

2010-08-02

房地产开发

福星股份 000926.SZ



高增长可期

◇ 报告起因：公司公布 2010 年中报

◆净利润同比增长 90%

福星股份10年上半年实现营业收入23.2亿元，同比增长27.5%，归属于母公司的净利润2.7亿元，每股收益0.38元，净利润同比增长89.7%，符合市场预期。

◆房地产销售面积与去年持平，尚有14万平米已售未结

由于10年上半年没有大的项目推盘，公司上半年销售面积16万平米，与09年上半年基本持平，1-6月结算面积16.85万平方米，估算尚有13.5万平米已销售但未结算。

◆上半年城中村拿地稳步推进，确权土地储备86万平米

上半年公司确权了三角路城中村项目B包86万平米，7月2日正式获得贺家墩项目（60万平米）。公司从去年4季度开始签订了协议锁定的几个大体量项目正在稳步推进。我们估算，到6月底，公司权益土地储备（包含已签协议未确权的项目，不含土地一级开发）707万平米，已全部确权的土地储备425万平米。（见附表）

◆武汉在政策调控后的表现好于全国

本轮调控以来，武汉作为中国中西部二三线城市的代表，5-6月来的市场状况好于全国平均，尤其好于长三角、珠三角的主要城市，显示出了良好的抗跌性和稳定增长性。

◆盈利预测及投资建议

在考虑房价下跌10%的谨慎预测假设下，我们基本维持之前的10年盈利预测、略调低11年盈利，10-11年预测EPS为0.77、1.03元，目前股价对应PE 13.8、10.3倍，NAV14.6元，当前股价折让27%。

在继续获取城中村项目的推动下，我们推断公司项目开发、推盘进度不会因调控而放缓，11年起即有大量推盘，同时在武汉相对较平稳的市场环境中，能支持销售的增长和业绩的释放，且公司的偿债能力有所改善，福星股份是我们从09年中以来一直看好并持续跟踪和推荐的标的，维持对公司的买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3,201	4,097	4,362	5,408	6,760
营业收入增长率	-4.08%	27.98%	6.46%	23.98%	25.00%
净利润（百万元）	330	336	550	728	926
净利润增长率	4.06%	1.82%	63.48%	32.41%	27.24%
EPS（元）	0.47	0.47	0.77	1.03	1.30
ROE（归属母公司） （摊薄）	9.24%	8.50%	12.40%	14.41%	15.89%
P/E	23	22	14	10	8
P/B	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	16	16	14	15	14

维持

买入

当前价格	10.62 元
目标价格	14.60 元
目标期限	12 个月

分析师：

翁非玉（执业证书编号：S0930109042596）

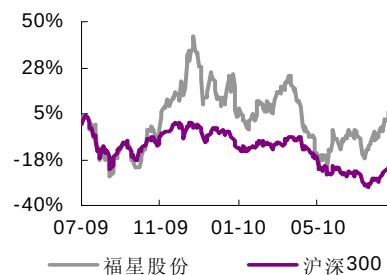
021-22169116

wengfy@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	710
总市值(百万元)	7,540
流通比例(%)	73.78%
12个月最高/最低(元)	1968.46/1268.84
近3月日均成交量(百万股)	3,196.12
主要股东	福星集团控股有限公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.00	22.41	26.43
绝对收益	28.57	15.93	3.25

相关报告：

站在高速发展的起点上
..... 2010-02-03
低成本土地储备扩张近期提速
..... 2009-11-30
长袖善舞的区域地产龙头
..... 2009-6-15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

净利润同比增长90%

福星股份10年上半年实现营业收入23.2亿元，同比增长27.5%，归属于母公司的净利润2.7亿元，每股收益0.38元，净利润同比增长89.7%，符合市场预期。

1-6月，房地产和金属业务营业收入占比分别为51.9%、48.1%，营业利润占比为66.8%、33.2%，房地产和金属业务营业利润同比增长分别为49.5%、201%。

