

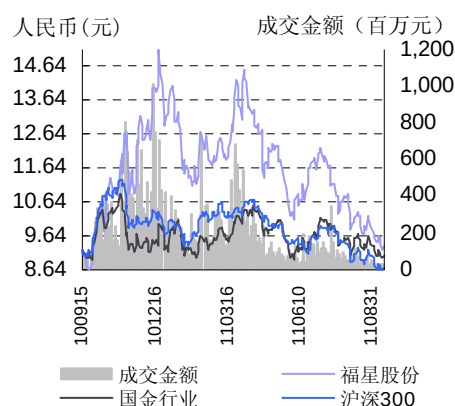
福星股份 (000926.SZ) **房地产开发行业**
评级: 买入 首次评级
公司研究

市价 (人民币): 9.36 元

我的武汉我的城中村

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	527.66
总市值(百万元)	6,667.65
年内股价最高最低(元)	15.08/8.66
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17


公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.474	0.703	0.791	0.926	1.174
每股净资产(元)	5.57	6.62	7.28	8.07	9.12
每股经营性现金流(元)	-0.78	-3.00	4.14	1.59	0.86
市盈率(倍)	25.52	19.17	11.83	10.11	7.97
行业优化市盈率(倍)	39.81	27.49	27.59	27.59	27.59
净利润增长率(%)	1.82%	48.88%	12.55%	17.05%	26.74%
净资产收益率(%)	8.50%	10.63%	10.87%	11.47%	12.87%
总股本(百万股)	709.98	712.36	712.36	712.36	712.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **进入收获期:** 福星股份是武汉地产龙头企业, 目前有储备 608 万平米, 考虑已签协议的城中村合计储备为 1097 万平米。11 年公司储备项目中的大多数将进入销售高峰期, 并将持续到 2014 年。
 - 目前公司已完成销售额 38 亿元, 相当于 10 年的 88%。下半年可售约为 60 亿元, 即使按 40% 的去化率计算, 新盘可完成 24 亿元销售, 而已推项目预计仍可实现 10 亿元销售, 全年合计销售额将达到 72 亿元, 同比增长 67%。
 - 公司为应对调控积极调整推盘结构, 增加不受限购影响的商业公寓比例至 40%, 且公司在当地有一定品牌影响力, 实现预期增长可能性较大。
- **看好武汉市场发展潜力:** 武汉制定的新城规划和主城翻新计划为当地的开发商提供更多可开发资源, 而武汉作为中部交通枢纽, 十二五期间会在促进中部崛起发挥重要作用, 推动当地经济发展。此外, 武汉的大学生就地落户政策也将提升城市吸引力, 加快外来人口流入速度, 对住宅需求形成持续支撑。
- **城中村开发已成模式:** 公司介入城中村改造已有八年历史, 目前已形成一整套较为成熟的开发模式。城中村开发有利于公司以较低成本获得市区的连片土地, 而未来公司也有望依托其武汉龙头地位和已有经验复制城中村开发模式。
- **切割丝项目锦上添花:** 公司金属制品业务在国内也名列前茅, 目前正积极研发切割丝产品, 已经进入调试阶段, 中间产品黄线已对外销售。一期产能 3000 吨, 预计于 2012 年投产, 届时将为公司提供又一新利润增长点。

投资建议

- 预计公司 11、12 年每股收益 0.79、0.93 元, 市盈率分别为 11.8 和 10.1 倍, 而 NAV 折价幅度达到 52%, 足以让产业资本为之心动。我们对公司房地产和金属制品分别赋予 12 和 18 倍市盈率, 11 年合理价格 11.4 元; 对 NAV 给以 35% 的折价, 合理价格 12.6 元, 综合目标价格区间为 11.4-12.6 元, 建议买入。

风险

- 未能如期推盘, 销售低于预期。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

内容目录

家有地产初长成.....	4
武汉 在供求平衡中稳健成长.....	6
发展与重塑并举 武汉大有可为	6
需求增长有空间.....	8
不能不说的城中村	11
被城市包围的农村	12
城中村开发的流程与优势	13
谋划切割丝 金属制品再创新.....	15
盈利预测与估值.....	17
风险提示	20
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1: 公司的地产业务发展历程.....	4
图表 2: 房地产业务收入和利润占比	4
图表 3: 历年房地产业务收入和销售额	5
图表 4: 09、10 年武汉市场占有率以及排名	5
图表 5: 主要项目销售期分布	5
图表 6: 项目主要情况.....	6
图表 7: 土地开发面积和建成区增长率（单位：万平方米）	7
图表 8: 主要城市建成区面积和占比（单位：平方公里）	7
图表 9: 武汉市土地推出和成交面积及占重点城市比重（单位：万平方米）	7
图表 10: 轨道交通规划图	8
图表 11: 主要城市建成区人口密度（人/平方公里）	9
图表 12: 武汉居民住房产权情况	9
图表 13: 武汉居民住房情况.....	9
图表 14: 武汉重点市政工程.....	10
图表 15: 全国高速公路网	11
图表 16: 全国铁路网	11
图表 17: 公司城中村项目分布	11
图表 18: 2011 年武汉城中村改造	12
图表 19: 主要城市城中村情况	13
图表 20: 武汉城中村分类	13
图表 21: 公司参与城中村改造的流程	14
图表 22: 武汉 07-09 年各环线土地成交比例.....	15

图表 23: 公司 2010 年城中村项目与周边项目楼面价 (单位: 元/平米)	15
图表 24: 主要钢帘线生产企业产能 (单位: 万吨)	16
图表 25: 各产品占营业收入比重	16
图表 26: 各产品毛利率	16
图表 27: 主要切割线生产企业产能 (单位: 万吨)	17
图表 28: 各业务分拆估值	17
图表 29: 开发项目盈利预测	18
图表 30: 开发物业重估净资产值	19
图表 31: 开发物业重估净资产值 (续)	20

家有地产初长成

- 公司的历史可以追溯到 1981 年，但公司介入地产业务仅有 10 年，虽然仅经历 10 年发展，但公司已经成长为具有一级开发资质的湖北地产龙头。
- 集团的前身是 1981 成立的汉川铁木加工厂，是当时湖北汉川西部的第一家乡镇企业，1985 年注册成立湖北省汉川县钢丝绳厂。
- 1993 年，公司前身湖北省汉川钢丝绳股份有限公司成立，并于 1999 年上市，同年更名为湖北福星科技股份有限公司。
- 2000 年，公司初步涉足地产业务，2001 年成立福星惠誉房地产有限责任公司，正式确立金属制品业、房地产业两大核心产业。

