

太行水泥 (600553.SH) 水泥行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文
分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑
联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

金隅股份换股吸收合并太行水泥事件点评

事件

2010 年 7 月 7 日，金隅股份和太行水泥发布公告《北京金隅股份有限公司换股吸收合并河北太行水泥股份有限公司报告书》，前者拟换股的形式吸收合并后者。

评论

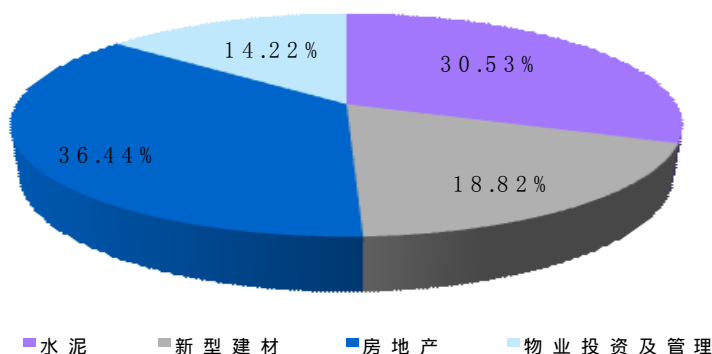
该方案本身来讲，转股价格比 H 股价格溢价 22.49%。7 月 6 日，金隅股份（香港：02009）收盘至 8.440 港元（当日人民币兑港币汇率为 1.1487，即 1 个单位人民币兑换 1.1487 单位的港币），以人民币计量为 7.3474 元。转股价格定在 9 元/股，相对于 H 股股价溢价 22.49%，意味着 H 股股东享受着一定的资产溢价。

对于太行水泥股东而言，该方案的安全边际也比较高。除了有大部分吸收合并项目都有的现金选择权保护外，即 10.65 元，公司此次还安排了金隅股份 A 股上市后的追加选择权：若金隅股份 A 股上市首日的交易均价低于金隅股份换股价格，至金隅股份 A 股在上交所上市首日收盘时止，如参加换股的投资者仍持有金隅股份 A 股，上述投资者可以行使选择权，将所持有的金隅股份 A 股按照换股价格 9.00 元/股部分或全部转让给选择权的提供方。因此我们可以说，追加选择权相当于使太行水泥的股东持有一个 10.8 元的卖出期权，7 月 6 日，太行水泥股价收于 10.23 元，如果方案顺利通过，存在明显的无风险套利机会。

而从金隅股份的基本面来看，分析如下：

金隅股份主要业务分为两块：建材+房地产，前者包括水泥和新型建材，后者包括房地产和物业投资及管理，基本上是各占一半。

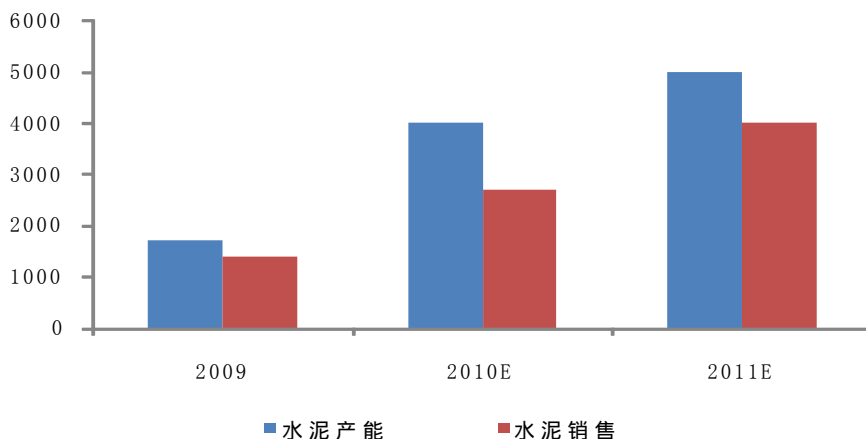
图表1：2009 年金隅股份各业务贡献毛利润比例



来源：公司财务报告 国金证券研究所

水泥业务是金隅股份未来收入和利润的重要增量：公司 2009 年水泥熟料销量为 1300 多万吨，预计 2010 年可以达到 2700 万吨左右。从产能的角度，2009 年底是 1700 万吨，按照目前已经落实的收购和将在今年点火的生产线，今年产能规模可能达到 4000 万吨。在市场占有率方面，金隅集团在京津市场优势明显，在北京市场的占有率达到 80%以上，较高的市场占有率有利于公司获得可观的利润。

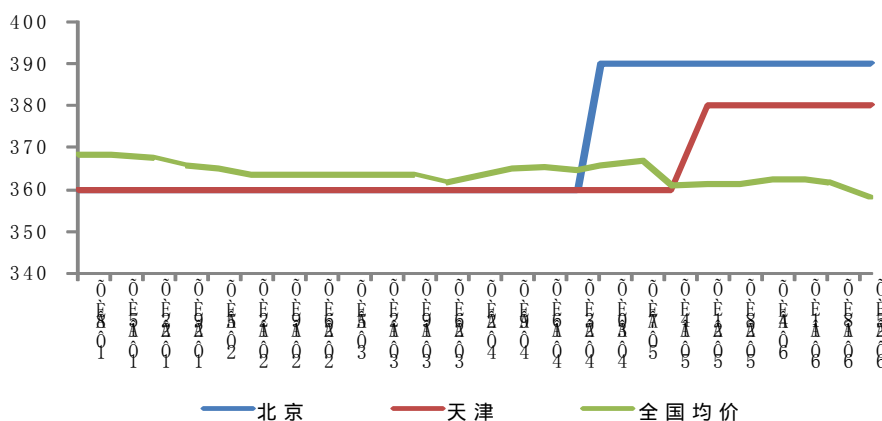
图表3：金隅股份水泥产能、产量增长迅速（万吨）



来源：公司资料 国金证券研究所

如下图，我们考察了今年以来京津地区 42.5 标号水泥价格的情况，5 月份以来，全国平均水泥价格逐级下降，但是京津地区水泥价格不降反升。

图表3：进入旺季以来京津地区水泥价格高位运行（元/吨）

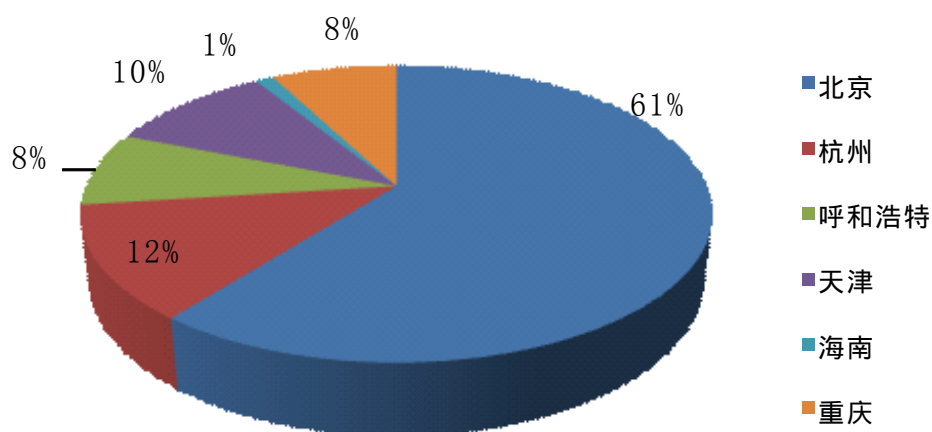


来源：数字水泥 国金证券研究所

水泥窑协同处理城市固废是新的盈利增长点：公司下属子公司新北水利用一条日产 5000 吨的熟料线协同处理城市工业废弃物和市政污泥，2009 年处理前述废物 16 万吨，该条熟料线合并实现净利润 1.798 亿元，同比增长 66.8%。

落后水泥淘汰为公司水泥业务带来意外之喜：目前河北省有 3000 多万吨落后产能，发改委要求今年三季度之前河北省要淘汰落后水泥产能 1250 万吨，这相当于 2009 年河北省水泥产量的 11.87%，而河北省自己的计划是全年淘汰 1500 万吨。北京方面，今年计划淘汰落后产能 200 万吨。这构成下一步市场向好的因素之一。

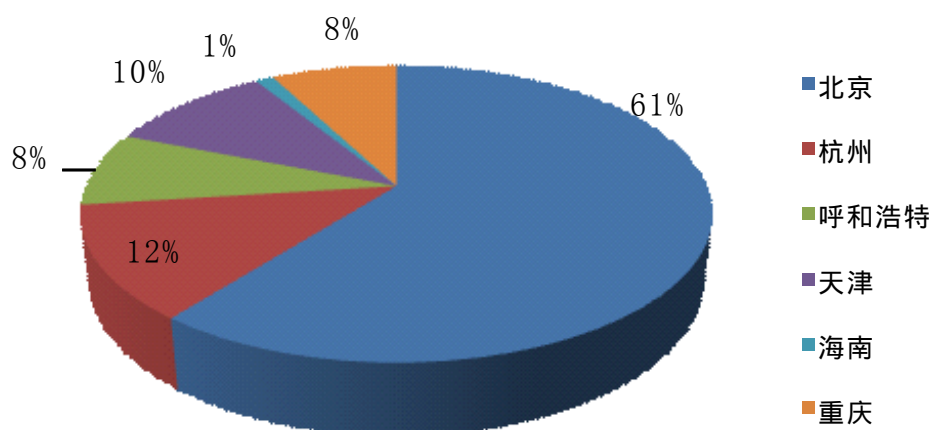
图表5：金隅股份预计水泥销售去向



来源：公司资料 国金证券研究所

大量、优质土地储备是公司房地产业务迅速发展的保证：截至 2010 年 3 月 31 日，公司总土地储备 5589002 平方米，全部分布于直辖市、省会，其中 60%以上分布在北京。08、09 年公司分别结算面积 24.5 万平米、47.4 万平米，实现近 100%的增长，预计 2010 年结算面积 90 万平米，同比再次实现近 100%的增长。

图表5：公司 559 万平米土地储备分布状况



来源：公司资料 国金证券研究所

公司拥有 75 万平米的顶级物业投资管理面积：截至 09 年底，公司拥有 60.1 万平米的物业总面积，可租出面积达到 43.3 万平米，实现收入 7 亿元左右，毛利润 4.6 亿元。预计今年将达到 75 万平米，实现收入 10 亿元以上。

新型建材方面不同程度扩张：公司目前拥有耐火材料、家具、吸声板、加气混凝土、涂料等多种新型建材的生产能力，09 年共实现销售收入 28.79 亿元。09 年底在大厂工业园落成一个中高端家具生产线，能年产 2.5 亿元家具，矿棉吸声板产能由 615 万平米扩张至 2500 万平米，加气混凝土产能也由 60 万立方米扩张至 140 万立方米，其他产品也分别有不同程度的产能扩张，预计 2010 年实现收入达到 44 亿元以上。

投资建议方面：我们预测金隅股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.704、0.853、0.957 元（均为摊薄后），以换股价 9 元的角度来看，相当于其在 A 股 2010 年发行动态 PE 在 13 倍左右，结合方案本身对太行股东的保护程度，以及金隅股份基本面发展情况，我们认为太行水泥目前时点存在明显的无风险收益机会，建议追求绝对收益的稳健投资者积极参与。

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。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室