表1：福星股份2010年中报业绩对比

	2008 中报 百万元	2009 中报 百万元	2010 中报 百万元	业绩对比
一、营业总收入	1,748.7	1,817.2	2,317.1	28%
营业收入	1,748.7	1,817.2	2,317.1	28%
二、营业总成本	1,456.0	1,630.5	2,063.3	27%
营业成本	1,209.1	1,396.1	1,692.6	21%
营业税金及附加	56.4	67.0	167.0	149%
销售费用	94.9	85.1	104.9	23%
管理费用	52.3	45.2	57.5	27%
财务费用	42.5	36.1	42.5	18%
资产减值损失	0.8	0.9	-1.2	-242%
三、其他经营收益				
投资净收益	-3.8	-0.3	81.0	-28014%
四、营业利润	288.9	186.5	334.7	79%
加：营业外收入	2.0	0.4	1.6	338%
减：营业外支出	3.3	1.2	3.1	171%
五、利润总额	287.6	185.7	333.2	79%
减：所得税	59.4	43.9	65.1	48%
六、净利润	228.2	141.8	268.1	89%
减：少数股东损益	0.0	-0.2	-1.2	594%
归属于母公司所有者的净利润	228.2	142.0	269.3	90%
七、每股收益：	0.434	0.201	0.38	89%

资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

房地产销售面积与去年持平，尚有14万平米已售未结

由于10年上半年没有大的项目推盘，公司主要在售项目是水岸星城三四期、国际城一期、孝感、恩施、咸宁福星城，因此，上半年销售面积16万平米，与09年上半年基本持平，销售量较大的项目是水岸星城、福星国际城、孝感福星城。房地产业务1-6月结算面积16.85万平方米，估算尚有13.5万平米已销售但未结算。

表2：福星股份2010年1-6月房地产项目销售和结算面积一览

	销售面积 万平方米	结算面积 万平方米	已销售未结算面积 万平方米
水岸星城三期	0.94	0.57	0.37
水岸星城四期	2.33	0.83	2.27
福星国际城	5.82	6.73	4.04
孝感福星城	4.63	5.64	
恩施福星城	0.55	2.53	0.11
咸宁福星城	1.73	0.16	6.74
合计	16.0	16.5	13.5

资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

上半年城中村拿地稳步推进，确权土地储备86万平米

福星股份从09年下半年起，在武汉市政府计划加快城中村改造的大背景下，凭借已成熟的城中村拿地开发模式，加速在武汉获取城中村改造项目，公司房地产业务已开始跨越快速发展的拐点。

上半年公司确权了三角路城中村项目B包，正式获得土地储备86万平米，7月2日正式获得已签约的贺家墩项目（土地储备60万平米），相当于上半年确权土地储备146万平米。公司在09年末制定的计划是10年增加土地储备500万平米，那么按照计划，还有354万平米计划在10年取得，除了已签订协议的洪山区青菱乡城中村项目、江岸区后湖乡红桥村、洪山区和平村地块共282万平米外，公司仍有可能再进一步获取合适的城中村项目。

虽然今年4月以来政府对房地产市场实施调控新政，但公司从去年4季度开始签订了协议锁定的几个大体量项目正在稳步推进。我们估算，到6月底，公司权益土地储备（包含已签协议未确权的项目，不含土地一级开发）707万平米，已全部确权的土地储备425万平米，而09年11月之前公司的权益土地储备仅有259万平米。

表3：福星股份土地储备一览

	规划建面 万平米	权益未结面积 万平米
水岸星城	75.7	3.2
三期	14.8	0.9
四期	8.9	2.3
福星国际城	59.0	51.3
汉阳福星城	33.0	33.0
福星水岸国际一期（三角路A）	35.8	35.8
福星水岸国际二期（三角路B）	86.0	86.0
洪山区青菱乡城中村项目	51.0	51.0
江岸区后湖乡红桥村	110.6	110.6
洪山区和平村地块	120.0	120.0
福星城（贺家墩村B地块）	60.3	60.3
福星东澜岸（青菱乡红霞村）	46.5	46.5
孝感福星城	36.9	17.8
恩施福星城	25.9	20.5
咸宁福星城	73.0	70.7
合计	813.7	706.8
已确权土地储备		425.1

