

推荐（维持）

福星股份（000926）深度报告

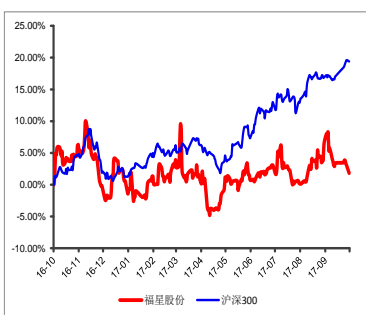
风险评级：中风险
旧改标杆企业 提速发展值得期待
2017年10月18日
何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据

2017年10月17日

收盘价(元)	12.28
总市值(亿元)	116.58
总股本(亿股)	949.32
流通股本(亿股)	948.35
ROE(TTM)	7.26%
12月最高价(元)	13.68
12月最低价(元)	11.43

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

投资要点：

■ **公司简介。**公司99年6月上市，02年形成了房地产业与金属制品业双主业并肩发展格局。房地产业务占收入比例超过88%。16年提出发展房地产开发、经营、管理；物业管理及租赁；高新技术的开发与高新技术项目投资等新战略。公司深耕湖北，并逐步在外地落子；传统业务稳步扩大，加上新业务积极推进形成协同效应，其持续较快发展值得期待。

■ **深耕武汉 享受区域发展红利。**公司储备大部分位于武汉中心城区及湖北省内主要城市。当前储备土地面积220.77万平，规划建面655.63万平，土储相对充足。整体看，公司布局区域当地经济及房地产市场前景理想，深耕武汉及湖北将尽享区域红利的持续释放。

■ **旧改标杆 持续获取项目值得期待。**公司当前考察的项目涉及武汉、北京、深圳、广州、上海、厦门、贵阳等一、二线城市的120多个地块，未来持续在武汉及外地获取相对优质的项目资源值得期待。其中北京通州项目规划即将完成，预计今年下半年动工，已在深圳获得一块工业用地，预计下半年开始陆续会有新增土地项目落地。

■ **销售及业绩平稳上升。**公司房地产开发业务为公司主要收入来源。多年来房地产业务实现持续平稳的发展。16年结算面积及结算收入同比分别上升207.5%和170.5%，增幅较大。17年上半年，公司实现房地产销售面积55.39万平方米；实现销售金额46.59亿元，销售稳步推进。而截至中报，公司账上预收账款为75.27亿，全年业绩保障度高。

■ **定增及股权激励 彰显公司股票价值。**公司公告拟非公开发行股票募集资金不超过18亿，主要投入红桥城K2项目及福星华府K4两个旧改项目。8月底发布限制性股票股权激励计划。公司股权激励行权价具有较大吸引力，而行权条件要求未来三年公司归属净利润持续大幅增长，能较好地捆绑管理层与公司股东利益。公司未来持续较快发展值得期待。

■ **盈利预测。**预测公司17年——18年EPS分别为1.1元和 1.4元，对应当前股价PE分别为11倍和8.5倍。给予公司“推荐”投资评级。

■ **风险提示。**政策调控房地产销售下滑；公司发展低于预期

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万）	10,484.66	13,755.88	17,194.85	21,493.56
增长率（%）	30.59	31.20	25.00	25.00
净利润（百万）	581.06	1,045.38	1,329.05	1,674.25
增长率（%）	23.93	79.91	27.13	25.97
毛利率（%）	22.37	26.00	26.00	26.00
净利率（%）	5.54	7.6	7.73	7.79
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益（元）	0.61	1.10	1.40	1.76

资料来源：东莞证券研究所，Wind

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 独具特色的房地产发展之路	3
3. 深耕武汉 享受区域发展红利	4
4. 旧改标杆 持续获取项目值得期待	5
5. 销售及业绩平稳上升	6
6. 金属制品业及商业租赁均稳步发展 贡献业绩	6
7. 负债率处于合理水平 整体融资成本具备优势	7
8. 定增及股权激励 彰显公司股票价值	8
9. 总结与投资建议	9

