

从湖北到全国 提速发展可期



——福星股份 (000926)

核心观点

❖ 福星股份：旧改标杆落子长江新城

福星股份是湖北省的旧改标杆企业，11月发布公告称，公司参与了长江新城黄陂区中南湖村的城中村改造项目，涉及土地面积约 3000 亩。根据公司测算南湖村城中村改造项目单位面积楼面成本不超过 2500 元/平米，江对岸的住宅项目销售均价 12000 元/平米，考虑建安成本公司毛利率水平也在 40%以上，明显高于招拍挂获取土地的利润水平。同时，公司也在密切关注长江新城后续“城中村”改造项目。

❖ 专注地产 业绩有望超预期

2016 年 10 月公司变更了经营范围，进一步加速摆脱旧有的低毛利金属业务，专注于地产业务。2017 年公司货值较为充沛，在武汉市内多盘齐开，拥有稳定的销售基数，且公司项目基本上已经覆盖武汉市内重点区域，项目的利润率大体可以维持在 30% 左右，随着结算占比提升，将会提振地产业务的整体利润水平，预计全年业绩有望超过 2016 年的销售业绩。

❖ 谋新求变 走出湖北

2017 年是公司全国化战略布局的重要一年。目前已切入中部经济区（武汉、岳阳）、京津冀（北京通州）、成渝经济区（成都）、珠三角经济区（深圳）、环渤海经济区（赤峰）等主要城市区圈区域，以点带面、全面发展。2017 年新增土地储备 284.52 万平方米，公司已有的土地储备可满足公司未来 4-5 年的开发需要。公司正在跟踪地块涉及武汉、成都、深圳和广州，土地面积共计 2626 万平方米。此外，8 月底公司修订了股权激励计划，行权条件要求未来三年公司净利润持续大幅增长，较好地捆绑管理层与公司股东利益，未来发展可期。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。2017 年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 8.20 亿元，同比增长 22.70%，对应基本每股收益 0.86 元。我们预计 2017-2019 年公司主营业务收入分别为 112.47、146.71、189.54 亿元，净利润有望达到 10.15、12.77、17.18 亿元，EPS 分别为 1.07、1.34、1.81 元/股，对应 PE 分别为 11.45、9.10、6.76 倍，公司业绩稳定，未来几年锁定业绩高增长，具有较大的上升空间。

风险提示：湖北省外项目拓展不及预期；城中村项目推进受阻等

盈利预测与估值

	2017Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	7058	11247	14671	18954
+/-%	-16.44	7%	30%	29%
净利润(百万)	820	1015	1277	1718
+/-%	22.70	75%	26%	35%
EPS(元)	0.86	1.07	1.34	1.81
PE	14.31	11.45	9.10	6.76

资料来源：公司公告、川财证券研究所

④ 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	房地产
报告时间	2017/12/6
前收盘价	12.31 元
公司评级	增持评级

④ 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

④ 联系人

徐伟平

证书编号：S1100117100001
010-66495639
xuweiping@cczq.com

④ 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

福星股份：旧改标杆 深耕武汉	4
独具特色的“三旧”改造	4
落子长江新城 发展潜力十足	4
专注地产 毛利率稳步提升	8
经营范围变更 坚定转型	8
深耕武汉 业绩稳中有升	9
武汉房地产市场保持平稳	9
毛利率稳步提升	10
四季度完成全年业绩目标压力不大	12
谋新求变 走出湖北	13
股权激励彰显发展信心	13
走出湖北 迈向全国	15
大股东增持 集团资源整合预期强	18
风险提示	20
盈利预测	21

图表目录

图 1:	长江新城起步区范围示意图	5
图 2:	长江新城选址的五大优势	6
图 3:	福星股份南湖村棚改项目位置图	7
图 4:	黄陂区地产项目情况	7
图 5:	2012 年以来两大业务毛利情况	8
图 6:	2012 年以来两大业务的营收占比情况	8
图 7:	公司房地产业务在营收中比重逐渐提升	9
图 8:	公司房地产毛利率显著高于业务整体毛利率	9
图 9:	2013 年以来武汉商品房成交均价 (元/平方米)	10
图 10:	2013 年以来武汉商品房成交面积 (万平方米)	10
图 11:	2010 年以来公司地产销售面积情况	10
图 12:	2010 年以来公司地产销售金额情况	11
图 13:	2017 年上半年项目结算收入比例	11
图 14:	2017 年上半年主要地产项目毛利率情况	11
图 15:	福星股份在武汉的项目分布	12
图 16:	2007 年以来福星股份预收账款规模 (亿元)	12
图 17:	2018 年和 2019 年计划销售增速均在 30% 之上	13
图 18:	2019 年计划净利润规模较 2016 年增幅不低于 230%	14
图 19:	福星股份全国化历程	15
图 20:	福星股份现有的版图	16
图 21:	福星集团主要业务布局	18

表 1.	武汉长江新城的政策梳理	5
表 2.	福星股份股权激励计划名单	14
表 3.	福星股份股权激励计划业绩要求	14
表 4.	2017 年新增土地储备 (单位, 万平方米)	16
表 5.	公司正在跟踪地块 (单位, 万平方米)	17

福星股份：旧改标杆 深耕武汉

公司最早是湖北钢丝绳生产重点厂家，1999年在深交所上市。2001年以后，公司开始涉足湖北省的房地产开发，2007年起房地产成为公司主业。伴随着过去十年中国房地产行业的高歌猛进，公司地产的业务规模呈几何倍数增长。同时，伴随着钢丝绳产业的过度竞争、原材料和人工成本的上升，公司对其投资也逐渐减少，钢丝绳业务的地位日趋下降。目前，福星公司早已转型成为以房地产开发为主的湖北龙头企业。

独具特色的“三旧”改造

公司是最早参与武汉市“三旧”改造的公司之一。房地产公司成立以来，坚持差异化、规模化、专业化的竞争策略，在参与武汉、北京、深圳等一、二线城市的“城中村”、旧城及旧厂的改造过程中，形成了独特的“三旧”改造业务模式和“城市核心区运营”的专业实力。

