



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

房地产

2011 年 08 月 11 日

(000926) 福星股份调研简报

——双轮驱动下的快速成长

评级：买入

市场数据	2011-8-10
当前价格(元)	10.05
52 周价格区间(元)	8.60—15.33
总市值(百万)	7,159
流通市值(百万)	5,270
总股本(万股)	71,235.57
流通股(万股)	52,436.61
日均成交额(百万)	90.93
近一月换手(%)	6.53
Beta(2 年)	1.32
第一大股东	福星集团控股有限公司
公司网址	www.chinafxkj.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
福星股份	-16.25	-18.16	-2.24
沪深 300	-10.00	-11.26	-3.43

王斌卿

+86 755 83025663

wangbq@jvzq.cn

执业证书编号

王斌卿: S0370511030001

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,201.43	4,097.33	5,625.51	6,558.21	8,135.32	10,585.86
增速(%)	-4.08	27.98%	37.30%	16.58%	24.05%	30.12%
毛利率(%)	29.77%	24.77%	26.21%	31.83%	33.02%	34.31%
归属母公司股东的净利润	330.37	336.38	500.80	667.21	900.18	1,274.06
每股收益	0.55	0.48	0.71	0.94	1.26	1.79

■ **公司受益武汉城中村改造。**武汉市二环线内共有 147 个城中村，总面积 21381.82 公顷，未来城中村改造的空间较大，公司作为本地的龙头企业，将会明显受益。

■ **下半年集中推盘。**公司主要项目上半年销售情况良好，去化率超过 80%，下半年公司青城华府、东澜岸、水岸国际、福星城、国际城等项目都将进入销售期，未来公司资金面将会进一步改善。

■ **公司金属制品业务符合国家产业政策方向。**公司主要产品子午轮胎钢帘线、钢绞线、多晶硅切割钢丝等符合国家轮胎产业政策和多晶硅产业政策方向，发展空间较大。

■ **估值与盈利预测。**我们预计公司未来 3 年每股收益分别为 0.94、1.26、1.79 元，每股 RNAV 为 15.33 元，目前公司估值水平较低。

■ **投资评级。**公司在武汉市场拥有较高的知名度和品牌号召力，销售情况良好，将会充分受益武汉市房地产市场繁荣和城中村改造，此外公司金属制品主要业务符合国家产业政策方向，预计公司未来业绩将会加速释放，目前公司估值水平较低，给予“买入”评级。

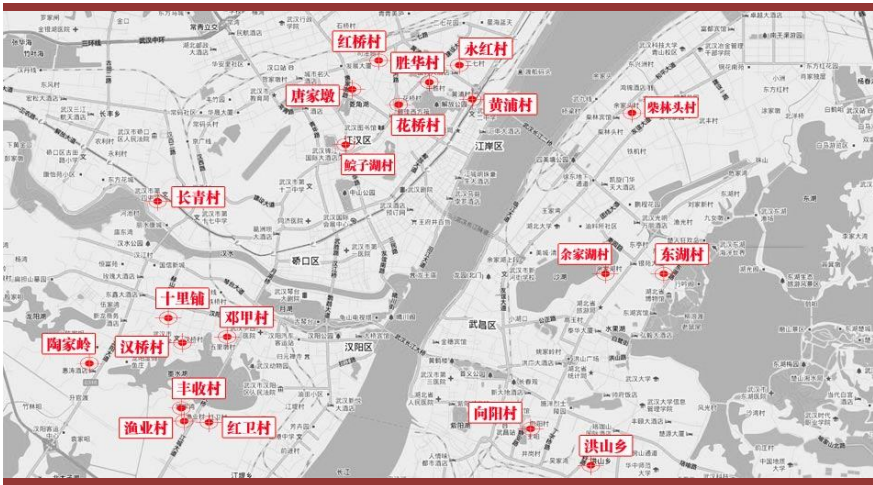
■ **风险提示。**1) 政策风险：房地产调控政策的变化可能会对公司业绩产生较大影响；轮胎产业政策和多晶硅产业政策变化对公司可能会产生较大的影响。2) 地区风险：公司主要业务位于湖北省，地区房地产市场的波动对公司经营影响较大；

公司受益武汉市“城中村”改造

根据武汉市“十二五”规划，未来武汉市将会形成“1+6”的格局（1个主城+6个新城组群）。主城区以三环线以内地区为主，6个新城组群是指在远城区范围内，紧挨着中心城区，沿阳逻、豹狮、纸坊、常福、吴家山、盘龙城等轴向建起的新城。

武汉市二环线内共有 147 个城中村，总面积 21381.82 公顷，其中 33 个城中村已基本完成拆迁改造，另有 23 个城中村的拆迁改造工作将于今年年底前完成，未来武汉市城中村改造的空间依然很大，公司作为武汉市本地的房地产龙头企业，未来将会获得更多的“城中村”项目。

图表 1 武汉市 2011 年“城中村”改造地图



数据来源：搜房网、金元证券研究所

随着房地产调控政策的持续，武汉市商品房成交价格逐步趋于稳定，中小户型成交量占 70%以上，以刚性需求为主，泡沫程度较低。

图表 2 武汉市商品房价格走势



数据来源：武汉市住房保障和房屋管理局、金元证券研究所

公司下半年集中推盘，资金状况将会明显改善

上半年公司整体销售情况良好，去化率在 80%以上，下半年公司进入推盘高峰期，青城华府、东澜岸、水岸国际、福星城、国际城等项目都将进入销售期。

图表 3 公司部分项目销售情况

项目	总套数	住房已售套数	住房可售套数	非住房已售套数	非住房可售套数	去化率
东澜岸 2 期	110	42				38%
水岸国际	1,438			1,186	252	82%
青城华府	2,727	856	1,103	89	679	35%
国际城	2,041	989	1	967	84	96%
水岸星城五期	513	487	6		20	95%
水岸星城 4 期	1,134	1,104	6	17	7	99%

数据来源：武汉市房地产市场信息网、金元证券研究所

公司目前尚未偿还的信托融资一共五笔，总金额 48.8 亿元，平均资金成本约为 12%，其中 2012 年偿还 10 亿元，其余均为 2013 年偿还，公司一季度末预收账款为 164 亿元，预计随着公司下半年推盘量的增长，公司的资金状况将会得到明显改善。

金属制品业务稳定发展

根据工信部颁布的轮胎产业政策，2015 年，乘用车胎子午化率达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达到 90%。据统计，目前中国市场轿车轮胎子午化率已达 100%，卡客车轮胎子午化率约为 70%~80%，而在工程轮胎领域，子午化率仅为 4%左右，相比于欧美国家 50%~70%的工程轮胎子午化率，中国工程子午轮胎市场有着广阔的前景。

国家发改委日前下发《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策的通知》，制定了全国统一的太阳能光伏发电标杆上网电价，光伏上网统一标杆电价的推出，打破了光伏产业发展的瓶颈。按兆瓦光伏电池需用 8~10 吨多晶硅测算，按照目前多晶硅价格计，国内未来 5 年的多晶硅市场规模有望达 320 亿~470 亿元。多晶硅切割钢丝面临很大的发展空间。

2011 年金属制品业为加快推进“新增年产 3 万吨子午轮胎钢帘线后续扩能项目”、多晶硅切割钢丝、电梯钢丝绳等技改、新建项目的建成投产，预计公司金属制品业务将会稳定发展。

估值：公司每股 RNAV 为 15.33 元

2010 年公司房地产业务毛利率有所下降，主要是由于毛利率较低的通州一级开发项目结算所致，预计公司未来毛利率将会逐步提高。假设公司房地产开发项目销售净利率为 15%，所有项目能够按照预定的进度和价格完成拆迁、销售和结算，贴现率假设为 10%，得出公司目前未结算的项目销售净利润现值为每股 6.76 元。

假设公司金属制品业务按照每年 6% 的速度稳定发展，主要产品销售价格维持目前的水平，金属制品业务净利润现值为每股 1.95 元。

暂不考虑多晶硅切割业务。

图表 4 公司房地产项目净利润现值计算表

项目名称	未结算面积（万平方米）	预计竣工	价格	净利润现值（亿元）
水岸星城三期	0.93	已竣工	8,000	0.10
水岸星城四期	1.71	已竣工	10,000	0.23
孝感福星城	12.31	2011.08	4,500	0.76
恩施福星城	18.78	2012.12	4,000	0.93
汉阳华府	33.00	2015.12	8,000	2.46
咸宁福星城	63.85	2013.12	3,500	2.52
国际城	43.02	2015.12	12,000	4.81
水岸国际一期	35.84	2012.06	8,000	3.55
水岸国际二期	86.00	2014	8,000	7.05
通州砖厂	11.34	2015	5,000	-
东澜岸	46.53	2015.05	12,000	5.20
福星城	60.00	2013.07	6,000	4.06
青城华府	27.00	2013.07	12,000	3.65
姑嫂村	168.32	2015	8,000	12.54
合计	608.63			47.86
每股净利润现值				6.72

数据来源：金元证券研究所

根据以上计算结果，得出公司每股 RNAV 为 15.33 元，目前股价对应的折价水平较低。

图表 5 公司每股 RNAV 计算表

项目	数值
房地产业务每股净利润现值	6.76
+	
金属制品每股净利润现值	1.95
+	
每股净资产	6.62
=	
每股 RNAV	15.33

数据来源：金元证券研究所

盈利预测与投资评级

假设公司房地产业务未来 3 年结算情况如下:

图表 6 公司房地产项目结算进度预测表

序号	项目名称	未结算面积	预计竣工	价格	结算面积 (万平方米)			结算收入 (亿元)		
					2011	2012	2013	2011	2012	2013
1	水岸星城三期	0.93	已竣工	8,000	0.93			0.74	-	-
2	水岸星城四期	1.71	已竣工	10,000	1.71			1.71	-	-
3	孝感福星城	12.31	2011.08	4,500	10.00	2.31		4.50	1.04	-
4	恩施福星城	18.78	2012.12	4,000	6.00	6.00	6.78	2.40	2.40	2.71
5	汉阳华府	33.00	2015.12	8,000			6.00	-	-	4.80
6	咸宁福星城	63.85	2013.12	3,500	8.00	10.00	10.00	2.80	3.50	3.50
7	国际城	43.02	2015.12	12,000	8.00	10.00	12.00	9.60	12.00	14.40
8	水岸国际一期	35.84	2012.06	8,000	10.00	10.00	12.00	8.00	8.00	9.60
9	水岸国际二期	86.00	2014	8,000		8.00	10.00	-	6.40	8.00
10	通州砖厂	11.34	2015	5,000		5.00	6.34	-	2.50	3.17
11	东澜岸	46.53	2015.05	12,000	8.00	10.00	12.00	9.60	12.00	14.40
12	福星城	60.00	2013.07	6,000		6.00	10.00	-	3.60	6.00
13	青城华府	27.00	2013.07	12,000	4.00	6.00	10.00	4.80	7.20	12.00
17	姑嫂村	168.32	2015	8,000			4.00	-	-	3.20
	合计	608.63			56.64	73.31	99.12	44.15	58.64	81.78

数据来源: 金元证券研究所

假设公司房地产业务毛利率为 40%，金属制品业务维持目前 6% 的增长率和 15% 毛利率的水平，公司所得税率为 25%，得出公司未来 3 年每股收益分别为 0.94、1.26、1.79 元。

图表 7 利润表预测

项目 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,201.43	4,097.33	5,625.51	6,558.21	8,135.32	10,585.86
营业收入	3,201.43	4,097.33	5,625.51	6,558.21	8,135.32	10,585.86
二、营业总成本	2,775.62	3,653.55	5,045.85	5,670.78	6,937.80	8,890.64
营业成本	2,248.32	3,082.45	4,151.21	4,470.62	5,449.04	6,953.43
营业税金及附加	120.07	164.02	455.43	590.24	732.18	952.73
销售费用	181.74	192.64	204.66	163.96	203.38	264.65
管理费用	94.62	98.29	114.23	196.75	244.06	317.58
财务费用	105.14	112.45	115.72	196.75	244.06	317.58
资产减值损失	25.74	3.69	4.61	52.47	65.08	84.69
三、其他经营收益	-3.75	0.57	95.24	39.35	48.81	63.52
投资净收益	-3.75	0.57	95.24	39.35	48.81	63.52
四、营业利润	422.05	444.35	674.90	926.78	1,246.33	1,758.73
加: 营业外收入	4.43	4.02	12.90	13.12	16.27	21.17
减: 营业外支出	6.56	3.98	6.02	6.56	8.14	10.59

五、利润总额	419.93	444.39	681.79	933.34	1,254.47	1,769.32
减：所得税	89.37	109.65	167.00	233.33	313.62	442.33
六、净利润	330.56	334.74	514.79	700.00	940.85	1,326.99
减：少数股东损益	0.19	-1.64	13.99	32.79	40.68	52.93
归属于母公司所有者的净利润	330.37	336.38	500.80	667.21	900.18	1,274.06
七、每股收益：	0.55	0.48	0.71	0.94	1.26	1.79

数据来源：金元证券研究所

公司作为武汉市最大的房地产开发龙头企业，将会充分受益武汉市房地产市场繁荣和旧改，公司开发的项目在武汉市场拥有较高的知名度和品牌号召力，未来进入项目集中结算期，此外公司金属制品主要业务符合国家产业政策方向，未来发展前景广阔。预计公司未来业绩将会加速释放。

公司目前股价对应的估值水平较低，给予公司“买入”评级。

风险提示

1. **政策风险：**房地产调控政策的变化可能会对公司业绩产生较大影响；轮胎产业政策和多晶硅产业政策变化对公司可能会产生较大的影响。
2. **地区风险：**公司主要业务位于湖北省，地区房地产市场的波动对公司经营影响较大；

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ -15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.