插图目录

图 1：公司各大业务收入占比	3
图 2：武汉区域优势突出	4
图 3：公司近年销售面积	6
图 4：公司近年销售金额	6
图 5：公司资产负债率	8
图 6：红桥城 K2 项目区位图	8
图 7：福星华府 K4 地块区位图	9

表格目录

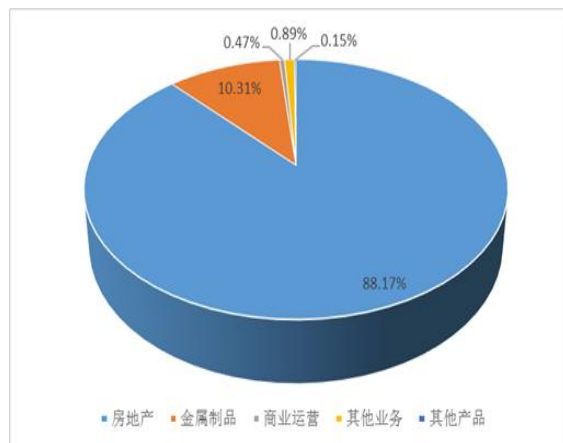
表 1：公司土地储备统计	5
表 2：商业物业出租情况	7
表 3：公司融资情况	7
表 4：公司股权激励限售解除考核目标	10

1. 公司简介

公司 1999 年 6 月上市，前期以钢丝绳、钢丝系列产品及其他金属制品的制造、销售和出口业务为主。2002 年公司主营变更为金属丝、绳及其制品的制造、销售和出口业务以及商品房销售；即形成了房地产业与金属制品业双主业并肩发展格局。公司控股股东为福星集团控股有限公司。福星集团是国家大型企业，现有七大产业集群，分别是房地产业、金属制品业、生物药业、物流业、机械电子业、生态农业及金融业，实力雄厚。

公司房地产业务占收入比例超过 88%。公司房地产业成立之日起，便坚持走城中村改造与旧城改造发展的路子，树立了“实力+信誉”的企业品牌形象。13 年开始，公司大力实施多元化、全国化、国际化、精细化和品牌化“五化”战略，实现了快速发展，年销售收入过百亿元，连续五年保持了武汉房地产业综合实力第一名的位次。经过多年发展，公司已经成为湖北省龙头房企，经营业务及范围也持续扩大。16 年公司更提出发展房地产开发、经营、管理；物业管理及租赁；高新技术的开发与高新技术项目投资等新战略。公司深耕湖北，并逐步在外地落子；传统业务稳步扩大，加上新业务积极推进形成协同效应，其持续较快发展值得期待。

图1：公司各大业务收入占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 独具特色的房地产发展之路

公司房地产业务发展与一般房企有所不同。公司是最早切入武汉市“城中村”改造的公司之一，房地产公司成立以来，本着“为政府分忧、为百姓造福”的经营宗旨，走差异化竞争路线。在房地产开发过程中，紧紧围绕武汉城市发展进程，把握武汉市“三旧”（旧城镇、旧厂房、旧村庄）改造的巨大机会，逐步摸索出土地整理业务上的专业优势。经过 30 多年的持续发展，公司形成了一整套适合自身发展的“一、二级联动开发”业务模式和“城市核心区运营”的独家风格与综合专业实力优势。并积极投身武汉、北京、

深圳等一、二线城市“城中村”及旧城改造。

纵观国内上市房企，主要以旧城改造、城中村改造为发展路径的企业相当稀缺。大部分房企对于一二级联动开发相当谨慎。主要由于旧改项目一般拆迁时间较长，遗留问题较复杂，拆迁难度较大，对资金需求及项目把控要求很高。因此如果对项目运营把控能力不足，将导致较大的经营风险。而我国随着房地产市场的较快发展，一二线及部分热点城市土地资源贫乏，三旧改造将越来越被地方重视，市场空间巨大。公司相对其它二级开发房企则具有天然的竞争优势。可以说，公司已发展成武汉旧改龙头，也为全国的旧改标杆性企业，竞争优势突出。