公司把握武汉市场“旧城改造”和“城中村”改造的巨大机会，利用土地整理业务上的专业优势，以及丰富的旧改经验，形成了一整套适合公司发展的“一、二级联动开发”业务模式。

“十二五”期间，湖北省实施棚户区改造128.01万户，达计划的239%。“十三五”期间，湖北省计划实施棚户区改造110万户左右，到2020年，全面完成国有工矿棚户区、垦区危旧房改造，基本完成城镇棚户区改造。按照规划，今年湖北省计划实施棚户区改造41万套。湖北住房城乡建设厅统计的最新棚改数据显示，2017年上半年全省各类棚户区改造工程已开工22.21万套，开工率达到53.95%。

武汉城市较大，老城区多，棚户区和旧厂、旧城多，“十三五”期间要完成剩余49个村的改造工作，公司抓住武汉大发展机会，结合自身“两改”经验，大力推进“三旧”改造，目前已新增签约300万平方米。

落子长江新城 发展潜力十足

2017年7月17日，瞩目已久的长江新城的选址，终于落子确定。长江新城项目落子谌家矶，范围涵盖武湖、谌家矶地区。具体将分三期推进，起步区位于谌家矶——武湖区块，具体方位是东至武湖泵站河，南至长江北岸，西至滠水河、府河，西南至张公堤路，北至江北铁路，约30-50平方公里。中期发展区100平方公里，远期规划面积500平方公里。届时将形成“四镇”新格局，再造一个新武汉。

表1. 武汉长江新城的政策梳理

日期	政策
2017年1月	中国共产党武汉市第十三次代表大会报告提出：“启动规划建设‘长江新城’”，以超前理念、世界眼光，打造代表城市发展最高成就的展示区、全球未来城市的样板区”
2017年2月	武汉市第十四届人大第一次会议上市长万勇作政府工作报告时表示武汉将围绕“一城一轴一心”，即长江新城、长江主轴、东湖绿心，规划建设世界一流亮点区块，提升城市功能品质。
2017年7月	武汉市政府新闻办召开新闻发布会，宣布长江新城起步区选址谌家矶武湖区块，东至武湖泵站河，南至长江北岸，西至滠水河、府河，西南至张公堤路，北至江北铁路，约30到50平方公里。新城将分三期建设，中期发展区100平方公里，远程控制区500平方公里。届时，武汉市将形成“四镇”新格局。
2017年9月	武汉长江新城工作委员会、长江新城管理委员会宣布成立。根据机构编制及领导班子组成文件要求，设立武汉长江新城工作委员会，为市委派出机关；设立武汉长江新城管理委员会，为市政府派出机构。同时，党工委与管委会一个机构、两块牌子。
2017年11月	经两院院士和知名专家评选，5家机构入围长江新城概念规划编制单位，将平行开展概念规划，预计12月底完成编制，再从中选出1家机构综合完成总体规划。

资料来源：川财证券研究所

图1：长江新城起步区范围示意图



资料来源：大公网，川财证券研究所

武汉长江新城具有五大优势。第一是区位优越，有机联接主城、联贯长江主轴，滨湖拥河、山水形胜，面江背山、坐北朝南，且与东湖高新区、武汉经开区呈依托之势；第二是交通优势，长江新城处于航运、空运、铁路三位一体的立体交通网络中心位置，西边是机场，东边是阳逻港，边上还有铁路枢纽，完全可以满足高端新产业发展需求；第三生态优势，毗邻长江、府河、滠水河、倒水

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

河和武湖、后湖等众多河流湖泊，水资源丰富，环境保护好，生态承载力强；第四地质优势，地貌单元主要为长江冲洪积二、三级阶地，沿江地段少量分布为地貌单元一级阶地，场地区域地质稳定性较好，无地质灾害和不良地质作用发育，地基承载力较高，适宜建设开发；第五是开发优势，长江新城开发程度低，辖区人口少，建筑体量小，可开发建设土地充裕且可塑性强，具备高起点高标准开发建设的基础条件。这些优势，符合长江新城高起点、高标准开发建设要求。建设长江新城，是承接国家重大发展战略、打造城市发展新增长极、提升城市品位、改善城市形象的需要，对于引领武汉实现赶超发展具有重大战略意义。

图2：长江新城选址的五大优势

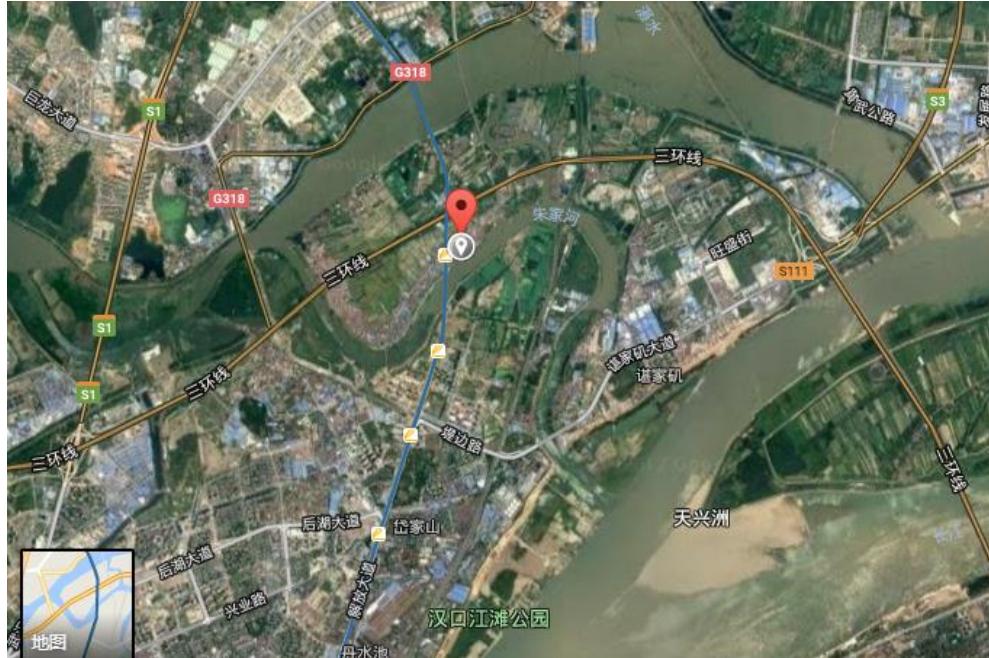


资料来源：大公网，川财证券研究所

长江新城建设，涉及到区域内若干“城中村”改造项目，11月18日福星股份发布公告称，公司全资子公司福星惠誉房地产有限公司于近日与武汉市黄陂区滠口街南湖村村民委员会签订一份《战略合作框架协议》。协议约定，甲乙双方就黄陂区滠口街南湖村实施城中村改造开展全面合作。

南湖村城中村改造项目位于黄陂区滠口街南部，三环线和轻轨一号线纵贯全村，综合交通体系完善，发展潜力巨大。该项目涉及土地面积约3000亩（以政府规划部门审批的面积为准），约200万平方米，用地性质为开发、还建、产业用地（以政府及相关主管部门最终批准的文件为准）。同时，公司除了推动现有项目落地外，也在密切关注长江新城后续“城中村”改造项目。

图3：福星股份南湖村棚改项目位置图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图4：黄陂区地产项目情况



资料来源：链家网，川财证券研究所

根据公司测算南湖村城中村改造项目单位面积楼面成本不超过 2500 元/平米，项目整体容积率水平约为 3，天兴洲大桥南侧，江对岸的住宅项目销售均价 12000 元/平米，黄陂区在售项目预计销售均价为 9000 元左右，考虑建安成本公司毛利率水平也在 40%以上，明显高于招牌挂获取土地的利润水平。武汉市旧改政策推行多年，政企合作模式已经得到广泛的认可，且作为政府重点工

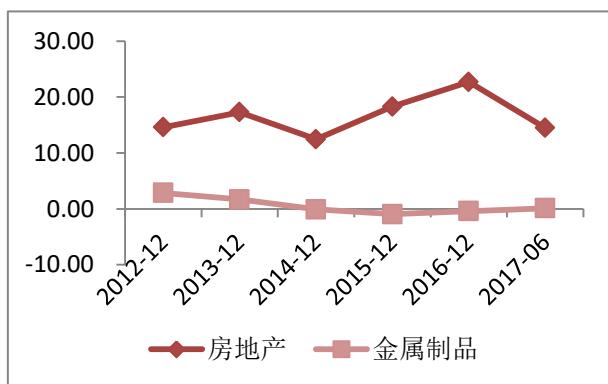
程，未来项目进程风险较小

专注地产 毛利率稳步提升

经营范围变更 坚定转型

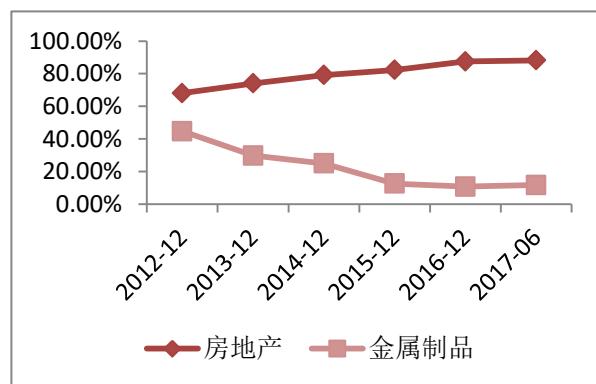
公司在 2016 年 10 月 19 日董事会审议通过《关于变更经营范围及修改<公司章程>的议案》。根据公司实际经营情况及业务发展需要，公司拟变更经营范围，原经营范围“金属丝、绳及其制品的制造、销售、出口业务；商品房销售；高新技术的开发与高新技术项目投资；创业投资、主营业务以外的其他项目投资；经营本企业生产、科研所需的原辅料、机械设备、仪器仪表、备品备件、零配件及技术的进口业务；化工产品（不含化学危险品）、汽车（不含九座及以下品牌乘用车）、汽车轮胎的销售；普通货运。”变更为“房地产开发、经营、管理；物业管理及租赁；高新技术的开发与高新技术项目投资”，并依据新的经营范围修改《公司章程》中相应条款。本次变更将使得公司进一步加速摆脱旧有的低毛利金属业务，从而更加坚定公司转型决心。

图5：2012 年以来两大业务毛利情况



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图6：2012 年以来两大业务的营收占比情况



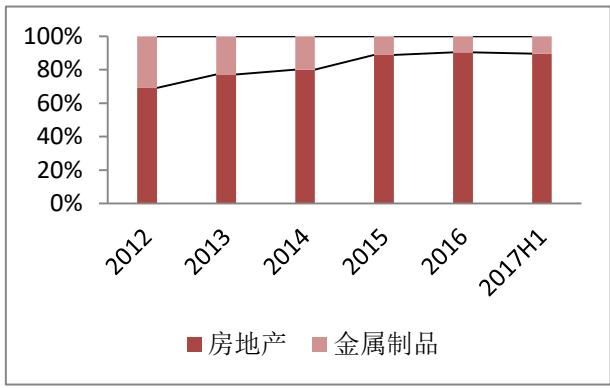
资料来源：Wind, 川财证券研究所

2012 年福星股份的房地产业务实现营业收入 42.51 亿元，占总营收比重仅为 68.07%。公司金属制品业务实现营业收入 19.01 亿元，占总营收比重为 30.44%。随后几年公司房地产业务在营业收入中的比重不断提升，2017 年上半年，公司房地产业务实现营业收入 48.39 亿元，占总营收比重已经提升至 88.17%。公司金属制品业务实现营业收入 5.66 亿元，占总营收比重已经降至 10.31%。

其实从二者毛利率来看，公司做出彻底转型，寻求加速摆脱旧有的低毛利金属业务是明智之举。2012 年以来房地产业务的毛利率基本上保持在 30% 左右，高于公司的整体毛利率。而公司的金属制品业务贡献毛利较少，2014-2016 年

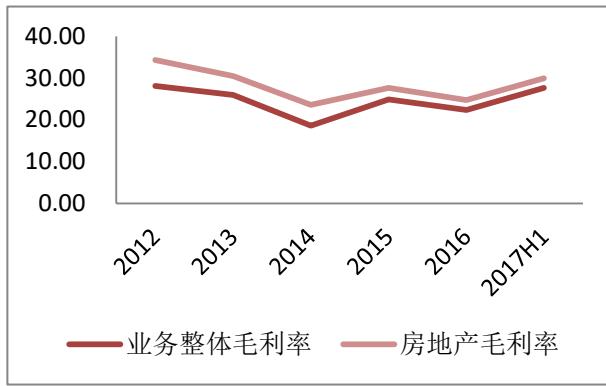
三年毛利分别为-0.09亿元、-0.96亿元和-0.42亿元。

图7：公司房地产业务在营收中比重逐渐提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图8：公司房地产毛利率显著高于业务整体毛利率



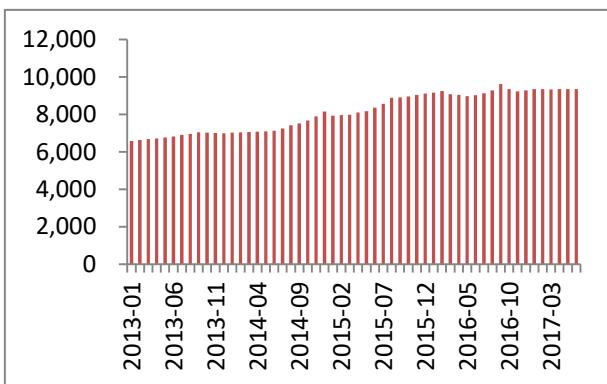
资料来源：Wind，川财证券研究所

深耕武汉 业绩稳中有升

武汉房地产市场保持平稳。今年武汉房地产市场一个显著特点就是量涨价稳，商品住宅成交面积从2013年初1300万平方米上升到了2014年12月2000万平方米的水平，增幅达到53.8%。不过武汉市房价涨幅有限，2013年初武汉市商品房成交价为7000元左右，2014年12月武汉市商品房成交均价为8000元左右，2年均价仅上涨了1000元/平米，增幅仅为14.28%，涨幅落后于绝大多数二线城市。不过2016年以来武汉市场热度明显提升，住宅成交量维持高位运行，在3月份创出331万平方米的新高，房价涨幅显著，2016年9月武汉市商品房成交均价升至9600元水平，较2015年年底上涨1600亿元，增幅达到20%。10月后随着住房限购等调控政策出台，成交量出现下行，2017年伴随着“限价”、“限售”加码，成交出现下行，房价也出现回落，武汉市商品房均价出现回落，降至9300元左右。

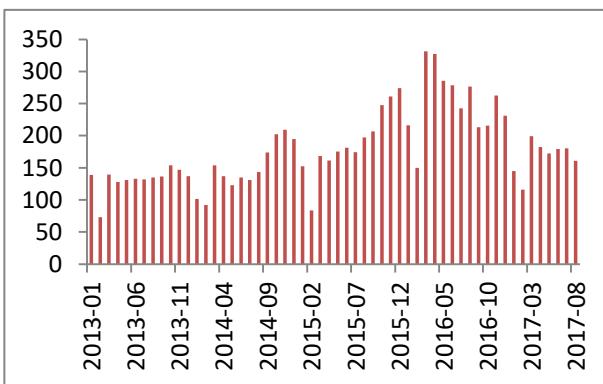
尽管当前调控政策对抑制楼市过热、稳定市场运行有一定作用，但由于现阶段企业投资和上市节奏放缓，武汉市场供给减少，而城镇化进程加速带来人口持续流入增加了住宅市场潜在需求空间，商品房供不应求局面仍将持续。据亿房研究中心监控，今年的“金九银十”中，武汉73个项目开盘后，有57个当日售罄。公司采取快销策略，可售房源基本销售一空，所以限购政策对公司今年业绩影响有限。

图9：2013年以来武汉商品房成交均价（元/平方米）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图10：2013年以来武汉商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，川财证券研究所

毛利率稳步提升。2016年公司实现房地产销售规模112.9亿元，同比增长33.2%；实现销售面积108.1万方，同比增长4.1%。2016年销售均价10443元/方，同比增长28%，同时也显著高于2016年的结算均价6947元/方。受益于2016年销售均价的走高，2017年结算均价9332元/方，较16年同期增加20.6%。

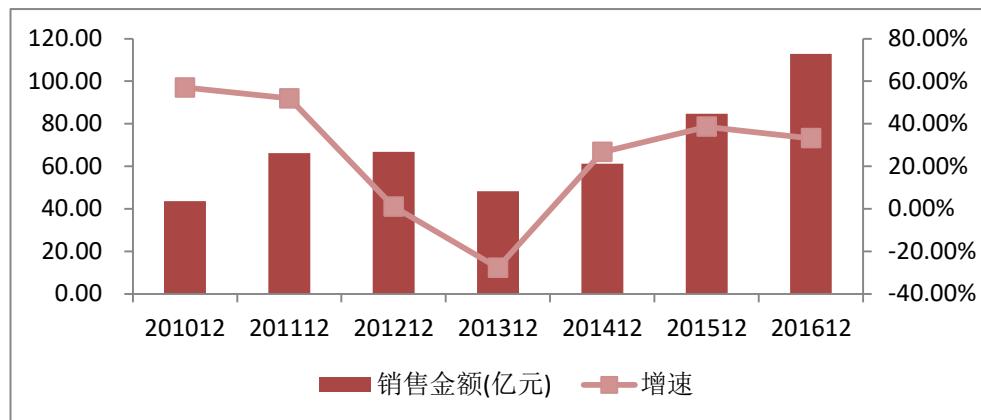
2017年上半年公司实现销售面积55.39万平方米，同比较少0.89%；实现销售金额46.59亿元，同比减少18.06%。2017年上半年房地产结算毛利率为29.9%，较2016年同期增加3.74个百分点，主要是受益于红桥城、东湖城、水岸国际一期项目的结算收入较高，上半年结算收入占比分别为46%、25%和21%。其上半年的毛利率整体较高，分别为33.45%、34.37%和22.15%。未来公司武汉区域内地产业务毛利率水平有望稳步提升，以旧改项目为主要的储备资源，前期拆迁工作基本完成的情况下，随着销售价格的不断提升，业绩贡献能力将逐步加强。

图11：2010年以来公司地产销售面积情况



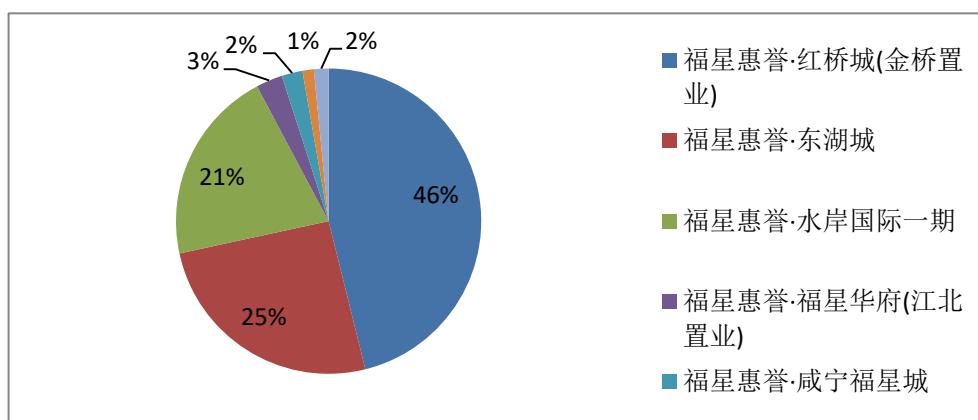
资料来源：Wind资讯，川财证券研究所

图12：2010年以来公司地产销售金额情况



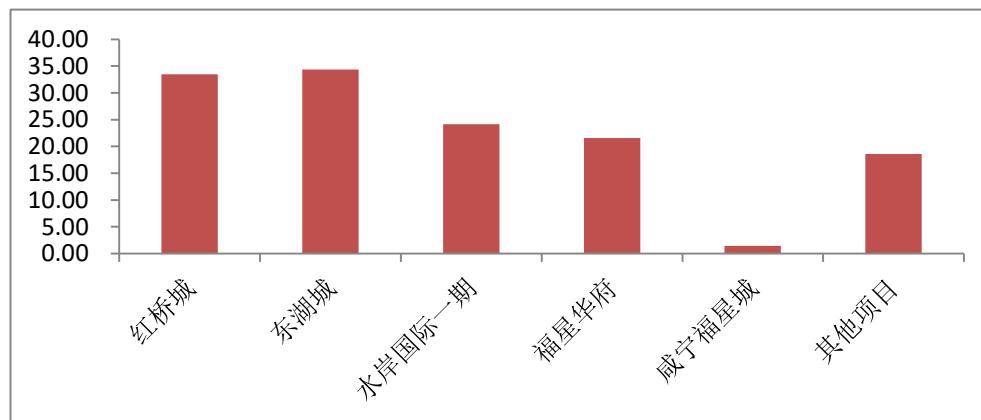
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图13：2017年上半年项目结算收入比例



资料来源：QuestMobile，川财证券研究所

图14：2017年上半年主要地产项目毛利率情况



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

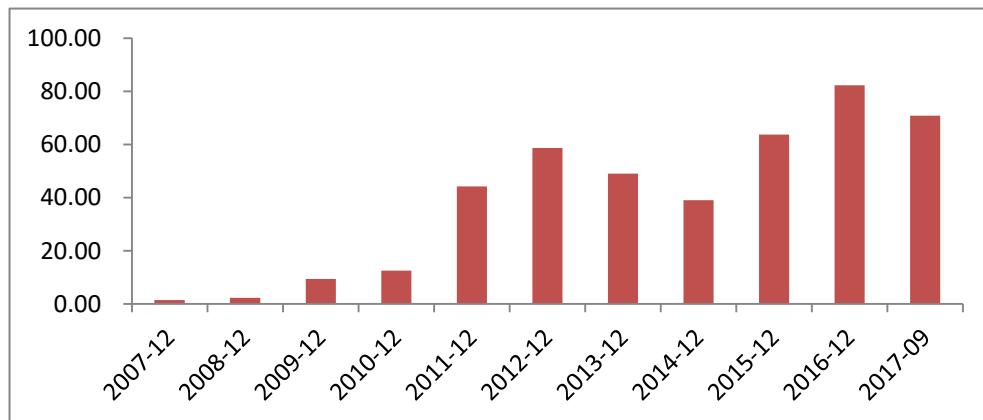
四季度完成全年业绩目标压力不大。公司武汉市的项目主要集中在武汉中心城区，产品主要定位于商品房住宅楼盘。当前未结算的项目主要集中在红桥城、福星华府、东湖城、水岸国际和汉阳城，未结算面积分别为 164.42 万平方米，128.83 万平方米、77 万平方米、43 万平方米和 28.40 万平方米，未结算项目共计达到 457.79 万平方米。2017 年公司货值较为充沛，在武汉市内多盘齐开，拥有稳定的销售基数，且公司项目基本上已经覆盖武汉市内重点区域，这几个项目的利润率大体可以维持在 30% 左右，随着结算占比提升，将会提振地产业务的整体利润水平。截止到三季度末，公司在手预收账款规模 70.82 亿元，较去年三季度末增加 2.98 亿元，公司未来结算收入有所保障。整体来看，公司营业收入同比有所下滑，通过股权收益来保障了业绩目标的完成，四季度完成全年业绩目标的压力不大。

图15：福星股份在武汉的项目分布



资料来源：公司公告 川财证券研究所

图16：2007 年以来福星股份预收账款规模（亿元）



资料来源：公司公告 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

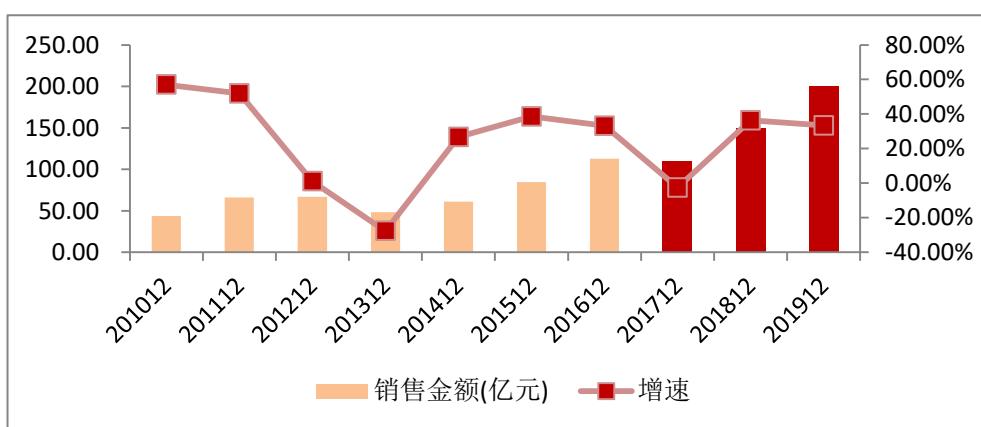
谋新求变 走出湖北

股权激励彰显发展信心

福星股份 8 月 31 日发布《2017 年限制性股票激励计划（草案）》，计划拟授予的限制性股票数量为 2410 万股，占总股本的 2.54%，9 月 21 日发布修订稿，将原先计划授予的 2410 万股限制性股票上调为 2770 万股，占总股本 2.92%。其中首次授予 2220 万股，占比 80.14%，预留权益 550 万股，首次授予的限制性股票授予价格为每股 6.37 元。激励计划有效期为 4 年，得到股权的解禁期为 1 年。本计划激励对象为公司实施本计划时在任的公司董事、高级管理人员、公司关键管理人员、公司核心业务（技术）人员（不包括独立董事、监事），共计 58 人，较草案 56 人上调 2 人，公司高管团队获得激励股份比例为 26.71%，其他管理人员为 53.43%，其他预留部分占比 19.86%。第一次解除限售条件设定为 17 年的销售和业绩目标。根据公司的股权激励目标，2017、2018、2019 年的签约销售金额目标分别为 110、150、200 亿，2016 年全年公司实现房地产销售金额 113 亿元，2017 年上半年公司完成签约销售金额 46.59 亿元，比上年同期减少 18.06%。按照公司的销售计划承诺，2018 年、2019 年计划销售增速都在 30% 以上。福星股份传统销售优势区域在武汉以及湖北省内其他城市，公司有计划逐步增加城市数量。此外，在政府大力推进棚户区改造的政策背景下，公司有凭借多年棚户区改造经验获取更多土地开发资源。

行权条件的另一部分是业绩承诺，公司对于 2017、2018、2019 年的归属母公司净利润规模分别为不低于 10.4 亿元、13.4 亿元和 19.2 亿元，较 2016 年的净利润规模增速分别为不低于 80%、130% 及 230%。按照当前股价计算，公司对应 PE 分别为 11.57 倍、10.37 倍和 6.91 倍。公司 2015 和 2016 年的销售规模提升为公司 2017 和 2018 年的业绩增长奠定了坚实的基础。

图17：2018年和2019年计划销售增速均在30%之上



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图18：2019年计划净利润规模较2016年增幅不低于230%



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

表2.福星股份股权激励计划名单

姓名	职务	获授限制性股票总额	获授限制性股票占本次授出限制性股票的比例（%）	占目前总股本的比例（%）
谭少群	董事长	300	10.83%	0.32
张景	副董事长	100	3.61	0.11
冯东兴	董事、总经理	100	3.61	0.11
冯俊秀	董事、财务总监	100	3.61	0.11
谭红年	董事、副总经理	50	1.81	0.05
汤文华	董事、董事会秘书	30	1.08	0.03
刘慧芳	副总经理	30	1.08	0.03
姚泽春	副总经理	30	1.08	0.03
其他人员		1480	53.43	1.56
预留部分		550	19.86	0.58
合计		2770	100.00	2.92

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表3.福星股份股权激励计划业绩要求

解锁期	销售金额目标	业绩考核目标	解锁比例（%）	归属于母公司净利润（亿元）
第一个解锁期	2017年签约销售额不低于110亿元	2017年较2016年增幅不低于80%	40%	10.4
第二个解锁期	2018年签约销售额不低于150亿元	2018年较2016年增幅不低于130%（原：100%）	30%	13.4

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

第三个解锁期	2019 年签约销售额不低于 200 亿元	2019 年较 2016 年增幅不低于 230% (原: 200%)	30%	19.2
预留第一解锁期	2018 年签约销售额不低于 150 亿元	2018 年较 2016 年增幅不低于 130% (原: 100%)	50%	13.4
预留第二解锁期	2019 年签约销售额不低于 200 亿元	2019 年较 2016 年增幅不低于 230% (原: 200%)	50%	19.2

资料来源：公司公告，川财证券研究所

走出湖北 迈向全国

作为湖北省的旧改龙头，一方面，公司继续加大现有“三旧”项目的拆迁力度，加大新项目的储备规模；另一方面，公司开始谋求走出武汉，布局全国。

2011-2016 年，公司以开发“三旧”存量土地为主，新增储备所用资金很少。2016-2017 年，开始大量进军区域外市场，此期间已累计投入近百亿元。2017 年以后，继续加大各主要城市圈的拿地规模。

图19：福星股份全国化历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图20：福星股份现有的版图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

截止 2017 年上半年，公司总土地储备项目 26 个，24 个位于武汉及其周边城市。全部土地储备面积达 655.63 万方，位于武汉及周边的储备面积为 642.17 万方，占比达 98%。

目前已切入中部经济区（武汉及周边、岳阳）、京津冀（北京通州）、成渝经济区（成都）、珠三角经济区（深圳）、环渤海经济区（赤峰）等主要城市圈区域，以点带面、全面发展。2017 年 3 月，收购湖南岳阳 22 万方商住项目；2017 年 8 月，收购深圳福田保税区工业地块；2017 年 9 月，收购成都简阳 21 万方优质住宅项目，简阳 4000 多亩集体用地改造框架协议；2017 年 10 月收购四川都江堰 22 多万方住宅项目；2017 年 11 月，锁定武汉长江新城核心区 3000 亩土地。2017 年新增土地储备 284.52 万平方米，公司已有的土地储备可满足公司未来 4-5 年的开发需要。目前公司外延扩张脚步并没有停歇，正在跟踪地块涉及武汉、成都、深圳和广州，土地面积共计 2626 万平方米。

表4.2017年新增土地储备（单位，万平方米）

序号	项目名	区位	土地属性	土地面积	预计容积率	预计建面	备注
1	成都项目	成都简阳	二类居住	2.1	1.1-1.2	2.1-2.6	
			二类居住	3.6	1	3.6	
			商业	6.6	0.5-1.0	3.3-6.6	
			商业	6.5	0.5-1.0	3.3-6.5	
2	武海·中华	四川都江堰	商住	21.8		18.2	净地，股权

	青城						收购
3	赤峰项目	内蒙古赤峰	棚户区改造	53.6	2.5	134	6个月拆迁完成
4	深圳远鹏新天地	深圳福田	工业项目	1.2	7.8	9.36	跟踪土地变化
5	襄阳项目	襄阳樊城区	棚户区改造	13.9	4	55.6	3年内完成
6	监利国际城	湖北监利	商住	10.37		41.3	净地
7	岳阳银湖城	湖南岳阳	商住	6.64		22.46	净地
8	汉川银湖国际	汉川市	商住	1.47		4.4	净地
9	武海·中华青城	四川都江堰	商住	21.8		18.2	净地，股权收购
合计				284.52			

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表5. 公司正在跟踪地块（单位，万平方米）

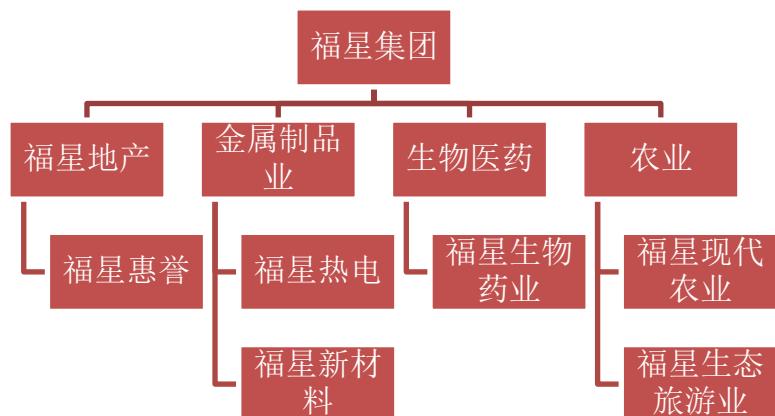
序号	项目名	区位	土地属性	土地面积	预计容积率	预计建面	备注
1	成都简阳	城中村	城中村	275.14	1	275	已签初步合作协议
2	深圳龙华项目	深圳龙华	商住	0.93	4.88	5	
3	广州南沙项目	广州南沙区	商住	34.7	5.7	198	
4	东西湖二雅路旧改	武汉东西湖区	旧改	1.9		10	公司已签旧改协议
5	龚家岭村项目	武汉洪山区	城中村			215	已签署框架协议
6	郭树岭项目	武汉蔡甸	城中村			150	已签署框架协议
7	祁连村项目	汉阳祁连村	城中村			60	已签署框架协议
8	江夏青龙村	武汉江夏区	城中村			60	已签初步合作协议
9	青山盘古城	武汉青山区	工业			30	已签初步合作协议
10	滠口南湖村	武汉黄陂区	城中村	200.1	3	600	已签署框架协议
11	滠口双桥村	武汉黄陂区	城中村	100.05	3	300	已签初步合作协议
合计				2626			

资料来源：公司公告，川财证券研究所

大股东增持 集团资源整合预期强

自 2016 年 10 月 28 日—2016 年 12 月 30 日，福星集团通过深圳证券交易所证券交易系统累计增持公司股票数量为 3339 万股，占总股本比例为 3.52%，增持均价 12.38 元/股。自 2017 年 1 月 23 日—2017 年 4 月 18 日，福星集团通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股票数量为 1518 万股，占总股本比例 1.60%，增持均价 12.33 元/股。大股东共计增持逾 6 亿元。本次增持完成后，福星集团持有公司股份 2.34 亿股，占公司总股本的 24.64%。大股东增持将利益与公司绑定，对公司未来发展抱有较高的期望。而 12.33 元的增持价也几乎锚定了公司的低价。

