

分析师： 苏雪晶 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209010200
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

城中村模式有序推进

事件描述与点评

福星股份今日发布 2010 年中期报告，其主要内容为：

- 2010 年上半年实现营业收入 23.17 亿元，同比增长 27.51%；实现营业利润 3.35 亿，同比增长 79.48%；实现归属上市公司股东净利润 2.69 亿元，同比增长 89.43%。每股收益 0.38 元。

中报点评要点：

- 上半年归属母公司净利润同比增长超过营业收入的主要原因是公司在一季度出售了风神股份 990 万股股票取得的投资收益，这部分投资收益税后为 8095 万，折合每股贡献了 0.11 元；房地产业务主要贡献利润的项目来自水岸星城与福星惠誉国际城。从去年 3 季度我们提出了估值优势和企业拐点同时到来之后，市场整体表现是一个兑现预期过程。公司中报一个突出的特点是营业税金中的土地增值税占营业收入的比重上升，这主要是因为福星惠誉公司计提土地增值税所致，但这同时也在另一方面说明目前土地增值税预征越来越严格。
- 公司在房地产开发方面的核心优势就是城中村改造，与其他模式相比，这种模式使得公司在成本控制方面具有明显优势。公司在武汉地区的城中村改造有着较为丰富的经验，在争取武汉核心位置的城中村改造项目有着比较大的优势。公司未来城中村改造项目合计建筑面积将超过 500 万平米。目前公司城中村改造模式正在有序推进，但我们认为随着城中村改造价值的被发现，未来更多获取该类型的土地资源难度在不断提升。
- 公司上半年销售的主力来自水岸星城与福星惠誉国际城，根据我们的了解累积销售金额在 14 亿左右。公司目前没有调整新开工的计划，但是 140 万平米的新开工会有所延后，预计公司下半年推盘将会超过 20 万平米，但 50 亿的销售目前恐怕较难完成。福星惠誉国际大厦写字楼于 7 月 18 日开盘，销售情况良好，进入 3 季度后公司销售力度会有所增加，价格会出现调整。资金角度，公司近期信托融资动作频繁有助于企业安全稳定性增加，我们预期未来信托融资将成为城中村改造的重要资金来源但成本会有明显上升。
- 根据我们的了解，10 年可结算面积大约在 40 万平米，主要是水岸星城尾盘、国际城住宅部分、三角路村一部分商业结算。谭总上任以来，公司的确发生实质性的变化，但目前估优势相对去年 3 季度已不明显。我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.68、0.84，对应目前股价 PE 在 15.74、12.62 倍，考虑到公司特有的模式，维持“推荐”评级。

第一，公司上半年兑现预期，但土增税占比明显上升

上半年归属母公司净利润同比增长超过营业收入的主要原因是公司在一季度出售了风神股份 990 万股股票取得的投资收益，这部分投资收益税后为 8095 万，折合每股贡献了 0.11 元；房地产业务主要贡献利润的项目来自水岸星城与福星惠誉国际城。从去年 3 季度我们提出了估值优势和企业拐点同时到来之后，市场整体表现是一个兑现预期过程。

公司中报一个突出的特点是营业税金中的土地增值税占营业收入的比重上升，这主要是因为福星惠誉公司计提土地增

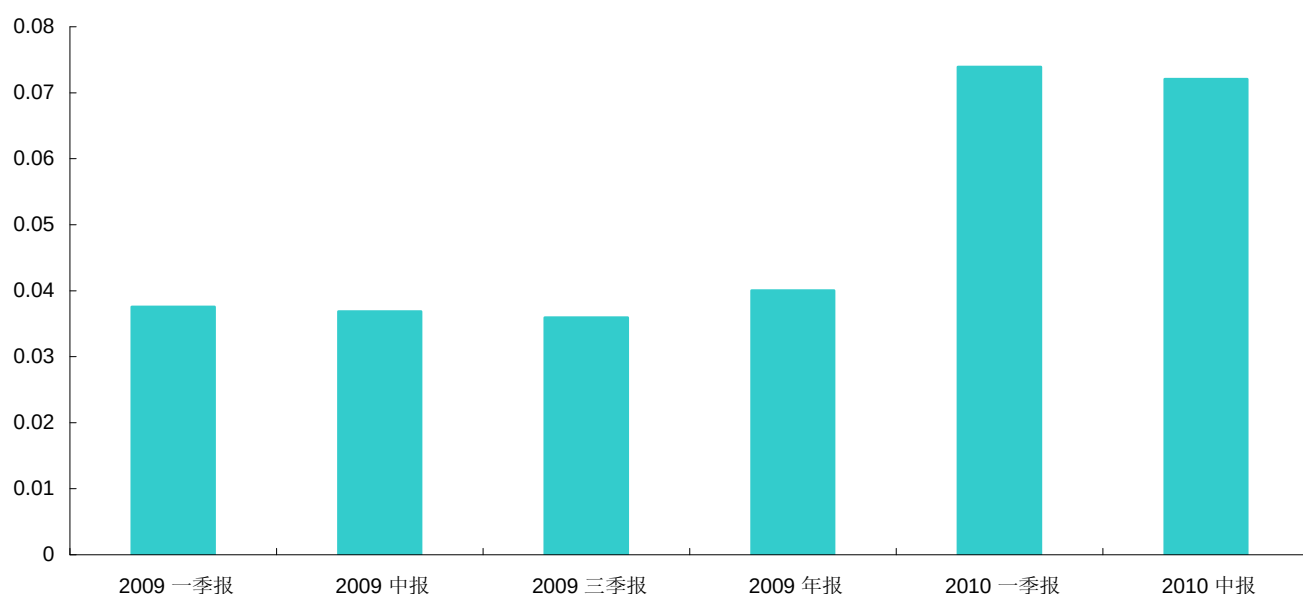
值税所致，但这同时也在另一方面说明目前土地增值税预征越来越严格。

表 1: 公司上半年结算明细

项目名称	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	结算面积
水岸星城	20,087.97	9,550.54	52.46	1.4
孝感福星城	20,137.13	16,264.36	19.23	5.64
恩施福星城	8,875.50	7,860.39	11.44	2.53
咸宁福星城	999.52	396.70	60.31	0.16
福星惠誉·国际城	68,541.84	38,156.43	44.33	6.73

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

图 1: 营业税金占营业收入比重



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，城中村模式有序推进

公司在房地产开发方面的核心优势就是城中村改造，与其他模式相比，这种模式使得公司在成本控制方面具有明显优势。公司在武汉地区的城中村改造有着较为丰富的经验，在争取武汉核心位置的城中村改造项目有着比较大的优势。公司未来城中村改造项目合计建筑面积将超过 500 万平米。

目前公司城中村改造模式正在有序推进，但我们认为随着城中村改造价值的被发现，未来更多获取该类型的土地资源难度在不断提升。

表 2: 公司尚未取得的城中村改造项目

名称	权益	建筑面积
和平村“城中村”	100%	116.50
红桥村“城中村”	100%	110.64
青菱乡“城中村”	100%	51.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

第三，公司预收账款下降，多种渠道融资增加

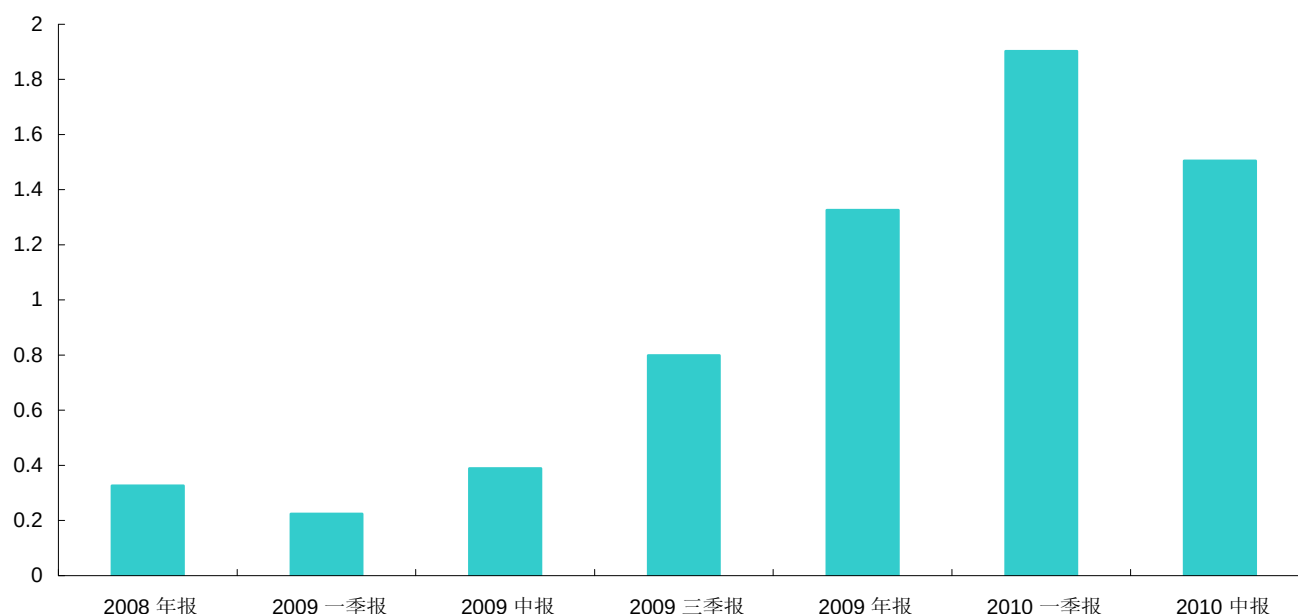
公司上半年销售的主力来自水岸星城与福星惠誉国际城，根据我们的了解累积销售金额在 14 亿左右。公司目前没有调整新开工的计划，但是 140 万平米的新开工会有所延后，预计公司下半年推盘将会超过 20 万平米，但 50 亿的销售目前恐怕较难完成。福星惠誉国际大厦写字楼于 7 月 18 日开盘，销售情况良好，进入 3 季度后公司销售力度会有所增加，价格会出现调整。资金角度，公司近期信托融资动作频繁有助于企业安全稳定性增加，我们预期未来信托融资将成为城中村改造的重要资金来源但成本会有明显上升。