3. 深耕武汉 享受区域发展红利

公司房地产开发项目主要集中于湖北省武汉市，另外近两年公司在北京通州及澳大利亚美国等海外市场均有落子，向外迈出重要一步。

武汉作为长江经济带核心城市，当地经济及房地产市场一直稳步发展，为中部城市中的翘楚。随着国家政策支持、“长江新城”等区域规划的落地，包括湖北自贸区获批、《长江经济带发展规划纲要》正式出炉、武汉轨道交通第四轮规划加紧实施、国家发改委正式发布的《促进中部地区崛起“十三五”规划》中首次明确支持武汉建设国家中心城市等一系列重大规划，将对武汉的城市发展产生重大推动作用。同时武汉得天独厚的区位优势 and 人才优势，未来武汉整体经济实力将厚积薄发，带动房地产市场持续发展可期。

公司房地产项目储备中，大部分位于武汉中心城区及湖北省内主要城市。已累计开发 30 余个大中型项目，积累丰富的开发经验。公司当前储备土地面积 220.77 万平米，规划建筑面积达 655.63 万平米，足够公司未来三年以上开发，土储相对充足。整体看，公司布局区域当地经济及房地产市场前景理想，深耕武汉及湖北将尽享区域红利的持续释放。

图2：武汉区域优势突出



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 旧改标杆 持续获取项目值得期待

公司存量土地，大多属“城中村”项目，这一开发模式存在拆迁周期长，开发风险高等情况，因此上市房企中绝少以这一模式作为获取项目的主要模式。但随着近几年土地市场持续的炽热，同时随着城市发展及升级需要，越来越多的旧改项目需要推进，福星股份作为旧改标杆性企业，具备先跑优势及核心竞争力。

公司进入项目，均通过仔细研究方案，建立协调机制，理顺各方关系，明确责任分工，强化检查督办，量化进度指标，使得其拆迁工作大都能顺利取得预期进展。在新项目获取方面，公司也成立项目拓展专班，广泛搜集信息，注重实地考察和市场调研，重视优质“城中村”地块的跟踪与介入；也加大与品牌房企的战略合作，拓宽拿地思路。

公司当前考察的项目涉及武汉、北京、深圳、广州、上海、厦门、贵阳等一、二线城市的 120 多个地块，未来持续在武汉及外地获取相对优质的项目资源值得期待。其中北京通州项目规划即将完成，预计今年下半年动工，该项目将为公司近几年发展提供强大后劲。已在深圳获得一块工业用地，未来公司将加紧办理深圳项目加、扩建部分房屋的相关法律手续，并对项目公司拥有的国有土地使用权的规划调整。也为公司在深圳及“珠三角”后续拿地积累经验，预计下半年开始陆续会有新增土地项目落地。