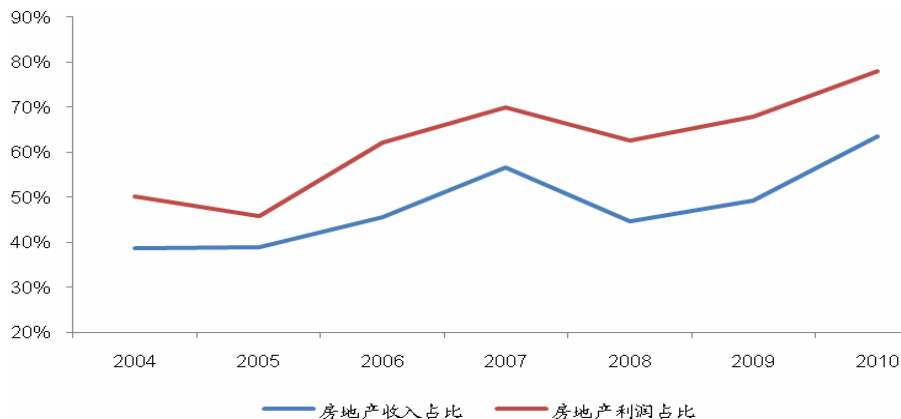
图表1：公司的地产业务发展历程



来源：国金证券研究所

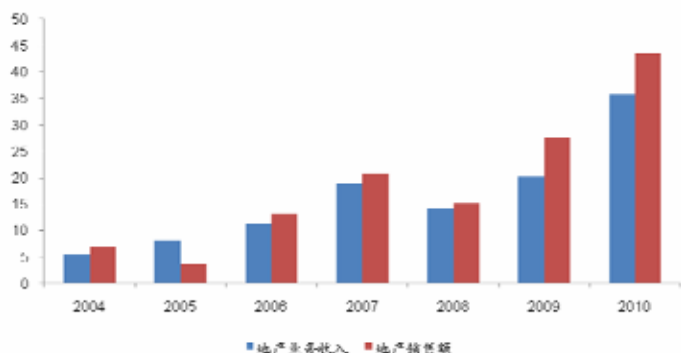
- 10 年间，公司地产业务经历了由成立到成长再到成熟的过程，05 年起连续 6 年进入中国房地产行业百强并被评为“中国房地产地方公司品牌价值 TOP10”，2007 年起连续 4 年被评为武汉房企综合实力第一名。
- 公司目前项目储备有 608 万平方米，已签协议但尚未进行招拍挂的城中村项目有储备 489 万平方米，1097 万平方米的总储备与 2010 年房地产百强企业的平均土地储备 1014 万平方米水平相当。
- 在武汉公司也一直保持龙头地位，09 和 10 年的市场占有率分别排名第三和第四。

图表2：房地产业务收入和利润占比



来源：国金证券研究所

图表3：历年地产业务收入和销售额



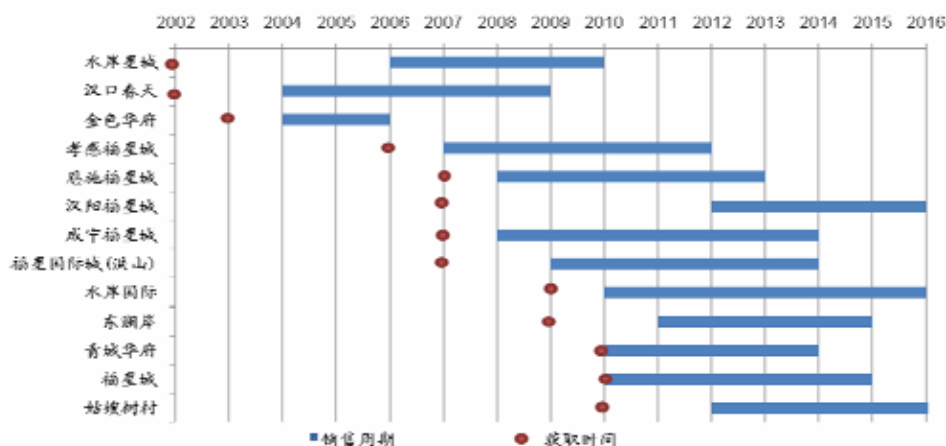
来源：国金证券研究所

图表4：09、10年武汉市场占有率以及排名

2009年	市场占有率	2010年	市场占有率
万科地产(武汉)	3.86%	万科地产(武汉)	6.02%
武汉地产集团	3.63%	万达	5.49%
福星惠誉	3.32%	保利地产(武汉)	3.48%
保利地产(武汉)	3.02%	福星惠誉	2.86%
百步亭	2.04%	武汉地产集团	2.17%

- **11年是公司项目可售的第一个高峰期。**11年公司进入销售高峰，预计高峰可持续到2014年，目前除汉阳和姑嫂树项目外基本全部进入销售周期。
- 目前公司已完成销售额38亿元，相当于10年的88%。下半年可售约为60亿元，即使按40%的去化率计算，新盘可完成24亿元销售，而已推项目预计仍可实现10亿元销售，全年合计销售额将达到72亿元，同比增长67%。
- 公司为应对调控积极调整推盘结构，增加不受限购影响的商业公寓比例至40%，且公司在当地有一定品牌影响力，实现预期增长可能性较大。
- 半年报公司货币资金13.86亿元，是短期借款和一年内到期非流动负债的164%倍，扣除预收款的资产负债率为50.6%。短期偿债压力不大，但公司项目体量较大，资金也并不充裕，这也使得公司有动力在未来采取积极的销售策略。
- 一季度末预收款和已确认的地产收入合计31.74亿元，结合7、8月销售情况，是我们预计11年房地产业务收入的134%，业绩锁定率较高，如果下半年能够完成推盘去化40%，即可177%保障实现11年的地产业务业绩。

图表5：主要项目销售期分布



来源：国金证券研究所

图表6：项目主要情况

	剩余可售面积*	剩余可结算面积*	销售状态
武汉国际城	42.22	43.02	上半年销售存量，签约 1 万平米，0.79 亿元，其他目前尚不满足可售条件，预计 10-12 月会推出 4 万平米商业、2 万平米公寓和 3 万平米住宅
武汉水岸国际	111.31	121.84	三期均已开工，全年约有 60 万平米能够达到可售状态。8 月底实现销售约 12 亿元，下半年计划推盘 4、5 万平米的公寓，3 万平米的商业和 17 万平米的住宅。
武汉东澜岸	46.3	46.53	5 月底开盘推出别墅约 100 套，公寓 6 万平米，7 月推出洋房 2 万平米，8 月底实现销售 2 亿元。
武汉福星城	51	60	7 月推盘商业和 LOFT 4 万平米，政府约 15 亿元的回购已经完成，8 月底实现销售 17 亿元。
武汉青城华府	22.03	27	8 月底实现销售 6.8 亿元，27 万平米的预售许可已全部取得，尚有 8 万平米未推盘。
合计	562.79	597.29	8 月底实现销售约有 38 亿元，估算 10-12 月存量可售有 20 万平米，新推 60 万平米，金额约合 60 亿元。

来源：国金证券研究所 (剩余可售可结算截至 10 年底)

武汉 在供求平衡中稳健成长

- 公司项目全部位于湖北，其中有 79% 位于武汉，若考虑已签协议的城中村改造项目，则有 87% 位于武汉。武汉市场对公司发展有较大的影响。我们认为武汉市场未来供、求均有较大的空间，公司能够在供求平衡中实现稳健发展。
- 我们认为武汉城市翻新空间大，中心城区可开发资源仍然丰富，公司做大做强仍有空间。
- 我们也看好武汉房地产市场需求的成长前景。一方面武汉改善性需求空间较大，另一方面武汉交通和经济地位的提升以及市容改善将能够吸引更多外来人口就业。

