

房地产开发 II

福星股份 (000926. SZ) / 12.25 元

具备投资多晶硅切割丝项目能力， 股价有上升空间

主要观点

1、福星股份有两块业务，包括地产和金属制品，恒星科技就是单一金属制品业务，目前福星股份金属制品业务收入和毛利规模均超过恒星股份

2、钢帘线是传统金属制品中核心产品，福星股份钢帘线产能在 13 万吨左右，远大于恒星科技 6 万吨规模。

3、目前金属制品业务毛利福星股份略高于恒星，且福星股份还有其核心地产业务（占福星毛利 2/3 以上），但目前两公司市值相当，根本原因在于市场对恒星科技多晶硅切割丝业务的预期较高。

4、我们预计，在兴达、贝卡、恒星股份的示范下，福星股份有投资多晶硅切割丝项目的可能，后期有想象空间

5、公司是武汉市地产市场龙头企业，土地储备量大，抗风险能力强，未来几年仍将保持稳健增长。

6、按我们测算，地产和传统金属制品净利润 2010 年、2011 年分别增长 41%、30%，EPS 分别为 0.67 元、0.87 元，PE 分别为 18 倍、14 倍；公司目前估值较低，若公司投资多晶硅切割丝项目，每生产出 1000 吨，增加 EPS 0.07 元，按目前新能源领域 PE 40 倍估算，每股增加 2.8 元价值，按恒星科技估值标准，想象空间大，给予推荐评级。

风险：房地产调控政策加剧；钢帘线毛利率下滑过快

研究员：黄抒雁

Tel: 010-59370867

Email: huangshy@hczq.com

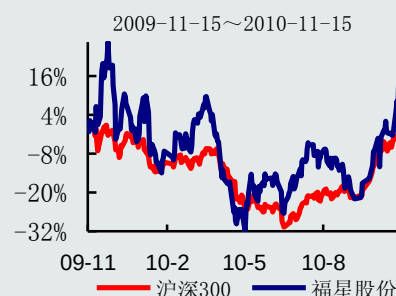
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	70998
流通 A 股/B 股(万股)	52383/0
资产负债率(%)	57.64
每股净资产(元)	5.57
市盈率(倍)	25.86
市净率(倍)	2.20
12 个月内最高/最低价	14.56/7.53

市场表现对比图(近 12 个月)

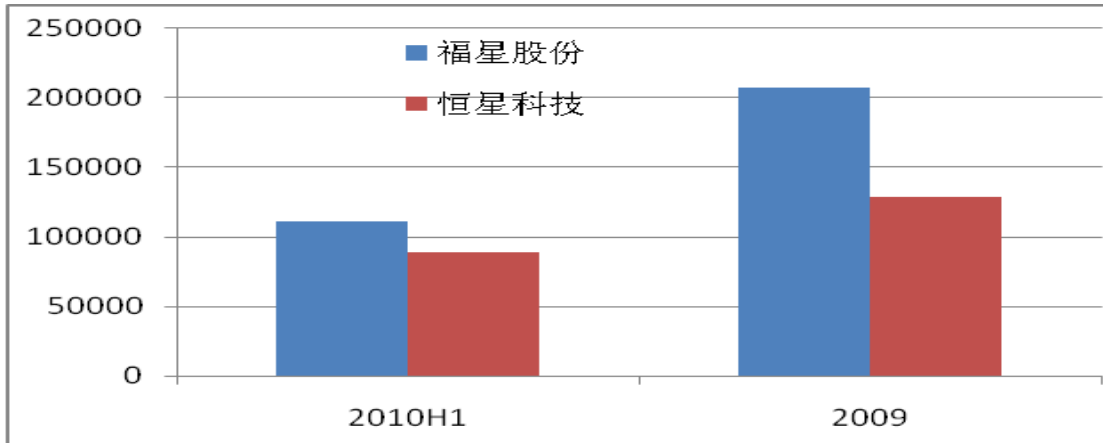


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1、福星股份有两块业务，包括地产和金属制品，恒星科技就是单一金属制品业务，目前福星股份金属制品业务收入和毛利规模均超过恒星股份

