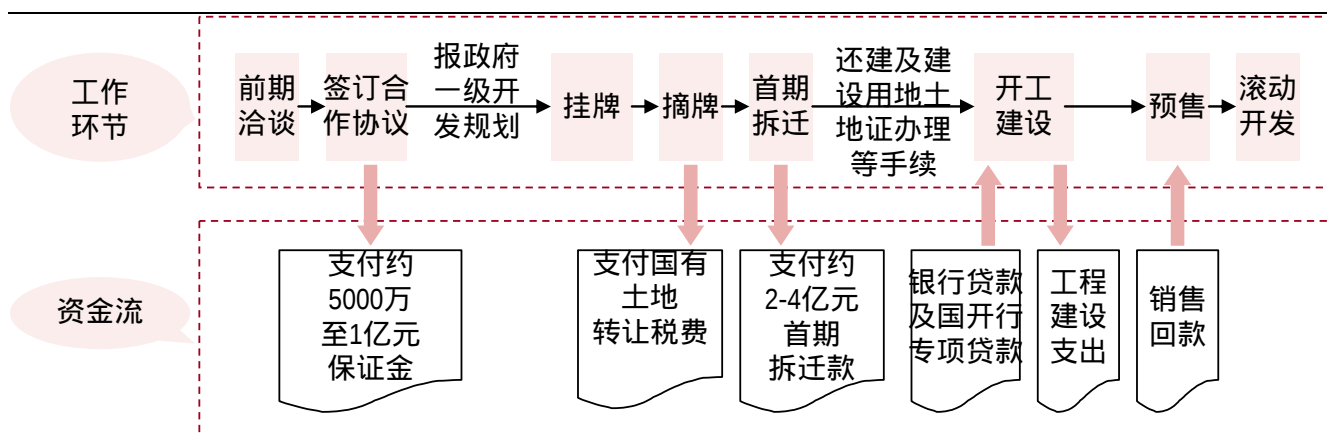
政府让利：武汉政府以向村集体和开发商让利方式，推动二环内首批 56 个城中村改造，在土地挂牌由集体土地转为国有土地时，没有收取土地增值价款，土地出让成本由村委会和开发商协商决定，一般低于招拍挂方式拿地成本约 20-30%；我们判断，武汉政府在城中村改造上的让利模式在未来不可持续，因此得以在首批改造中获得最大市场份额的公司，如福星股份得以站立在较高的起跑线上。

资金压力小：城中村改造为毛地挂牌出让，其付款程序和净地出让有很大的不同，开发商不需要一次性或在半年内全部支付土地出让金，而是根据拆迁进度分批支付，国家开发银行等政策性银行对旧改类项目的支持也使得这类项目获取专项贷款较为便利。在国土资源部对于土地出让的付款比例和付款期限做出严格规定、商业银行开发信贷有收紧趋势以后，城中村改造的付款条件的优势变得更为明显，资金压力小也为福星等开发商得以同时运作多个城中村项目提供了便利。

开发商城城中村改造项目流程分析

下图简要说明了来武汉市城中村改造项目的各个流程及资金流入流出的情况。

图表 18.福星股份城中村改造项目工作环节及资金流图示



资料来源：公司资料及中银国际研究

注：箭头向上表示资金流入房地产开发企业，箭头向下相应表示资金流出。

目前，市场对于城中村项目风险的担心集中于三个方面：一是协议项目挂牌时被竞争对手抢牌的风险；二是拆迁进展不顺利的风险；三是资金压力风险。下面我们根据项目流程，针对这三个疑问进行一一分析：

排他性协议降低抢牌风险

公司与城中村村委会签订土地转让合作协议是在前期与村集体经过深入的接触、洽谈，就实质性问题达成一致意见后才签订的，其他开发商如果未得到村集体配合，拆迁难度将非常大。协议中也通常包括排他性条款，以及未能成功摘牌的定金返还等。因此，一般认为签订协议的项目，后续会成功摘牌。

原址原面积还迁减少拆迁阻力

城中村改造项目，一般由三方即开发商、城中村以及村集体/村领导开办的企业共同签订合同，并由第三方即村集体/村领导相关企业负责拆迁工作，拆迁进展与资金支付、利益实现同步，村领导积极性较强。另外，政府在规划城中村改造时，均在原址附近专门辟地用于还建房建设，并能实现原面积还迁，因此，来自村民方的拆迁阻力较小。

当然，由于项目拆迁改造通常分为多期进行，项目后期拆迁难度也会有所加大，但是相比“旧城改造”项目，城中村改造项目面临的拆迁阻力要小得多。

资金压力可通过多种方式缓解

从图表 16 的分阶段资金流向示意图中可以看到，城中村项目较一次性付清全部地价款的土地公开市场资金压力要小的多，事实上，福星股份的资金压力主要是体现在短时间（2-3 年内）同时运作多个城中村项目、土地储备急剧增长造成的。

