

福星股份 (000926)

增持/维持评级

股价: RMB11.8

分析师

鱼晋华
SAC 执业证书编号:s1000510120035
(0755)8249 2232
yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

联系人

周雅婷
(0755)8212 5148
zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

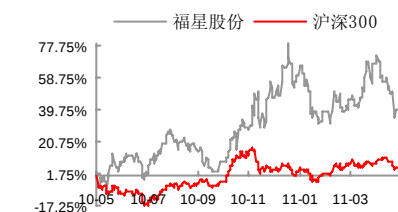
相关研究

公司研究-福星股份 (000926) 110424: 平淡中等待变化—2011 季报点评 (增持)
公司研究-福星股份 (000926) 101028: 新项目有序推进 (增持)
公司研究-福星股份 (000926) 100730: 资金显紧张但仍有回旋空间-10 年中报点评 (增持)
公司研究-福星股份 (000926) 100721: 城中村改造步伐稳健 (增持)
公司研究-福星股份 (000926) 100523: 城中村改造领航者 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	712
流通 A 股 (百万股)	712
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,406

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

向百亿俱乐部迈进

—福星股份调研报告

- 我们近期对福星股份进行了调研, 并对公司今明两年在武汉的主要销售项目进行了实地考察。综合公司目前的新开工、可售量及各项目去化能力的判断, 我们认为公司将很有可能将在今明两年迈入年销售额百亿的行列, 从而超越武汉市连续 4 年的销售冠军万科成为名副其实的本地龙头。而销售额进入百亿行列也同时意味着一家房地产开发企业进入规模成长的黄金时期。
- 公司今年武汉市内将有 5 个项目同时进入销售, 预计可售面积达 95.5 万平米, 加上外地项目, 公司今年总体可售面积预计将可达到 117 万平米, 同比 2010 年的 70 万平米增加 67%。总可售货量预计在 120.7 亿元, 按照 70%的去化率计算, 今年销售额将可达到 84.5 亿元, 同比去年全年销售额 (43.5 亿) 将大增 94%。从我们对公司今年主要在售项目的实地调研来看, 各项目均具备一定的特殊禀赋 (商业货源匹配、项目供应独特性等) 以保障去化能力。我们判断, 虽然今年整体市场处于调控压力之下, 但综合公司今年推盘的结构和各项项目的实际情况来看, 今年公司可售量中保持 70% 以上的去化率应该可以期待。
- 公司今年计划投产的多晶硅金属切割丝业务目前仍处于试生产阶段, 目前 90% 的设备已经安装到位, 生产线产能计划约为 3000 吨。综合公司目前的设备和技术人员准备以及原材料采购情况, 我们判断金属切割丝业务年内最乐观估计也仅能量产 1000 吨左右, 按目前市场 10 万/吨的售价以及 50% 的净利计算, 该业务今年最优预测下可为公司贡献 1 亿元的营业收入和 5000 万的净利润, 对公司年内 EPS 贡献为 0.07 元。
- 根据调研情况, 我们上调公司今明两年 EPS 至 0.88 元和 1.24 元, 对应 PE 为 14X 和 10X。维持公司增持评级。
- 风险提示: 房地产调控将有可能影响公司销售进度及业绩表现。多晶硅金属切割丝业务受原材料和设备限制进度和毛利水平有可能低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5625.5	7359	8942	10559
(+/-%)	37.3	31	22	18
归属母公司净利润(百万元)	500.8	628	881	1125
(+/-%)	48.9	25	40	28
EPS(元)	0.70	0.88	1.24	1.58
P/E(倍)	16.8	13.8	9.8	7.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目录

可售大增，去化可期	4
推盘上下半年三七开，结算将集中于明后两年	4
新开工及资金安排	5
多晶硅金属切割丝业务仍需等待	5
主要项目推售安排及去化判断	6
水岸国际	6
福星惠誉国际城	7
东澜岸	8
福星城（贺家墩B地块）	9
估值与盈利预测	10
风险提示	10