表 3: 福星部分项目销售情况

项目名称	城市	行政区域	权益	销售状态	物业类型	开盘时间	2010 年以来成交面积 (m ²)	成交均价
水岸星城 G53	武汉	武昌	100%	在售	普通住宅	2009-3-21	41287.88	10990
福星国际城(一期)	武汉	武昌	100%	在售	普通住宅	2009-10-31	41947.78	8949
汉口春天	武汉	硚口	100%	售罄	普通住宅	2008-10-18	127.6	4796

资料来源：长江证券研究部整理

图 2: 每股预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，估值与投资建议

根据我们的了解，10 年可结算面积大约在 40 万平米，主要是水岸星城尾盘、国际城住宅部分、三角路村一部分商业结算。谭总上任以来，公司的确发生实质性的变化，但目前估优势相对去年 3 季度已不明显。我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.68、0.84，对应目前股价 PE 在 15.74、12.62 倍，考虑到公司特有的模式，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4097	4556	5574	7324	货币资金	568	456	557	732
营业成本	3082	3389	4018	5388	交易性金融资产	0	95	95	95
毛利	1015	1167	1556	1936	应收账款	547	628	768	1009
% 营业收入	24.8%	25.6%	27.9%	26.4%	存货	3705	3953	4574	6002
营业税金及附加	164	182	223	293	预付账款	2368	2565	3036	4076
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	其他流动资产	99	99	121	159
销售费用	193	182	223	293	流动资产合计	7437	7965	9359	12346
% 营业收入	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	156	156	156	156
管理费用	98	109	134	176	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	112	165	179	122	投资性房地产	95	95	95	95
% 营业收入	2.7%	3.6%	3.2%	1.7%	固定资产合计	830	1100	1319	1394
资产减值损失	4	-15	0	0	无形资产	25	24	22	21
公允价值变动收益	0	95	0	0	商誉	11	11	11	11
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	444	639	797	1052	其他非流动资产	888	888	888	888
% 营业收入	10.8%	14.0%	14.3%	14.4%	资产总计	9445	10239	11850	14911
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	520	594	1175	2523
利润总额	444	639	797	1052	应付款项	999	1109	1312	1762
% 营业收入	10.8%	14.0%	14.3%	14.4%	预收账款	942	1048	1282	1685
所得税费用	110	160	199	263	应付职工薪酬	11	13	15	20
净利润	335	479	597	789	应交税费	309	387	477	628
归属于母公司所有者的净利润	336.4	479.1	597.5	788.8	其他流动负债	76	84	100	134
少数股东损益	-2	0	0	0	流动负债合计	2856	3234	4361	6751
EPS (元/股)	0.47	0.67	0.84	1.11	长期借款	2573	2573	2573	2573
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	16	24	0	0
经营活动现金流净额	-554	496	245	-559	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	5444	5830	6934	9324
收回现金					归属于母公司	3957	4364	4872	5543
长期股权投资	-27	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	44	44	44	44
固定资产投资	-452	-446	-456	-373	股东权益	4001	4408	4916	5587
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	9445	10239	11850	14911
投资活动现金流净额	-479	-446	-456	-373	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	21	0	0	0	EPS	0.474	0.675	0.842	1.111
银行贷款增加 (减少)	799	74	581	1348	BVPS	5.57	6.15	6.86	7.81
筹资成本	243	-237	-269	-241	PE	22.42	15.74	12.62	9.56
其他	-485	0	0	0	PEG	0.68	0.48	0.38	0.29
筹资活动现金流净额	578	-163	312	1107	PB	1.91	1.73	1.55	1.36
现金净流量	-455	-112	102	175	EV/EBITDA	14.66	10.46	8.84	8.08
					ROE	8.5%	11.0%	12.3%	14.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。