图表一 福星股份金属制品收入超过恒星科技（万）



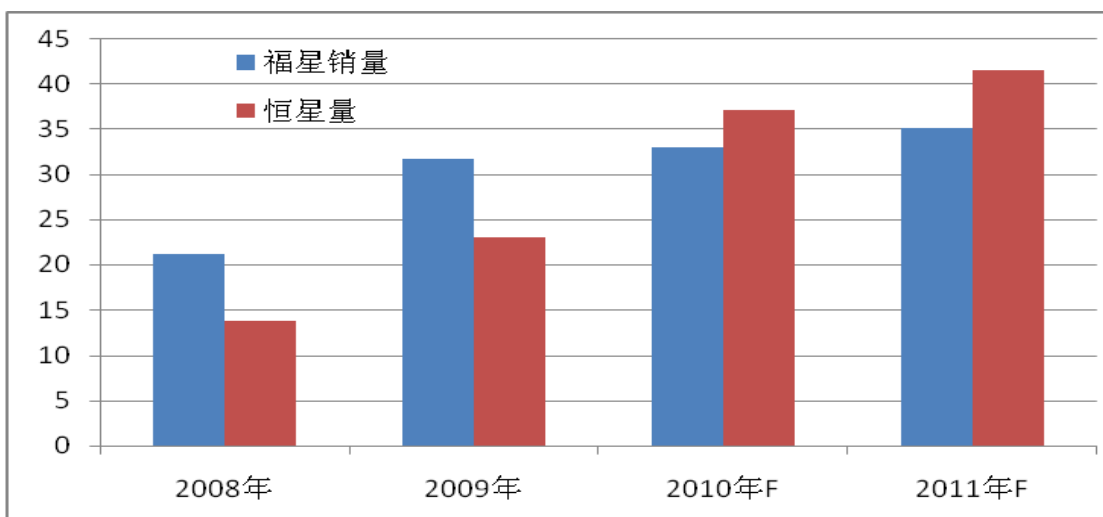
资料来源：华创证券

图表二 福星金属制品毛利也超过恒星科技、毛利率接近

毛利对比（万元）	2010H1	2009
福星股份	16319	32365
恒星科技	13018	20882
毛利率对比	2010H1	2009
福星股份	14.6%	15.6%
恒星科技	14.6%	16.3%

资料来源：华创证券

图表三 金属制品总量比较



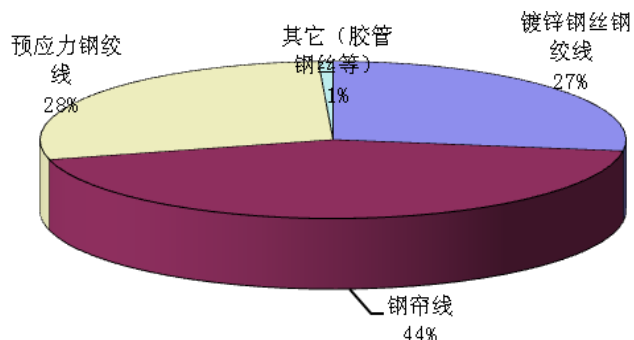
资料来源：华创证券

恒星科技 2010 年后金属制品总量超过福星股份，但增加的都是低附加值的 PC 钢绞线等产品，对毛利贡献很低。

真正对公司毛利贡献大的钢帘线福星股份产能扩张远大于恒星科技。

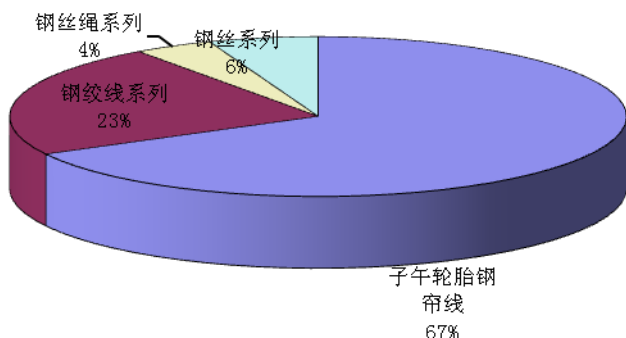
2、钢帘线是传统金属制品中核心产品，福星股份钢帘线规模远大于恒星科技

图表四 2010H1 恒星股份钢帘线在毛利占比 44%



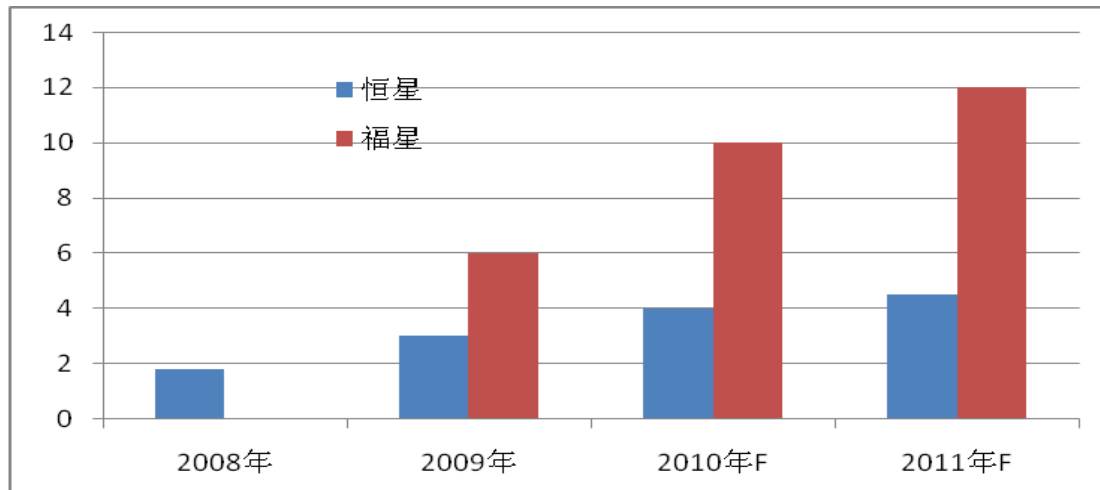
资料来源：华创证券

图表五 2010H1 福星股份钢帘线毛利占金属制品毛利的 67%



资料来源：华创证券

图表六 福星股份钢帘线产量远超过恒星科技



资料来源：华创证券

目前福星股份钢帘线产能 13 万吨左右，实际产量 10 万吨左右，福星股份钢帘线产能排名国内第四位。

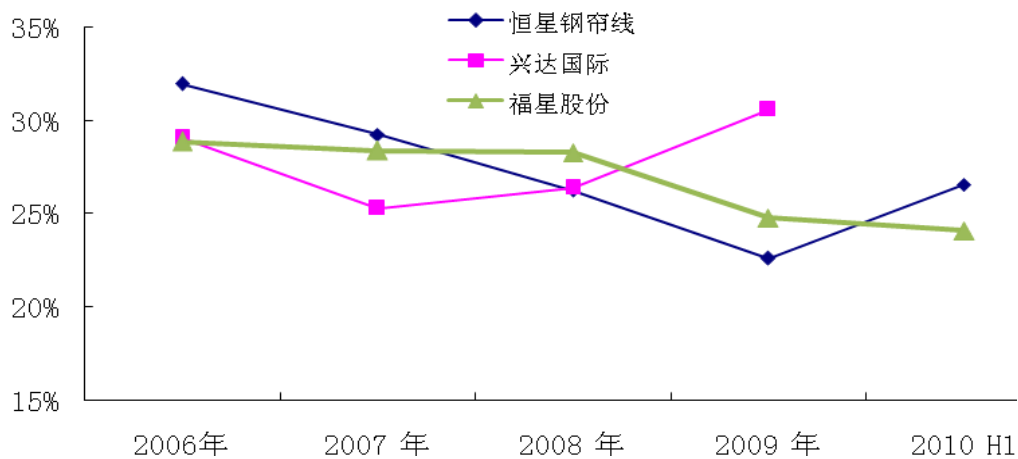
目前国内钢帘线产量 100 多万吨，兴达国际与贝尔卡特基本垄断了国内近 60%以上的市场份额（两公司目前产量都在 35 万吨左右，未来两年设计产能都在 50 万吨左右）。

图表七 钢帘线行业竞争对手情况

量(万吨)	2010F	市占率%	未来两年产能
兴达国际	35	30%以上	50
贝尔卡特	35	30%以上	50
首长宝佳	10	10%	18
福星股份	10	10%	13
恒星科技	4	4%	6-7

资料来源：华创证券

图表八 钢帘线毛利率维持 25%左右，总体有下降趋势



资料来源：华创证券

3、福星股份金属制品业务占公司毛利不到 1/3, 地产占毛利的 2/3 以上。

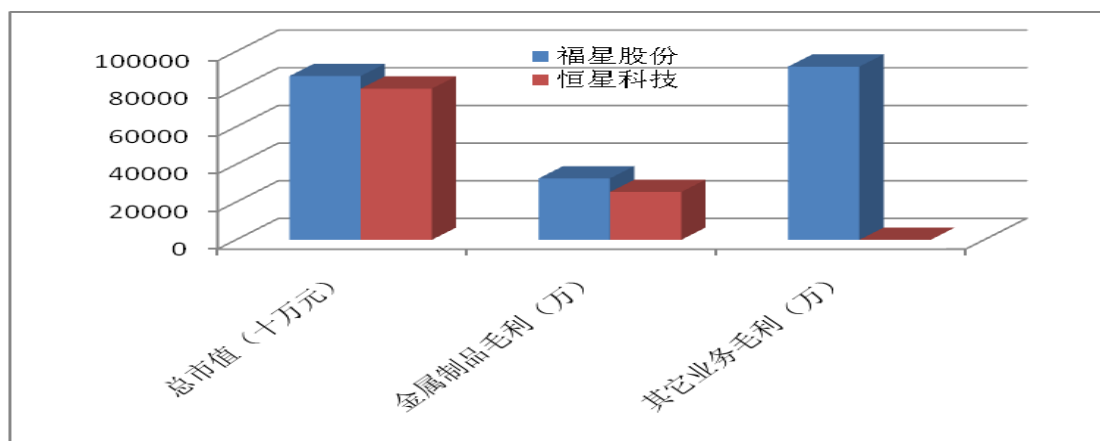
图表九 房地产业务占公司毛利 2/3 以上

行业	收入(万)	占比%	毛利(万)	占比%	毛利率%	收入 YOY%
房地产	118,891	51.6%	46,010	73.8%	38.7%	18.5%
金属制品	111,459	48.4%	16,319	26.2%	14.6%	21.8%
	230,350	100.0%	62,329	100.0%	27.1%	20.4%

资料来源：公司公告 华创证券

4、目前金属制品业务毛利福星股份略高于恒星，且福星股份还有其核心房地产业务（占福星毛利 2/3 以上），但目前两公司市值相当，根本原因在于市场对恒星科技多晶硅切割丝业务的预期较高。

图表十 市值相当，但福星获利远超恒星科技



资料来源：华创证券

福星股份、恒星科技两公司市值相当，福星 87 亿元、恒星 80 亿元，若考虑恒星即将定向增发的 3500 万股，恒星市值要远超过福星股份。

恒星科技 10 月发布公告，投资 5000 吨多晶硅切割丝项目，日前又发布公告公司计划进行定向增发不超过 3500 万股，募资 7 亿元，投资 15000 吨多晶硅切割丝项目。

关于多晶硅切割丝行业情况见 华创证券报告 —“恒星科技深度研究：太阳能切割钢丝全面布局，基本面发生重大变化”

目前恒星科技多晶硅切割丝也处于试生产阶段，2010 年对公司业绩贡献不大。

5、我们预计，在兴达、贝卡、恒星股份的示范下，福星股份有投资多晶硅切割丝项目的可能，后期有想象空间

钢帘线企业有生产切割丝的良好基础，目前在国际国内切割丝领域占垄断地位的贝卡就是钢帘线行业龙头企业，兴达国际、恒星科技已涉足超额利润的切割丝领域，我们判断福星股份有投资多晶硅切割丝项目的可能，后期有想象空间。

从恒星科技投资多晶硅切割丝情况看，一般以 5000 吨为一期，按目前 10 万元/吨，吨切割丝净利润 5 万元保守估算，每生产出 1000 吨，对公司净利润贡献 5000 万元，增加 EPS 0.07 元，按目前新能源领域 PE 40 倍估算，每股增加 2.8 元价值。

6、估值情况

图表十一 估值假设

收入(万)	2010F	2011F	净利润率%	2010F	2011F
地产业	260000	400000		16%	14%
传统金属制品	230000	250000		2.5%	2.3%

资料来源：华创证券

按我们简单测算，地产和传统金属制品净利润 2010 年、2011 年分别增长 41%、30%，EPS 分别为 0.67 元、0.87 元，PE 分别为 18 倍、14 倍；

公司目前估值较低，若公司投资多晶硅切割丝项目，每生产出 1000 吨，增加 EPS 0.07 元，按目前新能源领域 PE 40 倍估算，每股增加 2.8 元价值，按恒星科技估值标准，想象空间大，给予推荐评级。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036

传真：010-59370801