表1：公司土地储备统计

区域	项目	土地面积 (万平米)	规划建筑面积 (万平米)
湖北	福星惠誉·咸宁福星城	17.61	49.38
湖北	福星惠誉·红桥城（金桥置业）	1.41	6.35
湖北	福星惠誉·汉阳城	9.63	27.64
湖北	福星惠誉·国际城	0.37	1.4
湖北	福星惠誉·东湖城	19.91	85.76
湖北	福星惠誉·水岸国际	13.45	53.72
湖北	福星惠誉·福星华府（江北置业）	3.83	17.86
湖北	福星惠誉·福星华府（江北置业）	14.76	58.07
湖北	福星惠誉·红桥城（后湖置业）	13.62	63.51
湖北	福星惠誉·红桥城（三眼桥置业）	16.16	71.34
湖北	福星惠誉·恩施福星城	3.63	10.68
北京	宇盛宏利项目（暂定名）	2.6	6.6
澳洲	福星惠誉·普罗米娜	3.83	6.86
湖北	汉川金山·银湖城	0.29	0.9
湖北	汉川金山·银湖天街	0.42	1.61
湖北	汉川金山·银湖国际	5.85	16.84
湖北	银湖科技荆州·荆州中小企业城	4.73	4.85
湖北	银湖科技荆州·荆州银湖时代	2.43	7.61
湖北	珈伟光伏·半导体光伏照明产业基地	13.33	19.95
湖北	银湖孝感·孝感银湖科技产业园	21.04	34.65
湖北	银湖科技仙桃·仙桃中小企业城	22.21	22.57
湖北	银湖仙桃·福星城	0.66	3.2
湖北	银湖仙桃·银湖城	6.1	14.08
湖北	银湖宏程·白沙洲中小企业城	7.57	11.61
湖北	鑫金福·光谷光电信息产业创新创业基地	4.96	17.29
湖北	亿江南置业·银湖国际	10.37	41.3
合计		220.77	655.63

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 销售及业绩平稳上升

公司房地产开发业务为公司主要收入来源。多年来房地产业务实现持续平稳的发展。2010 年公司房地产业务销售面积约 59.8 万平方米，2016 年公司房地产业务实现销售面积 108.10 万平方米，较 10 年增长 80.76%。销售额方面，10 年全年实现销售金额 43.55 亿，到 16 年全年销售金额达到 112.89 亿，增幅为 159.2%。而销售均价也从 7282 元/平米增长至 10442 元/平米。

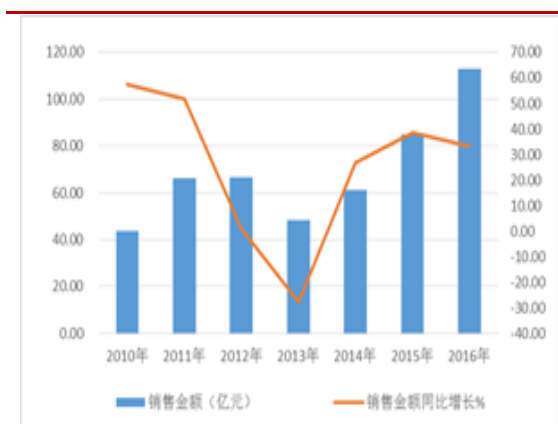
结算方面，10 年公司结算面积及结算收入分别为 42.92 万平米和 35.73 亿元；16 年全年公司结算面积及结算收入则分别达 131.97 万平米及 96.68 亿元，同比分别上升 207.5% 和 170.5%，增幅较大。17 年上半年，公司实现房地产销售面积 55.39 万平方米；实现销售金额 46.59 亿元，销售稳步推进。而截至 17 年中报，公司账上预收账款为 75.27 亿，全年业绩保障度高。

图3：公司近年销售面积



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图4：公司近年销售金额



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

6. 金属制品业及商业租赁均稳步发展 贡献业绩

公司金属制品业主要生产和销售子午轮胎钢帘线、PC 钢绞线、钢丝、钢丝绳等产品，主要应用于汽车子午轮胎、高速公路及桥梁的预应力工程以及运输、通讯、航空、航海、电力、煤炭、建筑、石化、农业等领域，产品涉及到 80 多个品种、1000 多个规格。经过 30 多年发展，公司已成为中国金属制品主要生产基地之一。

当前子午轮胎钢帘线及钢绞线等主导产品市场有所复苏，公司将根据市场供需结构的积极变化，适度增加原材料储备、扩大产能，满足市场的需求。在成本管理上，坚持压缩非经营性开支，狠抓精细化管理，促进各项成本目标化、标准化；在产品创新上，加大新规格、新产品的研发力度，提高产品竞争力和利润率水平。17 年上半年，公司金属制品实现营业收入 5.66 亿元，比上年同期增加 36.73%。毛利率 2.16%，较上年同期上升 13.09%。

