

顺势崛起的区域龙头

买入维持

目标价：16.8元

投资要点：

- 核心竞争力之一：在核心市场中占据优势地位
- 核心竞争力之二：发展战略紧随国家政策指导

报告摘要：

- 预计明年上半年，太行水泥将顺利“蜕变”为金隅股份。
- 水泥板块：并购整合、节能减排与产业链整合。**围绕京津冀核心市场，公司未来将主要通过并购实现规模上的增长，预计今年底公司产能达到4000万吨，市场地位进一步巩固。在节能减排领域，公司在绿色耐火材料（无铬）、余热发电、废物处理等方面已形成独特的技术优势。产业链整合方面，向下公司在北京地区的商混领域牢固树立了规模优势和品牌声誉；向上与神华等煤炭电力公司建立了战略合作关系，以确保原料供应。
- 房地产与物业管理：保障房将成重点，物业有升值空间。**我们从公司上半年数据可以清晰的看到公司对政策的积极响应。公司保障房建设经验丰富，且拥有大量自由工业用地储备可用作保障房用地，这些将为公司房地产业务的稳健发展提供有力保障。公司管理的物业地处北京核心地带，目前其公允价值计价仅为14188元/平方米，升值空间可观。
- 新型建材板块：耐火材料将成亮点。**公司的家具制造和相关的商贸物流定位中高端，可能受下游房地产调控的拖累，我们预计近两年其增长前景谨慎乐观。而在耐火材料领域，公司是最大的水泥耐火材料生产企业，盈利能力强劲，发展势头良好。
- 我们看好公司前景，维持买入评级。**在水泥和房地产两大产业领域，公司在核心目标市场地位巩固，发展战略紧随政策方向。我们初步预计金隅股份今明两年每股收益分别为0.70、0.93元（按换股后总股本计算），给予目前太行水泥16.8元的目标价，近期环首都经济圈概念的走热有望成为催化剂因素，维持买入评级。

主要经营指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	8,080	8,551	11,701	17,941	24,353
同比增长率	22%	6%	37%	53%	36%
净利润	644	1,321	2,035	2,886	3,831
同比增长率	30%	105%	54%	42%	33%
每股收益(元)	0.16	0.32	0.50	0.70	0.93

分析师

刘书臻

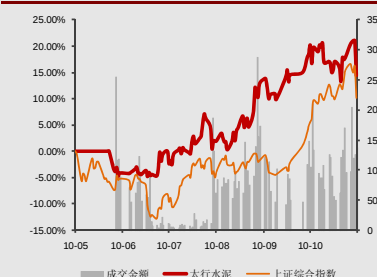
电话：010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据（换股后-预测数据）

