

买入 首次

福星股份 (000926)

2011 年 7 月 28 日

下半年有望实现销售快速增长

房地产行业分析师: 涂力磊
SAC 执业证书编号: S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人: 贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

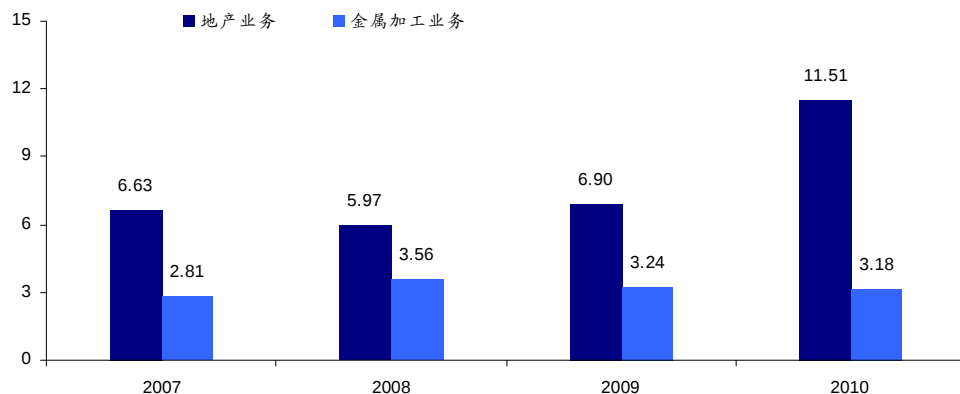
投资建议:

公司是武汉市乃至湖北省的最大本地开发商, 在武汉市的市场份额排名前 3。上半年由于所推的项目较少预计只完成签约销售额 23 亿元左右。下半年随着公司推盘量的增加销售额有望进一步的加大。目前公司城中村拿地模式已经日趋成熟, 未来可以保证公司充足土地储备。我们预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.89 元和 1.16 元。截至 7 月 27 日, 公司收盘于 10.62 元, 对应 2011 年 PE 为 11.93 倍, 2012 年 PE 为 9.16 倍。地产业务对应的 RNAV 为 15.14 元。给予 15 倍安全市盈率, 对应目标价 13.35 元。我们认为公司下半年销售将有望改善, 给予“买入”评级。

主要内容:

1. 公司是武汉地区的本地龙头开发商: 公司目前主要的业务是房地产以及金属加工。根据公司 2010 年年报所公布的数据, 公司房地产业务 2010 年贡献的营业利润为 11.51 亿元, 而金属加工业务贡献的营业利润为 3.18 亿元。其中 2007-2010 年间公司房地产业务的结算利润的复合增长率为 15%, 金属结算业务的复合增长率为 3%。房地产业务属于公司主要的利润来源。

图 1 福星股份历年分业务营业利润图 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、海通证券研究所

2. 城中村拿地模式为公司提供大量土地储备: 武汉市目前有 147 个行政村要进行城中村改造, 涉及土地面积 2.14 亿平方米。公司通过参与城中村改造可以以较低的总价获得较大体量的土地储备。同时因为城中村改造所获取的是生地, 因此土地款支付形式较为灵活, 土地出让金可以根据开发的进度进行分期支付。以上便利条件一定程度上增加了公司的财务自由度。公司在去年的 7 月和 12 月分别拍到了已签约的贺家墩项目和姑嫂村项目, 涉及土地面积 228 万平。目前公司还有四个已经签约的城中村改造项目尚未进行招拍挂, 涉及的土地面积达到 400 万平, 预计将为公司提供大量的土地储备。

表 2 公司已签约而未招拍挂的城中村项目汇集(单位: 万平)

	拆迁补偿款	可提供土地面积	签约时间
和平村	25.20	120.00	2009.12.1
柴林头村	30.74	116.00	2010.12.23
红桥村	35.40	110.64	2009.12.16
青菱村	6.63	51.00	2010.2.12

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

3. 武汉市目前整体市场情况稳定: 武汉市成交量受调控的影响相对较小。目前武汉市的月均销售面积相当于 2008 年低谷时期的 1.83 倍, 相当于调控初起的 2010 年的 0.89 倍, 与周边中西部省会城市相比受调控影响相对较小。我们认为这主要是由于武汉市高校众多、同时外来人口也较多, 自住需求占比相对较高。以上原因使得武汉销量下滑幅度较小。