图表目录

图 1: 水岸星城售楼处来访情况.....	7
图 2: 水岸星城工地现场.....	7
图 3: 福星国际城一期实景.....	8
图 4: 东澜岸位置图.....	9
图 5: 东澜岸工地现场.....	9
图 6: 东澜岸沙盘.....	9
图 7: 东澜岸周边高校教师构成主要客户群.....	9
图 8: 福星城项目现场图.....	10
表格 1: 公司 2011 年可售情况.....	4
表格 2: 公司项目结算预测.....	5

前言：我们近期对福星股份进行了调研，并对公司今明两年在武汉的主要销售项目进行了实地考察。综合公司目前的新开工、可售量及各项目去化能力的判断，我们认为公司将很有可能将在今明两年迈入年销售额百亿的行列，从而超越武汉市连续 4 年的销售冠军万科成为名副其实的本地龙头，而销售额进入百亿行列也同时意味着一家房地产开发企业进入规模成长的黄金时期。

可售大增，去化可期

公司今年武汉市内将有 5 个项目同时进入销售，预计可售面积达 95.5 万平米，加上外地项目，公司今年总体可售面积预计将可达到 117 万平米，同比 2010 年的 70 万平米增加 67%。总可售货量预计在 120.7 亿元，按照 70% 的去化率计算，今年销售额将可达到 84.5 亿元，同比去年全年销售额（43.5 亿）将大增 94%。从我们对公司今年主要在售项目的实地调研来看，各项目均具备一定的特殊禀赋（商业货源匹配、项目供应独一性等，详见本报告后部的具体项目去化分析）以保障去化能力。我们判断，虽然今年整体市场处于调控压力之下，但综合公司今年推盘的结构和各项的实际情况来看，今年公司可售量中保持 70% 以上的去化率应该可以期待。

表格 1：公司 2011 年可售情况

项目	可售量（万平米）	售价（元/平米）	总货量（亿元）	70%去化假设（亿元）
福星惠誉·国际城	10.5	商业：27000；住宅：13000	19.1	13.4
福星惠誉·青城华府	20.0	8000	16.0	11.2
福星惠誉·水岸国际	20.0	商业：18000-37000；写字楼：9000-12000	32.0	22.4
福星惠誉·福星城	20.0	12000	24.0	16.8
福星惠誉·东澜岸	25.0	别墅：15000；洋房：8500；小高层：6000；公寓：6500	18.8	13.1
砖厂村一级开发	12.0	2010 年出让楼面地价为 5742 元/平米	6.9	4.8
福星惠誉·恩施福星城	4.4	4600	2.0	1.4
福星惠誉·孝感福星城	2.5	4000	1.0	0.7
福星惠誉·咸宁福星城	3.0	3300	1.0	0.7
合计	117.4		120.7	84.5

资料来源：公司调研，华泰联合研究所

推盘上下半年三七开，结算将集中于明后两年

公司今年主要的 5 个武汉项目上下半年的推盘将呈现三七开，主要货源将在下半年进入销售。其中上半年主要销售的是水岸国际一期商业部分、东澜岸别墅部分、青城华府、国际城一期尾盘。下半年在售的将有水岸国际二期住宅及商业部分；东澜岸洋房、

多层、商业及公寓部分；青城华府；国际城二期；福星城。由于大部分项目将在下半年销售，在结算周期上将延至明年，因此将有可能影响本年度的可结算资源。今年可结算项目将主要为水岸国际、东澜岸、青城华府、国际城以及外地项目。公司 2010 年末账面拥有预收账款 16.4 亿元，截止 4 月底，公司 2011 年实现签约销售 13 亿。

表格 2：公司项目结算预测

项目	建筑面积	未结算建面	结算均价	结算面积（未考虑权益）			毛利率
				2011E	2012E	2013E	
福星惠誉国际城	59.0	41.9	12500	2.9	11.8	27.1	36%
孝感福星城	36.9	17.7	4000	1.5	1.8	2.6	37%
恩施福星城	25.9	19.7	4500	2.6	2.6	3.9	36%
咸宁福星城	73.0	63.5	3300	2.2	3.6	10.9	37%
汉阳福星城	33.0	33.0	11000	0.0	0.0	3.3	33%
水岸国际一期（三角路村）	35.8	35.8	11000	16.1	5.4	9.0	26%
水岸国际二期（三角路村）	84.2	84.2	11000	0.0	0.0	8.4	30%
东澜岸(红霞村)	46.5	46.5	7500	20.9	20.9	7.0	33%
福星城（贺家墩 B 地块）	60.3	60.3	10000	0.0	21.1	15.1	31%
青城华府	27.0	27.0	8000	16.2	10.8	0.0	37%
姑嫂村	168.0	168.0	10000	0.0	0.0	0.0	32%
合计	673.2	598.9		62.9	78.1	88.2	

