

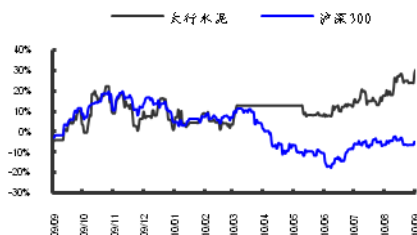

国海证券
SEALAND SECURITIES CO., LTD.

太行水泥（600553）研究报告：

资产注入及内部整合 提升盈利能力

建材、房地产
评级：增持

相对沪深 300 表现



表现(%)	1m	3m	12m
太行水泥	10.6	21.3	30.0
沪深 300	0.8	11.1	-5.8

市场数据 2010.9.28

当前价格 (元)	12.24
52 周价格区间 (元)	8.8-12.45
总市值 (百万)	4651.20
流通市值 (百万)	4614.97
总股本 (万股)	38000.00
流通股 (万股)	37704.00
日均成交额 (百万)	78.91
近一月换手 (%)	47.22

相关报告

分析师

执业证书编号 S0350207100527

卜忠东

电话: 0755-83716694

邮件: buzhd@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接

- 为履行金隅集团整合旗下水泥资产的相关承诺,并解决与太行水泥之间的同业竞争问题,金隅股份将通过换股方式吸收合并太行水泥。太行水泥与金隅股份的换股比例为 1.2: 1,即每股太行水泥股票可换取 1.2 股金隅股份本次发行的 A 股股票。吸收合并完成后,太行水泥将注销,金隅股份将成为 A+H 上市公司。
- 鉴于吸收方案中提供了现金选择权和追加现金选择权,且确定价格时一定程度保护了太行水泥及金隅股份的现有股东利益,预计该方案获准实施的可能性较大。
- 吸收合并后的存续公司有望发挥协同效应,并继续保持其在建材和房地产领域的区域竞争优势,公司未来业绩有望持续增长。
- 通过对存续公司各主营业务的分析,并基于谨慎性原则,我们选取了吸收合并方案公告中对存续公司 2010--2011 年的业绩预测,并按按吸收合并后总股本 **4,283,737,060** 股测算,存续公司 2010 年--2011 年的每股收益分别为 0.63 元,0.82 元,有望保持较好的增长态势。
- 根据公司的行业龙头地位及成长性,笔者认为太行水泥的合理估值在 12-14 元之间,给予增持的投资评级。
- 吸收合并方案能否获得批准和实施,存在一定的不确定性;原燃料价格上涨和国家宏观调控,有可能对公司未来业绩产生一定的不利影响。

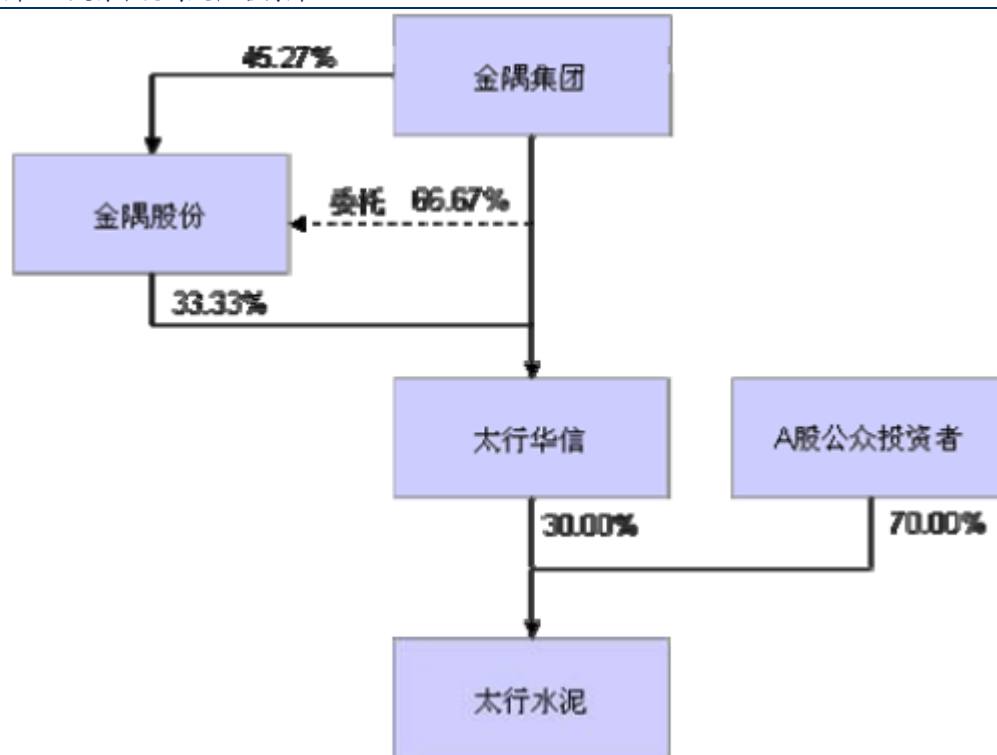
预测指标

	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	12964.96	22935.55	32584.77
营业利润 (百万元)	2352.26	3222.56	4257.55
净利润 (百万元)	2068.89	2887.32	3627.74
摊薄每股收益 (元)	0.46	0.63	0.82
摊薄每股净资产 (元)	4.32	4.95	5.77
摊薄 ROE (%)	10.65	12.73	14.21