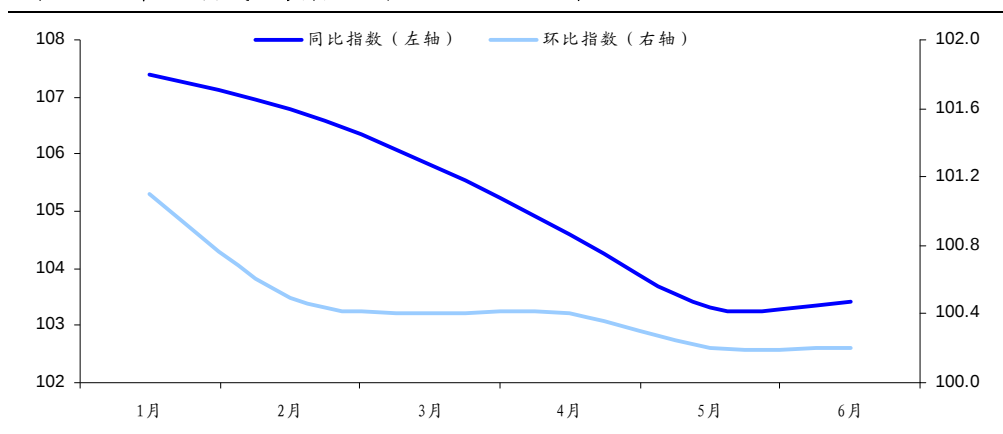
表 3 武汉及周边省会城市近四年月均成交面积统计(单位: 万平)

	武汉	成都	长沙	南昌	重庆
2008	45.53	43.66	42.73	14.45	104.35
2009	98.44	104.85	85.89	35.33	202.97
2010	93.53	69.75	110.67	24.62	186.42
2011	83.54	61.22	104.68	16.81	121.36
2011 月均成交量 /2008 月均成交量	1.83	1.40	2.45	1.16	1.16
2011 月均成交量 /2010 月均成交量	0.89	0.88	0.95	0.68	0.65

资料来源: 各地房管局、海通证券研究所(除重庆为商品房成交面积外其余城市全部为商品住宅成交面积)

房价方面, 武汉的房价涨幅亦相对较小。根据国家统计局公布的近期房价数据, 武汉市的同比, 环比数据均出现了较为明显的回落趋势。房价涨幅得到了有效的控制。

图 2 2011 年 1-6 月武汉房价数据同比、环比变化统计



资料来源: 国家统计局、海通证券研究所

与其周边的二线省会城市相比, 武汉房价涨幅亦处于较低水平。按照统计局公布的房价定基指数, 武汉市的指数值为 104.6, 仅高于成都的 103.5, 处于较低的水平。

表 4 2011 年 6 月武汉及周边省会城市房价数据统计

	武汉	成都	长沙	南昌	重庆
环比	100.2	99.9	100.4	100.3	100
同比	103.4	103.6	108.3	108.4	106
定基	104.6	103.5	108.3	107.9	105

资料来源：国家统计局、海通证券研究所

4. 公司下半年推盘量将会增加：公司在上半年预计只取得 23 亿的销售额，主要原因是受工程进度影响公司上半年所推项目较少。根据我们统计，公司上半年所推项目主要是水岸国际一期商业部分，东澜岸别墅部分，青城华府。预计下半年福星城，国际城二期，水岸国际二期，东澜岸住宅，洋房部分，青城华府均将陆续进入市场，总货量可达到 83 亿元左右。按照 70% 的去化率推算，公司下半年预计可以达到 58 亿左右销售额。

表 5 公司下半年预计推盘情况汇总（单位：万平）

	预计推盘量（万平）	预计售价（元/平）	预计总货量（亿元）	70% 的去化率假设（亿元）
福星城	20	10000	20	14
国际城	10	商业部分售价约 25000, 有 4 万平, 住宅部分售价约 12000, 有 6 万平	17	12
水岸国际	4	20000	8	6
东澜岸	46	其中公寓约为 34 万平, 售价 6000, 洋房约为 12 万平, 售价约为 8000	30	21
青城华府	10	8000	8	6
合计	90		83	58

资料来源：海通证券研究所

按照全年实现 80 亿销售额推算，公司 2011 年的销售增速为 84%，在 A 股地产公司中排名靠前。公司在三线城市的项目可售量较小，全年在恩施和孝感的推盘项目已基本销售完毕。咸宁地区项目仅剩 200 到 300 套，对应货值在 0.75 亿元左右。如果武汉以外城市新出台限购，对公司当期影响较小。