资料来源：公司调研，华泰联合研究所

新开工及资金安排

公司今年计划新开工 200 万，在建面积将达到 300 万平米，预计年内竣工面积 100 万平米。按 300 万在建面积测算，公司今年建安资金总开支约 60 亿，由于公司采取预付一半工程款的方式进行建设，预计全年建安开支将控制在 30 亿左右。2011 年一季末公司拥有货币现金 28.6 亿，按今年的推货量计算，预计公司年内销售回款可达 80-90 亿之间，由于市场的不确定性，公司今年已经减缓新增储备的步伐，从资金进出角度看公司全年资金将较为平衡，但由于大部分的项目将集中于下半年推售，而项目开工和建设将在全年进行，公司的资金状况可能在上半年会略显紧张。公司今年上半年新获取 16 亿信托融资用于姑嫂树村项目的拆迁货币补偿，目前已累计获取了 46 亿的信托类融资，资金成本为 12% 左右。

多晶硅金属切割丝业务仍需等待

公司今年计划投产的多晶硅金属切割丝业务目前仍处于试生产阶段。受日本地震的影响，公司原计划从日本进口的用于金属丝最后拉拔阶段的设备无法进行采购，转而在国内寻找技术指标接近的设备进行替代，目前 90% 的设备已经安装到位，生产线产能

计划约为 3000 吨。虽然多晶硅金属切割丝前半部分生产工序与公司目前生产的钢帘线一致，但后期对韧度、光滑度和焊点的技术指标要求较高。综合公司目前的设备和技术人员准备以及原材料采购情况，我们判断金属切割丝业务年内最乐观估计也仅能量产 1000 吨左右，按目前市场 10 万/吨的售价以及 50% 的净利计算，该业务今年最优预测下可为公司贡献 1 亿元的营业收入和 5000 万的净利润，对公司年内 EPS 贡献为 0.07 元。

另外由于用于多晶硅金属切割丝生产的原材料需要从德国进口，目前国内无替代产品，受日本地震的影响原材料的价格已经由年初的 30000 元/吨上涨到目前的 40000 元/吨，公司在年初采购了 3000 吨的原材料用于今年的生产，年内暂时可不受原材料上涨的影响，但明后两年若进入量产，则受原材料价格的上涨影响带来的业务毛利下降将不可避免。

主要项目推售安排及去化判断

水岸国际

推售安排：位于武昌友谊大道隧道口，总建面 120 万平米。今年可售面积约 20 万，其中 1-5 月主要推售 1 期的写字楼和商业部分，共计建筑面积 11.3 万，其中商业 1.9 万平米，1 栋商务公寓 4.5 万平米，2 栋写字楼 4.9 万平米。目前年内新推项目已实现去化月 76%（8.6 万平米），其中商业剩余 56 套大面积产品（约 1 万平米），面积区间在 155-1040 平米间，价格为 18000 元/平米到 37000 元/平米。写字楼及商务公寓合计约剩余 1.7 万平米未售，其中商务公寓剩余 45 套产品，面积区间在 67 平米-104 平米之间，售价为 9108-9858 元/平米。写字楼为整层销售，每层约 1100 平米，共 20 层，已售 5 层，售价为 11000 元/平米-12000 元/平米。下半年将推售二期住宅及商业部分，总建面约 10 万平米。

未来去化判断：从现场调研情况来看，项目现场客户来访量仍较为密集，工作日仍能保持 20 批次左右的来访，项目的商业性质以及 5 年 7%-8% 的商业投资回报承诺使得其在调控下保持了较高的去化率，由于项目将在年内交付结算，将成为公司今年业绩贡献的重点来源。目前项目剩余的商业面积较大，整售的写字楼由于需要客户的资金实力较高也将使去化速度明显放缓。项目下半年主要推售 2 栋住宅，从项目所在的区域周边竞争项目分布来看，由于供应量较大带来的竞争加剧，预计住宅的去化速度将明显弱于上半年推售的商业项目。