太行水泥目前业务概况

太行水泥是华北地区大型水泥生产骨干企业之一，2002 年 8 月 22 日，公司首次公开发行的 5000 万股 A 股票在上海交易所上市流通。2007 年 10 月，北京金隅集团受让邯郸市国资委所持太行华信的股权，成为太行水泥的实际控制人。2010 年 6 月公布换股预案：太行水泥股东（金隅股份除外）所持的每股太行水泥股票可以换取 1.2 股金隅股份本次发行的 A 股股票。图 1 为太行水泥目前的股权结构图，太行水泥的实际控制人为金隅集团（北京市国资委）：

图 1 太行水泥的股权结构图



资料来源 公司公告

太行水泥目前有 6 条新型干法水泥生产线，目前水泥产能接近 860 万吨；公司拟在邯郸建设一条日产 4,500 吨熟料带 9,000KW 纯低温余热发电的水泥生产线，届时将增加水泥产能 200 万吨。目前公司的主要销售区域在京津冀地区，同时覆盖山西、河南、黑龙江等地。2010 年中报显示：北京、天津、河北三地的销售收入在公司总收入中的占比分别为 16.5%、34.67% 和 43.15%。预计太行水泥 2010 年产量在 600 万吨左右、主营收入 23 亿元、成本 19.5 亿元。

与其他水泥龙头相比，太行水泥的盈利情况明显偏低。这与公司的区域市场情况及其历史包袱沉重有关，代销的存在也一定程度拉低了太行水泥的毛利率。（为了避免同业竞争，2008 年 7 月太行水泥与北京金隅集团有限责任公司、北京金隅股份有限公司、鹿泉东方鼎鑫水泥有限

公司分别签订了《水泥产品代销合作协议》，按照市场价格进行交易)。预计随着金隅股份整合的深入，太行水泥现有生产线的盈利能力尚有提升的空间。

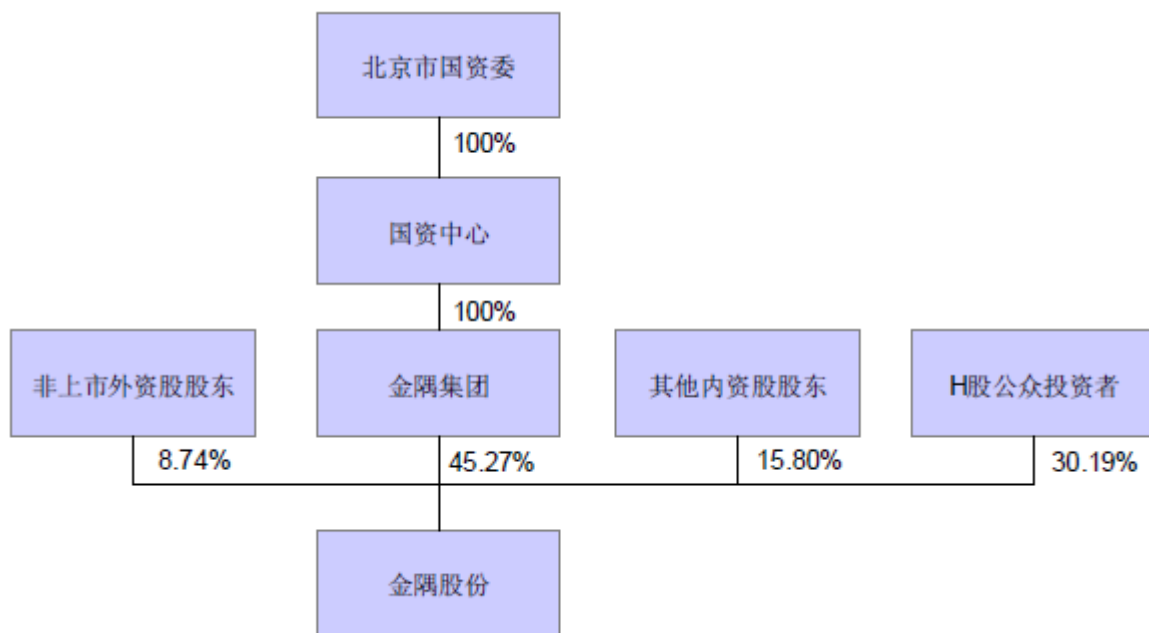
金隅股份目前业务概况

1、金隅股份目前概况

金隅股份是中国环渤海地区最大的建筑材料生产企业，是京津冀地区最大水泥生产企业，主要从事水泥、新型建筑材料、房地产开发和物业投资及管理等业务，拥有以高标号水泥、家具、矿棉吸声板、加气混凝土和耐火材料为代表的建材制造业体系，其房地产开发业务在北京居领先地位、拥有近70万平米高档投资性物业。公司于2009年7月在香港主板上市。

金隅股份的实际控制人是北京市国资委，具体见下图2：

图2 金隅股份股权结构图



资料来源 公司公告

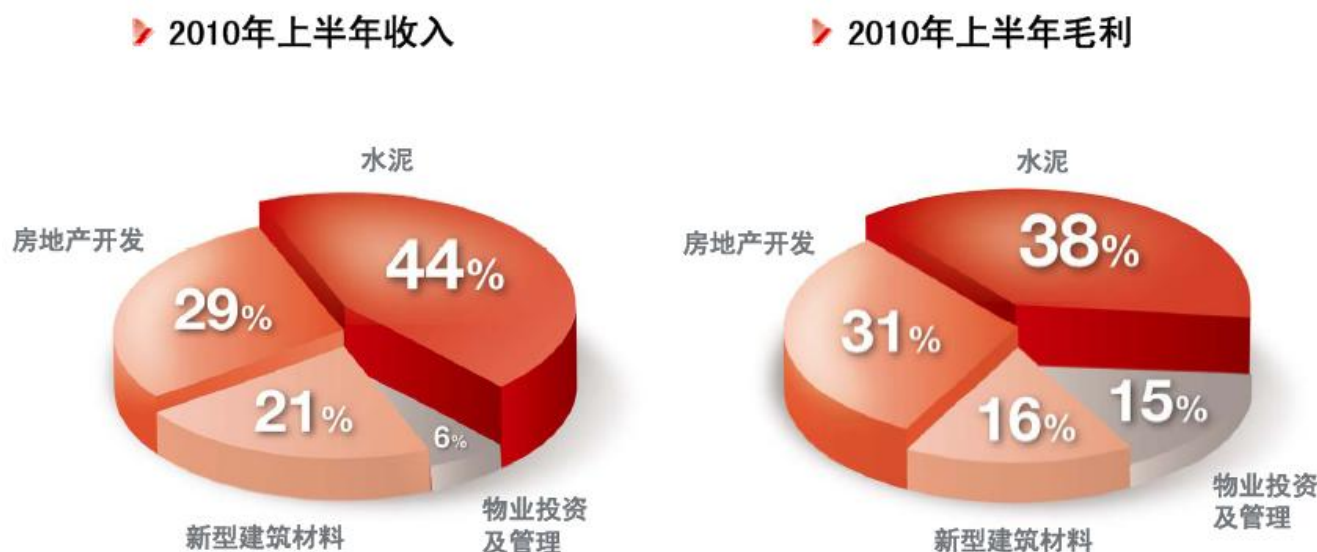
金隅股份发展和培育了一批如“金隅牌”水泥、“天坛牌”家具和“星牌”矿棉吸声板等为代表的中国和北京名牌产品。公司充分利用自身独特的资源优势，以建材制造为主业，纵向延伸出房地产开发和不动产经营产业，相互支撑、相互促进，是中国大型建材生产企业中独一无二的具有上述完整的纵向一体化产业链结构的建材生产企业。

2、金隅股份目前的主营业务结构

在金隅股份的四大大业务板块中，水泥和房地产开发是公司收入和利润的主要来源，分别占其2010年中报毛利的38%和31%；物业投资及管

理、新型建筑材料则是公司利润的有益补充，分别占其 2010 年中报毛利的 15%和 16%。

图 3 2010 年上半年金隅股份的主营业务结构



资料来源 公司公告

与太行水泥相比，金隅股份拥有多元化的业务板块，且盈利能力优于太行水泥，其具体的盈利能力比较见下表 1:

表 1 目前金隅股份与太行水泥的盈利能力比较

(单位: 万元)

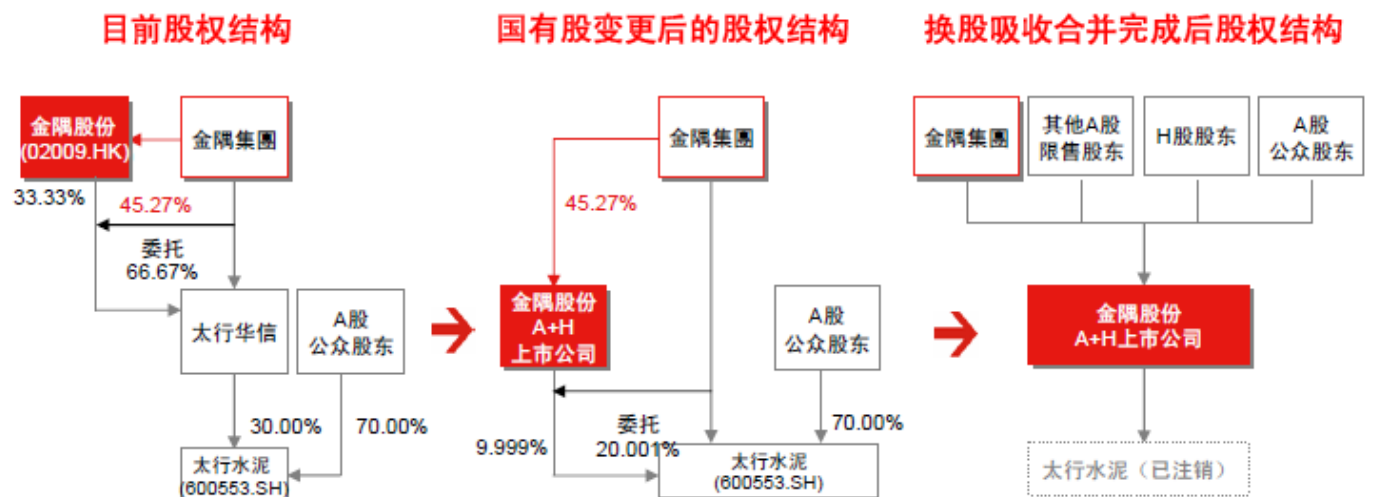
项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金隅股份	太行水泥	金隅股份	太行水泥	金隅股份	太行水泥
营业收入	1,296,495.76	195,776.24	888,456.04	145,323.78	836,876.62	126,184.76
营业利润	235,226.16	6,883.23	145,366.45	-3,778.36	70,742.78	158.05
营业利润率	18.14%	3.52%	16.36%	-2.60%	8.45%	0.13%
净利润	206,888.75	9,307.17	137,296.68	4,750.38	67,445.11	7,498.62
净利润率	15.96%	4.75%	15.45%	3.27%	8.06%	5.94%
归属于母公司股东的净利润	198,249.76	7,432.42	130,689.60	3,477.77	62,451.86	5,097.81
基本每股收益 (元/股)	0.61	0.20	0.59	0.09	0.35	0.13
归属于上市公司股东的每股净资产 (元/股)	4.23	2.31	2.72	2.12	2.15	2.04
加权平均净资产收益率	16.51%	8.86%	22.74%	4.40%	17.47%	6.74%