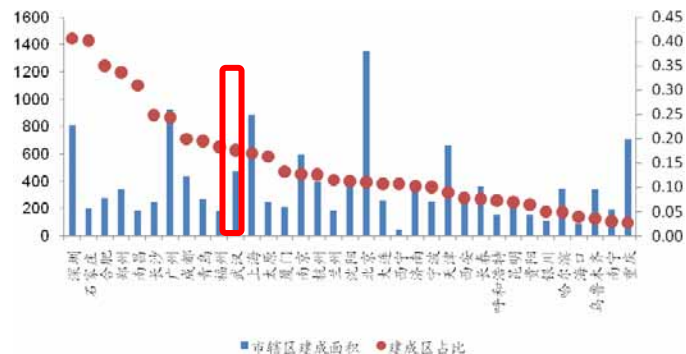
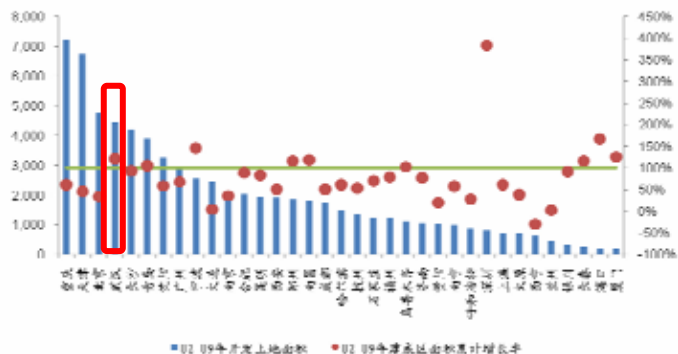
发展与重塑并举 武汉大有可为

- **城市新规划提升发展空间。**武汉市规模在我国居于前列，而目前我国重点城市的房地产市场均以向外围发展为主，市场可能会担心武汉再向外围发展的空间很小。但武汉市十二五规划提出“1+6”的城市格局，改变“摊大饼”为“小笼包”模式，再配以交通建设，提升了城市向外发展的潜力。
- **建设保持较快速度，城市规模居于前列。**02-09 年，武汉市累计完成土地开发 4442 万平米，在全国省会直辖市和计划单列市中排名第四；建成区面积增幅排名第五，城市建设保持较快速度。09 年底，武汉建成区面积 457 平方公里，在主要城市中排名第 8 位，建成区面积占市辖区面积比重 18%，排名第 11 位，城市规模也居于前列。
- **远城区集中规划，汇集资源建新城。**武汉市十二五提出不再以摊大饼方式发展城市，中心城区控制在三环线以内，在 6 个远城区各重点建设一个“卫星城”，建设“地铁+快速路”的交通走廊连接 6 个新城。集中兴建新城，有利于有限资源的充分发挥，配合交通走廊的建设，提升新城的吸引力，是有效的向外扩展模式。
- **城市重塑需求高，中心城区供地潜力仍大。**除了继续向外的发展潜力外，武汉内部重塑的需求也很高，中心城区可开发资源也很丰富。
- **城市翻新需求高，中心城区可开发资源仍然丰富。**武汉市二环线内共有 147 个城中村，土地总面积 213.82 平方公里；此外 1980 年代前武

汉三镇的城市建成区，面积共 177 平方公里，二者合计 390.82 平方公里，是建成区面积的 85.5%，中心城区可开发资源仍然丰富。

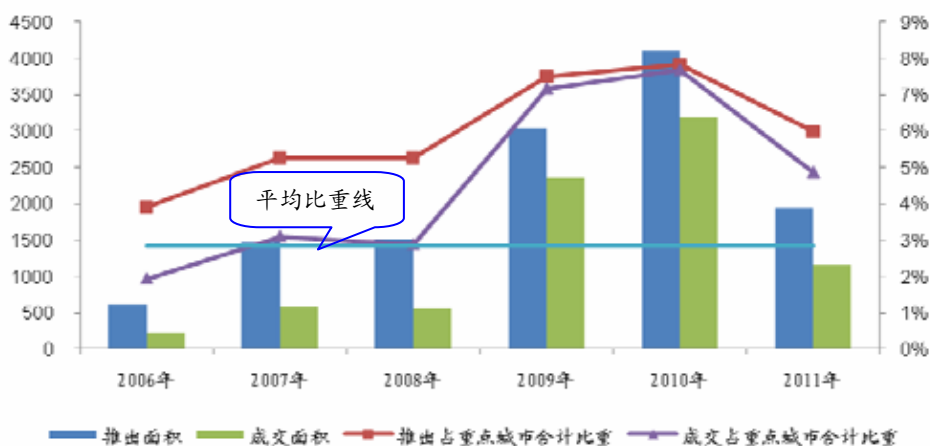
图表7：土地开发面积和建成区增长率（单位：万平方米）

图表8：主要城市建成区面积和占比（单位：平方公里）



来源：国金证券研究所，wind

图表9：武汉市土地推出和成交面积及占重点城市比重（单位：万平方米）



来源：国金证券研究所，搜房数据库

图表10: 轨道交通规划图



来源：国金证券研究所

需求增长有空间

- **需求增长有空间。**尽管武汉市场供地空间较大，但与此同时，武汉市场的需求也较高。
 - **人口密度水平居前。**09 年底，武汉市建成区人口密度在主要城市中排名第 20 位，市辖区人口密度排名第 12 位，人口密度水平在全国居前。
 - **市场蕴藏较大的需求空间。**根据 10 年武汉统计年鉴，09 年底武汉无私房居民比重为 22%，人口数量约为 113.3 万人，按人均 35 平方米算，潜在需求 3965.5 万平米，是 10 年武汉销售面积 1091 万平米的 3.6 倍；武汉拥有商品房的居民比例仅为 21.8%，拥有三居以上住房的居民比例仅为 23%，改善性需求也有很大空间。

图表11: 主要城市建成区人口密度 (人/平方公里)



来源: 国金证券研究所, wind

图表12: 武汉居民住房产权情况

	2009	2008
房屋产权	100%	100%
租赁公房	15%	14%
租赁私房	4.80%	4.40%
原有私房	7.20%	6.20%
房改私房	49.00%	48.60%
商品房	21.80%	23.60%
其他	2.20%	3.20%

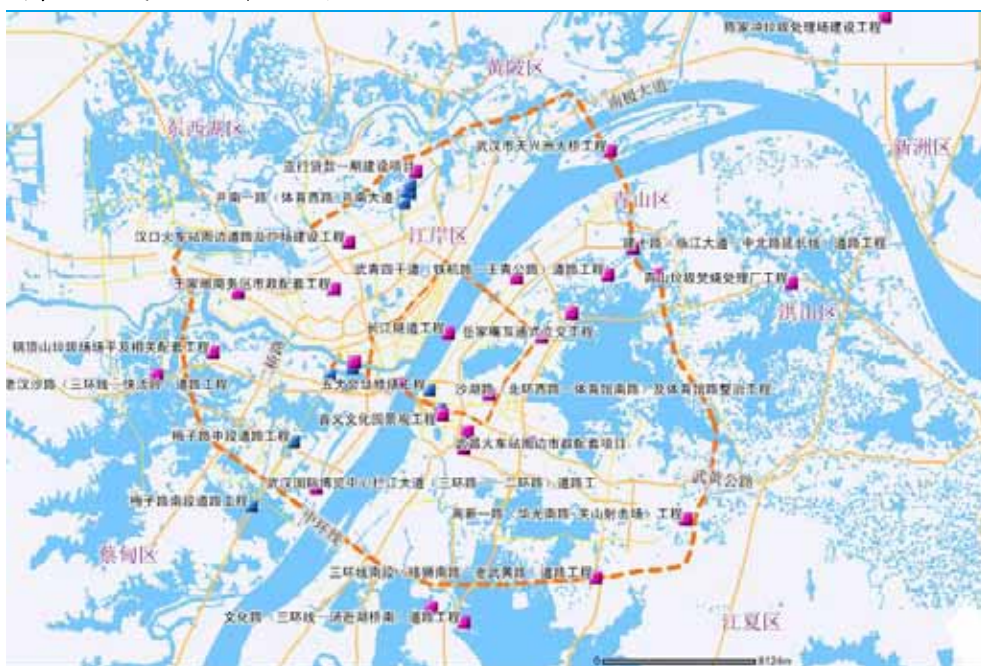
来源: 国金证券研究所, 武汉统计局

图表13: 武汉居民住房情况

	2009	2008
独栋	2.00%	1.00%
四居室	1.60%	5.00%
三居室	19.40%	21.40%
二居室	53.00%	47.60%
一居室	11.40%	11.20%
普通楼	10.00%	1.40%
平房	2.60%	2.60%

- **城市面貌改善, 吸引人才留汉。**“十二五”期间, 武汉市容以及市内交通建设发力, 居住环境改善将吸引更多人口留汉来汉, 同时基础设施完善也将成为房价催化剂, 促进房地产市场发展。
- **人才留汉比例有提升空间。**据统计, 武汉地区 2010 届高校毕业生选择在武汉就业比例为 50.7%, “211”院校毕业生留武汉就业比例仅为 38.4%。而在武汉, 高校毕业生留汉工作并签订用工合同即可落户, 相对宽松的户籍政策也有利于吸引人才留汉。
- **城市建设发力, 改善居住环境。**“十二五”期间, 武汉将着力改善城市面貌, 除解决旧改、城中村等问题外, 对道理建设治理拥堵也将加大力度。到 2015 年, 计划形成“三环六联十二射”的网络格局, 二环线内 90%机动车出行时间不超 30 分钟, 90%居民乘公交出行不超 60 分钟。
- **交通枢纽地位提升, 汇集人气拉动经济。**2010 年国务院批复同意《武汉市城市总体规划 (2010-2020 年)》, 将武汉定性为: 我国中部地区的中心城市, 全国重要的综合交通枢纽。“十二五”期间, 武汉将完成交通投资 2400 亿元, 比“十一五”翻一番, 着力打造全国性综合交通枢纽。
- 武汉自古因水而盛, 素有九省通衢之称, 一直是长江航运的中枢之一, 而近来企业内迁成为趋势, 将提高内河港地位, 我国也计划在 2011-2015 年期间投资 180 亿元建设长江下游的部分深水航道;

- 图表14: 武汉重点市政工程



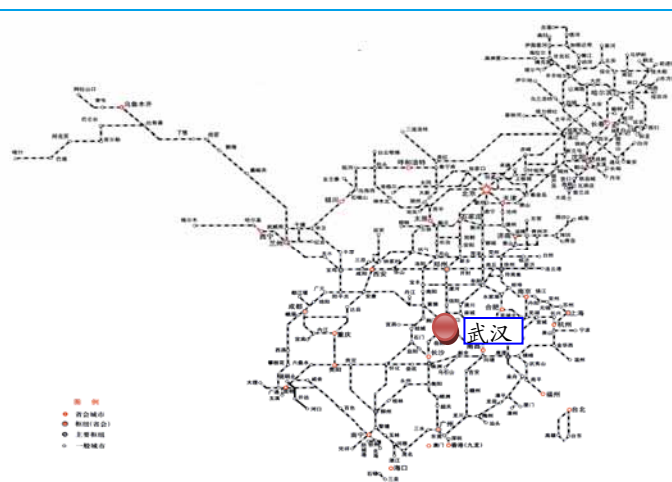
来源：国金证券研究所，武汉国土资源和规划网

图表15：全国高速公路网



来源：国金证券研究所

图表16：全国铁路网



不能不说的城中村

- 城中村是市场最为关注的一项公司业务，公司多年来致力于武汉市的旧城改造和城中村改造，在“旧城改造”、“城中村改造”形成了相对成熟的发展模式，城中村改造也成为公司房地产业务的主要模式之一。
- 公司目前有城中村项目 8 个，其中国际城、水岸国际和贺家墩福星城项目今年可售，姑嫂树进入拆迁阶段，红桥村、柴林头、青菱村以及和平村已和村委会签订协议。
- 公司是武汉最早介入城中村改造的地产公司之一，在城中村改造方面的经验也较为丰富。武汉计划 2011 年完成的二环内 56 个拆迁改造项目中，公司获得 7 个，比重较大。7 个项目也使公司积累了城中村改造的经验，预计未来在后续 91 个城中村改造的过程中，公司能够获得更大的发展空间。

图表17：公司城中村项目分布



来源：国金证券研究所

被城市包围的农村

- **什么是城中村。**城中村是中国快速城市化进程中特有的现象，是在城市化加速的过程中，建成区扩张使得原处于城乡结合部的村落被建成区包围而形成。一般实行农村管理体制，管理上不与城市接轨，区内居住环境、治安环境以及生活配套条件差，且影响城市形象阻碍城市发展。
- 在我国广州、武汉、长沙、南京、西安、太原、石家庄、深圳和昆明等大中城市都面临城中村问题。
- **武汉将城中村定义为：**在《武汉市土地利用总体规划主城建设用地控制范围图（1997-2010 年）》确定的城市建设发展预留地范围内，因国家建设征用土地后仅剩少量农用地、农民不能靠耕种土地维持生产生活且基本被城市包围的行政村。
- 武汉市共有 147 个城中村，综合改造的总体范围包括江岸、江汉、硚口、汉阳、武昌、洪山等区，涉及总人口 35.66 万人，农业人口 17.10 万人，土地总面积 213.82 平方公里，村民住宅用地总面积 37.94 平方公里，私人房产总面积 4000 万平方米。
- 根据武汉《市规划局关于“城中村”综合改造土地房产处置及建设规划管理的实施意见》，武汉的城中村按其人均农用地大小分为三类，并根据分类采取三种改造方式。

图表18：2011 年武汉城中村改造



来源：国金证券研究所，搜房网（蓝色为公司项目）

图表19：主要城市城中村情况

	改造起始时间	城中村规模
广州	2001 年	138 个行政村，占地 86.6 平方公里，约占规划面积的 20%
西安	2002 年	437 个，人口 47.3 人
深圳	1997 年	特区内 200 个
南京	2005 年	71 个行政村，23.9 万人
武汉	2004 年	147 个，35.66 万人，213.82 平方公里

图表20：武汉城中村分类

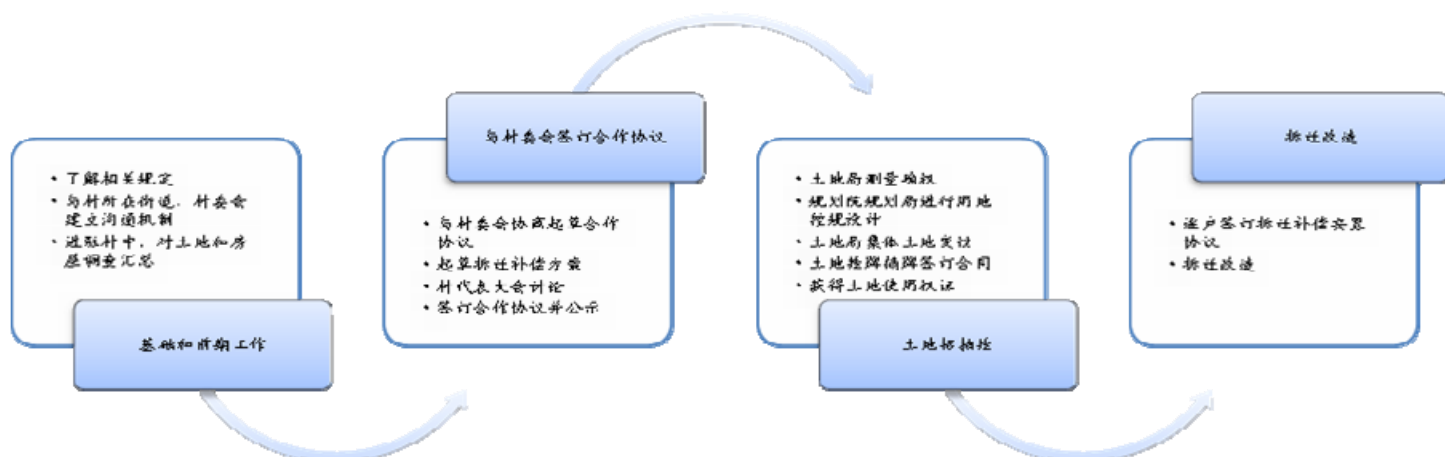
类别	个数	分类标准	改造建设方式
A 类	32 个	人均农用地小于或等于 0.1 亩	由改制后的村经济实体自行改造
B 类	16 个	人均农用地大于 0.1、小于或等于 0.5 亩	以项目开发的方式改造，原则上将土地划分为四种类型：一是保留住宅用地及建设新区的还建用地，二是开发用地，三是解决原村民劳动就业的用地，四是储备用地
C 类	99 个	人均农用地大于 0.5 亩	以统征储备的方式实施改造，逐步被征用、达到 A、B 类村标准后，综合改造建设执行 A、B 类村政策

来源：国金证券研究所，武汉社会科学院，武汉国土资源和规划局

城中村开发的流程与优势

- 在 2004 年 9 月的《武汉市人民政府关于积极推进“城中村”综合改造工作的意见》中，明确城中村改造的主要任务，归纳起来可以概括为“先改制，后改建”六个字。
 - 根据意见，改制主要包括集体经济组织改制、农业户口改登为居民户口、撤销村委会组建社区居委会和“村改居”人员就业和社会保障，改建则包括个人房屋及宅基地处置、拆迁规划建设以及基础设施建设。
- **房地产公司的参与流程：**房地产公司主要介入改建部分的工作，在改建工作开始前，还要做大量的准备工作。
 - 房地产公司的改造流程，主要可以分为四个部分，首先是前期调查，第二阶段与村委会签订合作协议并公示，第三阶段通过土地市场获得土地使用权证，最后一阶段开始拆迁改造。
 - 在与村委会签订合作协议签，公司一般会对村内人口、土地以及现有建筑情况进行摸底调查，并据此制定拆迁补偿方案，再根据土地规划方案等进行可行性研究。
 - 所以，在签订土地使用权证前，项目所需拆迁成本基本能够锁定在较小的浮动范围。由于前期工作较多也较为复杂，其他公司很难在短期内了解项目情况，也使得在土地出让的过程中，很少有其他公司参与竞争。

图表21：公司参与城中村改造的流程

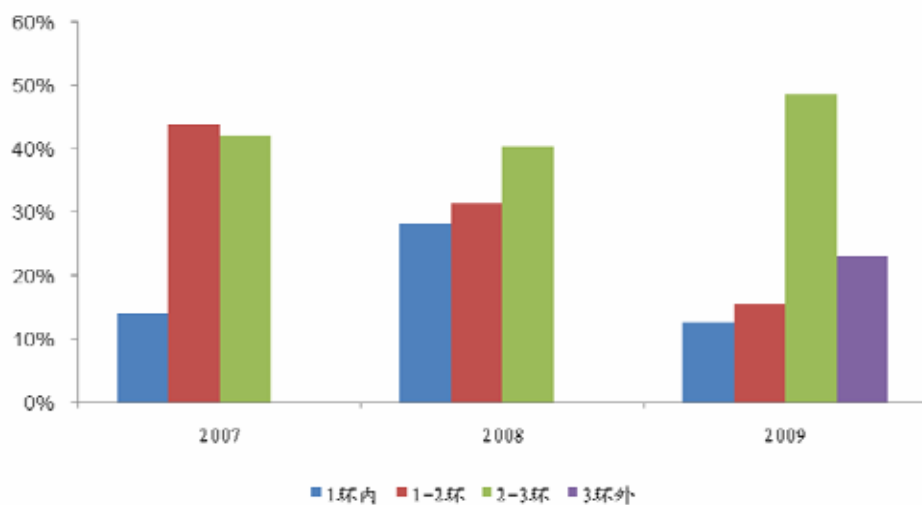


来源：国金证券研究所

■ 城中村对参与公司的意义。

- **大规模获取内环储备。**随城市的发展，内环可开发的资源会越来越少，从武汉 07-09 年的土地成交情况看，也呈现逐渐向外延伸的趋势，城中村改造成为获取内环项目的主要方式之一。此外，城中村项目的规模也较大，公司目前城中村项目平均规划建筑面积在 100 万平米。大规模的项目更易于打造社区环境，获得更多增值。
- **获取成本相对较低。**由于城中村项目在前期需要较长的前期准备，而在项目招拍挂前也会先与对应村签订协议，而外界较难获知协议细节，城中村项目在出让时较少有竞争者参与，一般会以底价获得，地价相对较低。以姑嫂树和贺家敦为例，项目楼面价较周边同年出让的项目相比要明显偏低。
- **分段滚动，小资金撬动大开发。**由于城中村项目的拆迁和二级开发均由公司操作，所以公司在开发进度上有一定的自主性，能够采取拆一块，开发一块，卖一块的分段滚动方式，用较少资金即可撬动项目运作，缓解公司资金压力和资金成本。此外，分段开发还能够使公司在锁定成本的情况下，尽量享受地价、房价的增值收益。

图表22：武汉 07-09 年各环线土地成交比例



来源：国金证券研究所，易居数据

图表23：公司 2010 年城中村项目与周边项目楼面价（单位：元/平方米）



来源：国金证券研究所

谋划切割丝 金属制品再创新

- 金属制品是公司传统的主营业务，主导产品有子午轮胎钢帘线、PC 钢绞线、钢丝绳、钢丝等四大系列，约有 80 多个品种、1000 多种规格。公司钢帘线生产在全国排名前列。

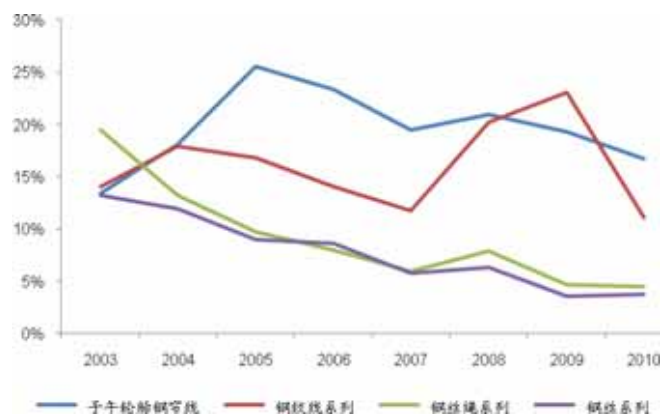
图表24：主要钢帘线生产企业产能（单位：万吨）

公司	国内主要钢帘线产能	公司	国内主要钢帘线产能
江苏兴达	40	恒星科技	6
贝尔卡特	25	山东童声	5
张江港骏马	12	无锡恒熠	5
山东滕州东方	10	山东华帘	5
福星股份	13	安赛尔米塔尔荣成	2.5

来源：国金证券研究所

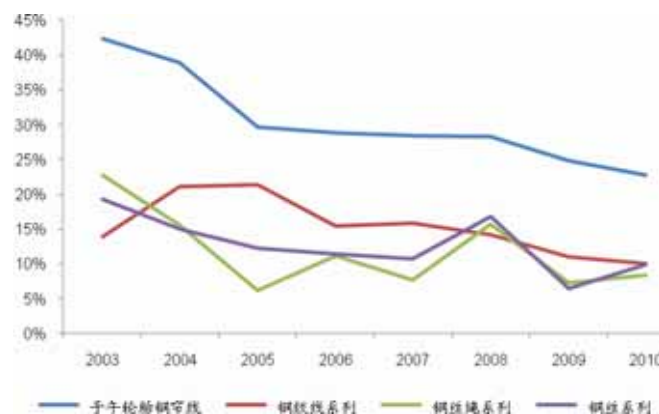
- 近年来公司金属制品业务由于市场竞争激烈，毛利率有所下降，公司计划研发新产品切割丝，以拓展金属制品产品线。目前切割丝生产已经进入调试阶段，能够可生产中间产品黄线并向市场销售，预计明年可实现投产，产量一期为 3000 吨。我们看好公司这一项目选择。
- 切割丝属于钢帘线的延伸产品，其最核心的技术在于钢丝的直径要够细，一般在 0.1~0.15 毫米。公司在钢帘线上的技术和经验积累，有助于公司进行该项产品开发。
- 看好太阳能光伏发电行业的发展。根据国金新能源分析师的判断，在光伏发电成本不断降低，并最终接近甚至低过部分地区火电成本这一重大驱动因素影响下，未来 5 年的全球光伏装机量仍将维持 50%以上的年均复合增速，且产业链中的硅片切割环节产能将进一步向国内转移，从而有效拉动国内硅片切割钢丝的市场需求高速增长。
- 目前我国切割丝主要以进口为主，价格较高，市场上存在国产切割丝的需求。而公司在金属制品上的品牌优势，以及较早进入切割丝生产市场的先入优势，使得公司产品有望赢得市场认可。

图表25：各产品占营业收入比重

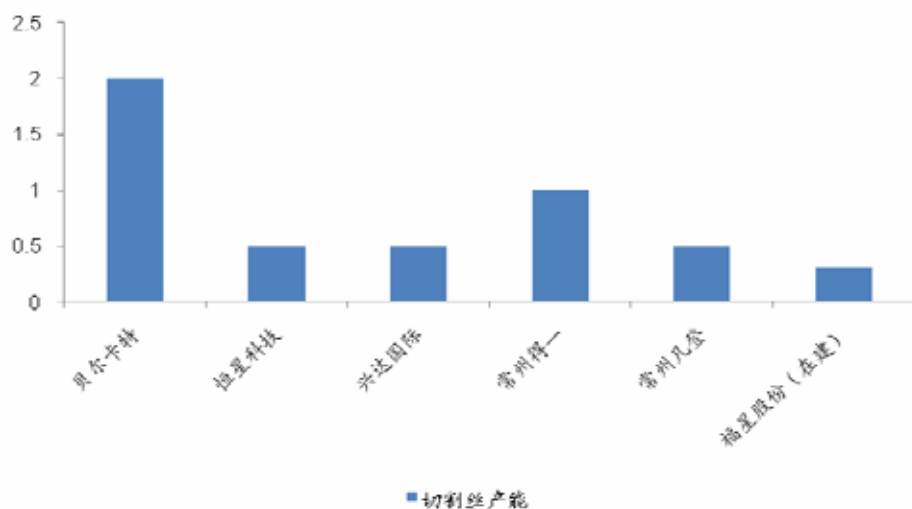


来源：国金证券研究所

图表26：各产品毛利率



图表27：主要切割线生产企业产能（单位：万吨）



来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

- 预计公司 11、12 年每股收益 0.79、0.93 元，市盈率分别为 11.8 和 10.1 倍，而 NAV 折价幅度达到 52%，足以让产业资本为之动心。我们对公司房地产和金属制品分别赋予 12 和 18 倍市盈率，11 年合理价格 11.4 元；对 NAV 给以 35% 的折价，合理价格 12.6 元，综合目标价格区间为 11.4-12.6 元，建议买入。

图表 28：各业务分拆估值

	11 年每股收益	市盈率	价值
房地产	0.48	13	6.23
金属制品	0.31	20	6.24
合计	0.79		12.47

来源：国金证券研究所

图表29：开发项目盈利预测

	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益	土地增值税		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013		2011	2012	2013
水岸星城一、二期	2.30	0.50	0.50	8000	8160	8160	45%	46%	46%	100%	11	3	3
水岸星城三期	0.90			8000	8160	8160	52%			100%	6		
水岸星城四期	1.70			10955	11174	11174	60%			100%	21		
孝感福星城	6.30	5.00		4047	4127	4127	33%	35%		100%	3	2	
恩施福星城	2.60	2.30	2.20	4591	4683	4683	34%	36%	36%	100%	1	3	3
汉阳华府			3.00	8500	8670	8670			20%	50%			3
咸宁福星城	7.00	7.50	7.00	3308	3375	3375	30%	31%	31%	100%	2	3	2
国际城	15.00	13.93	11.90	10552	10763	10763	44%	46%	46%	100%	94	95	81
水岸国际一期	3.00	3.00	5.00	7758	7913	7913	23%	24%	24%	100%	2	2	4
水岸国际二期			3.00	11000	11220	11220			54%	100%			32
东澜岸	5.00	8.00	8.00	7000	7500	7500	46%	49%	49%	100%	22	46	46
福星城		3.00	5.00	5670	8500	9500		52%	57%	100%		22	49
青城华府	5.00	8.00	8.00	9795	9991	9991	54%	55%	55%	100%	46	77	77
姑嫂树村			5.00	7500	7650	7650			46%	100%			25
合计	2.30	0.50	0.50	8000	8160	8160	45%	46%	46%	100%	11	3	3

来源：国金证券研究所

图表30：开发物业重估净资产值

	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	增值额	公司权益	权益增值额
水岸星城一、二期1	2.30	8000	45%	0.527	0.501	0.832	0.30	100%	0.30
水岸星城一、二期2	0.50	8160	46%	0.115	0.113	0.185	0.07	100%	0.07
水岸星城一、二期3	1.55	8160	46%	0.355	0.352	0.572	0.22	100%	0.22
水岸星城三期1	0.93	8000	52%	0.213	0.232	0.358	0.14	100%	0.14
水岸星城四期1	1.71	10955	60%	0.392	0.688	0.809	0.42	100%	0.42
孝感福星城1	6.30	4047	33%	1.208	0.471	1.527	0.32	100%	0.32
孝感福星城2	6.01	4127	35%	1.153	0.466	1.457	0.30	100%	0.30
恩施福星城1	2.60	4591	34%	0.483	0.224	0.645	0.16	100%	0.16
恩施福星城2	2.30	4683	36%	0.427	0.205	0.576	0.15	100%	0.15
恩施福星城3	2.20	4683	36%	0.409	0.196	0.543	0.13	100%	0.13
恩施福星城4	2.00	4683	36%	0.371	0.178	0.449	0.08	100%	0.08
恩施福星城5	3.73	4683	36%	0.693	0.333	0.760	0.07	100%	0.07
恩施福星城6	3.73	4823	38%	0.693	0.351	0.715	0.02	100%	0.02
恩施福星城7	3.73	4968	39%	0.693	0.446	0.633	(0.06)	100%	(0.06)
汉阳华府1	3.00	8670	20%	0.212	0.390	0.471	0.26	50%	0.13
汉阳华府2	8.00	8670	20%	0.564	1.041	1.141	0.58	50%	0.29
汉阳华府3	5.50	8670	20%	0.388	0.715	0.713	0.33	50%	0.16
汉阳华府4	5.50	8930	22%	0.388	0.766	0.713	0.32	50%	0.16
汉阳华府5	5.50	9198	24%	0.388	0.817	0.708	0.32	50%	0.16
汉阳华府6	5.50	9474	26%	0.388	0.871	0.700	0.31	50%	0.16
咸宁福星城1	7.00	3308	30%	0.224	0.406	0.491	0.27	100%	0.27
咸宁福星城2	7.50	3375	31%	0.240	0.453	0.614	0.37	100%	0.37
咸宁福星城3	7.00	3375	31%	0.224	0.422	0.616	0.39	100%	0.39
咸宁福星城4	7.00	3375	31%	0.224	0.422	0.560	0.34	100%	0.34
咸宁福星城5	8.84	3375	31%	0.283	0.533	0.643	0.36	100%	0.36
咸宁福星城6	8.84	3476	33%	0.283	0.565	0.625	0.34	100%	0.34
咸宁福星城7	8.84	3580	35%	0.283	0.597	0.606	0.32	100%	0.32
咸宁福星城8	8.84	3687	37%	0.283	0.630	0.586	0.30	100%	0.30
国际城1	15.00	10552	44%	3.461	4.256	6.089	2.63	100%	2.63
国际城2	13.93	10763	46%	3.214	4.122	5.889	2.67	100%	2.67
国际城3	14.09	10763	46%	3.251	4.169	6.027	2.78	100%	2.78
水岸国际一期1	3.00	7758	23%	0.308	0.369	0.457	0.15	100%	0.15
水岸国际一期2	3.00	7913	24%	0.308	0.385	0.543	0.23	100%	0.23
水岸国际一期3	5.00	7913	24%	0.513	0.642	0.982	0.47	100%	0.47
水岸国际一期4	8.00	7913	24%	0.820	1.026	1.428	0.61	100%	0.61
水岸国际一期5	8.42	7913	24%	0.864	1.080	1.366	0.50	100%	0.50
水岸国际一期6	8.42	8150	27%	0.864	1.151	1.332	0.47	100%	0.47
水岸国际二期1	3.00	11220	54%	0.308	1.101	1.105	0.80	100%	0.80
水岸国际二期2	15.00	11220	54%	1.538	5.507	5.021	3.48	100%	3.48
水岸国际二期3	17.00	11220	54%	1.743	6.241	5.173	3.43	100%	3.43
水岸国际二期4	17.00	11557	55%	1.743	6.614	4.864	3.12	100%	3.12
水岸国际二期5	17.00	11903	57%	1.743	6.997	4.573	2.83	100%	2.83
水岸国际二期6	17.00	12260	58%	1.743	7.393	4.298	2.55	100%	2.55