图 1: 水岸星城售楼处来访情况



资料来源: 摄于 2011 年 5 月 4 日, 华泰联合证券研究所

图 2: 水岸星城工地现场



资料来源: 摄于 2011 年 5 月 4 日, 华泰联合证券研究所

福星惠誉国际城

推售安排: 位于武昌徐东大街 28 号, 总建面 59 万平米。今年 1-5 月主要销售 K5、K6 地块尾盘, 实现销售回款 1.5 亿。今年预计将在 10 月份开始销售 K1、K2 地块, 可售面积约 10.5 万平米, 其中商业 3.7 万, 售价预计为 27000 元/平米, 住宅 7 万平米, 面积区间在 70-125 平米, 其中 90 平米以下占 50%, 价格预计将高于 12000 元/平米。项目将于明年 6 月推售最后一期 K3、K4 地块, 总计建面 32 万平米, 其中商业 9 万平米 (自持 8 万平米), 住宅 21 万平米。

未来去化判断: 项目 4 月 1 日开始蓄客, 目前总体蓄客量达 1500 组, 其中商业部分蓄客量达 1000 组 (推出 350 套)。从现场调研情况看, 项目今年 10 月将要推售的 K1、K2 地块位于徐东商圈更核心地段, 预计商业售价将大幅超过前期 K5、K6 地块实现的 22000 元/平米的销售均价。住宅方面由于限购存在一定的去化压力, 但由于 90 平米以下户型占比达 50%, 且项目整体位于武昌核心商圈, 预计仍可保证一定的去化率。国际城项目今年整体销售目标为 10.6 亿, 由于只要商业部分顺利实现去化则可保证今年销售任务的完成, 综合考虑项目住宅部分的户型配比和地段优势, 预计该项目住宅部分调价促销的动力将不充分, 更多地选择观望等待。

图 3： 福星国际城一期实景



资料来源：摄于 2011-5-5，华泰联合证券研究所

东澜岸

推售安排：项目位于洪山区红霞村，总建面 46 万平米，今年可售量为 25 万，项目整体销售目标为 15 亿。其中 5 月将推出 110 套（1.8 万平米）别墅产品，售价 15000 元/平米，目前蓄客量达到 1000 多批，主要客户为周边大学城里的教师和乡镇私企业主。今年还将推出的产品为 118 套的花园洋房，预计售价为 8500 元/平米；1602 套小高层，预计售价为 6000 元/平米，84 套多层和 113 套商业。剩余 1424 套高层单位将留在明年推出。

未来去化判断：从实地调研情况看，项目位置偏远，目前交通极为不便，今年连接武昌核心区域首义园片区和项目所在地的全程 12 公里四车道高架白沙洲大道将开通，将又有助于后期住宅项目溢价。虽然项目目前位置偏僻，但由于所在片区周边拥有大量高校分校区教师购买力，同时区域内没有其他楼盘供应，项目的独一性和有效购买力支撑仍将可以保障一定的去化速度。从目前别墅的蓄客情况看，区域内购买需求呈现出较强的价格承受力，项目别墅的蓄客意向价从 2 月份的 10000 元/平米迅速提升至目前的 15000 元/平米，蓄售比仍高达 10:1。项目整体户数约 4500 套，片区内约 1 万人左右的高校教师和周边乡村内一定数量的富裕私营业主将共同构成该项目的目标客户群。综合考虑目标客户量与货量对比以及项目目前供应的独一性，我们预计项目顺利实现去化的概率较大。

