

湘财证券研究所

房地产

杨森: Tel: 021-68634518-8990
E-Mail: ys2875@xcsc.com

侯文涛: Tel: 021-68634518-8007
E-Mail: hwt2894@xcsc.com

徐广福: Tel: 021-68634518-8626
E-Mail: xgf2388@xcsc.com

本次评级: 买入
当前价格: 12.47 元

福星股份最近一年走势:



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

事件:

□ 我们近日对福星股份进行了调研, 和公司领导就公司情况进行了交流。

投资要点与关注:

□ 4 季度销售预计将保持旺盛:

截至到 10 年 11 月份, 公司房地产业务实现签约销售金额 30 多亿。目前武汉市场销售状况较好, 公司在 12 月会继续加大销售力度, 预计全年有望实现签约销售收入 50 亿元左右。

公司 12 月份的销售预计将主要集中在水岸国际、青城华府、贺家墩以及福星国际城几个项目。其中, 水岸国际目前销售 2 亿多元, 以商业为主, 均价在 28000 元附近; 贺家墩项目政府将回购 16 万方, 总价在 14 亿元左右。以下是 12 月份推盘情况预测:

12 月销售推盘	推盘量(万方)	均价(元)	营业收入(万元)
水岸国际一期(住宅)	1.00	11,000	11,000
水岸国际一期(商业)	1.50	28,000	42,000
青城华府(商业)	1.20	10,000	12,000
青城华府(住宅)	4.00	10,000	40,000
贺家墩福星城	4.00	8,000	32,000
福星惠誉国际城(商业)	2.00	22,000	44,000
福星惠誉国际城(住宅)	2.00	10,000	20,000
	16	99,000	201,000

□ 城中村模式开始贡献业绩:

福星惠誉国际城是严格意义上公司做的第一个城中村改造项目, 目前已经逐步开始销售。预计后续将有包括贺家墩 B 地块、三角路村和姑嫂树村等城中村改造项目为公司所用。由于公司在武汉介入城中村改造很早, 并且摸索出了一条行之有效的运作模式, 因此公司的城中村改造项目的地价平均成本比之前的旧城再造方式拿地的成本还要低。目前公司已获得城中村改造项目的平均楼面价在 2400 元/平米附近。我们认为, 城中村改造项目较大的储备和较低的成本将为公司未来提供业绩爆发的基础。

□ 公司切割线项目的规划:

公司在两年前就有进入切割钢丝领域的计划, 并开始对贝尔卡特和兴达国际的技术进行了跟踪。由于前期房地产业务对于资金的需求量较大, 公司将发展的主要精力放在了地产业务上, 因此切割钢丝的产业化进度较兴达国际、恒星科技慢了一年左右。公司已经对生产工序、盈利能力都作了可行性论证, 目前正在联系日、韩、德的厂商商谈设备采购, 预计明年上半年开工建设, 下半年完成生产线的调试。

□ 公司切割线项目具发展潜力:

公司是国内钢帘线的三甲企业,产能目前 10 万吨,2012 年计划达到 13 万吨,十二五期间计划扩展到 20 万吨,扩产计划主要是基于对国内汽车市场的看好,轮胎子午线需求将维持旺盛。公司在钢帘线生产方面积累丰富,进军高端的切割钢丝市场不存在太大技术壁垒。

□ 首次给予公司“买入”评级, 包含潜在项目的房地产业务 RNAV 为 20 元/股:

房地产: 公司目前拥有土地储备 700 余万方, 预计姑嫂树村改造项目也将很快进入公司储备, 届时公司储备面积可以达到 880 万方左右。我们测算公司包含潜在储备的 RNAV 为 20.84 元, 不包含潜在项目的 RNAV 为 15 元。截止至 12 月 2 日, 公司股价 12.47 元。预计公司 10~12 年房地产业务将分别结算 39 万方、45 万方和 53 万方, 实现营业收入分别为 25 亿、30 亿和 46 亿元。

切割线业务: 公司切割线业务具有扩产潜力, 但预计 2012 年首期 5000 吨项目才能正式贡献利润; 后续的扩产目前尚无明确规划, 需根据届时需求情况和竞争情况决定生产线的复制速度, 我们预计后续切割线产能有望达到 1.5 万吨。按照 2012 年产量 5000 吨计算, 可贡献净利润约 1.2 亿元, 对应的 EPS 为 0.17 元, 考虑到公司在 2013 年后切割线业务将有产能的快速扩张, 给予 2012 年切割线业务 30 倍市盈率, 我们认为目前公司的切割线生产保守估计可提升每股 5.1 元的估值。

我们预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.67 元、0.93 元和 1.52 元, 现价对应未来 3 年 PE 分别为 18.64X、13.41X 和 8.22X。我们首次给予公司“买入”评级。

□ 风险提示: 房地产市场继续调控对成交的影响以及切割线业务不能顺利推进。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3201	4097	4949	5938	8463
YoY (%)	-4%	28%	21%	20%	43%
归属母公司净利润	330	336	475	660	1077
YoY (%)	4%	2%	41%	39%	63%
EPS	0.47	0.47	0.67	0.93	1.52
P/E	26.80	26.32	18.64	13.41	8.22
P/B	2.48	2.24	2.00	1.74	1.43
EV/EBITDA	21.19	20.06	12.91	9.80	6.33

表 1: 福星股份预测与估值表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5,485	7,437	28,345	10,986	41,846	营业收入	3,201.43	4,097.33	4,948.52	5,938.13	8,462.88
现金	1,001	568	965	2,480	1,549	营业成本	2,248.32	3,082.45	3,612.42	4,216.07	5,839.39
应收账款	414	473	684	651	1,288	营业税金及附加	120.07	164.02	195.41	231.64	334.36
其他应收款	74	74	146	91	265	营业费用	181.74	192.64	232.66	279.18	397.89
预付账款	458	2,368	3,212	4,146	6,238	管理费用	94.62	98.29	125.41	156.15	213.34
存货	3,390	3,705	23,054	3,297	32,094	财务费用	105.14	112.45	146.21	177.81	245.24
其他流动资产	149	249	285	321	413	资产减值损失	25.74	3.69	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,731	2,008	1,773	1,701	1,629	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	24	0	0	0	0	投资净收益	-3.75	0.57	0.63	0.69	0.76
固定资产	1,175	1,617	1,588	1,530	1,458	营业利润	422.05	444.35	637.05	877.97	1,433.43
无形资产	26	25	25	26	26	营业外收入	4.43	4.02	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	507	366	160	146	145	营业外支出	6.56	3.98	0.00	0.00	0.00
资产总计	7,216	9,445	30,118	12,687	43,475	利润总额	419.93	444.39	637.05	877.97	1,433.43
流动负债	1,745	2,856	22,346	3,554	32,566	所得税	89.37	109.65	157.19	216.63	353.68
短期借款	289	430	19,764	430	28,248	净利润	330.56	334.74	479.86	661.34	1,079.74
应付账款	203	189	372	260	600	少数股东损益	0.19	-1.64	4.83	1.27	2.55
其他流动负债	1,253	2,236	2,210	2,863	3,718	归属母公司净利润	330.37	336.38	475.04	660.07	1,077.19
非流动负债	1,885	2,588	3,285	3,986	4,682	EBITDA	527.19	556.80	865.44	1,139.93	1,763.80
长期借款	1,875	2,573	3,270	3,968	4,665	EPS	0.47	0.47	0.67	0.93	1.52
其他非流动负债	10	16	15	19	17	主要财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	3,630	5,444	25,632	7,540	37,248	成长能力					
少数股东权益	10	44	49	50	53	营业收入	-4.08%	27.98%	20.77%	20.00%	42.52%
股本	705	710	710	710	710	营业利润	-12.03%	5.28%	43.37%	37.82%	63.27%
资本公积	1,450	1,560	1,560	1,560	1,560	归属于母公司净利润	4.06%	1.82%	41.22%	38.95%	63.19%
留存收益	1,421	1,687	2,162	2,822	3,899	获利能力					
归属母公司股东权益	3,576	3,957	4,437	5,097	6,174	毛利率 (%)	29.77%	24.77%	27.00%	29.00%	31.00%
负债和股东权益	7,216	9,445	30,118	12,687	43,475	净利率 (%)	10.32%	8.21%	9.60%	11.12%	12.73%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	9.24%	8.50%	10.71%	12.95%	17.45%
经营活动现金流	-546	1,100	-19,659	20,344	-29,193	ROIC (%)	8.82%	6.67%	2.22%	11.26%	3.37%
净利润	331	335	480	661	1,080	偿债能力					
折旧摊销	0	0	82	84	85	资产负债率 (%)	50.31%	57.64%	85.10%	59.43%	85.68%
财务费用	105	112	146	178	245	净负债比率 (%)	63.18%	56.81%	90.27%	59.64%	88.63%
投资损失	4	-1	-1	-1	-1	流动比率	314.34%	260.44%	126.84%	309.16%	128.50%
营运资金变动	0	0	-20,362	19,419	-30,599	速动比率	120.09%	130.70%	23.68%	216.40%	29.95%
其他经营现金流	-986	654	-4	2	-3	营运能力					
投资活动现金流	-253	-479	157	-10	-11	总资产周转率	48.94%	49.18%	25.02%	27.74%	30.14%
资本支出	179	457	0	0	0	应收账款周转率	7.88	9.24	8.56	8.90	8.73
长期投资	-77	0	-146	11	12	应付账款周转率	9.94	15.72	12.87	13.33	13.57
其他投资现金流	-151	-22	11	0	0	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	710	578	19,899	-18,819	28,272	EPS (摊薄)	0.47	0.47	0.67	0.93	1.52
短期借款	-347	141	19,334	-19,334	27,818	每股经营现金流	-0.77	1.55	-27.69	28.65	-41.12
长期借款	54	698	698	698	698	每股净资产 (摊薄)	5.04	5.57	6.25	7.18	8.70
普通股增加	180	5	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	1,013	111	0	0	0	P/E	26.80	26.32	18.64	13.41	8.22
其他筹资现金流	-189	-376	-133	-182	-243	P/B	2.48	2.24	2.00	1.74	1.43
现金净增加额	0	0	397	1,515	-932	EV/EBITDA	21.19	20.06	12.91	9.80	6.33

资料来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。