图21：福星集团主要业务布局



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2015 年福星股份以 6 亿元的价格收购母公司福星集团持有的福星银湖控股有限公司 100% 股权。不同于福星股份专注于棚改、城中村改造，银湖控股有限公司致力于开发工业地产项目、对事业投资和企业管理咨询服务。其中代表项目有：光谷总部国际、银久科技产业园、白沙洲中小企业城、银湖天街等。作为福星股份的大股东，福星集团投资业务范围包括：金属制品、机械电子业、生物药业、物流业、旅游业等。目前并入福星股份的项目有福星惠誉、银湖控股和福星新材料。此次银湖科技的注入仅是集团内部资源整合的第一步，预计未来集团有理由把优质的资源并入到上市公司内部，集团内部其他资源存在进一步整合预期。

首次覆盖给予“增持”评级。2017 年前三季度，公司实现营业收入 70.58 亿元，同比下降 16.44%。营业收入下降主要受短期结转周期影响，结算面积和结算收入减少所致。但是公司本期处置子公司部分股权获得 3.69 亿元收益，使得公司净利润达到 15.63 亿元，净利润维持 20% 以上的增速，每股收益为 0.86 元。此外，公司公告了 2017 年年度盈利预增公告，预计公司归母净利润

约为 9-11 亿元，同比增加 55-100%，每股收益约为 0.95-1.22 元。受结算周期影响，公司前三季度营收同比下滑，但我们认为四季度公司将迎来业绩放量，全年盈利呈高速增长。我们预计 2017-2019 年公司主营业务收入分别为 112.47、146.71、189.54 亿元，净利润有望达到 10.15、12.77、17.18 亿元，EPS 分别为 1.07、1.34、1.81 元/股，对应 PE 分别为 11.45、9.10、6.76 倍，公司业绩稳定，未来几年锁定业绩高增长，具有较大的上升空间。

风险提示

湖北省外项目拓展不及预期

2017 年是公司进行省外扩张的重要一年，如果省外项目拓展不及预期将对公司的业绩产生较大的影响。

城中村项目推进受阻

尽管我们认为公司现有的城中村项目顺利推进是大概率事件，但由于城中村改造具有较大的不确定性，倘若在拆迁方面发生小概率的负面事件，可能会导致项目不能如期竣工。

地产调控政策超预期

2016 年以来楼市迎来密集调控期，武汉市迎来新购、限贷、限价和限售的“四限”时代，未来调控如果出现超预期，公司武汉市内的房产的销售可能会受到影响。

盈利预测

资产负债表				
	单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产				
现金	10184	7388	8108	8214
应收账款	564	662	858	1096
其他应收款	288	409	488	631
预付账款	7179	8136	9799	12367
存货	18798	21168	25935	32487
其他流动资产	1228	1247	1393	1583
非流动资产	7296	6897	6746	6577
长期投资	199	100	116	125
固定资产	1552	1398	1208	1018
无形资产	62	63	63	62
其他非流动资产	5483	5335	5359	5372
资产总计	45538	45907	53328	62955
流动负债	14907	17881	23218	31080
短期借款	309	1447	3787	7509
应付账款	1809	2225	2705	3357
其他流动负债	12788	14209	16725	20214
非流动负债	18582	14531	14979	14646
长期借款	4905	4569	4132	3623
其他非流动负债	13677	9962	10846	11023
负债合计	33489	32412	38197	45726
少数股东权益	2370	2660	3068	3615
股本	949	949	949	949
资本公积	2991	2991	2991	2991
留存收益	4962	6516	7441	8683
归属母公司股东权益	9679	10836	12064	13614
负债和股东权益	45538	45907	53328	62955
现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2344	-749	-980	-2143
净利润	804	1305	1685	2265
折旧摊销	232	192	192	192
财务费用	153	313	455	628
投资损失	15	-369	0	0
营运资金变动	1114	-2544	-3656	-5593
其他经营现金流	25	355	343	365
投资活动现金流	-245	434	-4	-12
资本支出	13	0	0	0
长期投资	304	-177	23	18
其他投资现金流	72	257	19	7
筹资活动现金流	2131	-2480	1704	2261
短期借款	-889	1138	2340	3722
长期借款	-1076	-336	-437	-509
普通股增加	237	0	0	0
资本公积增加	105	0	0	0
其他筹资现金流	3753	-3283	-199	-952
现金净增加额	4238	-2795	720	106

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10485	11247	14671	18954
营业成本	8140	8300	10210	12968
营业税金及附加	489	644	798	1024
营业费用	319	389	496	635
管理费用	269	334	429	546
财务费用	153	313	455	628
资产减值损失	47	54	55	53
公允价值变动收益	177	380	303	308
投资净收益	-15	369	0	0
营业利润	1229	1962	2531	3407
营业外收入	16	12	13	13
营业外支出	26	22	23	23
利润总额	1219	1952	2521	3397
所得税	414	648	836	1131
净利润	804	1305	1685	2265
少数股东损益	223	290	408	547
归属母公司净利润	581	1015	1277	1718
EBITDA	1615	2467	3179	4227
EPS (元)	0.61	1.07	1.34	1.81
主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	30.6%	7.3%	30.4%	29.2%
营业利润	36.1%	59.6%	29.0%	34.6%
归属于母公司净利润	23.9%	74.6%	25.8%	34.6%
盈利能力				
毛利率(%)	22.4%	26.2%	30.4%	31.6%
净利率(%)	4.6%	5.5%	9.0%	8.7%
ROE (%)	6.0%	9.4%	10.6%	12.6%
ROIC (%)	5.6%	8.1%	9.0%	9.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.5%	70.6%	71.6%	72.6%
			29.72	
净负债比率(%)	24.72%	29.68%	%	31.84%
流动比率	2.57	2.18	2.01	1.81
速动比率	1.30	0.99	0.89	0.77
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.25	0.30	0.33
应收账款周转率	18	17	18	18
应付账款周转率	4.21	4.11	4.14	4.28
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.07	1.34	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	-0.79	-1.03	-2.26
每股净资产(最新摊薄)	10.20	11.41	12.71	14.34
估值比率				
P/E	20.00	11.45	9.10	6.76
P/B	1.20	1.07	0.96	0.85
EV/EBITDA	11	7	5	4

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明