总股本（万股）	428373
流通股（万股）	41040
每股净资产	
主要股东	金隅集团
主要股东持股比例	43.07%

市场表现



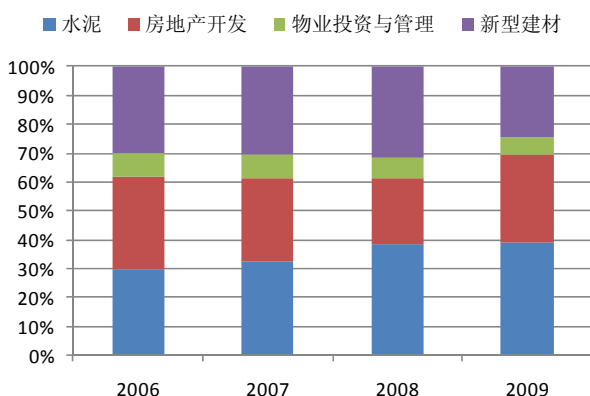
相关研究

《宏源证券*点评报告*太行水泥：现金选择权带来安全边际——吸收合并预案点评*600553*建材行业》 2010.06

1、业务构成：水泥、房地产占比呈上升趋势

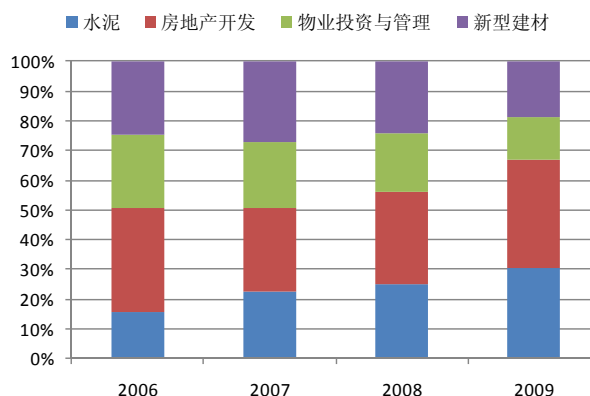
金隅股份吸收合并太行水泥进展顺利，预计明年上半年即可完成。届时太行水泥将从一家单纯的水泥企业演变为从事水泥、房地产、新型建材多项业务的综合性公司。从近几年金隅股份的各项业务在收入和毛利中的占比看，水泥、房地产是公司的两大主要业务，所占比例呈上升趋势。

图 1：公司各项业务收入占比



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司各项收入毛利占比



资料来源：公司公告，宏源证券

2、水泥板块：有“量”也有“质”

金隅股份 2009 年水泥产能 1633 万吨，商品混凝土约 600 万方。近两年公司新建的多条生产线 2010 年投产，同时在国家限制新建鼓励并购的政策背景下公司收购了天津振兴、石家庄燕赵等京津冀地区的水泥企业。2010 年，公司水泥年产能将达到 4000 万吨，较 2009 年增长 140% 左右。公司 2010 年进入天津、石家庄商品混凝土市场，总产能增加至 1000 万方以上。

公司新增产能围绕京津冀“大十字”展开，伴随着规模的增长，公司在区域市场上的地位继续得以巩固。在吉林、河南其他地区，公司新建线为电石渣替代石灰石工艺，成本优势明显。

公司在水泥业务中大力发展循环经济，探索新的盈利模式。今年上半年余热发电总装机容量达到 93MW，较 2009 年增加 43.5MW。公司在国内率先展开利用水泥窑处理污泥、危险废弃物等业务，经济效益与社会效益同样显著，以危险废弃物处理为例，公司收取的平均处理费用为 1500 元/吨。2009 年，公司在北京的新北水、琉璃河等利用 400 万吨的水泥产能实现 2.8 亿元净利润，吨水泥利润在达到 60 元以上。公司计划将废物处理技术复制到其他生产线，前景值得期待。

公司的水泥业务发展战略思路清晰，举措得力，与国家支持并购、鼓励节能减排的行业政策方向十分契合。我们认为量上的增长和质上的提升将推动公司水泥业务在近两年实现快速增长。

3、房地产：顺应时势，重点发展保障房

截止上半年，公司土地储备 640 万平方米，主要分布在北京、重庆和杭州等地。预计今年公司新增土地储备 200 万平方米，总面积达到 700 万平方米以上，可以满足公司未来 3~4 年滚动开发需要。