资料来源：光大证券研究所

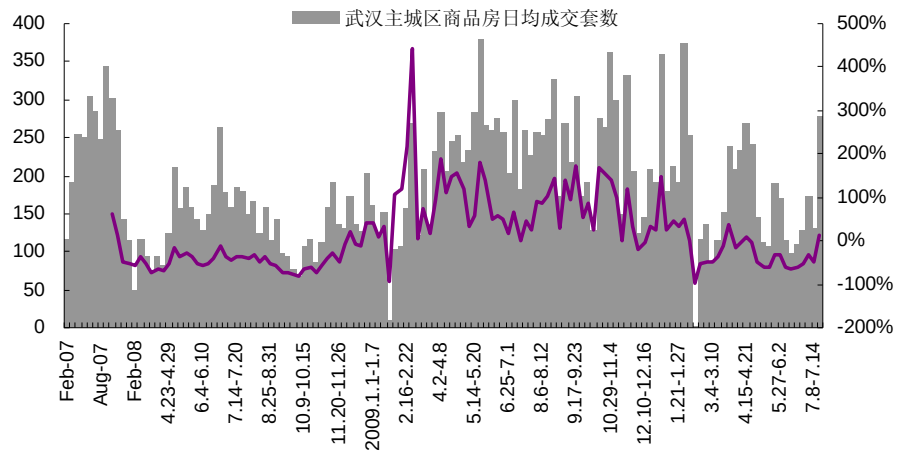
武汉在政策调控后的表现好于全国

福星股份的房地产业务几乎全部分布在湖北，尤以武汉为重。本轮调控以来，武汉作为中国中西部二三线城市的代表，在上半年特别是5-6月来的市场状况好于全国平均，尤其好于长三角、珠三角的主要城市，显示出了良好的抗跌性和稳定增长性，主要得益于武汉房地产市场的成长性、武汉经济前景、武汉对周边城市的集聚效应等因素。

国家统计局公布的70大中城市6月房价数据显示，全国商品住宅价格与5月持平，二手房价格环比下降0.3%，而武汉新建住宅价格环比上升0.2%，二手房价格指数环比持平，房价走势坚挺。

2010年1-6月，武汉地区商品住宅成交共计67498套，总成交面积694.27万平方米，同比09年增长10.26%，同比08年增长142.85%，而与此同时，长三角、珠三角、环渤海主要城市成交量同比出现-20到-60%的下滑。

图1：武汉主城区商品日均成交套数及同比

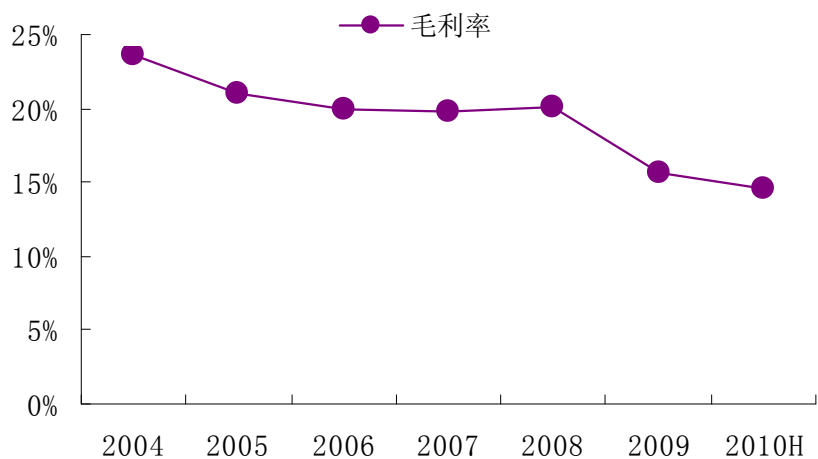


资料来源：武汉房地局网站，光大证券研究所

金属业务产能进一步扩张

公司金属业务产能进一步扩张，共增加子午轮胎钢帘线产能3万吨、增加钢绞线产能8.5万吨，公司金属业务总的产能扩充到25万吨。但值得注意的是，05-08年金属业务毛利率基本在20%的水平，从09年开始，毛利率下滑到15%，2010年仍未得到修复。

图2：福星股份金属业务毛利率



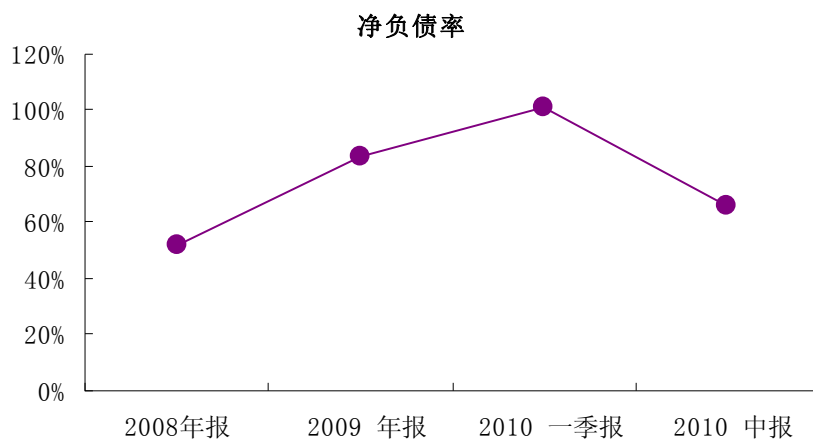
资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