资料来源 公司公告

吸收合并方案获得实施的可能性较大

本次金隅股份吸收合并太行水泥，旨在履行金隅集团整合旗下水泥资产的相关承诺，同时实现解决与太行水泥之间的同业竞争、完善公司治理架构的目的。本次方案若顺利实施，金隅股份将成为 A+H 的上市公司，太行水泥则被注销。具体的股权结构变化见下图 4：

图 4 吸收合并方案的股权结构变化



资料来源 公司资料

本次方案的要点如下：

- 本次换股吸收合并，金隅股份的换股价格为 9.00 元/股；太行水泥的换股价格为 10.80 元/股，由此确定太行水泥与金隅股份的换股比例为 1.2: 1，即每股太行水泥股票可换取 1.2 股金隅股份本次发行的 A 股股票。

图 5 吸收合并方案中关于现金选择权对象的说明



资料来源 公司资料

- 为保护太行水泥股东利益，本次换股吸收合并将向除金隅集团和金隅股份及持有权利受限股票股东以外的太行水泥股东提供现金选择权。行使现金选择权的太行水泥股东，可就其有效申报的每一股太行水泥股份，在现金选择权实施日，获得由现金选择权提供方按照每股 10.65 元/股支付的现金对价。
- 如在金隅股份 A 股上市后，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 9.00 元/股，参与换股的原太行水泥股东（不包括金隅集团和持有权利受限股票的太行水泥股东）仍持有金隅股份 A 股，并根据金隅股份届时公告的追加选择权具体方案所规定的程序全部或部分申报行使追加选择权，追加现金选择权的对价为 9.00 元/股。

下表 2 和上图 5 对本次现金选择权的要点进行了归纳总结：

表 2 本次吸收合并方案中 A 股股东享有的现金选择权要点说明

	提供对象	换股股份类型	价格设置	提供时间
现金选择权	所有不参与换股股东（不包括金隅集团、金隅股份）	太行水泥A股	10.65元/股 太行水泥 停牌价格	换股吸收合并方案 经各监管部门审核 通过开始实施时
追加选择权	参与换股股东 （已成为金隅股份 股东）	金隅股份A股	9.00元/股 金隅股份 换股价格	金隅股份A股 上市后

资料来源 公司资料

对太行水泥的现有股东而言：太行水泥的换股价格以换股吸收合并定价基准日前太行水泥的历史交易价格为基础确定，高于太行水泥停牌前最后一个交易日收盘价 10.65 元/股和停牌前最后一个交易日成交均价 10.59 元/股，较太行水泥停牌前 20 日的成交均价、前 30 日的成交均价以及停牌前累计 100%换手率期间内均价分别有 7.04%、6.82%和 5.57%的溢价，考虑了太行水泥的历史交易价格，一定程度保护了现有太行水泥及其股东的合法权益。

对金隅股份的现有股东而言：金隅股份的换股价格对应的按发行后总股本计算的全面摊薄 2009 年市盈率和 2010 年预测市盈率与 A 股市场同行业可比上市公司估值水平大致相当，处于相对合理的估值水平，且吸收合并后的总股本仅增加 10.6%，对其业绩的稀释程度有限，也一定程度保护了现有金隅股份及其股东的合法权益。

鉴于该吸收合并方案相对合理，符合国家相关政策，且没有募集现

金，预计该方案获得实施的可能性较大。若进展顺利，预计 2011 年中期有望完成。当然，鉴于国家对房地产业实施调控，金隅股份的房地产业务能否装入太行水泥，尚存在一定的不确定性。

公司总体的发展战略是：积极拓展主营业务，巩固区域优势，突出其在环渤海经济圈的比较优势；强化公司产业链，通过内部资源整合实现可持续发展，提升公司核心竞争力和盈利能力。

为方便分析，我们把金隅股份的主营业务分为建材业务（包括水泥、新型建筑材料）和房地产业务（包括房地产开发、物业投资及管理），且我们以下提到的金隅股份均指吸收合并后的存续公司，以下的所有分析也均指吸收合并后的存续公司。

建材业务——具有显著的区域规模优势和市场控制力

1、公司的水泥及混凝土业务在京津冀地区已形成显著的区域优势和规模优势

水泥板块是目前对公司贡献收入最多的板块。通过增加水泥产能、扩大规模，金隅股份增强了对京津冀水泥市场的掌控力。具体的产能分布情况见下图 6、图 7。这些已明确布局的产能共计 3888 万吨，不排除公司并购重组的可能，预计公司 2010 年底的水泥产能有望超过 4000 万吨。

图 6 存续公司的现有水泥产能分布情况

水泥现有产能分布

北京		河北	
① 琉璃河		⑧ 燕鑫	
② 新北水		⑨ 太行水泥（邯郸本部）	
③ 太行前景（北京房山）		⑩ 邯郸市太行	
④ 太行北京强联		⑪ 保定太行和益	
⑤ 兴发水泥（拉法基）	收购中	河北小计	1121
⑥ 顺发水泥（拉法基）	收购中	其他区域	
北京小计	852	⑫ 哈尔滨太行	
天津		⑬ 吉林四平	
⑦ 天津振兴		其他区域小计	245
天津小计	180	以上区域总计	2398

资料来源：公司资料

图 7 存续公司 2010 年上半年的新增产能分布

2010年上半年新增产能分布

单位	2009年	2010年新增建	合计	权益产能	备注
河北区域					
⑭ 冀东		200	200	200	
⑮ 燕赵		280	280	280	
⑯ 赞皇		300	300	300	
⑰ 曲阳		200	200	180	
⑱ 涿鹿		200	200	200	
⑲ 张家口		110	110	99	
⑳ 邯郸雷石水泥		120	120	30	
小计		1410	1410	1289	
其他区域					
㉑ 山西岚县		80	80	64	
小计		80	80	64	
以上区域总计		1490	1490	1353	

资料来源：公司资料

公司还延伸产业链，向下游的混凝土行业拓展，是国内较早涉足混凝土行业的水泥企业，在提升盈利能力的同时，增强了其在京津冀市场的控制力。

公司是北京地区具有领导地位的水泥供应商和北京产量最大的混凝土生产商，其水泥销量占北京地区 40% 的市场份额，在京津冀地区确立了其规模优势及区域优势。

公司对其水泥业务的发展战略是：以京津冀为中心，稳步实施环渤海经济圈「大十字」产业布局战略，利用广泛战略合作，逐步巩固区域资源优势，稳定上下游产业发展。预计吸收合并完成后，公司将建立水泥板块集中统一的战略规划和管理体系，通过一体化整合发挥协同效应。合并的协同效应将有助于降低管理成本、融资成本，提高经营效率，有利于存续公司的战略布局和长远发展。预计随着其市场控制力的提升及内部整合的不断深入，公司该业务的盈利能力尚有提升的空间。

公司为国家重点支持的 12 家全国水泥龙头企业之一。鉴于未来几年京津冀地区的水泥需求仍将保持上涨态势，而新建水泥产能已得到有效控制，且淘汰落后产能的力度不断加强，预计公司有望继续保持其在水泥和混凝土业务领域的区域优势和规模优势。

2、新型建筑材料业务具有显著的区域竞争优势

新型建筑材料是金隅股份传统优势产业和核心业务之一。以销售收入计，公司是全国最大的建筑材料生产企业之一，也是北京环渤海经济圈最大的建筑材料生产企业和建材行业的领导者，并被中国建筑装饰协会授予“中国绿色建筑装饰产业示范基地”和“中国绿色建筑精品生产（采购）基地”称号，是 2008 年北京奥运会场馆工程建筑材料供应量最大、产品品种最多和产品进入场馆最多的供应商。

表 3 公司新型建筑材料企业情况

装饰及装修材料成员企业	节能墙体保温材料成员企业
- 北京建都设计研究院有限责任公司 - 北京天坛股份有限公司 - 北京天坛联合实业发展有限责任公司 - 北京长城家具有限公司 - 北京市木材厂有限责任公司 - 北京星牌建材有限责任公司 - 北京三重锁业有限公司 - 北京市科实五金有限责任公司	- 北京市加气混凝土有限责任公司 - 北京市现代建筑材料有限责任公司 - 北京市翔牌墙体材料有限公司 - 大厂金隅新型建材有限公司 - 北京市西六建材有限责任公司 - 北京建筑材料科学研究总院有限公司 - 北京市建筑涂料厂有限责任公司 - 北京纳美科技发展有限公司
耐火材料成员企业	商贸物流成员企业
北京通达耐火技术股份有限公司	- 北京建筑材料经贸有限责任公司 - 北京市陶瓷厂有限责任公司 - 北京市建筑材料进出口有限公司 - 北京金隅物流有限公司

资料来源 公司网站

金隅股份是北京最大的新型建筑材料生产商之一，生产超过 20 种不同类型的新型建筑材料产品，用于零售、家居和商业等。其产品和服务包括装饰装修材料（包括家具、矿棉吸声板等）、节能墙体及保温材料（包括加气混凝土、外墙内外保温系统等）、耐火材料（包括 220 种不定型、20 种定型耐火材料），以及建材贸易和物流（包括国际知名品牌如 Kohler, TOTO 等的代理业务）。公司上述业务均呈现稳步增长态势。其代表性企业和产品包括通达耐火、天坛家具、长城家具、星牌建材、加气混凝土、建材经贸大厦等，其品牌如“天坛”牌家具、“通达”牌耐火材料和“长城”牌排椅、“星牌”矿棉吸声板等，在各自市场上赢得高度的认可及良好的质量声誉。各企业的情况如下：

- 通达耐火：是中国最大的耐火材料设计、研发、制造、服务商之一，2005 年以来不定形耐火材料生产能力和实际产量均位居全国第一，是中国 2500 吨/日以上水泥生产线主要耐火材料供应服务商，占水泥行业 75% 以上不定形耐火材料市场份额，为世界目前在建和已投产的 11 条产能超过 10,000 吨/日大型水泥窑中的 8 条提供产品和服务。
- 天坛家具：是北京最大的家具生产企业，最近三年家具产销量和市场占有率在北京地区排名第一。
- 长城家具：最近三年北京地区中高档排椅市场产销量和市场占有率排名第一。
- 星牌建材：是中国第一个矿棉吸声板生产企业，星牌矿棉吸声板是中国名牌产品，建设中的预期年产能可达 2500 万平方米生产线有望成为亚洲最大生产线。
- 金隅加气混凝土：中国华北地区最大的加气混凝土生产企业，拟在河北大厂新建的 80 万立方米高档砂加气生产线，是全国最大的加气混凝土生产线之一，上述生产线投产后，金隅股份加气混凝土产能将突破 140 万立方米，将成为中国最大的加气混凝土生产企业。
- 建材经贸：北京建材经贸大厦是北京首家大型、现代化、规模化、专门从事高档建筑装饰材料经营、展示的企业，云集了来自世界近 50 个国家的 21 大类上万种知名建材家居品牌，代表和展现了当今建筑装饰材料的最高水平和最新时尚。建材经贸大厦始终坚持中高端的市场定位，是京城首选的、具有代表性、权威性、专业性和潮流导向作用的标志性卖场，被誉为“京城高新建材第一家”。

公司对其新型建材业务的发展战略是：继续立足北京，逐步向天津、河北及其他周边市场拓展，并通过资源富集地建设“金隅工业园”，集中生产优势产品，扩大生产规模；推进“园区化”的发展模式，逐步将资源优势企业集中，发挥产业集群效应。

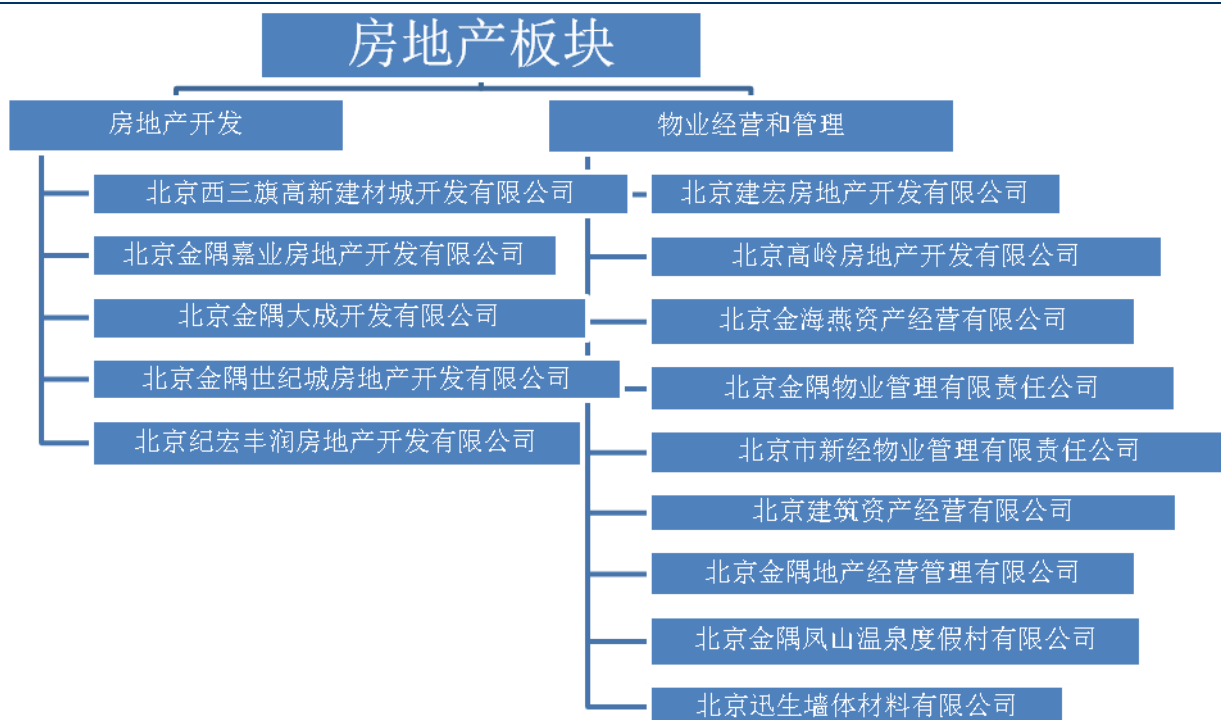
分析可发现：公司的新型建材业务具有较强的技术和规模优势，在京津冀地区已树立其质量、品牌优势，其中耐火材料的影响力已至全国。在未来需求向好的拉动下，预计公司的新型建材业务有望保持稳定增长并继续保持其区域市场优势。鉴于各产品的市场容量及区域制约，预计该业务在存续公司中的比重依然有限。

房地产业务——在一线城市竞争力突出，持续成长前景明确

金隅股份的房地产业务由开发和物业经营管理两部分组成，其中开发销售为主要的收入和利润来源。就总面积角度看，金隅股份开发销售项目储备在 A 股房地产上市公司处于中游偏上水平，而投资物业项目处于 A 股房地产上市公司上游水平。

开发方面，公司凭借自身优势战略重点布局一线城市。09 年至 10 年一季度新增土地储备近 180 万平米，几乎全部位于北京、天津、杭州等一线或准一线城市。至今年中报，公司拥有储备面积约 640 万平米，足够未来三至五年开发所需。凭借国资委背景，公司在一线城市尤其是北京拥有突出的拿地优势，09 年至 10 年一季度新增 10 幅土地楼面均价仅为 3459 元，参照公司 09 年 7534 元的结算均价，再考虑一线城市近两年房价的持续上涨，公司现有储备项目未来利润空间巨大。

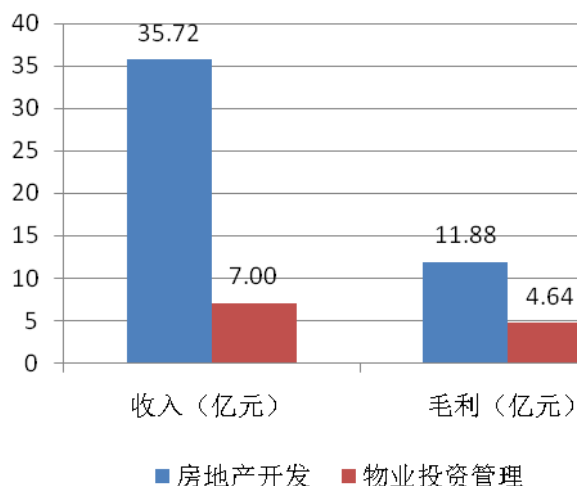
图 8 金隅股份房地产开发板块构成



资料来源：公司公告

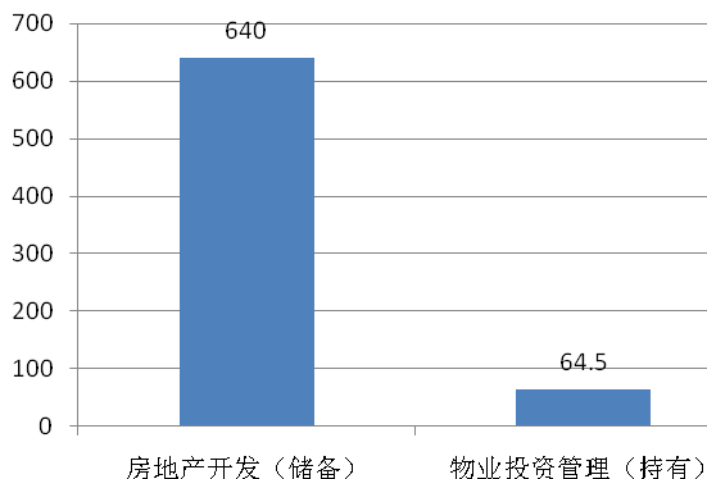
物业投资管理方面，公司物业地段优势明显，持续盈利前景明确。2010年三月收购大成国际写字楼，增加物业面积5.8万平，至10年中报公司物业总面积64.5万平方米，物业总估值达到91.5亿元。09年物业投资及管理收入7亿元，毛利率高达66%，未来随着租金上涨和公司物业规模的提升，此块业务有望保持稳健增长。

图9 金隅股份2009年房地产业务收入和毛利



资料来源：公司公告

图10 金隅股份房地产业务储备规模 (万平方米)



资料来源：公司公告

公司房地产业务业绩增长前景明确。09年报显示预收房款40.8亿元，相当于09年开发销售结算收入的114%；10年上半年预售面积25.6万平方米，同比增长35.1%；10年上半年物业投资及管理实现收入4.35亿元，同比增长20.8%；两块业务毛利率虽然较09年报水平平均有所下降，但开发销售主要因为保障性住房结转比例增加，而物业投资管理毛利率只是正常小幅波动，因此公司房地产业务全年的同比正增长几无悬念。