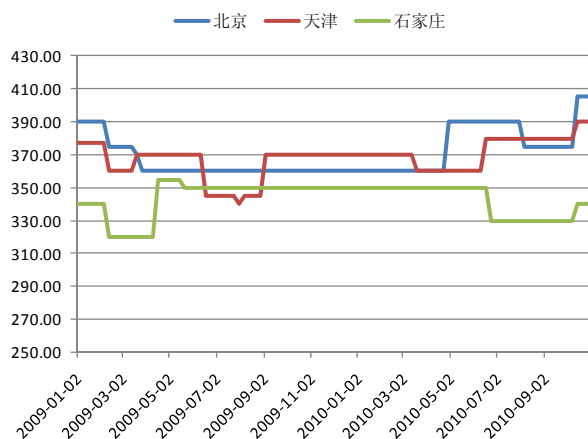
表 1：金隅股份水泥产能列表

	2009 年				2010 年新购建产能		合计产能		生产线情况
	熟料 产能	水泥 产能	熟料实 际产量	水泥实 际产量	熟料 产能	水泥产能	熟料 产能	水泥 产能	
琉璃河	165	210	176	227			165	210	2000*1 2500*1
新北水	183	200	187	232			183	200	2000*1 3200*1
太行前景（房山）	110	160	108	144			110	160	3200*1
太行北京强联	53	52	47	58			53	52	1500*1
兴发水泥（拉法基）					40	100	40	100	1200*1
顺发水泥（拉法基）					40	50	40	50	1200*1
北京小计	511	622	518	661	80	150	591	772	
天津振兴					160	180	160	180	2000*1 2500*1
天津小计					160	180	160	180	
黄骅						200	0	200	
鼎鑫	520	520	455	524			520	520	2500*2 5000*2
燕赵					165	280	165	280	4500*1
赞皇	83		92		165	300	248	300	2500*1 4500*1
曲阳					165	200	165	200	4000*1
涿鹿					165	200	165	200	4000*1
张家口					62	110	62	110	1000*1
太行水泥（本部）	165	251	162.41	265.31	165	200	330	451	2000*1 2500*1 4500*1
邯郸市太行		20						20	
保定太行和益	110	130	108.71	143.34			110	130	3200*1
邯郸宙石水泥（太行）					100	120	100	120	3300*1
河北小计	878	921	818	933	987	1,610	1,865	2,531	
哈尔滨太行	33	40	27	34			33	40	1200*1
吉林四平					83	100	83	100	2500*1
山西岚县					83	80	83	80	2500*1
山西陵川（孟电）					90	120	90	120	3000*1
河南焦作					83	105	83	105	2500*1
其他区域小计	33	40	27	34	339	405	372	445	
合计	1,422	1,583	1,363	1,627	1,566	2,345	2,988	3,928	
平二(代销)	46	80	44	97			46	80	1200*1

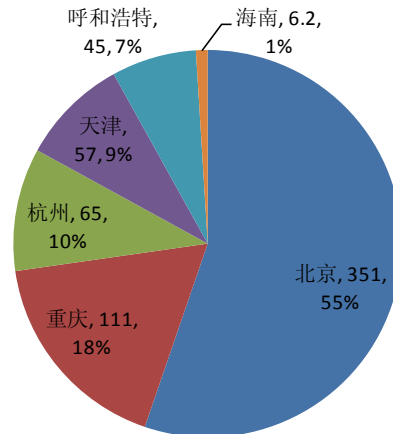
资料来源：公司资料，宏源证券

公司顺应政策指导方向，保障房建设成为现阶段发展重点。上半年公司开发建设了建东苑、建欣苑、双惠、晋元庄、朝阳新城、金隅丽景园 6 个经济适用房项目和金隅美和园、康惠园、嘉和园、锦和园、景和园、通和园 6 个两限房项目，以及既定向安置房与两限房于一体的金隅燕山水泥厂住房项目。从今年上半年的销售数据中，我们可以清晰的看到公司对保障房建设的重点发展。

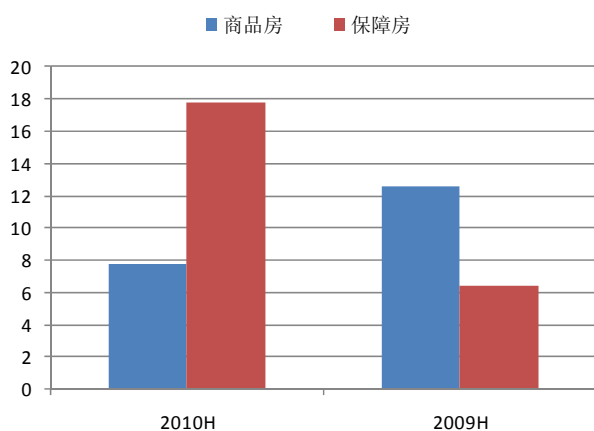
在保障房，尤其是北京市的保障房建设方面，公司具备独特优势。我们认为北京市的保障房建设在资金到位、开工到位等方面是最可信赖的。公司保障房建设经验丰富，且在北京拥有大量的自有工业用地可用作保障房建设。自由工业土地转作保障房开发为公司带来了低廉的土地成本和合理的利润空间。截止上半年，公司整体的土地储备成本仅为 2650 元/m²，为未来公司房地产板块业绩的持续释放提供了有力保障。

图 3：京津冀地区 PO42.5 水泥价格走势


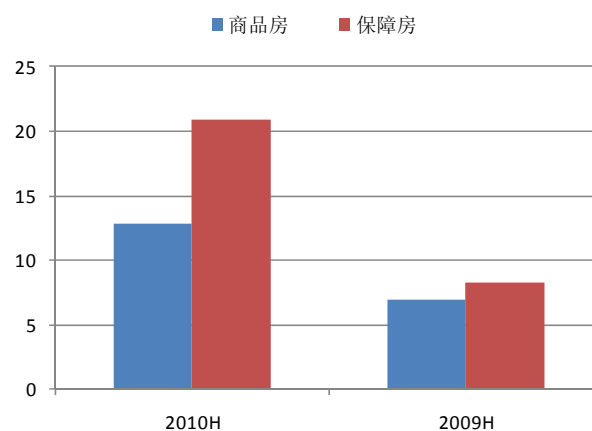
资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：公司土地储备（万 m²）分布


资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：公司房地产销售面积（万 m²）


资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：公司房地产结转面积（万 m²）


资料来源：公司公告，宏源证券

公司顺应政策指导方向，保障房建设成为现阶段发展重点。上半年公司开发建设了建东苑、建欣苑、双惠、晋元庄、朝阳新城、金隅丽景园 6 个经济适用房项目和金隅美和园、康惠园、嘉和园、锦和园、景和园、通和园 6 个两限房项目，以及既定向安置房与两限房于一体的金隅燕山水泥厂住房项目。从今年上半年的销售数据中，我们可以清晰的看到公司对政府调控政策的积极响应。

4、物业管理：盈利稳定，具备升值潜力

公司是目前北京最大的高档物业持有者，其投资性物业多为自行开发，且多位于核心城区的黄金地段。2010 年上半年，公司持有投资性物业面积增加 1.1 万平方米，总面积达到 64.5 万平米，单位公允价值为 14188 元/平米，目前出租的主要物业楼盘为环球贸易中心、金隅大厦、腾达大厦、建达/建材经贸大厦、大成国际等。公司物业投资于管理

业务品牌效应突出，出租率高，毛利高达 66%，为公司带来了稳定的现金流入，是公司稳定的盈利来源。

表 2：公司在北京地区已有的投资性物业楼盘

物业项目	位置	物业 总面积	可出租 面积	公允价值 (亿元)	出租率 (2010.6.30)	单位公允价值 (元/平方米)	备注
环贸一期	北三环	10.5	9	18.84	94.12%	17944	
环贸二期	北三环	16.26	10.1	23.17	72.99%	14250	09 年二季度起招租
环贸三期	北三环	6.11	3.9	7.52	48.12%	12312	10 年二季度起招租
腾达大厦	西二环	7.78	6.07	10.54	98.08%	13551	
金隅大厦	西二环	4.01	3.1	7.51	95.43%	18745	
建达大厦/建							
材经贸大厦	东二环	4.72	2.5	9.01	95.09%	19075	
大成国际	东四环	4.48	4.12	4.84	100%	10801	
其他	北京城区	10.65	14.7	10.09		9474	
合计		64.51	53.49	91.53		14188	

资料来源：公司资料，宏源证券

公司投资性物业持有面积近两年将有较大幅度的增长。预计 2010 年末公司物业总面积将达到 75 万平方米，2011 年达到 97 万平方米，复合年增长率在 20%以上。

2010 年上半年，公司高端写字楼项目租金水平同比有较大幅度提升，环球贸易中心三期租金开盘后租金水平较一期项目提升 50%以上。伴随着部分项目出租率的提升和租金的上涨，上半年公司板块收入（4.35 亿元）与毛利（2.81 亿元）均同比增长 20.8%。2010 年上半年，公司持有物业每平方米估价 14188 元，较 2009 年底上升 590 元。北京核心城区地段的稀缺性将日益凸显，公司持有物业的单位公允价值仍将保持稳步提升。

5、新型建材：耐火材料将成亮点

公司生产超过 20 种新型建筑材料，产品和服务可划分为四大类别：装饰及装修材料（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）、建材贸易和物流（包括国际知名品牌如 Kohler, TOTO 等的代理业务），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。公司是北京地区最大的新型建材制造商，是北京奥运场馆最大的新型建材供应商，相关产品享有很高的知名度和市场声誉。

装饰装修材料：天坛家具是北京最大的家具生产企业；长城家具在北京地区中高档排椅市场产销量和市场占有率排名第一，设计生产的约 9900 张排椅和约 3500 张排桌作为独家供货商被人民大会堂选用；公司是国家大剧院最大的装饰涂料供应商，向国家体育场提供了 9000 平方米的装饰涂料，金隅涂料大厂工业园区年产 5 万吨基地项目已按计划开工建设，预计 2011 年建成。

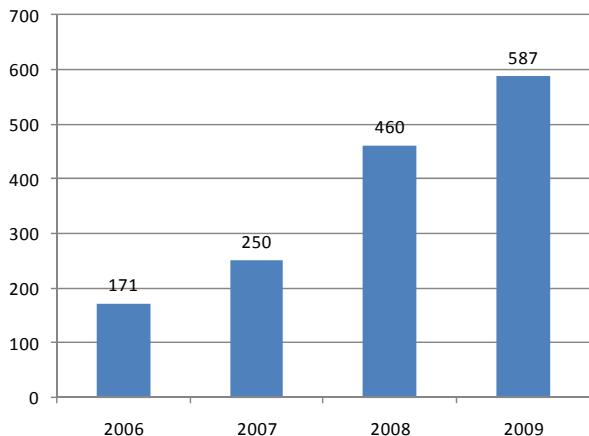
节能墙体及保温材料：金隅加气混凝土中国华北地区最大的加气混凝土生产企业，是新央视 ALC（蒸压轻质混凝土）的独家供应商，拟在河北大厂新建的 80 万立方米高档砂加气生产线，是全国最大的加气混凝土生产线之一，上述生产线投产后，金隅股份加气混凝土产能将突破 140 万立方米，将成为中国最大的加气混凝土生产企业；星牌建材是中国第一个矿棉吸声板生产企业，向国家体育场提供了 89.2%的矿棉吸声板（3.3 万平方米），

2009 年建成的大厂 2500 万平方米生产线是亚洲最大生产线。

公司对新型建材采取园区化和产业集群化发展模式，建立大厂、窑店节能环保建材示范基地，并采取相应的集成化销售模式，积极调整产品结构，以期实现持续发展。考虑到下游房地产调控政策的持续进行和 4 万亿建设完成后大型项目建设增速的放缓，我们对公司装饰装修材料、节能墙体及保温材料以及建材商贸业务在未来两年的增长持谨慎乐观态度。

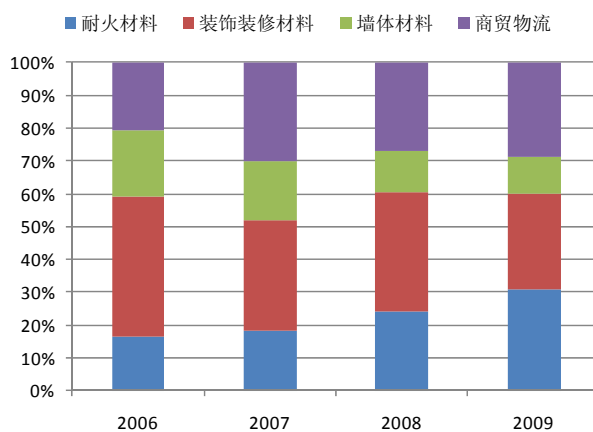
耐火材料将成为公司这一板块中的亮点。控股子公司通达耐火是水泥行业最大的耐火材料供应商，占水泥行业 75% 以上不定形耐火材料市场份额。2008 年公司总产能 22 万吨，2009 年河南巩义 5 万吨、2010 年上半年贵阳 2.5 万吨产能建成后通达耐火的总产能接近 30 万吨，公司在阳泉新建的 7.5 万吨铝矾土原料基地 2010 年上半年投产。通达耐火在水泥行业市场占有率高，品牌优势明显，具备国际竞争力，为世界目前在建和已投产的 11 条产能超过 10,000 吨/日大型水泥窑中的 8 条提供了相关产品和服务。随着水泥耐材“无铬化”的推进，公司市场地位将进一步巩固。

图 7：耐火材料营收规模快速提升



资料来源：公司公告，宏源证券

图 8：耐火材料在新型建材板块毛利占比稳步上升



资料来源：公司公告，宏源证券

5、盈利预测与评级

公司水泥板块近两年迎来高速发展收获期；在北京地区保障房建设方面的独特优势为公司行业中带来相对优势；持有的高端物业稳步发展，且具备明显的升值空间；公司新型建材中耐火材料将成为一大亮点。我们初步预测公司 2010、2011 年每股收益 0.70、0.93 元，结合太行水泥 1:1.2 的换股比例，则太行水泥隐含的 2010、2011 年每股收益为 0.84、1.12 元（假设全部执行换股），给予 2010 年 20 倍 PE，目标价为 16.8 元。

从另一个角度衡量，公司即将成为拥有 4000 万吨优质水泥产能、700 万平方米一线城市土地储备和北京核心城区 97 万高端物业以及年销售额 30 亿元以上的新建建材业务的综合性区域龙头公司，我们认为公司的合理市值应当包括：

- 水泥：按 330 元/吨产能的重置成本估算，对应市值 132 亿元
- 地产：按土地储备 5000 元/平方米重置成本估算，对应市值 350 亿元
- 高端物业：升值至 20000 元/平方米应有保障，对应市值 194 亿元
- 新型建材：按 1 倍的市销率估算，对应市值 30 亿元

综上，我们认为公司回归 A 股后合理市值应为 706 亿元，假设太行水泥股东全

部执行换股，则对应的合理价位为 17.2 元。我们认为给予公司 16.8 元的目标价是有一定安全边际的。近期环首都经济圈概念逐步升温，对坐镇京畿的金隅股份而言，很有可能成为股价催化剂因素。

表 3：金隅股份盈利预测摘要

利润表	百万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
收入	水泥	2002	2745	3315	4608	8756	12258
	YOY%		37%	21%	39%	90%	40%
	新型建材	1992	2564	2701.7	2878.9	3455	4146
	YOY%		29%	5%	7%	20%	20%
	房地产开发	2155	2415	1968.3	3571.9	5001	7001
	YOY%		12%	-18%	81%	40%	40%
	物业投资与管理	553	671	630.1	699.6	875	1093
	YOY%		21%	-6%	11%	25%	25%
	抵消	-20	-315	-64.3	-57.6	-145	-145
合计		6,612	8,080	8,551	11,701	17,941	24,353
毛利	水泥	198	383	526	995.4	1926	3065
	毛利率%	10%	14%	16%	22%	22%	25%
	新型建材	311	460	509	613.6	691	829
	毛利率%	16%	18%	19%	21%	20%	20%
	房地产开发	433	477	664	1188	1400	1960
	毛利率%	20%	20%	34%	33%	28%	28%
	物业投资与管理	307	376	416	463.5	579	721
	毛利率%	56%	56%	66%	66%	66%	66%
	抵消	-10	-97	-3	-1.3	-10	-10
毛利		1,239	1,599	2,112	3,259	4,587	6,565
其他所得与收益		388	393	573	604	604	604
投资物业公平值净收益		429	390	911	665	665	665
销售及市场推广开支		-273	-346	-447	-451	-691	-718
	销售开支/收入%	-4.12%	-4.28%	-5.23%	-3.86%	-4.00%	-4.00%
行政与其他净开支		-772	-908	-978	-1,052	-1,468	-1,525
	行政开支/收入%	-11.67%	-11.23%	-11.44%	-8.99%	-8.50%	-8.50%
融资成本		-121	-262	-228	-209	345	359
	融资成本/收入%	-1.83%	-3.24%	-2.67%	-1.79%	2.00%	2.00%
应占利润及亏损		0.2	-6.8	-34.4	65.4	15	15
税前利润		892	859	1,907	2,882	3953	3987
所得税开支		-355	-166	-521	-767	-988	-997
	所得税/税前利润%	-39.8%	-19.3%	-27.3%	-26.6%	-25%	-25%
年度利润		537	694	1,386	2,115	2,965	2,991
少数股东权益		43	50	65	80	104	105
	少数股东权益/年度利润	7.9%	7.2%	4.7%	3.8%	3.5%	3.5%
净利润		494	644	1,321	2,035	2,886	3,831
EPS（按吸收合并后股本摊薄，元）		0.12	0.16	0.32	0.50	0.70	0.93

资料来源：公司公告，宏源证券

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。