净负债率回落到66%，压力缓解

公司的净负债率在2010年一季度曾经达到101%的高点，2010年中报债务压力有所缓解，但与行业平均比，仍属偏高，我们认为主要是：（1）公司目前正处于扩张期，资本支出大；（2）上半年可售资源不足，导致资金回笼虽然好于行业平均水平，但相对于公司的资产扩张仍显不足。

我们曾经在09年报点评报告中分析，公司面临一定的资金压力。从上半年公司融资情况看，主要完成了一笔与中融信托合作的10亿元的股权融资，支付固定收益率12%，公司在2年信托期满后回购中融信托持有的三角路城中村B项目的50%股权。

图3：福星股份历年净负债率



资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

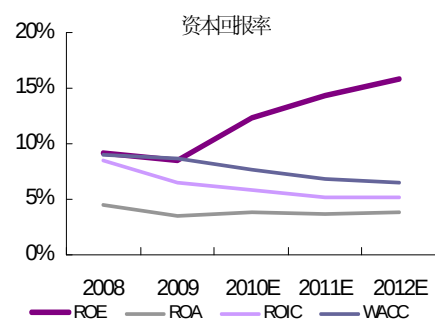
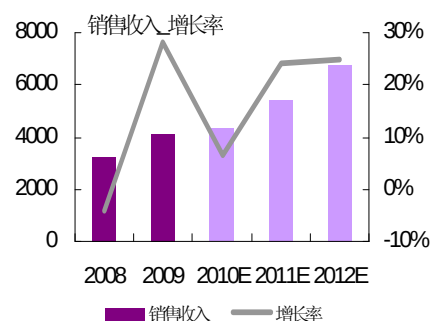
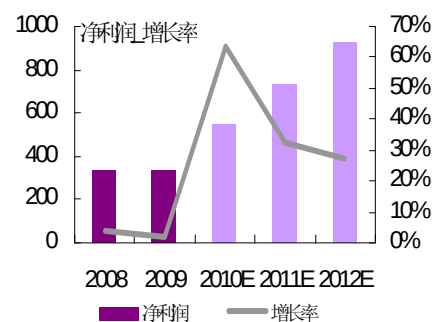
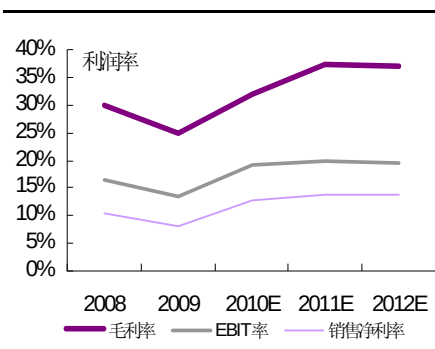
盈利预测及投资建议

在考虑房价下跌10%的谨慎预测假设下，我们基本维持之前的10年盈利预测，略调低11年盈利，10-11年预测EPS为0.77、1.03元，目前股价对应PE 13.8、10.3倍，NAV14.6元，当前股价折让27%。

在继续获取城中村项目的推动下，我们推断公司项目开发、推盘进度不会因调控而放缓，11年起即有大量推盘，同时在武汉相对较平稳的市场环境中，能支持销售的增长和业绩的释放。

福星股份是我们从09年中以来一直看好并持续跟踪和推荐的标的，关于公司的基本面和城中村拿地模式的优势在以往的深度和动态报告中已有详尽阐述，我们维持对公司的买入评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,201	4,097	4,362	5,408	6,760
营业成本	2,248	3,082	2,971	3,391	4,259
折旧和摊销	53	113	158	161	163
营业税费	120	164	202	487	608
销售费用	182	193	240	297	372
管理费用	95	98	126	157	196
财务费用	105	112	120	130	123
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-4	1	0	0	0
营业利润	422	444	716	946	1,201
利润总额	420	444	747	984	1,249
少数股东损益	0	-2	10	10	10
归属母公司净利润	330.37	336.38	549.92	728.14	926.47

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	7,216	9,445	14,542	19,753	24,291
流动资产	5,485	7,437	12,898	18,219	22,891
货币资金	1,001	568	654	811	1,014
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	414	473	43	53	67
应收票据	116	150	87	108	135
其他应收款	74	74	86	78	80
存货	3,390	3,705	11,882	16,957	21,294
可供出售投资	50	156	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	24	0	0	0	0
固定资产	1,175	1,617	1,526	1,426	1,305
无形资产	26	25	24	22	21
总负债	3,630	5,444	10,052	14,637	18,386
无息负债	1,337	2,352	3,344	3,559	4,452
有息负债	2,294	3,093	6,709	11,078	13,934
股东权益	3,586	4,001	4,490	5,116	5,905
股本	705	710	710	710	710
公积金	1,752	1,873	1,957	2,068	2,208
未分配利润	1,119	1,374	1,769	2,274	2,913
少数股东权益	10	44	54	64	74

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	19	-554	-3,540	-3,920	-2,353
净利润	330	336	550	728	926
折旧摊销	53	113	158	161	163
净营运资金增加	817	1,510	4,406	5,107	3,779
其他	-1,181	-2,514	-8,654	-9,916	-7,221
投资活动产生现金流	-253	-479	201	-50	-30
净资本支出	-32	-35	50	50	30
长期投资变化	24	0	0	0	0
其他资产变化	-245	-443	151	-100	-60
融资活动现金流	710	578	3,425	4,127	2,585
股本变化	180	5	0	0	0
债务净变化	-293	799	3,616	4,369	2,856
无息负债变化	220	1,015	992	215	893
净现金流	477	-455	86	157	203

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.08%	27.98%	6.46%	23.98%	25.00%
净利润增长率	4.06%	1.82%	63.48%	32.41%	27.24%
EBITDA 增长率	-14.03%	14.60%	48.46%	24.37%	20.35%
EBIT 增长率	-9.16%	4.76%	50.32%	28.62%	23.18%
估值指标					
PE	23	22	14	10	8
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	16	16	14	15	14
EV/EBIT	17	19	17	17	16
EV/NOPLAT	21	24	22	22	21
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	2	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	29.77%	24.77%	31.90%	37.29%	37.00%
EBITDA 率	18.25%	16.35%	22.79%	22.86%	22.01%
EBIT 率	16.58%	13.58%	19.17%	19.89%	19.60%
税前净利润率	13.12%	10.85%	17.12%	18.20%	18.47%
税后净利润率 (归属母公司)	10.32%	8.21%	12.61%	13.46%	13.71%
ROA	4.58%	3.54%	3.85%	3.74%	3.86%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.24%	8.50%	12.40%	14.41%	15.89%
经营性 ROIC	8.43%	6.44%	5.87%	5.18%	5.16%
偿债能力					
流动比率	3.14	2.60	1.72	1.54	1.49
速动比率	120.09%	130.70%	13.58%	10.64%	10.43%
归属母公司权益/有息债务	1.56	1.28	0.66	0.46	0.42
有形资产/有息债务	3.13	3.04	2.16	1.78	1.74
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.47	0.47	0.77	1.03	1.30
每股红利	0.10	0.10	0.16	0.21	0.26
每股经营现金流	0.03	-0.78	-4.99	-5.52	-3.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.44	-1.43	-5.15	-5.85	-3.69
每股净资产	5.04	5.57	6.25	7.12	8.21
每股销售收入	4.51	5.77	6.14	7.62	9.52

资料来源：光大证券、上市公司

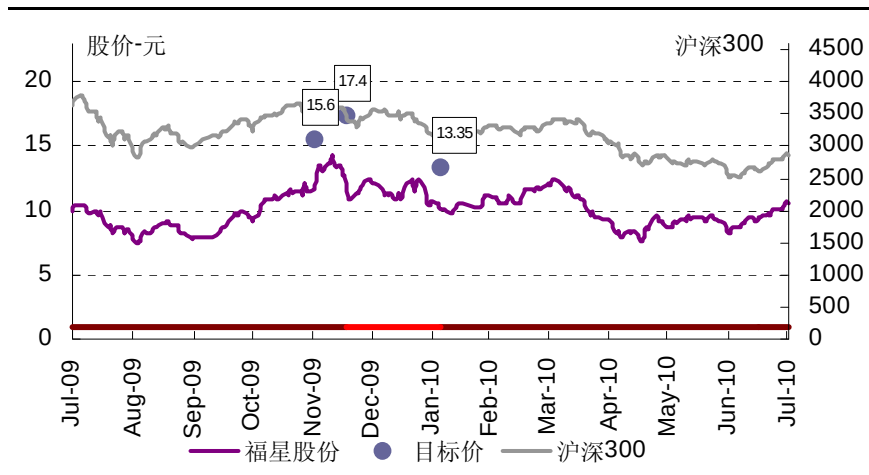
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

福星股份（000926）

分析师：翁非玉



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-06-15	8.89	11.53	买入
2009-07-21	10.69	11.78	买入
2009-11-30	11.44	15.60	买入
2009-12-17	12.80	17.40	增持
2010-02-03	10.39	13.35	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。