图11 金隅股份房地产业务收入假设

时间	项目	面积 (万平方米)	均价 (元/平方米)	总收入 (亿元)	毛利率
2010	开发	75	9500	71.25	33%
	投资	60	1440	8.64	65%
2011	开发	96	11000	105.6	35%
	投资	75	1440	10.8	65%

资料来源：国海证券研究所

预计公司开发销售业务10年、11年分别结转75万平方米、98万平方米，结算均价分别为9500元/平米、11000元/平米，商品住宅结算比重有所增加，开发销售毛利率达到35%以上；物业投资管理假定未来两年

面积不增加，保守按低于 10 年中报水平预计出租率 93%，毛利率 65%；物业公允价值按未来两年不做调整估算。房地产业务 10 年、11 年分别贡献毛利润 25.1 亿、35.5 亿。据此估算，届时房地产业务可能占公司利润的一半以上。

盈利预测

通过对存续公司各主营业务的分析，并基于谨慎性原则，我们选取了吸收合并方案公告中对存续公司 2010—2011 年的业绩预测。

从下表 3 可看到：假定 2010 年底可完成吸收合并，按吸收合并后总股本 **4,283,737,060** 股测算，存续公司 2010 年—2011 年的每股收益分别为 0.63 元，0.82 元，有望保持较好的增长态势。

表 4 存续公司未来 2 年的业绩预测

编制单位：金隅股份					单位：人民币 万元
项目	2009 年度 已审实际数	2010 年度预测数			2011 年预测数
		2010 年 1-3 月 未审实现数	2010 年 4-12 月 预测数	预测合计数	
一、营业总收入	1,296,495.76	415,598.21	1,877,956.77	2,293,554.98	3,258,476.87
二、营业总成本	1,135,985.32	396,360.81	1,643,018.24	2,039,379.05	2,912,640.67
营业成本	919,610.52	323,410.48	1,338,896.43	1,662,306.91	2,435,196.23
营业税金及附加	44,375.41	14,437.07	65,612.51	80,049.58	92,104.66
销售费用	47,642.55	14,873.46	67,660.11	82,533.57	108,370.12
管理费用	102,491.05	38,046.28	124,299.69	162,345.97	200,524.03
财务费用	17,824.43	5,044.88	41,359.49	46,404.37	66,878.80
资产减值损失	4,041.36	548.64	5,190.00	5,738.64	9,566.83
加：公允价值变动净收益	67,445.53		68,621.53	68,621.53	73,425.03
投资净收益	-461.34	-10.22		-10.22	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	6,367.65	4,449.78	-4,990.91	-541.13	6,493.58
三、营业利润	235,226.16	23,687.18	298,569.14	322,256.32	425,754.81
加：营业外收入	45,654.96	14,287.33	45,682.96	59,970.29	76,797.54
减：营业外支出	3,799.07	448.40	1,056.97	1,505.37	1,765.00
四、利润总额	277,082.05	37,526.11	343,195.13	380,721.24	500,787.36
减：所得税	70,193.30	10,142.83	81,846.73	91,989.56	138,013.67
五、净利润	206,888.75	27,383.27	261,348.41	288,731.68	362,773.69
减：少数股东损益	8,638.99	5.94	20,490.18	20,496.12	13,362.23
归属于母公司所有者的净利润	198,249.76	27,377.33	240,858.23	268,235.56	349,411.46
六、每股收益：元/股	0.46	0.06	0.56	0.63	0.82

来源 公司公告

估值及投资建议

公司主营业务主要涉及非金属建材和房地产业务。下图 12 为 1996 年以来房地产行业和非金属建材行业对应上年年报的市盈率的历史变化。从图 12 中可发现：多数时候这两个行业的平均市盈率水平均在 20 倍—60 倍之间，少数时候低于 20 倍市盈率。其历史平均市盈率在 20-30 倍之间。

结合非金属建材行业的成长性及市场走势，我们认为公司非金属建材业务的合理市盈率在 20-25 倍之间。考虑到未来两年房地产行业仍处

于严格的调控背景下，我们认为公司房地产业务的合理市盈率在 10-15 倍之间。

图 12 房地产行业及非金属建材行业市盈率的历史变化



资料来源 wind

根据公司的行业地位及成长性，并结合目前市场的震荡格局，综合分析，我们认为金隅股份吸收合并完成后，其存续公司的合理估值在 14--17 元之间。按 1.2: 1 的换股比例计算，则太行水泥的合理估值在 12--14 元之间，给予太行水泥“增持”的投资评级。

风险提示

- 公司吸收合并方案能否最终获得批准和实施，存在一定的不确定性。
- 若煤电等燃料价格上涨，有可能影响其建材等业务的盈利能力。
- 国家对房地产行业的宏观调控，有可能对公司的房地产业务产生不确定性影响。
- 吸收合并完成后，公司能否尽快通过内部整合提升经营效率，发挥协同效应，存在一定的不确定性，可能影响公司未来的盈利能力。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。