我们以三角路 A 地块项目为例，来说明城中村运作资金的实际需求情况。三角路 A 地块项目（即水岸国际一期）总地价 10.26 亿元，在签订合作协议时，公司支付了 5,000 万左右保证金；成功摘牌时，需支付约占土地转让总价的 4% 的契税和少量印花税；三角路 A 项目共 35.84 万方建面，分两期开发，首期 20 万平米拆迁共需支付 4 亿元左右拆迁款，抵用 5,000 万元保证金后，再需支付 3.5 亿元首期拆迁款就可以撬动整个项目运作。

另外，公司已与国开行签订了 100 亿元的授信额度，专项用于城中村改造，待村集体办理好还建用地土地使用证后，就可以申请办理此项贷款用于工程建设支出。

上述分析可知，成功摘牌一个城中村项目，福星仅需要 1-2 亿元的资金投入。对于 20 万平米建面的首期开发规模，至启动首期拆迁一般仅需投入 3-5 亿元左右资金。城中村的分期投入分期开发模式，以及国开行等政策性银行的支持，使得这一模式较公开市场招拍挂有着极大的资金优势，足以支持公司在短时间内进行多项目运作。

城中村改造隶属保障房范畴，可获政策倾斜

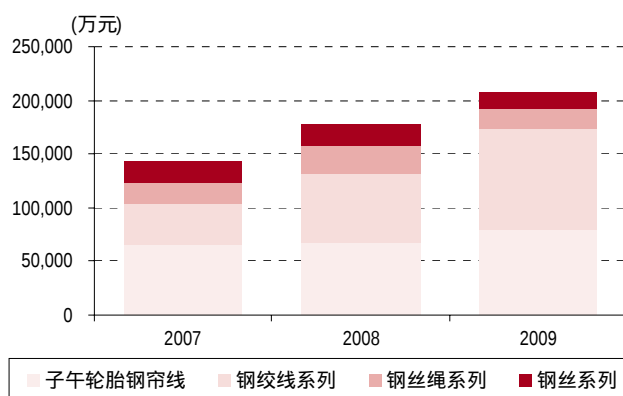
在新国十条中，保障房建设被提到前所未有的重视高度，国家提出确保完成 2010 年建设保障性住房 300 万套、各类棚户区改造住房 280 万套的工作任务。5 月 19 日，住房城乡建设部要与各省级人民政府签订住房保障工作目标责任书，落实工作责任。地方政府被要求切实落实土地供应、资金投入和税费优惠等政策，确保完成计划任务。保障房建设成为今年地方政府调控房地产市场政治任务的重中之重。

福星股份的城中村改造项目涉及大量的旧城改造和居民回迁，属于保障性住房范畴，因此在众多商业性住宅开发商受到新政的负面影响，银行融资受限之际，福星股份仍能享受到地方政策的倾斜，如土地供应、税费优惠、以及国开行百亿专项授信等。其经营环境要明显好于商业性住宅开发商。

金属业务稳中有增

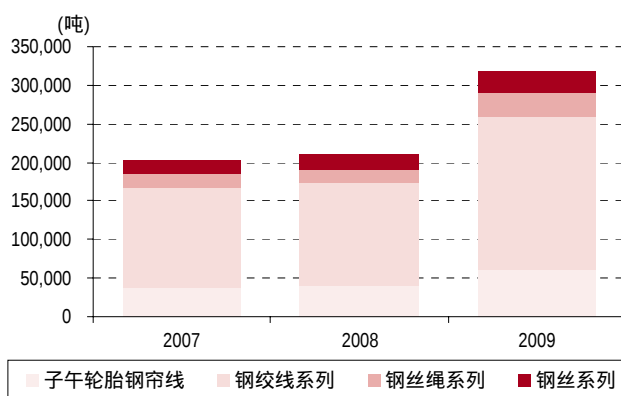
福星股份的金属制品业务包括子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝、钢丝绳等产品。2009 年公司上述产品总产能已经达到 31.7 万吨，2010 年公司将完成“新增年产 8.5 万吨预应力混凝土用钢绞线项目”，并推进“新增年产 3 万吨子午轮胎钢帘线项目”，从而使得金属制品业务产能达到 35 万吨；并将推进热电联产项目建设，从而提高热电内部使用效率，实现成本优化。

图表 19.福星股份金属制品产能不断扩大



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 20.福星股份金属制品营业收入稳定增长

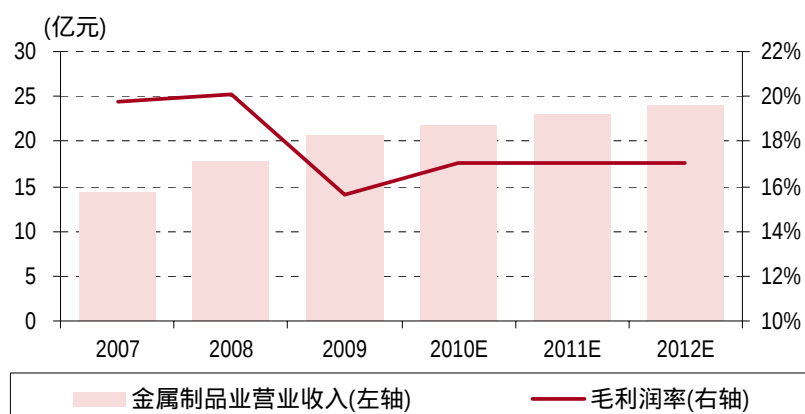


资料来源：公司资料及中银国际研究

从图表 19 可以看到，2007-2008 年公司金属制品毛利率维持在 20%左右的水平，但是 2009 年，由于受金融危机和消化高价原材料库存的影响，金属制品业务毛利率下滑到 15.59%。公司的金属制品业务净利润贡献也从每年较稳定的 8,000 万元左右水平下降到 3,000 万元左右。

受益于宏观经济复苏及汽车行业的快速回暖，公司金属制品业务也将从周期底部开始复苏，但由于优质高速线材等原材料价格上涨，挤压了毛利率，预计 2010 年起毛利率水平将小幅回升到 17%左右的水平，仍低于 07-08 年水平，但较 09 年有一定回升。预计 2010 年金属制品业净利润将回升到 4-5,000 万元左右的水平。

图表 21. 福星股份金属制品业务收入和毛利率预测



资料来源：万得资讯及中银国际研究

财务状况整体可控

公司目前财务状况较为宽松，2009 年期末，公司资产负债率仅为 57.6%，净负债率为 63.1%，手持货币资金 5.7 亿元，比 2008 年期末有较大下降，主要是由于公司推进城中村改造，支付定金和拆迁安置补偿款所致。

2010 年是公司获取城中村改造项目的高峰期、也是公司大幅加快开工施工进度的投入期，拆迁补偿及工程建设都需要大量的资金投入，预计今后几年资金将面临一定缺口。

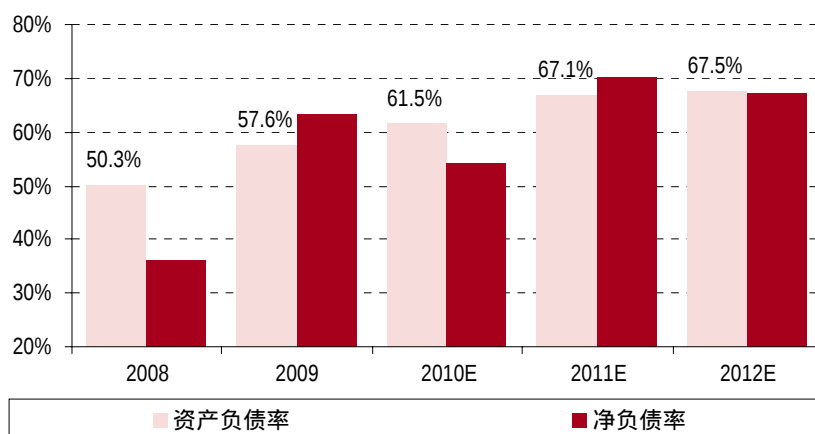
总的来看，公司将主要通过加大销售周转力度来填补资金缺口，公司运作的第一个城中村项目福星惠誉国际城（团结村），2009 年当年开工，当年预售、当年封顶，显示公司具备较强的项目运转能力；2010 年公司预计新开工面积 150-200 万平米，其中可售资源量预计可超过 100 万平米。

另外，公司 2009 年末资产负债率为 57.6%，仍有加大贷款融资杠杆的空间。另外，值得注意的是 2009 年，公司和国家开发银行签订了总额 100 亿元人民币的授信协议，专项支持城中村改造。

2009 年 8 月，福星股份股东大会审议通过了总额为 14.5 亿元的可转债发行方案，由于证监会对地产商股权融资审批放慢、审查严格，今年顺利完成的可能不大。但公司积极开拓其他创新融资渠道，刚刚和中融信托签订了 10 亿元的信托融资方案，投入三角路城中村 B 块项目。信托作为公司开辟股权融资渠道的尝试，对于公司优化负债结构，成功实现本年度土地资源获取目标都是非常有益的。

随着新增城中村项目加大开发力度、投资增加，预计公司未来几年的负债率将有所上升，我们预计公司未来三年资产负债率将从 09 年末的 57.6%逐步上升至 67.5%，但仍然保持合理的范围内，财务风险整体可控。

图表 22.福星股份负债状况预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

股票期权激励机制到位

2006年12月福星股份通过了股票期权激励计划,对公司及全资子公司福星惠誉的25名董事、监事及高级管理人员授予股票期权760万股,授予日为2006年12月11日,共分三期行权。

在公司股票期权第一期行权期内(自2007年12月11日起至2008年12月10日止),鉴于宏观经济形势发生重大变化,以及公司股票二级市场的表现(股票期权行权价与二级市场价格相当),故第一期符合行权条件的激励对象均未行权。第二期行权期自2008年12月11日起至2009年12月10日止,

可行权数额为475.2万股,行权价格为4.51元/股,行权出资款人民币2,143万元,已于2009年12月24日上市,公司股份总数因此由7.05亿股变更为7.10亿股。

实施股票期权激励将帮助企业将经营者收益和股东利益结合起来,有利于充分调动公司高级管理人员的积极性,同时还有助于稳定出色的经营者。

盈利预测及估值

项目调研信息及业绩预测

2010年新开工项目包括国际城二期、三角路B地块一期、贺家墩、东澜岸一期；2010年可结算项目包括福星惠誉国际城，水岸星城三、四期及一、二期尾盘，孝感、恩施、咸宁三个福星城。

由于公司有意识地加快了开工和销售的进度，以加快周转、回笼货款，以支持新一轮的大规模土地投资，2010年下半年，预计大部分本年度新开工的项目都有望投入销售，我们预计公司2010年销（预）售金额将较2009年的27.7亿元增长到约40亿元。从而使得2011年可结算资源大幅增加。

图表 23.项目实地调研信息汇总

项目	实地调研信息
水岸星城	今年主要销售三、四期，一、二期尾盘也将于今年结算。
孝感福星城	2010年至今已售3.6万方，均价3500元。
恩施/咸宁福星城	恩施和咸宁项目2010年至今已售1万多方，全年预计共销售5万余方。
汉阳福星城	旧城改造项目，拆迁难度大，预计年内可以动工。
福星惠誉国际城	一期：3万方商业去年已全部售完，售价2.3-2.5万元/平米；7栋住宅，其中已开盘6栋剩余20套左右，剩1栋未开盘，去年开盘价8500，一路上扬，目前价格9500左右；另有两单元900套精装修酒店式公寓，共4万多方，4月份开盘，均价在11000元左右；一期共16万方，至目前已售11万方。二期：即将拆迁完毕。
三角路项目	A地块共36万方建面，分两期开发，一期20万方拆迁完毕，即将开工，预计今年底进入销售，一期商业地产占到80%。合计商业地产占比为40%。
东澜岸项目	一期将于2010年5月开工。
和平村	实地调研显示，项目进展较快，虽然尚未挂牌，但14万平米还建房已封顶。预计商品房部分2011年开工。
红桥村	位于江岸区后湖乡，项目地理位置良好、周边商业范围浓郁，但拆迁难度相对偏大。
贺家墩村B地块	村委会积极配合拆迁，拆迁进展完成近半，预计今年一期20万平米即可开工销售。
青菱村	项目位于黄家湖，附近大学城入住学生已达10万余人，目标客户群为东湖开发区。

资料来源：公司调研

2009年期末，公司房地产预收账款为10.07亿元，已锁定了我们对2010年房地产结算收入预测26.75亿元的38%。我们预计公司2010-2012年的结算面积分别为36.1、45.5和63.9万平米。

具体结算项目的预测假设如下图所示。

图表 24.项目结算假设 (单位：万元，平方米，%)

项目	总建筑面积	结算价格			结算面积			结算收入			毛利率		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
水岸星城一二期	1,024	7,784	7,940	8,099	1,024	0	0	797	0	0	39.2	40.4	41.6
水岸星城三期	23,000	7,486	7,636	7,789	23,000	0	0	17,219	0	0	33.1	34.4	35.7
水岸星城四期	53,500	11,700	11,934	12,173	44,300	9,200	0	51,831	10,979	0	53.2	54.1	55.0
孝感福星城	234,400	3,500	3,570	3,641	92,275	92,275	49,850	32,296	32,942	18,152	27.1	28.5	29.9
恩施福星城	230,100	4,178	4,262	4,347	38,850	51,800	51,800	16,232	22,076	22,517	6.5	8.3	10.1
汉阳福星城	330,000	8,400	8,568	8,739	0	0	0	0	0	0	17.9	19.6	21.1
咸宁福星城	708,500	3,091	3,153	3,216	43,794	58,392	58,392	13,537	18,411	18,779	24.5	26.0	27.4
福星惠誉国际城	580,600	11,500	10,800	11,016	117,940	117,940	147,425	135,631	127,375	162,403	44.6	41.0	42.2
水岸国际一期	358,400	10,000	11,800	11,000	0	125,440	215,040	0	148,019	236,544	46.3	54.5	51.2
武汉三角路城中村 B	860,000	8,400	8,568	8,739	0	0	0	0	0	0	38.7	39.9	41.1
东澜岸项目	465,300	5,250	5,355	5,462	0	0	116,325	0	0	63,538	35.3	36.6	37.8
和平村	1,200,000	7,800	7,956	8,115	0	0	0	0	0	0	41.6	42.7	43.8
红桥村	1,106,400	10,000	10,200	10,404	0	0	0	0	0	0	42.7	43.8	44.9
贺家墩村 B 地块	596,400	8,000	8,160	8,323	0	0	0	0	0	0	39.3	40.5	41.6
青菱村	510,000	4,800	4,896	4,994	0	0	0	0	0	0	22.9	24.4	25.9
合计	7,257,624				361,183	455,047	638,832	267,544	359,802	521,934			

资料来源：公司资料及中银国际研究

根据上述房地产主业的盈利假设，并考虑金属制品业务每年约 5000 万元的净利润，我们预计公司 2010-12 年的净利润将分别达到 5.15、6.60 和 9.16 亿元，2009-12 年的复合增长率为 39.7%。其中 2010 年由于公司出售所持的风神轮胎股票，获得了 9000 多万元的股票投资净收益，列入营业外收入，约占到净利润的 17%。

每股净资产估值

我们用分部法来计算公司的 2010 年末 NAV。其中房地产业务按现金流折现法计算，得到重估资产总值为 154.7 亿元，其中未摘牌项目 46.6 亿元，占房地产业务的总资产比为 31.7%；金属制品业务按市盈率法（每年平均净利润按 5,000 万元，市盈率为 15 倍计算），得到重估资产值为 7.5 亿元。据此我们测算得到，福星股份包含未确权项目的 2010 年末每股 NAV 为 19.37 元，不考虑未确权项目的 NAV 为 12.78 元。如果按未确权项目获得率为 50% 计算，2010 年末每股 NAV 为 16.08 元。

图表 25.福星股份净资产估值（单位：万元，平方米）

	权益	建筑面积	09 末未 结算面积	占比(%)	未结算权益 面积	占比(%)	2010E 重估 资产值	占比(%)
房地产开发业务（DCF 法）								
已确权项目		4,717,900	3,844,824	52.98	3,844,824	52.98	992,617	67.39
水岸星城一二期	100	519,800	1,024	0.01	1,024	0.01	0	0.00
水岸星城三期	100	148,100	23,000	0.32	23,000	0.32	0	0.00
水岸星城四期	100	88,600	53,500	0.74	53,500	0.74	6,789	0.46
孝感福星城	100	369,100	234,400	3.23	234,400	3.23	26,794	1.82
恩施福星城	100	259,000	230,100	3.17	230,100	3.17	46,181	3.14
汉阳福星城	100	330,000	330,000	4.55	330,000	4.55	143,422	9.74
咸宁福星城	100	729,900	708,500	9.76	708,500	9.76	93,353	6.34
福星惠誉国际城	100	589,700	580,600	8.00	580,600	8.00	235,629	16.00
水岸国际一期	100	358,400	358,400	4.94	358,400	4.94	204,681	13.90
武汉三角路城中村项目	100	860,000	860,000	11.85	860,000	11.85	156,631	10.63
东澜岸项目	100	465,300	465,300	6.41	465,300	6.41	79,138	5.37
未摘牌城中村		3,412,800	3,412,800	47.02	3,412,800	47.02	466,338	31.66
和平村	100	1,200,000	1,200,000	16.53	1,200,000	16.53	168,865	11.46
红桥村	100	1,106,400	1,106,400	15.24	1,106,400	15.24	195,867	13.30
贺家墩村 B 地块	100	596,400	596,400	8.22	596,400	8.22	72,824	4.94
青菱村	100	510,000	510,000	7.03	510,000	7.03	28,783	1.95
一级开发项目		1,025,500					13,982	0.95
通州砖厂村一级开发项目	100	425,500					6,806	0.46
小稿村一级开发项目	100	600,000					7,176	0.49
小计		4,717,900	3,844,824	52.98	3,844,824	52.98	992,617	67.39
金属制品业务（市盈率法）							75,000	
GAV 合计							1,547,938	
净负债							173,007	
重估净资产值							1,374,931	
每股重估净资产(元/股)							19.37	
不考虑未确权项目的每股重估 净资产(元/股)							12.78	

资料来源：公司资料及中银国际研究

目前，房地产行业主要区域性开发商平均 2010 年市盈率为 12.9 倍，平均 2010 年末 NAV 折价率为 21.8%，和同类公司相比，福星股份市盈率和 NAV 估值均低于同业平均水平。考虑到公司锁定的大量城中村项目，其潜在 NAV 的估值优势极其突出，公司目前股价对潜在 NAV 的折价率超过 50%。随着已签约项目的逐步挂牌获得，市场对其通过城中村改造获得土地储备的信心将得到提升，而新的城中村项目的意向性签约也将是净资产估值优势进一步扩大。

当前市场上净资产估值偏低的开发商通常面临开发能力不足、业绩难以有效释放的问题，如同在武汉市场的泛海建设和名流置业，但是福星股份历史上良好的开发销售能力表现、公司积极加快销售周转的努力，以及武汉市场健康的房地产市场环境，足以打消市场上的类似怀疑。我们看好福星股份的资产价值，同时也对公司保持良好的业绩增长具有信心。我们对公司给予**买入**的首次评级，鉴于公司部分控制城中村项目尚未挂牌取得，以谨慎起见，为了充分考虑其中的风险，我们按不考虑未确权项目的 NAV 将目标价定为 12.78 元，相当于 17.5 倍的 2010 年市盈率。

图表 26. 区域行住宅开发商估值比较

公司	代码	评级	股价	总市值 (亿元)	评估净	评估净	净利润年				净资产		每股净		
					资产值	资产值	均复合增				收益率	收益率	资产		
					2010	2010	09-11E	09	10E	11E	2009	2009	最新	(倍)	率(%)
区域性开发商															
华发股份	600325.SS	买入	11.55	94	14.33	(19.4)	13.1	13.8	13.2	10.8	0.9	14.2	6.40	1.8	29
冠城大通	600067.SS	持有	8.55	63	9.71	(12.0)	60.1	22.2	9.0	8.6	0.6	18.1	2.50	3.4	92
深振业 A	000006.SZ	持有	5.59	43	6.22	(10.1)	20.6	13.0	11.1	6.0	2.1	17.6	2.73	2.0	157
中华企业	600675.SS	持有	7.18	102	10.24	(29.9)	46.9	16.0	14.5	7.4	n.a.	18.3	2.71	2.6	36
中航地产	000043.SZ	持有	11.17	25	14.71	(24.1)	86.3	39.5	17.8	11.4	n.a.	3.7	7.73	1.4	86
京投银泰	600683.SS	持有	7.11	53	7.11	0.0	99.7	48.6	13.4	12.2	0.7	10.1	2.05	3.5	78
嘉凯城	000918.SZ	买入	8.32	150	10.39	(19.9)	38.7	12.5	8.0	6.5	0.6	51.9	1.69	4.9	19
苏宁环球	000718.SZ	买入	9.09	155	13.47	(32.5)	53.7	21.7	11.5	9.2	0.6	29.7	1.79	5.1	3
鲁商置业	600223.SS	持有	7.61	76	10.79	(29.4)	56.2	17.3	10.0	7.1	n.a.	86.1	0.65	11.7	238
中南建设	000961.SZ	买入	9.17	107	14.89	(38.4)	50.5	19.1	10.3	8.4	n.a.	22.1	3.47	2.6	35
ST 东源	000656.SZ	买入	8.83	22	13.03	(32.2)	39.8	14.3	9.4	7.3	0.6	24.8	1.81	4.9	(9)
建发股份	600153.SS	买入	12.24	152	17.32	(29.3)	20.4	14.3	11.5	9.9	2.0	20.3	4.10	3.0	62
新湖中宝	600208.SS	买入	5.01	254	6.85	(26.8)	50.1	22.1	12.9	9.8	1.2	21.3	1.20	4.2	40
荣盛发展	002146.SZ	买入	9.75	140	12.72	(23.4)	44.1	22.9	15.3	11.0	0.1	20.8	2.67	3.7	28
阳光城	000671.SZ	持有	12.04	40	11.33	6.3	93.7	22.2	7.7	5.9	0.5	23.3	2.58	4.7	121
名流置业	000667.SZ	未有评级	7.01	94	n.a.	n.a.	82.3	31.2	14.8	9.4	n.a.	5.8	3.62	1.9	1
上实发展	600748.SS	未有评级	8.87	96	n.a.	n.a.	49.9	28.4	19.3	12.7	0.4	9.5	2.34	3.8	130
泛海建设	000046.SZ	未有评级	9.36	213	n.a.	n.a.	51.9	51.1	34.0	22.3	1.1	4.8	3.39	2.8	35
阳光股份	000608.SZ	未有评级	7.56	57	n.a.	n.a.	14.6	13.5	13.7	14.4	0.8	14.3	2.97	2.5	(34)
首开股份	600376.SS	未有评级	14.83	171	n.a.	n.a.	35.0	19.2	13.3	10.5	0.7	14.3	8.51	1.7	21
栖霞建设	600533.SS	未有评级	5.21	55	n.a.	n.a.	44.3	21.8	14.3	10.5	2.9	8.4	2.43	2.1	52
广宇集团	002133.SZ	未有评级	6.63	33	n.a.	n.a.	46.0	17.9	10.7	8.4	1.7	14.2	2.41	2.7	87
北京城建	600266.SS	未有评级	12.36	92	n.a.	n.a.	36.3	17.0	10.3	9.2	0.8	20.5	6.60	1.9	29
亿城股份	000616.SZ	未有评级	5.26	47	n.a.	n.a.	40.4	14.4	9.3	7.3	n.a.	15.6	3.11	1.7	(2)
滨江集团	002244.SZ	未有评级	9.57	129	n.a.	n.a.	39.3	17.2	11.8	8.9	0.5	20.5	2.61	3.7	79
平均值						(21.8)	48.2	21.8	12.9	9.8	1.0	20.0		3.3	56
福星股份	000926.SZ	买入	9.18	65	12.78	(28.1)	40.1	19.4	12.6	9.9	1.1	8.9	5.44	1.7	43