来源：国金证券研究所

图表31：开发物业重估净资产值（续）

	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	增值额	公司权益	权益增值额
东澜岸 1	5.00	7000	46%	0.654	0.965	1.261	0.61	100%	0.61
东澜岸 2	8.00	7500	49%	1.047	1.775	2.242	1.20	100%	1.20
东澜岸 3	8.00	7500	49%	1.047	1.775	2.281	1.23	100%	1.23
东澜岸 4	15.00	7500	49%	1.963	3.328	3.887	1.92	100%	1.92
东澜岸 5	10.53	7500	49%	1.378	2.337	2.481	1.10	100%	1.10
福星城 2	3.00	8500	52%	0.595	0.788	1.102	0.51	100%	0.51
福星城 3	5.00	9500	57%	0.991	1.639	2.029	1.04	100%	1.04
福星城 4	10.00	9500	57%	1.982	3.278	3.689	1.71	100%	1.71
福星城 5	14.09	9500	57%	2.793	4.619	4.725	1.93	100%	1.93
福星城 6	14.09	9785	58%	2.793	4.881	4.408	1.62	100%	1.62
福星城 7	14.09	10079	59%	2.793	5.150	4.113	1.32	100%	1.32
青城华府 1	5.00	9795	54%	1.109	1.597	2.106	1.00	100%	1.00
青城华府 2	8.00	9991	55%	1.774	2.657	3.452	1.68	100%	1.68
青城华府 3	8.00	9991	55%	1.774	2.657	3.460	1.69	100%	1.69
青城华府 4	7.00	9991	55%	1.552	2.325	2.753	1.20	100%	1.20
青城华府 5	3.46	9991	55%	0.767	1.149	1.237	0.47	100%	0.47
姑嫂树村 1	5.00	7650	46%	0.069	1.064	0.937	0.87	100%	0.87
姑嫂树村 2	8.00	7650	46%	0.111	1.702	1.363	1.25	100%	1.25
姑嫂树村 3	8.00	7650	46%	0.111	1.702	1.239	1.13	100%	1.13
姑嫂树村 4	8.00	7880	48%	0.111	1.807	1.186	1.07	100%	1.07
姑嫂树村 5	22.19	8116	49%	0.308	5.315	3.144	2.84	100%	2.84
姑嫂树村 6	22.19	8359	51%	0.308	5.630	3.001	2.69	100%	2.69
姑嫂树村 7	22.19	8610	52%	0.308	5.992	2.846	2.54	100%	2.54
姑嫂树村 8	22.19	8868	54%	0.308	6.365	2.697	2.39	100%	2.39
姑嫂树村 9	50.57	9135	55%	0.701	15.382	5.823	5.12	100%	5.12
小计	607.88				150.32	135.85	73.98		72.92
金属制品业务重估									18.14
合计									91.05
每股增值									12.78
每股重估净资产									19.40

来源：国金证券研究所

风险提示

- 未能如期推盘，销售低于预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,201	4,097	5,626	5,765	6,101	7,055
增长率		28.0%	37.3%	2.5%	5.8%	15.6%
主营业务成本	-2,248	-3,082	-4,151	-4,054	-4,178	-4,717
% 销售收入	70.2%	75.2%	73.8%	70.3%	68.5%	66.9%
毛利	953	1,015	1,474	1,711	1,924	2,338
% 销售收入	29.8%	24.8%	26.2%	29.7%	31.5%	33.1%
营业税金及附加	-120	-164	-455	-527	-589	-714
% 销售收入	3.8%	4.0%	8.1%	9.1%	9.7%	10.1%
营业费用	-182	-193	-205	-208	-244	-282
% 销售收入	5.7%	4.7%	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%
管理费用	-95	-98	-114	-127	-146	-169
% 销售收入	3.0%	2.4%	2.0%	2.2%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	557	560	700	850	944	1,173
% 销售收入	17.4%	13.7%	12.4%	14.7%	15.5%	16.6%
财务费用	-105	-112	-116	-102	-68	-61
% 销售收入	3.3%	2.7%	2.1%	1.8%	1.1%	0.9%
资产减值损失	-26	-4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	1	95	1	1	1
% 税前利润	n.a	0.1%	14.0%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	422	444	675	749	877	1,112
营业利润率	13.2%	10.8%	12.0%	13.0%	14.4%	15.8%
营业外收支	-2	0	7	3	3	3
税前利润	420	444	682	752	880	1,115
利润率	13.1%	10.8%	12.1%	13.0%	14.4%	15.8%
所得税	-89	-110	-167	-188	-220	-279
所得税率	21.3%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	331	335	515	564	660	836
少数股东损益	0	-2	14	0	0	0
归属于母公司的净利润	330	336	501	564	660	836
净利率	10.3%	8.2%	8.9%	9.8%	10.8%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	330	336	501	564	660	836
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	144	134	176	200	218	236
非经营收益	103	112	-18	196	148	148
营运资金变动	-558	-1,134	-2,812	1,993	104	-607
经营活动现金净流	19	-552	-2,153	2,953	1,130	613
资本开支	-177	-452	-492	-289	-296	-297
投资	-77	-27	4	-1	0	0
其他	1	1	95	1	1	1
投资活动现金净流	-253	-479	-392	-290	-296	-297
股权募资	1,223	21	1,010	0	0	0
债权募资	-286	799	3,116	-752	0	1
其他	-230	-243	-439	-160	-244	-244
筹资活动现金净流	707	578	3,687	-912	-244	-243
现金净流量	473	-453	1,141	1,751	591	74

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,001	568	1,964	3,715	4,305	4,379
应收款项	605	697	1,114	762	807	933
存货	3,390	3,705	6,743	4,664	4,578	5,169
其他流动资产	490	2,467	3,118	3,042	3,135	3,540
流动资产	5,485	7,437	12,939	12,184	12,826	14,021
% 总资产	76.0%	78.7%	83.3%	82.2%	82.5%	83.4%
长期投资	173	251	232	233	232	232
固定资产	1,520	1,717	2,274	2,375	2,457	2,521
% 总资产	21.1%	18.2%	14.6%	16.0%	15.8%	15.0%
无形资产	32	36	43	32	32	32
非流动资产	1,731	2,008	2,589	2,642	2,723	2,786
% 总资产	24.0%	21.3%	16.7%	17.8%	17.5%	16.6%
资产总计	7,216	9,445	15,528	14,826	15,549	16,807
短期借款	419	520	752	0	0	0
应付款项	1,016	2,012	3,361	2,967	3,095	3,532
其他流动负债	310	324	594	566	593	671
流动负债	1,745	2,856	4,706	3,533	3,689	4,203
长期贷款	1,875	2,573	5,457	5,457	5,457	5,458
其他长期负债	10	16	0	0	0	0
负债	3,630	5,444	10,163	8,990	9,145	9,660
普通股股东权益	3,576	3,957	4,713	5,184	5,751	6,495
少数股东权益	10	44	652	652	652	652
负债股东权益合计	7,216	9,445	15,528	14,826	15,549	16,807

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.468	0.474	0.703	0.791	0.926	1.174
每股净资产	5.071	5.574	6.616	7.278	8.074	9.118
每股经营现金净流	0.028	-0.780	-3.003	4.145	1.586	0.861
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.24%	8.50%	10.63%	10.87%	11.47%	12.87%
总资产收益率	4.58%	3.56%	3.23%	3.80%	4.24%	4.98%
投入资本收益率	7.45%	5.93%	4.57%	5.64%	5.97%	6.98%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.08%	27.98%	37.30%	2.47%	5.84%	15.62%
EBIT增长率	-5.33%	0.58%	25.01%	21.37%	11.16%	24.18%
净利润增长率	4.06%	1.82%	48.88%	12.55%	17.05%	26.74%
总资产增长率	23.01%	30.89%	64.40%	-4.52%	4.87%	8.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.3	39.5	33.3	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	429.0	420.0	459.3	420.0	400.0	400.0
应付账款周转天数	36.7	23.2	37.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	133.9	144.1	137.6	134.3	125.8	107.0
偿债能力						
净负债/股东权益	36.06%	63.10%	79.10%	29.84%	17.97%	15.09%
EBIT利息保障倍数	5.3	5.0	6.0	8.4	13.8	19.1
资产负债率	50.31%	57.64%	65.45%	60.64%	58.82%	57.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	5	5	11
买入	0	4	4	4	12
持有	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.67	1.64	1.67

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B