

2011 年 10 月 26 日

福星股份

三季度销售较好，切割线重在长远

A

买入

000926.SZ - 人民币 7.46
 目标价格: 人民币 9.89 (▲17.21)

周路*
 (8621) 2032 8519
 lu.zhou@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(24)	(1)	(18)	19
相对新华富时 A50 指数 (%)	0	8	(3)	20

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	712
流通股(%)	74
流通股市值(人民币 百万)	3,931
3 个月日均交易额(人民币 百万)	57
11 年末净负债率(%)	77
11 年末每股重估净资产值(人民币)	17.99
主要股东(%)	
福星集团控股有限公司	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*袁豪为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

福星股份 2011 年前三季度净利润同比上涨 4% 至 3.6 亿元, 每股收益 0.51 元; 公司前三季度销售额约 50 亿元, 四季度将推 40 亿元货值, 预计全年销售额在 70 亿元左右。鉴于地产行业调控以及金属品业务逐年走弱的影响, 我们下调公司 2011-13 年的业绩至 0.86 元、1.23 元和 1.56 元, 下调目标价格至 9.89 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司 2010 年前三季度实现净利润 3.6 亿元, 同比上涨 4%, 每股收益 0.51 元。
- 公司前三季度销售额约 50 亿元, 四季度将推 40 亿元货值, 预计全年销售额在 70 亿元左右。
- 公司从年初以来一直致力于向更高毛利的多晶硅切割线业务转型, 目前还处于小批量试产阶段, 同时近期还由于下游需求不足而价格走低, 因此短期内贡献业绩较难, 但我们看好光伏行业的长期发展, 该业务的业绩贡献将重在长远。

评级面临的风险因素

- 城中村模式相关风险; 房地产政策收紧幅度超预期。

估值

- 鉴于地产行业调控以及金属品业务逐年走弱的影响, 我们下调公司 2011-13 年的业绩至 0.86 元、1.23 元和 1.52 元, 将目标价格由 17.21 元下调至 9.89, 相当于 11.6 倍 2011 年市盈率和 2011 年 NAV 45% 的折让, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,097	5,626	6,474	7,198	8,289
变动(%)	-	37	15	11	15
净利润(人民币 百万)	336	501	609	875	1,081
全面摊薄每股收益(人民币)	0.472	0.703	0.855	1.229	1.518
变动(%)	-	49.0	21.7	43.7	23.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.008	1.429	1.764
调整幅度(%)	-	-	(15.2)	(14.0)	(14.0)
市盈率(倍)	15.8	10.6	8.7	6.1	4.9
每股现金流量(人民币)	(0.78)	(3.01)	0.80	1.24	(0.05)
价格/每股现金流量(倍)	(9.6)	(2.5)	9.3	6.0	(145.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	11.5	9.2	6.9	6.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.068	0.098	0.121
股息率(%)	0.0	0.0	0.9	1.3	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比小幅上涨 4%

2011 年前三季度，公司实现营业收入总额 33.4 亿元，较上年同期下滑 4%；归属于上市公司股东的净利润 3.6 亿元，较上年同期上涨 4%，合每股收益 0.51 元，基本符合我们的预期。

图表 2.福星股份前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 前三季度	2011 年 前三季度	同比变动%
营业收入	3,475	3,340	(4)
营业成本	(2,501)	(2,322)	(7)
营业税	(297)	(168)	(43)
毛利润	677	849	25
其他收入	1	(12)	NA
销售费用	(151)	(166)	10
管理费用	(88)	(78)	(12)
营业利润	439	593	35
投资收益	81	0	(100)
财务费用	(76)	(71)	(7)
营业外收支	(2)	(32)	1456
税前利润	443	490	11
所得税	(95)	(129)	35
少数股东权益	3	2	(41)
归属上市公司股东净利润	350	364	4
主要比率(%)			
毛利率	19	25	
经营利润率	13	18	
净利率	10	11	

资料来源：公司数据

三季度销售表现较好

回顾前三季度，公司实现合同销售金额约 50 亿元，而截至 10 月中旬，公司合同销售金额已达到约 53 亿元。三季度合同销售金额约 28 亿元，其中包括了 8 月份政府定向回购福星城约 19 万方的拆迁安置房，合同金额约 15.49 亿元。如果不包括政府回购，那么三季度销售金额约为 13 亿元左右。三季度公司主要销售项目为福星城、东澜岸、水岸国际和青城华府等。其中，7 月，福星城推出 500 多套的 loft，一周内去化 90% 以上；9 月，东澜岸推出 200 套住宅，创出了 3 个小时内就卖完的佳绩。总体而言，公司三季度销售较好。