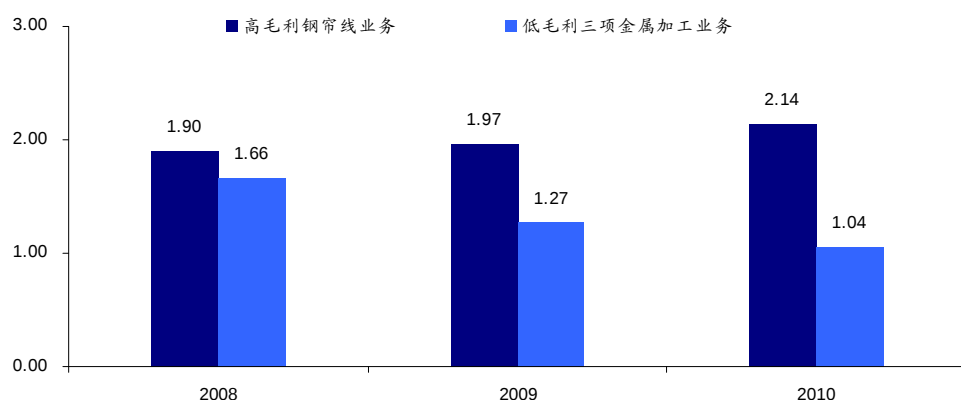
表 6 A 股房地产企业 2011 年预计销售增长率

	2008	2009	2010	2011E	2011 年预计增速
福星惠誉	15.18	27.68	43.55	80.00	83.70%
保利地产	205.11	433.82	661.68	950.00	43.57%
金地集团	114.03	210.83	283.38	400.00	41.15%
荣盛发展	21.04	60.63	96.08	135.00	40.51%
招商地产	64.15	148.42	146.25	200.00	36.99%
万科	478.70	634.20	1081.60	1200.00	10.95%

资料来源：海通证券研究所

5. 金属加工业务在长期有望更进一步：相对于房地产业务而言，目前金属加工业务对公司盈利贡献能力较小。其中钢丝、钢绳和钢绞线三项业务毛利率较低，在 10% 附近；子午轮胎钢帘线业务的毛利率相对较高，可以到达 20%，贡献的营业利润相对较多，且业务量一直比较稳定。公司目前在积极投入研发生产毛利可达 40%-50% 的多晶硅切割线业务，目前该项业务还处于试生产阶段，今年预计只能生产 1000 吨。按照 10 万元/吨的价格以及 40% 的毛利率计算，预计今年可以贡献 0.4 亿的营业利润，盈利贡献能力有限。如果后期研发顺利，预计该产品线到未来 3 年左右可以达到 3000-5000 吨左右的产量。

图3 福星股份金属加工业务分产品营业利润(单位:亿元)



资料来源:公司公告、海通证券研究所

6. 投资建议: 公司是武汉市乃至湖北省的最大本地开发商,在武汉市的市场份额排名前3。上半年由于所推的项目较少预计只完成签约销售额23亿元左右。下半年随着公司推盘量的增加销售额有望进一步的加大。目前公司城中村拿地模式已经日趋成熟,未来可以保证公司充足土地储备。我们预计公司2011、2012年每股收益分别是0.89元和1.16元。截至7月27日,公司收盘于10.62元,对应2011年PE为11.93倍,2012年PE为9.16倍。地产业务对应的RNAV为15.14元。给予15倍安全市盈率,对应目标价13.35元。我们认为公司下半年销售将有望改善,给予“买入”评级。

风险提示: 行业面临加息和政策调控两大风险

损益表(单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,201	4,097	5,626	6,425	7,434	10,800
增长率(%)	-4.1	28.0	37.3	14.2	15.7	45.3
营业成本	-2,248	-3,082	-4,151	-4,526	-5,136	-7,447
营业成本/销售收入(%)	70.2	75.2	73.8	70.4	69.1	69.0
毛利	953	1,015	1,474	1,900	2,298	3,353
毛利率(%)	29.8	24.8	26.2	29.6	30.9	31.0
营业税金及附加	-120	-164	-455	-364	-421	-611
营业税金及附加/销售收入(%)	3.8	4.0	8.1	5.7	5.7	5.7
营业费用	-182	-193	-205	-141	-186	-277
营业费用/销售收入(%)	5.7	4.7	3.6	2.2	2.5	2.6
管理费用	-95	-98	-114	-298	-327	-440
管理费用/销售收入(%)	3.0	2.4	2.0	4.6	4.4	4.1
息税前利润(EBIT)	557	560	700	1,097	1,364	2,024
EBIT/销售收入(%)	17.4	13.7	12.4	17.1	18.3	18.7
财务费用	-105	-112	-116	-190	-163	-356
财务费用/销售收入(%)	3.3	2.7	2.1	3.0	2.2	3.3
资产减值损失	-26	-4	-5	-6	6	-24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	1	95	0	0	0
投资收益/税前利润(%)	—	0.1	14.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	422	444	675	901	1,206	1,643
营业利润率(%)	13.2	10.8	12.0	14.0	16.2	15.2
营业外收支	-2	0	7	0	0	0
税前利润	420	444	682	901	1,206	1,643
利润率(%)	13.1	10.8	12.1	14.0	16.2	15.2
所得税	-89	-110	-167	-207	-277	-378
所得税率(%)	21.3	24.7	24.5	23.0	23.0	23.0
净利润	331	335	515	694	929	1,265
少数股东损益	0	-2	14	58	101	140
归属于母公司的净利润	330	336	501	636	828	1,126
净利率(%)	10.3	8.2	8.9	9.9	11.1	10.4

现金流量表(单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	331	335	515	694	929	1,265
少数股东损益	0	0	0	58	101	140
非现金支出	144	134	176	88	127	154
非经营收益	103	112	-18	232	210	446
营运资金变动	-558	-1,134	-2,812	-1,947	-3,470	-4,113
经营活动现金净流	19	-554	-2,139	-875	-2,103	-2,108
资本开支	177	452	492	45	44	45
投资	-77	-27	4	-86	-55	-200
其他	1	1	95	0	0	0
投资活动现金净流	-253	-479	-392	-131	-99	-245
股权募资	1,223	21	1,010	0	0	0
债权募资	-286	799	3,116	3,309	2,940	3,364
其他	-230	-243	-439	-232	-210	-446
筹资活动现金净流	707	578	3,687	3,078	2,730	2,918
现金净流量	473	-455	1,155	2,071	529	566

资产负债表(单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,001	568	1,964	2,977	3,405	3,831
应收款项	531	623	728	1,112	1,613	1,737
存货	3,390	3,705	6,743	9,592	12,492	16,790
其他流动资产	490	2,542	3,504	4,111	5,548	6,417
流动资产	5,411	7,437	12,939	17,792	23,058	28,774
流动资产/总资产(%)	75.0	78.7	83.3	99.6	108.3	105.6
长期投资	123	95	728	692	892	892
固定资产	1,521	1,718	2,274	1,552	1,468	1,383
固定资产/总资产(%)	21.1	18.2	14.6	8.7	6.9	5.1
无形资产	32	36	43	33	32	32
非流动资产	1,681	1,853	3,085	2,318	2,433	2,348
非流动资产/总资产(%)	23.3	19.6	19.9	13.0	11.4	8.6
资产总计	7,216	9,445	15,528	17,859	21,300	27,258
短期借款	419	520	752	827	910	1,000
应付款项	1,016	2,012	3,361	4,333	5,577	7,467
其他流动负债	310	324	594	402	652	927
流动负债	1,745	2,856	4,706	5,562	7,138	9,395
长期贷款	1,875	2,573	5,457	6,002	6,602	7,263
其他长期负债	10	16	0	0	0	0
负债	3,630	5,444	10,163	11,564	13,740	16,657
普通股股东权益	3,576	3,957	4,713	5,541	6,667	9,376
少数股东权益	10	44	652	753	893	1,225
负债股东权益合计	7,216	9,445	15,528	17,859	21,300	27,258

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.468	0.474	0.709	0.892	1.162	1.580
每股净资产	5.071	5.574	6.616	7.778	7.778	9.358
每股经营现金净流	0.028	-0.780	-3.003	-0.709	-0.709	-0.723
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	9.2	16.3	10.7	11.5	12.4	12.0
总资产收益率	4.6	3.6	3.3	3.6	3.9	4.1
投入资本收益率	4.5	6.0	6.0	8.9	9.7	11.0
增长率(%)						
营业总收入增长率	-4.1	28.0	37.3	14.2	15.7	45.3
EBIT增长率	-5.3	0.6	25.0	150.4	94.8	48.4
净利润增长率	4.1	1.8	50.1	80.1	63.9	36.0
总资产增长率	23.0	30.9	47.1	15.0	19.3	28.0
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	46.3	39.5	41.8	41.3	41.2	41.2
存货周转天数	429.0	420.0	444.8	750.0	750.0	750.0
应付账款周转天数	215.6	117.4	29.4	40.0	50.0	46.7
固定资产周转天数	139.2	124.4	587.0	85.5	43.9	29.1
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	36.1	63.1	77.3	61.2	54.3	41.8
EBIT利息保障倍数(倍)	5.3	5.0	4.8	8.4	5.7	12.4
资产负债率	50.3	57.6	64.4	64.8	64.5	61.1

资料来源: 公司公告

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。