资料来源：中银国际研究

风险因素

信贷收缩导致销售放缓和价格下跌的风险。银行收紧房贷导致购买力下降、以及对外地人购房的限制都将影响到住房的需求，并导致销售放缓和价格调整；武汉大规模的城市基础设施建设需基于地方融资平台的畅通，宏观环境收紧，基础设施建设可能放慢。由于城中村改造属于地方政府政策支持的范围，受政策影响相对较小。

区域过度集中导致的风险。公司绝大部分土地储备都集中在武汉及周边城市，如果区域市场出现大的经济环境或政策波动，可能这将使公司经营面临风险。

城中村改造模式的相关风险。城中村项目虽然较旧城改造项目拆迁难度大幅下降，但仍然隐含了项目洽谈前期风险和未来项目后期的拆迁风险，另外，城中村项目分期缴付地价的模式和国土部的规定有所出入，也可能导致公司股权融资不畅。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,201	4,097	4,857	5,888	7,624
销售成本	(2,368)	(3,246)	(3,831)	(4,519)	(5,715)
经营费用	(158)	(161)	(192)	(249)	(367)
息税折旧前利润	675	690	833	1,120	1,541
折旧及摊销	(119)	(130)	(145)	(151)	(151)
经营利润 (息税前利润)	557	560	688	969	1,390
净利息收入/(费用)	(101)	(113)	(121)	(140)	(169)
其他收益/(损失)	(28)	(3)	120	51	0
税前利润	428	444	687	880	1,222
所得税	(89)	(110)	(172)	(220)	(305)
少数股东权益	0	2	0	0	0
净利润	338	336	516	660	916
核心净利润	358	339	516	621	916
每股收益(人民币)	0.476	0.473	0.726	0.929	1.291
核心每股收益(人民币)	0.505	0.477	0.726	0.875	1.291
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.058	0.074	0.103
收入增长(%)	n.a.	28	19	21	29
息税前利润增长(%)	n.a.	1	23	41	44
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	2	21	34	38
每股收益增长(%)	n.a.	(1)	53	28	39
核心每股收益增长(%)	n.a.	(5)	52	21	47

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,001	568	788	883	1,144
应收帐款	605	697	631	765	762
库存	3,390	3,705	6,314	9,716	11,817
其他流动资产	490	2,467	2,148	2,470	3,070
流动资产总计	5,485	7,437	9,880	13,834	16,793
固定资产	1,520	1,717	1,573	1,424	1,274
无形资产	32	35	34	33	32
其他长期资产	179	255	139	145	157
长期资产总计	1,731	2,008	1,747	1,601	1,463
总资产	7,216	9,445	11,627	15,435	18,256
应付帐款	795	1,081	1,024	1,185	1,485
短期债务	419	520	641	1,884	2,555
其他流动负债	532	1,255	2,914	4,711	5,718
流动负债总计	1,745	2,856	4,579	7,780	9,758
长期借款	1,875	2,573	2,573	2,573	2,573
其他长期负债	10	16	0	0	0
股本	705	710	710	710	710
储备	2,871	3,247	3,721	4,329	5,172
股东权益	3,576	3,957	4,431	5,039	5,882
少数股东权益	10	44	44	44	44
总负债及权益	7,216	9,445	11,627	15,435	18,256
每股帐面价值(人民币)	5.07	5.57	6.24	7.10	8.28
每股有形资产(人民币)	5.03	5.52	6.19	7.05	8.24
每股净负债/(现金)(人民币)	1.83	3.56	3.42	5.03	5.61

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	428	444	687	880	1,222
折旧与摊销	119	130	145	151	151
净利息费用	101	113	121	140	169
运营资本变动	(488)	(1,116)	(794)	(2,004)	(1,565)
税金	(89)	(110)	(172)	(220)	(305)
其他经营现金流	(50)	(15)	(16)	(51)	0
经营活动产生的现金流	19	(554)	(28)	(1,104)	(329)
购买固定资产净值	(254)	(452)	2	2	3
投资减少/增加	1	1	0	0	0
其他投资现金流	0	(27)	111	4	(7)
投资活动产生的现金流	(253)	(479)	113	6	(4)
净增权益	1,223	21	0	0	0
净增债务	(286)	799	121	1,244	670
支付股息	(226)	(243)	(41)	(53)	(73)
其他融资现金流	0	0	55	2	(4)
融资活动产生的现金流	710	578	135	1,193	593
现金变动	477	(455)	220	96	260
期初现金	447	1,001	568	788	883
公司自由现金流	(234)	(1,033)	85	(1,097)	(333)
权益自由现金流	(520)	(234)	206	146	337

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.1	16.8	17.2	19.0	20.2
息税前利润率(%)	17.4	13.7	14.2	16.5	18.2
税前利润率(%)	13.4	10.8	14.2	14.9	16.0
净利率(%)	10.6	8.2	10.6	11.2	12.0
流动性					
流动比率(倍)	3.1	2.6	2.2	1.8	1.7
利息覆盖率(倍)	5.0	4.6	5.6	6.8	8.1
净权益负债率(%)	36.1	63.1	54.2	70.3	67.2
速动比率(倍)	1.2	1.3	0.8	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	19.3	19.4	12.6	9.9	7.1
核心业务市盈率(倍)	18.2	19.2	12.6	10.5	7.1
目标价对应核心业务	25.3	26.8	17.6	14.6	9.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	333.3	(11.7)	(232.4)	(5.9)	(19.8)
企业价值/息税折旧前	11.3	12.8	10.7	9.0	6.8
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	522.4	398.8	477.2	647.3	687.6
应收帐款周转天数	68.9	58.0	49.9	43.3	36.6
应付帐款周转天数	90.6	83.5	79.1	68.5	63.9
回报率					
股息支付率(%)	20.9	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	9.5	8.9	12.3	13.9	16.8
资产收益率(%)	6.1	5.1	4.9	5.4	6.2
已运用资本收益率(%)	9.7	8.8	9.3	11.3	13.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

福星股份 (000926.SZ/人民币 9.18, 买入)
华发股份 (600325.SS/人民币 11.55, 买入)
冠城大通 (600067.SS/人民币 8.55, 持有)
深振业 A (000006.SZ/人民币 5.59, 持有)
中华企业 (600675.SS/人民币 7.13, 持有)
中航地产 (000043.SZ/人民币 11.17, 持有)
京投银泰 (600683.SS/人民币 7.11, 持有)
嘉凯城 (000918.SZ/人民币 8.32, 买入)
苏宁环球 (000718.SZ/人民币 9.09, 买入)
鲁商置业 (600223.SS/人民币 7.61, 持有)
中南建设 (000961.SZ/人民币 9.17, 买入)
ST 东源 (000656.SZ/人民币 8.83, 买入)
建发股份 (600153.SS/人民币 12.24, 买入)
新湖中宝 (600208.SS/人民币 5.01, 买入)
荣盛发展 (002146.SZ/人民币 9.75, 买入)
阳光城 (002146.SZ/人民币 12.04, 持有)
名流置业 (000667.SZ/人民币 7.01, 未有评级)
上实发展 (600748.SS/人民币 8.87, 未有评级)
泛海建设 (000046.SZ/人民币 9.36, 未有评级)
阳光股份 (000608.SZ/人民币 7.56, 未有评级)
首开股份 (600376.SS/人民币 14.83, 未有评级)
栖霞建设 (600533.SS/人民币 5.21, 未有评级)
广宇集团 (002133.SZ/人民币 6.63, 未有评级)
北京城建 (600266.SS/人民币 12.36, 未有评级)
亿城股份 (000616.SZ/人民币 5.26, 未有评级)
滨江集团 (002244.SZ/人民币 9.57, 未有评级)

以 2010 年 5 月 26 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 5 月 25 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371