展望第四季度，公司累计将还有 50 多万方的可售面积，约 40 多亿元的货值。其中，四季度主要推盘项目为：福星城、水岸国际、青城华府、国际城和东澜岸等，销售均价约 8,000 元/平米左右。考虑到目前的行业去化较差，预计公司全年销售额差不多 70 亿元上下，虽不及市场对其 100 亿元的销售预期，但较去年销售额已有大幅增长。

至三季度末，公司预收帐款为 34.3 亿元，此外，公司另有收到政府回购而支付的 15.49 亿元，其中有 6.49 亿元因为签约问题还未统计进预收账款中，如果算上这部分，合计预收帐款约为 40.8 亿元，锁定了我们对公司 2011 年预测收入的 100% 和 2012 年预测收入 13%。相比地产行业其他龙头公司而言，公司在预售锁定方面表现一般。

图表 3.福星股份 2011 年四季度可售资源明细表

项目名称	可售面积 (万平方米)	均价 (万元/平米)	预计可售货值 (亿元)
福星城	10	0.9-1	9.5
水岸国际	10	1	10
青城华府	10	0.7-0.8	7.5
国际城	4	2.5-3	11
东澜岸	未确定	0.55	少于 10
合计	约 50 多	约 0.8	约 40 多

资料来源：公司数据，中银国际研究

负债率处行业平均水平，短期资金压力不大

三季度末，公司资产负债率为 63.3%，较二季度末的 61.2% 略微上升；净负债率为 75.4%，较二季度末的 72.0% 略微上升，处于行业平均负债水平；公司手持货币资金约 12.2 亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债合计 7.7 亿元，公司短期的资金压力不大。

切割线短期不谈盈利，重在长远

随着国家大型基建投资力度的减弱和汽车行业的增速放缓，公司传统业务金属制品的收入和毛利润占比在不断的下降，并且这个下降趋势可能将一直持续下去。为此，公司基于本身金属制品出身的优势，开始研发高毛利的多晶硅切割线业务。目前，公司多晶硅切割线已进入小规模试用阶段，主要供货给湖北、浙江和上海等地的一些企业开始试用，从 7 月份开始，公司每月差不多有 50 吨的销量。

不过，近期切割线的价格有下降的趋势，这主要是因为：一方面，今年从二季度起由于下游硅片切割开工率不足导致切割线的需求不足；另外一方面，由于进入该领域的厂商增多导致该行业竞争日趋激烈。目前切割线价格已从年初的 8-9 万元/吨下降至目前的约 6 万元/吨，公司相应毛利率也从上半年的 40% 降至约 35% 左右。基于市场的前景还不明了，公司明年的产能计划可能会从 3,000-5,000 吨调整成 2,000-3,000 吨。

总体而言，公司金属品业务的收入将是一个同比下降的趋势，另外，公司切割线业务的业绩贡献今年可以忽略不计，这块业务的业绩贡献主要还是看明后年。我们赞同公司转型向更高毛利的行业细分领域进军的策略，以此改变金属品业务拖后腿的局面，虽然短期光伏行业有着供过于求相对过剩的问题，但我们看好光伏行业的长期发展，并同样看好作为太阳能硅片切割耗材的切割线的中长期市场需求。

