

2010-07-31

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 更新报告

福星股份 (000926)

增持/ 维持评级

股价: RMB10.62

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhq.com

联系人

周雅婷

0755-82125148 zhouyt@lhq.com

相关研究

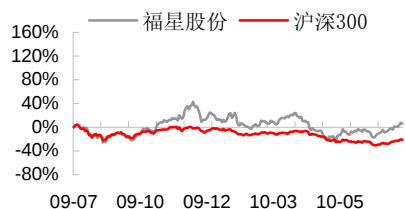
公司研究-福星股份 (000926) 100523: 城中村改造领航者 (增持)

公司研究-福星股份 (000926) 100721: 城中村改造步伐稳健 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	710
流通 A 股 (百万股)	525
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	5574

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资金显紧张但仍有回旋空间

—2010 年中报点评

- 公司近日公布中报, 上半年实现营业收入 23.2 亿元, 同比上升 27.5%, 实现净利润 2.7 亿元, 同比上升 90%, 实现 EPS0.38 元, 利润上升大幅超越收入的原因在于公司上半年出售了所持有的 990 万股风神股份股票, 获税后投资收益 8095 万元, 贡献 EPS0.11 元。
- 2010 年 1-6 月公司房地产业实现结算面积 16.85 万平米, 营业收入 11.9 亿元, 比上年同期增长 34.88%, 实现营业利润 2.2 亿元, 比上年同期增长 49.51%。上半年主要销售和结算来源为福星国际城、水岸星城四期和孝感福星城, 三者合计贡献结算收入达本期收入的 87%, 公司期末房地产业务有预收账款 10.7 亿元, 比 09 年末增加 13%。公司在上半年经历市场调控的情况下仍显示出较好的销售能力, 其中外地三项目总体销量基本保持稳定, 体现出较小的调控压力。公司新增的 3 万吨子午轮胎用钢丝帘线项目和 8.5 万吨 PC 钢绞线项目今年开始投产, 带动金属制品业务销售收入的提升, 营业收入 11.2 亿元, 比上年同期增长 20.56%, 但金属业务毛利进入下降通道的趋势明显, 在去年下降的基础上, 本期继续小幅下降 1.86%。
- 公司期末为城中村改造提前支付的拆迁还建费用及土地成交预付款项约 19.8 亿元, 占资产的比重为 16.45%, 与主流开发企业及同类型公司相比均属较高。公司特殊的项目获取模式使其在目前的资本调控压力下显得资金紧张, 可能会成为今年制约公司快速扩张的压力, 但我们认为公司在资金问题上仍存在一定的回旋空间。一方面相比其他城市, 武汉的旧城改造拆迁模式成熟, 完成过程相对迅速, 公司挤压在拆迁还建上的资金支出大部分 (96.8%) 在一年内即可转入正常开发, 另一方面公司目前的资产负债率为 57.6%, 扣除预收账款后的资产负债率为 48.73%, 良好的负债状况使未来仍存在增加借款的空间, 而公司在当地的龙头地位则可为获取银行贷款增加砝码, 另外公司大部分项目将在四季度进入销售, 销售回款的增加也将有助于公司现金压力的缓解。
- 虽然下半年的地产销售仍面临不确定性, 但考虑到公司目前已实现营业收入加上地产预收账款数已锁定我们全年预测销售收入的 75%, 而公司金属业务业绩贡献相对稳定, 我们仍维持公司 10 年、11 年 EPS0.79 元、1.00 元的预测, 对应 PE 为 13X、11X, 维持公司增持评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4097.3	867.0	4492	5836	7630
(+/-%)	28.0	15.6	9.6	29.9	30.7
归属母公司净利润(百万元)	336.4	139.9	564	713	1208
(+/-%)	1.8	267.4	67.7	26.4	69.4
EPS(元)	0.47	0.20	0.79	1.00	1.70
P/E(倍)	22.4	53.9	13	10.6	6.2

业绩增长平稳

公司近日公布年报，上半年实现营业收入 23.2 亿元，同比上升 27.5%，实现净利润 2.7 亿元，同比上升 90%，实现 EPS0.38 元，利润上升大幅超越收入的原因在于公司上半年出售了所持有的 990 万股风神股份股票，获税后投资收益 8095 万元，贡献 EPS0.11 元。

2010 年 1-6 月公司房地产业实现结算面积 16.85 万平米，营业收入 11.9 亿元，比上年同期增长 34.88%，实现营业利润 2.2 亿元，比上年同期增长 49.51%。上半年主要销售和结算来源为福星国际城、水岸星城四期和孝感福星城，三者合计贡献结算收入达本期收入的 87%，公司期末房地产业务有预收账款 10.7 亿元，比 09 年末增加 13%，公司在上半年经历市场调控的情况下仍显示出较好的销售能力，其中外地三项目总体销售基本保持稳定，体现出较小的调控压力。

公司新增的 3 万吨子午轮胎用钢丝帘线项目和 8.5 万吨 PC 钢绞线项目今年开始投产，带动金属制品业务销售收入的提升，2010 年 1-6 月完成销量 16.31 万吨，实现营业收入 11.2 亿元，比上年同期增长 20.56%，但金属业务毛利进入下降通道的趋势明显，在去年下降的基础上，本期继续小幅下降 1.86%。

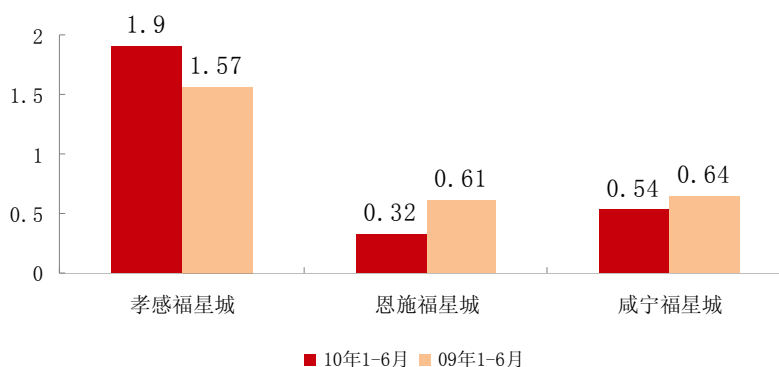
表 1 公司 10 年上半年主要项目销售结算情况

单位：亿元

项目	当期结算金额	当期期销售金额	累计销售金额	累计结算金额	已售未结金额
水岸星城三期	0.51	0.69	9.9	9.72	0.18
水岸星城四期	1.24	2.63	8.2	6.0	2.2
孝感福星城	2.01	1.9	8.79	7.01	1.78
恩施福星城	0.89	0.32	2.16	2.04	0.12
咸宁福星城	0.1	0.54	2.48	0.73	1.75
福星惠誉·国际城	6.85	5.8	12.87	9.05	3.82
合计	11.6	11.88	44.4	34.55	9.85

资料来源：公司半年报，华泰联合研究所

图 1 公司外地项目总体销量保持稳定

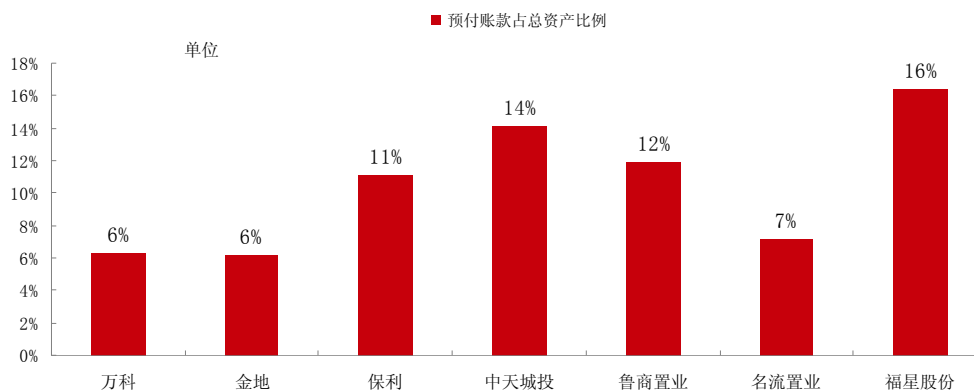


资料来源：天软，华泰联合研究所

资金显紧张但仍有回旋空间

公司期末现金余额 15 亿元，比 09 年末增加 10.3 亿元，主要来源于公司的借款的增加，期末公司为城中村改造提前支付的拆迁还建费用及土地成交预付款项约 19.8 亿元，占资产的比重为 16.45%，与主流开发企业及同类型公司相比均属较高，这与公司特殊的旧改项目获取方式有关。公司的发展模式使其在目前的资本调控压力下显得资金紧张，可能会成为今年制约公司快速扩张的压力，但我们认为公司在资金问题上仍存在一定的回旋空间，一方面相比其他城市，武汉的旧城改造拆迁模式成熟，完成过程相对迅速，公司挤压在拆迁还建上的资金支出大部分（96.8%）在一年内即可转入正常开发，另一方面公司目前的资产负债率为 57.6%，扣除预收账款后的资产负债率为 48.73%，良好的负债状况使未来仍存在增加借款的空间，而公司在当地的龙头地位则可为获取银行贷款增加砝码，另外公司大部分项目将在四季度进入销售，销售回款的增加也将有助于公司现金压力的缓解。

图 2 公司特殊项目获取模式使资金积压度高于同业



资料来源：天软，华泰联合研究所

估值与投资建议

虽然下半年的地产销售仍面临不确定性，但考虑到公司目前已实现营业收入加上地产预收账款数已锁定我们全年预测销售收入的 75% 以及金属业务业绩贡献相对稳定性，我们仍维持公司 10 年、11 年 EPS0.79 元、1.00 元的预测，对应 PE 为 13X、11X，维持公司增持评级。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com