

王晓冬 虞淼 张忆东

福星股份 (000926)

S0190207040090

调研信息速递

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

推荐 (维持)**2010年7月12日****投资要点**

- 2010年7月12日，我们对福星股份进行了实地调研，调研信息如下：

点评

- 在拜访公司管理层之后，预计2010年至2012年，公司可实现EPS分别为0.66元、0.84元、0.99元，其中房地产业务贡献EPS分别为0.49元、0.76元、0.89元。结合公司每股RNAV14.37元(其中已获取项目每股RNAV9.37元)，我们维持公司6个月目标价14.0元，维持“推荐”评级。
- 2010年上半年签约额约14亿元：略低于市场预期

截至6月30日，公司共实现销售面积约16.8万平米，实现销售额约14亿元。由于推盘量较少，公司上半年销售略低于市场预期。其中，福星惠誉国际城销售量约占推盘量的90%。

表1：2010年上半年主要楼盘销售

楼盘名称	销售面积 (单位：平米)	销售均价 (单位：元/平米)	销售收入 (单位：万)
水岸星城	40,000	10,000	40,000
福星惠誉国际城	58,000	10,300	60,000
孝感福星城	50,000	4,000	20,000

资料来源：兴业证券研发中心

- 下半年推盘量较大：主要集中在四季度

预计，2010年下半年公司预计推盘约21万平米，预计实现销售收入约21.54亿。同时，上述楼盘的推盘时间集中在四季度。值得欣喜的是，推盘计划中，武汉项目上升至4个，公司非线性成长路径进一步清晰。

表2：福星股份下半年推盘计划

楼盘名称	销售面积 (单位：平米)	销售均价 (单位：元/平米)	销售收入 (单位：万)
------	-----------------	-------------------	----------------

福星惠誉国际城	60,000	10,000	60,000
贺家墩项目（商业）	30,000	20,000	60,000
东澜岸（商业）	30,000	10,000	30,000
青城华府（商业）	30,000	15,000	45,000
孝感福星城	20,000	4,000	8,000
恩施福星城	20,000	4,200	8,400
咸宁福星城	20,000	3,000	6,000
合计	210,000		215,400

资料来源：兴业证券研发中心

● 近三年结算进度表

根据本次实地调研，我们对结算进度进行了部分调整。

表 3：福星股份近三年结算进度表

项目	2010E			2011E			2012E		
	面积	均价	毛利率	面积	均价	毛利率	面积	均价	毛利率
水岸星城一期、二期	3.33	10,000	53.3%						
水岸星城三期	0.44	10,000	53.3%						
水岸星城四期	3.44	10,000	53.3%						
福星惠誉国际城	10	9,600	38.4%	13	9,600	38.4%	15	9,600	38.4%
水岸国际一期（住宅）				5	8,500	29.2%	7	8,500	29.2%
水岸国际一期（商业）				3	20,000	60.2%	5	50,000	60.2%
贺家墩 B 地块							2	8,000	37.1%
和平村							2	9,000	47.4%
红桥村							2	10,000	35.5%
孝感福星城	9	4,100	28.8%	10	4,100	30.5%	4.4	4,200	32.1%
恩施福星城	7	4,200	7.5%	6	4,300	9.6%	6	4,400	11.6%
咸宁福星城	6	3,100	14.3%	8	3,200	17.0%	10	3,300	21.9%

资料来源：兴业证券研发中心

注：其中和平村和红桥村项目仍需走招拍挂程序

● RNAV 敏感性测试

基于 2010 年的销售均价，我们进行二级开发进行 RNAV 敏感性分析。

表 3: RNAV 敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
6.4%	8.67	10.71	12.75	14.78	16.82	18.86	20.90
7.2%	8.60	10.59	12.58	14.56	16.55	18.54	20.53
8%	8.53	10.47	12.41	14.35	16.29	18.24	20.18
8.8%	8.46	10.35	12.25	14.15	16.04	17.94	19.84
9.6%	8.39	10.24	12.10	13.95	15.80	17.65	19.51

资料来源：兴业证券研发中心

注：横坐标为 2010 年销售均价变动幅度；纵坐标为贴现率变动数值

RANV 测算包含了仍需走招牌挂流程的和平村、红桥村、青菱乡

● 简单的资金压力测试：2010 年公司资金链偏紧

土地储备的获取在三大表上的反应为：存货的增加、当期的现金流出、未来的利润增长。而现金流对于地产公司而言尤为重要。2010 年，在行业景气度下滑的大背景下，市场普遍担心公司偏紧的资金链。

现金流出：新增土地储备需要前期预付费 10 亿、还建房建设 200 万平米需要支付建安成本 25 亿、土地款支付 10 亿、商品房开工面积 135 万平米需要建安成本约 22.5 亿，即现金流出约 67.5 亿。

现金流入：销售回款约 29.5 亿、信托借款 20 亿、国开行专项贷款到帐约 25 亿，即现金流入约 74.5 亿。同时公司目前的资产负债率约 57%，仍有进一步上升的空间。

总体看，2010 年公司现金流将呈现略紧的状况。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话：021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话：021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戡

电话：021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。