维持买入评级

鉴于地产行业调控以及金属品业务逐年走弱的影响，我们下调公司 2011-13 年的业绩至 0.86 元、1.23 元和 1.52 元，下调目标价格至 9.89 元，相当于 11.6 倍 2011 年市盈率和 2011 年 NAV 45% 的折让，维持**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,097	5,626	6,474	7,198	8,289
销售成本	(3,246)	(4,607)	(5,144)	(5,448)	(6,185)
经营费用	(161)	(148)	(198)	(238)	(287)
息税折旧前利润	690	871	1,133	1,512	1,817
折旧及摊销	(130)	(171)	(190)	(194)	(194)
经营利润(息税前利润)	560	700	942	1,318	1,623
净利息收入/(费用)	(113)	(116)	(130)	(151)	(181)
其他收益/(损失)	(3)	98	0	0	0
税前利润	444	682	812	1,167	1,442
所得税	(110)	(167)	(203)	(292)	(360)
少数股东权益	2	(14)	0	0	0
净利润	336	501	609	875	1,081
核心净利润	339	504	609	875	1,081
每股收益(人民币)	0.472	0.703	0.855	1.229	1.518
核心每股收益(人民币)	0.476	0.708	0.855	1.229	1.518
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.068	0.098	0.121
收入增长(%)	n.a.	37	15	11	15
息税前利润增长(%)	n.a.	25	35	40	23
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	26	30	34	20
每股收益增长(%)	n.a.	49	22	44	24
核心每股收益增长(%)	n.a.	49	21	44	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	568	1,964	1,942	2,159	2,072
应收帐款	697	1,114	1,295	1,440	1,658
库存	3,705	6,743	8,093	8,997	10,361
其他流动资产	2,467	3,118	3,026	2,619	2,908
流动资产总计	7,437	12,939	14,357	15,215	16,998
固定资产	1,717	2,274	2,885	3,392	3,679
无形资产	35	43	42	40	39
其他长期资产	255	272	130	112	96
长期资产总计	2,008	2,589	3,056	3,544	3,814
总资产	9,445	15,528	17,413	18,760	20,813
应付帐款	1,081	2,127	2,072	2,120	2,115
短期债务	520	752	796	980	1,569
其他流动负债	1,255	1,828	2,913	3,239	3,730
流动负债总计	2,856	4,706	5,781	6,338	7,414
长期借款	2,573	5,457	5,714	5,714	5,714
其他长期负债	16	0	0	0	0
股本	710	712	712	712	712
储备	3,247	4,001	4,554	5,343	6,321
股东权益	3,957	4,713	5,266	6,056	7,033
少数股东权益	44	652	652	652	652
总负债及权益	9,445	15,528	17,413	18,760	20,813
每股帐面价值(人民币)	5.57	6.62	7.39	8.50	9.87
每股有形资产(人民币)	5.52	6.56	7.33	8.44	9.82
每股净负债/(现金)(人民币)	3.56	5.96	6.41	6.36	7.31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	444	682	812	1,167	1,442
折旧与摊销	130	171	190	194	194
净利息费用	113	116	130	151	181
运营资本变动	(1,116)	(2,836)	(357)	(341)	(1,493)
税金	(110)	(167)	(203)	(292)	(360)
其他经营现金流	(15)	(105)	0	0	0
经营活动产生的现金流	(554)	(2,139)	572	880	(36)
购买固定资产净值	(452)	(488)	(795)	(695)	(475)
投资减少/增加	1	95	0	0	0
其他投资现金流	(27)	0	137	(55)	(53)
投资活动产生的现金流	(479)	(392)	(658)	(749)	(527)
净增权益	21	1,010	0	0	0
净增债务	799	3,116	44	184	589
支付股息	(243)	(438)	(49)	(70)	(87)
其他融资现金流	76	22	68	(27)	(26)
融资活动产生的现金流	654	3,710	64	86	477
现金变动	(379)	1,178	(22)	217	(87)
期初现金	1,001	568	1,964	1,942	2,159
公司自由现金流	(1,033)	(2,532)	(86)	131	(564)
权益自由现金流	(234)	584	(42)	314	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.8	15.5	17.5	21.0	21.9
息税前利润率(%)	13.7	12.4	14.6	18.3	19.6
税前利润率(%)	10.8	12.1	12.5	16.2	17.4
净利率(%)	8.2	8.9	9.4	12.2	13.0
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.7	2.5	2.4	2.3
利息覆盖率(倍)	4.6	6.0	7.0	8.4	8.7
净权益负债率(%)	63.1	79.1	77.2	67.6	67.8
速动比率(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	15.8	10.6	8.7	6.1	4.9
核心业务市盈率(倍)	15.7	10.5	8.7	6.1	4.9
目标价对应核心业务	20.8	14.0	11.6	8.1	6.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	(9.6)	(2.5)	9.3	6.0	(145.8)
企业价值/息税折旧前	11.0	11.5	9.2	6.9	6.1
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	416.5	413.9	526.4	572.5	571.2
应收帐款周转天数	62.1	58.7	67.9	69.3	68.2
应付帐款周转天数	96.3	104.1	118.3	106.3	93.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	8.5	11.6	12.2	15.5	16.5
资产收益率(%)	4.5	4.2	4.3	5.5	6.2
已运用资本收益率(%)	8.0	7.5	7.9	10.2	11.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371