图 4： 东澜岸位置图



资料来源：摄于 2011 年 5 月 4 日，华泰联合证券研究所

图 5： 东澜岸工地现场



资料来源：摄于 2011 年 5 月 4 日，华泰联合证券研究所

图 6： 东澜岸沙盘



资料来源：摄于 2011 年 5 月 4 日，华泰联合证券研究所

图 7： 东澜岸周边高校教师构成主要客户群



资料来源：摄于 2011 年 5 月 4 日，华泰联合证券研究所

福星城（贺家墩 B 地块）

推售安排：项目位于常青路。总体建面 60.3，今年可售约 20 万，预计将于今年下半年销售，预计售价在 10000 元/平米以上。政府与公司协商今年将以 10 亿左右的总价（均价 8000 元/平米）购买部分住房用于另一拆迁项目的回迁用房。

未来去化判断：从现场调研情况看，项目周边规划有轻轨站，距离机场高速入口以及火车站都较为方便，项目周边有重点中学武汉市一中的初中及高中部，属于成熟配套

区，预计对老城区居住观念依赖度较强的市民将形成吸引力。项目整体去化应可以保障。最主要的竞争对手来自附近的万科城楼盘。

图 8： 福星城项目现场图



资料来源：摄于2011-5-5，华泰联合证券研究所

估值与盈利预测

根据调研情况，我们上调公司今明两年 EPS 至 0.88 元和 1.24 元，对应 PE 为 14X 和 10X。维持公司增持评级。

风险提示

房地产调控将有可能影响公司销售进度及业绩表现。多晶硅金属切割丝业务受原材料和设备限制进度和毛利水平有可能低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12939	15408	17527	19906	营业收入	5626	7359	8942	10559
现金	1964	3020	2787	2912	营业成本	4151	5365	6350	7421
应收账款	553	8	8	8	营业税金及附加	455	442	510	602
其他应收款	386	393	393	393	营业费用	205	346	420	496
预付账款	2976	2774	2841	2819	管理费用	114	184	224	264
存货	6743	9103	11379	13655	财务费用	116	195	273	285
其他流动资产	142	109	118	119	资产减值损失	5	-1	0	0
非流动资产	2589	2407	2223	2035	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	46	46	46	46	投资净收益	95	0	0	0
固定资产	2121	2017	1871	1703	营业利润	675	828	1166	1491
无形资产	33	32	31	31	营业外收入	0	14	14	14
其他非流动	0	313	275	256	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	15528	17815	19750	21941	利润总额	682	836	1174	1499
流动负债	4706	5360	5480	5626	所得税	167	209	293	375
短期借款	691	672	672	672	净利润	515	627	880	1124
应付账款	668	668	668	668	少数股东损益	14	0	0	0
其他流动负	0	4020	4141	4286	归属母公司净利	501	628	881	1125
非流动负债	5457	6462	7462	8461	EBITDA	791	1204	1624	1964
长期借款	5457	6457	7457	8457	EPS (元)	0.70	0.88	1.24	1.58
其他非流动	0	5	5	4					
负债合计	10163	11822	12942	14086	主要财务比率				
少数股东权	652	652	652	652	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	712	712	712	712	成长能力				
资本公积	1884	1884	1884	1884	营业收入	37.3%	30.8%	21.5%	18.1%
留存收益	2117	2745	3559	4606	营业利润	51.9%	22.7%	40.8%	27.8%
归属母公司	4713	5341	6156	7203	归属母公司净利	48.9%	25.4%	40.3%	27.6%
负债和股东	15528	17815	19750	21941	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	27.1%	29.0%	29.7%
					净利率(%)	8.9%	8.3%	10.9%	11.0%
					ROE(%)	10.6%	11.8%	14.3%	15.6%
					ROIC(%)	5.7%	7.7%	9.0%	9.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.4%	66.4%	65.5%	64.2%
					净负债比率(%)	106.80	60.81	63.27	65.23
					流动比率	2.75	2.87	3.20	3.54
					速动比率	1.32	1.18	1.12	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.44	0.48	0.51
					应收账款周转率	11	26	1118	1320
					应付账款周转率	9.68	8.03	9.50	11.10
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.70	0.88	1.24	1.58
					每股经营现金流	-3.00	0.39	-1.25	-0.72
					每股净资产(最	7.53	7.50	8.64	10.11
					估值比率				
					P/E	16.78	13.82	9.86	7.72
					P/B	1.57	1.63	1.41	1.21
					EV/EBITDA	19	11	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn