

湘财证券研究所

建筑建材行业组

王 坦 分析师

执业编号: S0500511010007

联系人:

黄诗涛 (建材)

Tel: 021-68634510-8251

E-Mail: hst3133@xcsc.com

张化东 (地产)

Tel: 021-68634510-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

股本结构:

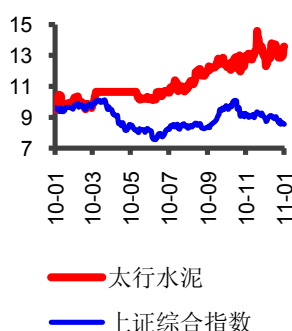
本次发行股本 (万股): 41040

吸收合并后总股本 (万股):

469414

价值区间: 11.83-15.47 元

评级情况: 买入



太行水泥近日发布公告称, 2011 年 1 月 21 日经中国证监会发行审核委员会审核, 金隅股份首次公开发行 A 股换股吸收合并太行水泥的申请已获通过。

该方案的主要内容如下:

- 1、金隅股份公开发行人 410,404,560 股, 按 1: 1.2 的比例吸收合并太行水泥除公司以外股东的股份共计 342,003,800 股。
- 2、太行水泥流通股股东享有 10.65 元/股的现金选择权, 在方案实施时将所持全部或部分股份申报现金选择权。
- 3、参与换股的太行水泥股东享有追加选择权, 在金隅股份 A 股上市首日, 若公司股价低于 9.00 元/股, 上述股东可在收盘之前将所持全部或部分股份按 9.00 元/股的价格转让给公司。

我们认为公司作为京津冀地区的水泥龙头之一, 在北京市内拥有大量优质的物业和地产, 管理规范, 盈利能力突出, 增长潜力巨大, 值得投资者长期关注。

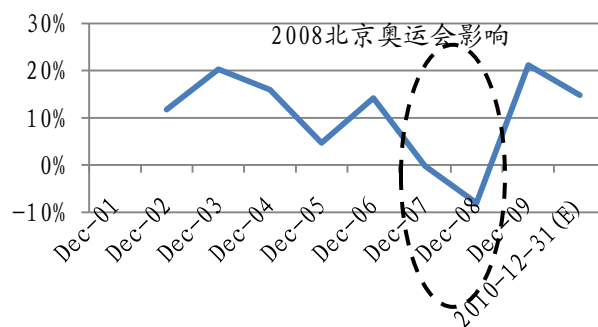
□ 水泥业务增长可观, 商混业务稳定

金隅股份的水泥、商混业务主要在京津冀地区, 该区域是继珠三角、长三角之后的另一个中国经济增长极, 在滨海新区、曹妃甸、南堡油田等国家级规划推动下, 河北省固定资产投资和水泥产量连续高增长。“十二五”期间将持续基础设施建设的快速增长。

在 38 号文和《水泥行业准入条件》的推动下, 河北地区的水泥行业形势日渐好转。根据在建生产线统计, 河北省新增产能将在 2011 年中达到峰值, 随后新增供给将小于新增需求, 迎来供应短缺的时期。通过大企业的收购兼并, 京津冀地区水泥供给集中度提高较快, 以 2010 年底新型干法熟料产能计算, 金隅和冀东的合计占有率已达 80% 以上。集中度提高将近进一步强化水泥供需好转的趋势。

2009 年底金隅股份的水泥、商混产能为 1110 万吨、700 万立方米, 2010 年公司建成曲阳金隅、涿鹿金隅和赞皇金隅水泥 3 条 200 万吨生产线, 以及黄骅水泥 200 万吨, 收购燕赵水泥、宙石水泥等生产线, 初步完成水泥业务的“大十字”战略布局。2010 年底公司已投产的水泥、商混产能已达 3383 万吨、1200 立方米。公司规划 2012 年水泥产量达到 5000 万吨。

图表 1 京津冀水泥产量 (万吨)



数据来源：DC，湘财证券研究所

公司积极开展节能改造，节约效果显著。2010 年上半年余热发电总装机容量达 93 兆瓦，比 2009 年增加 43.5 兆瓦，可减少 30% 的熟料用电量。以公司的熟料产能来看，尚有 50 兆瓦余热发电容量可利用。公司针对琉璃河水泥厂、振兴水泥的旧设备进行高压变频节能改造，可节约电量 20%。

公司利用水泥窑协同处置废弃物的业务增长迅速且受益丰厚。金隅红树林处置废弃物的费用平均为 1500~2000 元/吨，其废弃物处置能力为 15 万吨/年，2009 年处置了 16 万吨废弃物，2010 年上半年处置了 5 万吨废弃物。2010 年上半年，新北水和金隅红树林利用 200 万吨的水泥产量合并实现净利润 8500 万元，同比增长 21%，吨水泥净利润达到 85 元。目前公司处置废弃物和垃圾的数量大约占北京市的 20%，未来增长空间非常可观。

公司混凝土业务目前规模尚小，且市场竞争激烈，行业盈利能力较弱。2010 年公司混凝土产能为 1200 万立方米。

□ 新型建材业务中耐火材料是亮点

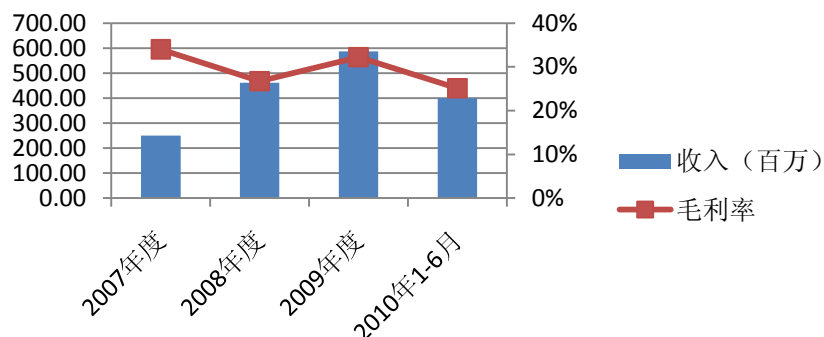
公司新型建材业务包括家具、涂料、矿棉板、加气混凝土砌块、耐火材料和建材经销等等，主要品牌“天坛”（家具）、“长城”（排椅）、“星牌”（矿棉板）和“通达”（耐火材料）均有较高的知名度，曾在众多重大工程中使用。

公司重点实施“工业园区化”建设，在河北大厂建立工业园区，着力发展产业集群化发展模式。公司在北京有 2 条矿棉板生产线，产能 615 万平方米/年，2 条 ALC 生产线，产能 60 万立方米。在大厂工业区内，1.5 万吨玻璃棉、2500 万立方米的矿棉板生产线于 2009 年建成投产，是亚洲最大的生产线之一；5 万吨涂料生产线已开工建设，预计 2011 年投产；80 万立方米加气混凝土生产线正在准备阶段。未来大厂工业园区的玻璃棉产能将扩充到 5 万吨，建材生产线将逐步迁移到大厂工业区内，随着北京城区的扩大，公司在北京市内的地块价值逐渐显现出来。

新型建材的看点主要在子公司“通达耐火”，其生产的不定型耐火材料产品在水泥行业耐火材料市场拥有较高的占有率。“通达耐火”的产品已经被 75% 的中国大型水泥生产线及 80% 的日产能达 5,000 吨以上的水泥生产线采用，并且为世界上目前 11 条已建和在建的日产 10,000 吨大型水泥窑中的 8 条提供服务。目前国内耐火厂商主要占据 5000t/d 以下规格的生产线市场，5000t/d 及以上的生产线中大部分的耐火材料还需从国外进口。“通达耐火”凭借其先进的研发实力和优质的铝土矿原材料资源，有望逐步实现进口替代。2009 年底公司在北京拥有 20 万不定型耐火材料产能，在河南巩义有 4 万吨定型耐火材料产能（一期工程）。2010 年上半年公司新增山西 7.5 万吨铝土矿原料产能（一期工程）和贵阳 2.5 万吨不定型耐火材料

产能。

图表 2 耐火材料收入和毛利率

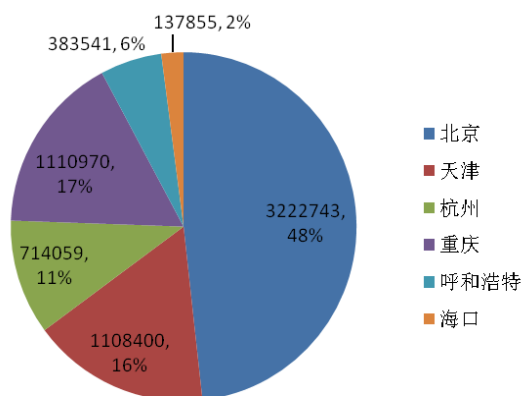


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

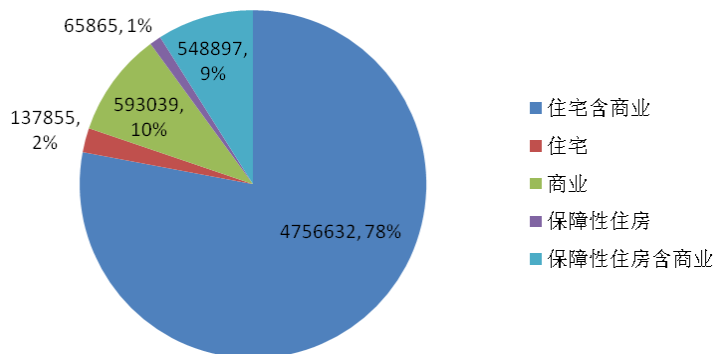
□ 商品住宅和保障房开发两手都硬

截至招股说明书签署日（2011年1月16日），公司拥有约668万平方米的土地储备。根据我们测算，公司的土地储备主要分布于北京市场，占比高达48%；而同为环渤海区域的天津和西南重镇重庆则为两大京外土地储备库，分别占比为16%和17%。在项目属性方面，大部分项目为住宅含商业的属性，此外公司在保障性住房方面的土地储备占比也高达10%，并且大部分保障性住房含商业面积，有利于公司维持一定的毛利率。根据我们初步测算，目前公司得益于长期进行保障性住房建设，保持了同政府较好的关系并享受了地价水平上涨。此外，根据我们初步测算，商品住宅项目毛利率普遍在35%以上，公司的房地产开发业务毛利率在行业内处于中上水平。初步预测10-12年的房地产开发业务整体毛利率接近于35%，丰厚的开发毛利率对公司业绩具有决定性作用。根据项目的开发周期预测，2012年房地产业务的可入账收入将发生爆发式增长。

图表 3 公司各城市土地储备占比



图表 4 公司各物业形态土地储备占比



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 物业投资与管理稳定增长

金隅股份（02009HK）在招股书中预计公司2010年物业投资及管理板块营业收入比2009年度增长13.17%，主要原因是2010年度新增多处投资性房地产，使出租面积增加，带动该板块收入增加。根据对公司的持有物业增加量和持有物业成熟度，在2012年之前持有物业收入的年度增长率在15%左右。此外，已经成熟运营的持有物业是良好的抵押物，能够为公司提供抵押贷款。根据金隅股份（02009HK）半年度报告，公司持有物业总估值为91.53亿元，如果全部用来抵押将提供巨大和稳定的现金流，以补充其他业务的现金需求。

图表 5 公司各城市土地储备占比

物业项目	位置	功能	出租率 (截至 2010 年 6 月 30 日)	
环球贸易中心	北京市东城区安定门外小黄庄路甲 9 号	由 4 座智能化写字楼，会议展览中心及大型商场所组成的大型商业组合物业	一期商业	83.50%
			一期写字楼	95.70%
			二期商业	75.80%
			二期写字楼	72.20%
			三期商业	87.70%
			三期写字楼	14.30%
金隅大厦	北京市西城区宣武门西大街甲 129 号	写字楼（包括商业及办公室单位、停车场及其他配套设施）	商业	100.00%
			写字楼	95.00%
腾达大厦	北京市海淀区西直门外大街南后二里沟 8 号	写字楼（包括办公室及商业单位、停车场及其他配套设施）	商业	99.50%
			写字楼	97.30%
建达大厦及北京建材经贸大厦	北京市朝阳区东土城路 14 号	包括办公室单位及车位的写字楼	商业	74.50%
			写字楼	95.20%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 投资建议：

我们预计公司 10-12 年摊薄后 EPS 分别为 0.70、0.91、1.40 元。保守估算，按 2011 年 13 倍-17 倍 PE 计算，公司的目标价区间为 11.83—15.47 元。按重估净资产法估算，水泥业务 GAV 为 300 亿元，新型建材业务 GAV 为 88 亿元，房地产开发业务的 GAV 为 292.18 亿元，持有物业业务的 GAV 为 91.51 亿元，扣除净负债 104.59 亿元，公司的 NAV 为 667.1 亿，即每股 NAV 为 14.21 元/股。

□ 投资风险：

煤炭价格大幅涨价，水泥业务收购进程受阻，房地产调控政策不可预见性风险。

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。