商业物业方面，公司经过三年多的精心打磨和经营，出租率、租金水平等得以有效提升。17年前6月，公司商业地产出租率和租金收缴率进一步提高，合计出租面积达14.09万平；换铺率逐步下降，客流量稳步增加，商铺的增值能力逐渐增强，客户满意度保持较高水平。公司群星城商业综合体也成为武汉商业的标志之一，随着群星城商业综合体地下商业街的开街，人气聚集效应明显，盈利水平逐步增强，商业价值也将逐步提升。

除了房地产业务和金属制品业务，公司在智慧社区生活服务平台搭建和运营等方面稳步推进，同时向影视文化、动漫等新产业进行了初步探索与尝试。社区O2O方面，公司以福星智慧家为载体，积极扩展社区O2O基础服务和增值服务，创造新的盈利点，实现了众筹面积的稳步增长、九大增值服务板块的正在有序推进。公司新业务持续推进，培育新的盈利点，同时多元创新发展提升公司整体价值值得期待。

表2：商业物业出租情况

区域	项目	业态	权益比例	出租面积（平米）	出租率%
湖北	群星城	商业	100%	86860.61	98.80%
湖北	福客茂	商业	100%	5540.65	100%
湖北	漫时区	商业	100%	20107.91	86.50%
湖北	东澜岸广场	商业	100%	28423.38	99%
合计				140932.55	

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

7. 负债率处于合理水平 整体融资成本具备优势

融资方面，公司力求充分利用资本市场、债券市场、金融机构、股东单位资源，创新融资品种、拓宽融资渠道，加快现有项目特别是三四线城市项目的投资回收周期，提升资金利用率及控制资金成本。截至17年二季末，公司整体资产负债率为73.7%；扣除预收账款后负债率为56.7%，整体处于行业平均水平，负债结构相对合理。截至17年二季末，公司合计融资207亿元，发行的母子公司公募债、私募债合计占比约五成，其他为银行开发贷、一般性贷款和资管公司贷款、借款期限多为3—5年，年化平均利率约7%。

表3：公司融资情况

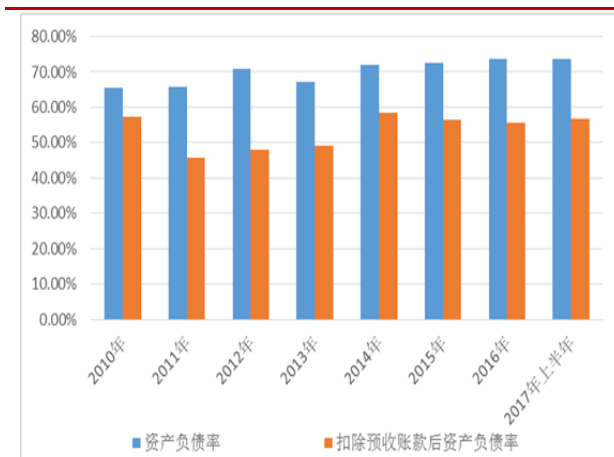
借款类别	借款余额（万元）	借款期限	借款利率
银行贷款	665432.34	1年到5年	2.4%—7.125%
资产管理公司贷款	278192.94	1年到5年	8.06%—11.61%
债券	1127481.21	3年到5年	3.7%—9.2%
合计	2071106.49		

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另外，公司已收到中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》，同意公司向协会申请注册发行不超过人民币43亿元的中期票据。此外公司将继续推进永续中票等债务融

资工具的注册和发行工作。公司近期也完成了 30 亿元私募债的发行工作、福星惠誉 20 亿元小公募发行工作；大力推进了“非公开定向债务融资工具”、“棚户区改造贷款”等融资工作；并继续开展国际融资工作，促推海外项目的顺利发展。

图5：公司资产负债率



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

8. 定增及股权激励 彰显公司股票价值

公司 17 年 8 月发布公告，拟通过非公开发行股票募集资金不超过 18 亿，主要投入红桥城 K2 项目及福星华府 K4 项目，两个项目均属于武汉城中村改造项目。其中红桥城 K2 项目位于武汉市中心城区之一的江岸区，临近已经建成的武汉地铁 1 号线（新荣站）和正在建设的武汉地铁 21 号线（百步亭花园站），交通便利；同时地块临近百步亭花园路，步行即可到达目前武汉最大和最为成熟的百步亭社区，配套设施较为完善。

图6：红桥城K2项目区位图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

福星华府 K4 地块位于武汉市中心城区（江汉区），处于武汉市核心地段（二环线与三环线之间），北向武汉天河国际机场、南临武汉中央商务区，紧邻姑嫂树快速路，临近汉口火车站综合交通枢纽和机场第二高速。项目兼顾汉口城区成熟的生活配套及便捷的交通设施，前景可期。整体看，两个旧改项目均位于武汉优良区域，未来盈利情况乐观。公司定增募集资金开发项目，将进一步提升公司价值，支撑股价水平。

图7：福星华府K4地块区位图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

股权激励方面，公司 8 月底发布限制性股票股权激励计划。激励计划拟授予限制性股票数量 2410 万股，占公司总股本 2.54%；授予激励对象 56 人，限制性股票授予价格为每股 6.24 元，约较当前股价折价 50%。而未来 3 年解除限售条件相对严苛。分别要求 17 年至 19 年归属净利润增幅较 16 年增长不低于 80%、100%和 200%。公司股权激励行权价具有较大吸引力，而行权条件要求未来三年公司归属净利润持续大幅增长，能较好地捆绑管理层与公司股东利益。公司未来持续较快发展值得期待。

表4：公司股权激励限售解除考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2017年房地产签约销售金额不低于110亿元，且以2016年归属于母公司的净利润为基数，2017年归属于母公司的净利润较2016年增长幅度不低于80%
第二个解除限售期	2018年房地产签约销售金额不低于150亿元，且以2016年归属于母公司的净利润为基数，2018年归属于母公司的净利润较2016年增长幅度不低于100%
第三个解除限售期	2019年房地产签约销售金额不低于200亿元，且以2016年归属于母公司的净利润为基数，2019年归属于母公司的净利润较2016年增长幅度不低于200%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

9. 总结与投资建议

福星股份以房地产开发及金属制品制造为主营业务，其中房地产业务占总收入比例超

88%。公司深耕武汉市场，为当地及国内的旧改标杆性企业。旧改市场前景理想，公司具备核心竞争优势。金属制品制造、商业物业运营持续贡献业绩。公司同时积极进入社区 O2O、影视文化、动漫等新产业，未来多元创新值得期待。公司近期积极推进定增及股权激励事项，未来持续较快发展预期加强。看好公司发展前景，预测公司 17 年——18 年 EPS 分别为 1.1 元和 1.4 元，对应当前股价 PE 分别为 11 倍和 8.5 倍。给予公司“推荐”投资评级。

表 5：公司盈利预测表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10484.66	13755.88	17194.85	21493.56
营业总成本	9417.43	11824.98	14761.23	18426.54
营业成本	8139.72	10179.35	12724.19	15905.23
营业税金及附加	489.47	687.79	859.74	1074.68
销售费用	318.67	440.19	550.24	687.79
管理费用	269.45	357.65	447.07	558.83
财务费用	153.21	160.00	180.00	200.00
其他经营收益	162.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	177.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-14.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	1229.42	1930.89	2433.62	3067.02
加营业外收入	15.75	20.00	20.00	20.00
减营业外支出	26.37	15.00	15.00	15.00
利润总额	1218.80	1935.89	2438.62	3072.02
减所得税	414.48	561.41	695.01	875.53
净利润	804.32	1374.48	1743.61	2196.49
减少数股东损益	223.27	329.10	414.56	522.24
归母公司所有者的净利润	581.06	1045.38	1329.05	1674.25
基本每股收益(元)	0.61	1.10	1.40	1.76

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn