

2011年5月24日

金隅股份

两翼齐飞

A
买入

601992.SS - 人民币 13.88

目标价格: 人民币 16.69

H
买入

2009.HK - 港币 11.24

目标价格: 港币 15.04

公司是全国最大的建材生产企业之一，其产业链纵向拓展到房地产开发以及物业投资与管理领域，在北京建立了强大的市场地位。依托纵向一体化的产业链结构，公司可实现板块间的协同发展。在分部加总基础上，我们认为金隅股份的A股和H股合理价值分别为16.69元人民币和15.04港币，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- 作为地区水泥市场整合的龙头企业，公司通过内生和外延式增长积极扩张，2010年控制产能达到4,000万吨；公司低碳环保方面的尝试也走在同行业之先。
- 凭借国资背景和在保障房建设上的布局，公司房地产开发业务在市场回调以及政策趋紧的情况下具有良好的抗风险能力。
- 公司现有土地储备590万平米，分布于北京、杭州、天津、重庆等地；其在北京大量的工业用地未来能够不断地转为住宅和商业用地，形成公司优质低价的土地储备扩充来源。
- 公司超过100万平米的不动产不仅带来了稳定的现金流，且分布于北京的黄金地段，未来升值潜力巨大。

评级面临的主要风险

- 水泥板块的产能释放和成本提升风险；房地产市场的政策风险。

盈利预测和估值

- 我们预计公司2010-13年的年均复合增长率为43.7%，按照分步加总法计算的A股和H股合理估值分别为16.69人民币和15.04港币。首次覆盖给予买入评级。

图表1.投资摘要(A股)

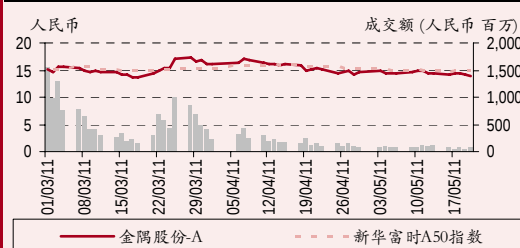
年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	14,384	23,134	34,244	43,228	55,249
变动(%)	-	61	48	26	28
净利润(人民币 百万)	1,947	2,716	4,655	6,181	8,009
全面摊薄每股收益(人民币)	0.503	0.701	1.087	1.443	1.870
变动(%)	-	39.5	55.0	32.8	29.6
核心每股收益(人民币)	0.382	0.585	0.958	1.297	1.705
变动(%)	-	53.0	63.8	35.3	31.5
市盈率(倍)	27.6	19.8	12.8	9.6	7.4
核心市盈率(倍)	36.5	23.7	14.5	10.7	8.1
每股现金流量(人民币)	0.18	(0.87)	(0.18)	1.05	0.78
价格/每股现金流量(倍)	77.1	(16.0)	(77.3)	13.2	17.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.1	17.6	11.6	8.3	6.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.109	0.144	0.187
股息率(%)	0.0	0.0	0.8	1.0	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

田世欣
 (8621) 2032 8519
 shixin.tian@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

李攀
 (8610) 6622 9073
 pan.li@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现(A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现(A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	(8)	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(4)	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	4,284
流通A股(%)	7
流通A股市值(人民币 百万)	4,388
流通H股(%)	27
流通H股市值(港币 百万)	13,144
2011年末每股评估净资产值(人民币)	18.53
3个月日均交易额(人民币 百万)	330
2011年末净负债比率(%)	78
主要股东(%)	43
金隅集团	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

目录

投资概要.....	3
核心财务指标预测	6
估值.....	7
公司概况.....	11
水泥和新型建材板块分析.....	14
房地产开发和物业投资管理板块分析.....	24
财务状况分析.....	37
风险因素.....	38
研究报告中所提及的有关上市公司	41

投资概要

从建材到房地产开发和投资的纵向一体化经营模式，形成了较强的协同效应

国家重点支持水泥厂商，2010 年控制水泥产能达到 4,000 万吨

四大板块形成纵向一体化的独特经营模式

金隅股份从建筑材料起家，通过产业链的纵向拓展，已经形成了水泥、新型建材、房地产开发以及物业投资与管理四大业务板块，建立了较为独特的纵向一体化的商业模式，各板块之间产业衔接紧密、形成了较强的协同效应。水泥及新型建材业务为公司地产业务提供了稳定优质的原料供应；投资性房地产业外作为地产开发业务的下游，为公司提供了稳定的现金流支持。经过历次收购重组，公司主业规模进一步扩大，和金隅集团的同业竞争问题也得到了解决。

京津冀区域水泥行业龙头

作为国家重点支持的十二家大型水泥生产商之一，公司是北京、天津和河北地区最大的水泥供应商，在北京水泥市场占据 40% 以上的份额。受益于京津冀独特的区位优势，公司有显著的区域规模优势和市场控制力。由于区域主要企业中金隅股份和冀东水泥的市场份额较大，价格协同能力强，未来价格提升执行能力较强。金隅股份 2010 年控制产能已经从 2009 年 1,633 万吨增加至 4,000 万吨左右，预计 2012 年控制产能将达到 5,000 万吨。金隅在北京天津的产能目前占据绝对优势（70% 以上），在河北地区的产能也已经与冀东水泥不分伯仲。冀东水泥 2009 年河北地区的水泥产能为 1,800 万吨左右，2010 年的河北地区产能规模大约为 2,500 万吨左右。与冀东水泥比较，公司 2009 年的河北地区产能为 971 万吨，2010 年在河北地区的产能已经迅速扩展至 2,581 万吨。金隅股份受益未来行业整合兼并重组的机遇，且自身产能扩张速度领先对手。

在绿色经济、低碳环保方面
的尝试走在行业前列

京城最大的保障房开发商之一，
分享行业蛋糕快速做大
中的收益

土地储备价格低廉，毛利率
合宜

水泥和建材行业的绿色经济领跑者

“十二五”规划把加快建设资源节约型、环境友好型社会作为一个核心的规划内容，在可持续发展的理念推动下，未来中国房地产业在低碳经济、绿色建筑建材方面将形成巨大的需求潜力。金隅股份的水泥和新型建材业务在环保和低碳方面走在行业前列：水泥业务方面，公司在水泥窑固废处置、余热发电、飞灰处置方面做了较多应用；新型建材方面，公司已经发展成为环渤海最大的绿色环保节能建材商，其节能墙体保温产品在北京、天津、河北等周边市场占有领先地位，同时公司下属通达股份也是中国最大的不定型耐火材料生产商。

保障房开发业务优势突出，符合产业政策方向

2010 年是中国保障房大规模建设元年，接下来 2011 年 1,000 万套的保障房开工计划，将推动投资形成井喷态势，形成了一个低风险、高周转、规模急速扩张的市场。金隅股份是北京地区最大的保障性住房开发企业之一，年均开复工面积 200 万平方米以上，累计开发保障性住房 400 多万平方米。公司通过自有土地转性建设保障房的方式，保证了低廉的土地成本，可以达到超越同类企业的项目利润率水平。截至 2010 年末，公司保障性住房项目储备达到 114 万平米，占到总储备面积的 19%。与普通地产商相比，公司在保障房建设开发方面的突出成绩使其成为地方政策和产业政策倾斜的对象，在银行融资、二级市场拿地、税收等方面都享有良好的外部条件。

价格低廉的土地储备提供了良好的开发业务毛利率

金隅股份的房地产开发业务立足北京并向天津、重庆、海南、浙江、河北、内蒙古等省市区拓展，产品线涉及经济适用房、双限房和中高端商品房。公司拥有 590 万平米的土地储备，其中 476 万商品房土地储备，北京项目建筑面积为 169 万平米，占到总商品房储备面积的 35.5%，土地储备的平均价格约为 3,300 元/平米，价格较为低廉。2011-12 年，虽然 50% 左右的结算面积来自保障房，但公司房地产开发业务的综合毛利率仍然保持了较快增长，利润回报十分可观。

大量的自有工业用地未来可以逐步变现补充廉价土地储备

国资背景、保障房业务优势和投资性物业提供良好的抗风险能力

存量工业用地将补充大量京内土地资源

值得关注的是，公司还拥有地处北京的工业用地占地面积约 800 万平方米，其中约 1/3 位于五环以内的核心位置，未来可望逐步将其转化为保障房、商品住宅和商业用地。为了加快推进保障房的建设，北京市鼓励企业以自有用地建设保障性住房，金隅股份的巨量工业用地，以及在保障房方面的开发经验符合政策导向，形成了地方完成保障房建设指标以及公司盘活存量工业用地资产的双赢局面。如以 1.5 的平均容积率计算，上述工业用地可以为公司未来增加 300-450 万平方米的北京市内低价土地储备，这对于土地供应越来越紧缺的北京市场来说，是一笔巨大的隐性财富。

房地产业务抗风险能力超越同业公司

金隅股份是北京最大的投资性物业持有者和管理者之一，目前在京持有各类不动产逾 100 万平方米，物业类型包括高档写字楼、商铺等，物业管理面积（包括住宅小区和底商）超过 600 万平方米。专业化能力、品牌知名度、出租率和收益水平多年保持北京乃至全国业内领先水平。同时，以凤山温泉度假村、八达岭温泉度假村等为代表的休闲度假产业，已形成较大的产业规模和良好的社会知名度。

2011 年，房地产行业资金面整体趋紧，地价刚性上扬、房价出现调整压力，开发商利润率整体受到挤压。在这种不利的局面下，金隅股份作为地方实力国企和区域内大型保障房开发商的优势将凸现出来，较为充裕资金和富有保障的销售使其能够抵御大部分的行业波动风险，反而可能捕捉到很多逢低吸纳的良机。另外，公司的投资性房地产也是平滑房地产周期波动的优质业务组合，计入吸收合并和新竣工项目后，至 2011 年中期，公司将拥有约 75 万平方米投资性物业，包括酒店度假村在内的不动产面积达到 120 万平方米，预计今年物业投资管理板块能为公司提供 14.9 亿元稳定增长的收入。公司的持有物业分布于北京的黄金地段，升值潜力巨大。总体来看，公司国资背景、保障房业务优势和大量的投资性物业使得公司拥有比同行业更好的抗风险能力。

核心财务指标预测

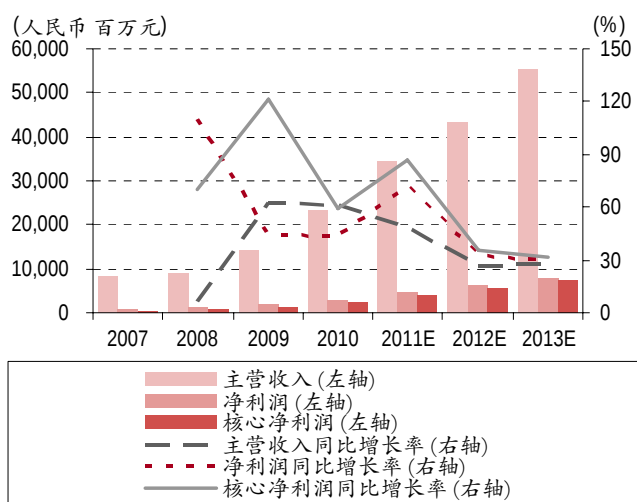
核心财务指标预测

2010 年，公司的销售收入及归属于母公司拥有者的净利润分别为人民币 231 亿元及人民币 27 亿元，同比分别增长 60.7% 及 43.0%。

2011-2013 年间，我们预计公司分别实现主营业务收入 342 亿元、432 亿元和 552 亿元，对应的 2010-13 年间年均复合增长率为 33.7%；实现净利润分别为 46.5 亿元、61.8 亿元和 80.1 亿元，对应的 2010-13 年间复合增长率为 43.7%；若剔除投资性房地产公允价值变动损益等非经常性利润贡献，公司的核心净利润将分别达 41.1 亿元、55.6 亿元和 73.1 亿元，对应的 2010-13 年间复合增长率为 47.7%。

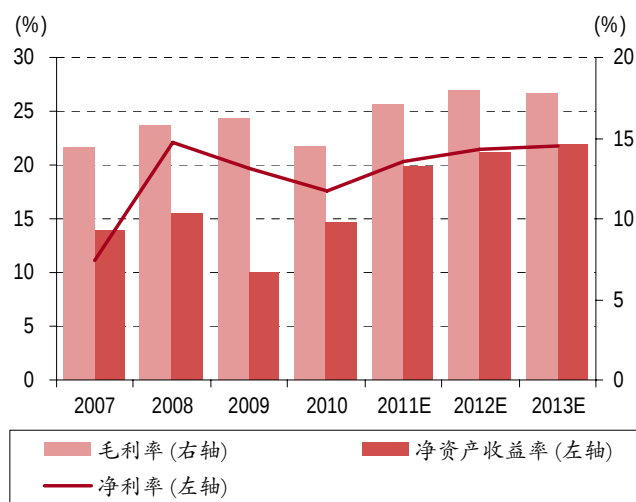
预计 2011-13 年间公司的综合毛利率分别为 25.7%、26.9%和 26.7%，净利率分别为 13.6%、14.3%和 14.5%，净资产收益率分别为 19.8%、21.2%和 22.0%。公司利润率指标维持在稳定的水平上，并较 2010 年呈小幅提升态势。

图表 2. 收入、净利润和核心净利润预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 净资产收益率、净利率和毛利率预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

同业估值比较

考虑到公司业务涉及水泥、新型建材、房地产开发、物业投资和管理等多个板块，而资本市场对于上述行业采取的估值方法不尽相同，我们认为采取分板块估值加总法 (Sum-of-parts valuation) 较为适宜。

由于金隅股份主营业务涉足水泥建材和房地产两大领域，我们选择A股上市的水泥建材类公司和区域性房地产公司作为估值的比较对象。

从A股从水泥和建材行业的估值水平来看，目前板块2011年市盈率平均为12.9倍。与A股上市的主要水泥和建材类公司相比，金隅股份的2010-13年间净利润复合增长率等指标显著高于板块平均水平。我们预计2011和2012年国内水泥行业产能投放大幅放缓，而需求保持平稳增长。我们相对看好金隅水泥的产能布局，其所处区域是国家落后产能铁腕淘汰区。一方面环渤海未来市场供给受到严格限制，河北地区年内严厉淘汰落后产能，另一方面，金隅股份受益未来行业整合兼并重组的机遇，金隅自身产能扩张领先对手。由于区域主要企业中金隅股份和冀东水泥的市场份额较大，价格协同能力强，未来价格提升执行能力较强，我们给予金隅水泥和建材业务15倍的2011年目标市盈率。H股我们参考同类公司给予金隅水泥和建材业务12倍的2011年目标市盈率。

房地产业务方面，目前市场主流的估值方法为NAV折让法。与中银国际覆盖的A股区域性房地产公司相比，金隅股份的年均复合增长率高于可比公司平均水平，净负债率和同业的平均水平相当。目前A股区域型开发商平均2011年NAV折价为29.3%。鉴于公司的国资背景、突出的拿地能力和在抗风险性较强的保障房建设以及物业出租和管理方面的布局，我们认为在目前的行业调整期公司应该较同业享有估值溢价，我们选择20%2011年末NAV折让作为目标估值。H股我们参考同类公司给予金隅房地产业务40%的2011年NAV折价。

图表 4. A 股主要水泥和建材公司估值指标

公司	代码	股价	市值 (百万元)	市盈率 (倍)				市净率 (倍)	净资产收 益率%	企业价值/息税 折旧前利润(倍)	股息率 (%)	净利润增 长率%
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2011E	2010	2010-2013E
海螺水泥	600585.SS	34.2	120,153	19.6	9.4	7.5	6.3	3.5	32	6.6	0.9	44
华新水泥	600801.SS	45.0	17,480	31.7	11.6	8.6	7.1	3.6	27	7.6	0.5	57
祁连山	600720.SS	18.2	8,524	17.6	10.6	8.4	6.5	3.4	28	9.0	0.8	36
赛马实业	600449.SS	34.5	6,648	12.0	11.8	10.2	9.1	2.6	24	9.5	0.6	16
冀东水泥	000401.SZ	23.0	27,433	19.9	11.9	8.8	7.3	3.4	25	10.0	0.0	35
天山股份	000877.SZ	34.4	13,224	26.5	15.5	11.5	9.7	3.7	22	10.4	1.2	27
亚泰集团	600881.SS	8.1	14,874	31.3	12.2	8.9	7.1	2.1	14	15.2	1.3	56
塔牌集团	002233.SZ	9.9	8,496	25.7	17.0	13.9	10.0	3.8	20	6.3	0.4	41
江西水泥	000789.SZ	15.0	5,669	38.7	15.3	13.1	12.6	4.9	28	9.2	0.6	17
北新建材	000786.SZ	13.8	7,782	19.0	14.2	11.1	8.9	3.1	19	11.2	1.2	13
平均值				24.2	12.9	10.2	8.5	3.4	24	9.5	0.7	34

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究

图表 5. H 股主要水泥公司估值指标

公司	代码	股价	市值 (港币百万元)	市盈率 (倍)				市净率 (倍)	净资产收 益率%	企业价值/息税 折旧前利润(倍)	股息率 (%)	净利润增 长率%
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2011E	2010	2010-2013E
安徽海螺	0914.HK	31.2	165,073	26.8	12.8	10.3	8.6	4.8	27.9	7.4	0.6	46
中国建材	3323.HK	14.2	76,666	21.2	11.8	9.6	8.0	4.0	25.9	7.5	0.6	42
亚洲水泥	0743.HK	5.6	8,684	16.9	11.5	9.9	6.2	1.2	9.6	6.6	1.8	40
山水水泥	0691.HK	7.8	21,852	22.2	14.1	11.9	10.1	3.8	21.5	7.6	1.5	30
华润水泥	1313.HK	6.9	45,113	22.1	12.2	9.1	7.9	3.0	20.7	10.8	0.7	41
西部水泥	2233.HK	3.1	13,007	12.0	8.3	7.5	6.1	3.7	34.5	5.8	0.7	25
平均值				20.2	11.8	9.7	7.8	3.4	23.4	7.6	1.0	37

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究

图表 6. 中银国际覆盖的 A 股地产公司估值指标

公司	代码	评级	股价	市值 (百万元)	10-12E 净			市盈率			股息率	净资产	市净率	净负债率
					2011E NAV	2011E NAV 折价	利润年均复合增长	2010	2011E	2012E	2010	收益率	(倍)	(%)
首开股份	600376.SS	买入	12.37	185	26.7	(53.7)	15.4	10.6	7.6	6.1	2.0	12.8	1.8	42
滨江集团	002244.SZ	买入	11.80	160	16.0	(26.2)	15.8	16.5	10.7	6.9	0.6	22.5	3.6	114
福星股份	000926.SZ	买入	11.58	82	21.5	(46.2)	42.6	16.5	11.5	8.1	0.0	10.6	1.6	47
荣盛发展	002146.SZ	买入	12.73	182	15.6	(18.2)	37.7	17.9	12.9	9.4	0.0	21.5	3.7	84
新潮中宝	600208.SS	买入	5.89	302	7.9	(25.1)	44.9	19.4	12.9	9.2	0.0	18.4	3.5	28
苏宁环球	000718.SZ	买入	8.82	150	16.0	(45.0)	45.3	16.1	9.9	7.6	0.0	21.7	4.0	40
中南建设	000961.SZ	买入	11.70	137	17.2	(32.1)	42.3	18.4	12.5	9.1	0.0	16.1	2.8	60
建发股份	600153.SS	买入	9.12	204	12.0	(24.1)	18.2	11.6	10.3	8.3	0.0	29.0	3.1	122
华发股份	600325.SS	买入	10.78	88	15.9	(32.3)	41.2	12.3	10.1	6.2	0.0	13.0	1.5	47
ST 东源	000656.SZ	买入	13.80	35	15.9	(13.2)	n.a.	14.7	11.5	n.a.	0.0	5.2	7.4	(55)
嘉凯城	000918.SZ	持有	7.77	140	10.4	(25.5)	21.5	12.6	10.1	8.5	0.0	27.8	3.6	46
冠城大通	600067.SS	买入	9.45	70	12.9	(26.7)	35.1	16.1	10.7	8.8	0.0	23.8	2.9	59
深振业 A	000006.SZ	持有	7.96	61	10.5	(24.4)	24.0	12.6	10.9	8.2	0.0	19.6	2.4	155
中华企业	600675.SS	持有	7.64	108	10.0	(24.0)	31.1	21.8	16.7	12.7	1.3	16.0	2.5	160
中航地产	000043.SZ	持有	12.88	29	16.7	(22.7)	41.6	20.6	13.1	10.3	0.0	13.6	1.5	111
京投银泰	600683.SS	持有	9.63	71	7.8	23.2	14.6	18.1	16.5	13.8	0.0	15.7	3.8	32
鲁商置业	600223.SS	买入	7.92	79	14.1	(43.7)	50.1	17.8	11.3	7.9	0.0	40.8	7.2	130
阳光城	000671.SZ	持有	7.88	42	23.8	(66.8)	27.1	5.0	3.9	3.1	0.9	34.6	2.6	43
平均值						(29.3)	32.3	15.5	11.3	8.5	0.3	20.1	3.2	70
金隅股份	601992.Ss	买入	13.88	544	18.5	(25.1)	51.3	22.0	12.8	9.6	0.5	16.4	3.6	93

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究

图表 7. 中银国际覆盖的 H 股地产公司估值指标

公司	代码	评级	股价	市值	2011E NAV	11E NAV 折价	2010	市盈率	股息率	净资产收益率	市净率	净负债率
				(亿港元)	(港币)	(%)	(倍)	2011E 2012E	(%)	(%)	(倍)	(%)
中国海外发展	0688.HK	持有	15.80	1,291	17.1	(7.7)	9.5	13.4 11.4	1.9	25.6	2.1	24
保利香港	0119.HK	买入	5.71	206	13.8	(56.2)	13.6	11.1 8.4	2.0	10.0	1.2	65
华润置地	1109.HK	未有评级	13.84	746	25.6	(45.9)	11.9	13.2 10.6	2.2	14.4	1.7	52
远洋地产	3377.HK	持有	4.17	235	9.9	(55.2)	10.0	7.3 4.9	2.6	9.0	0.8	45
雅居乐	3383.HK	买入	12.56	436	21.5	(38.9)	5.7	6.8 6.0	2.5	36.5	1.8	70
世茂房地产	0813.HK	未有评级	10.34	367	21.2	(51.3)	7.6	7.2 6.1	3.3	18.7	1.3	73
合景泰富	1813.HK	未有评级	5.23	151	n.a.	n.a.	11.4	6.8 5.1	2.2	11.7	1.3	61
富力地产	2777.HK	卖出	10.22	329	18.8	(45.6)	7.0	6.2 6.1	5.3	23.7	1.5	111
龙湖地产	0960.HK	持有	13.00	670	17.1	(24.0)	11.4	15.0 10.6	1.1	29.4	3.0	43
合生创展	0754.HK	未有评级	7.21	126	n.a.	n.a.	2.4	5.0 4.9	2.1	17.7	0.4	52
恒大地产	3333.HK	未有评级	5.66	849	n.a.	n.a.	6.3	8.5 6.7	4.0	45.3	2.3	88
首创置业	2868.HK	未有评级	2.63	54	7.4	(64.5)	4.9	4.0 3.6	8.2	18.6	0.8	19
绿城中国	3900.HK	未有评级	8.12	133	18.8	(56.8)	7.8	5.0 3.3	6.3	15.5	1.2	150
深圳控股	0604.HK	未有评级	2.42	86	n.a.	n.a.	7.2	8.2 6.8	5.2	10.2	0.7	44
平均值						(44.6)	8.3	8.4 6.7	3.5	20.4	1.4	64
金隅股份	2009.HK	买入	11.24	544	21.8	(48.4)	15.1	8.8 6.6	0.7	16.4	2.5	93

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究

经过分板块估值加总后，公司 A 股的每股合理估值为 16.69 元人民币，相当于 15.3 倍的 2011 年市盈率，H 股的合理估值为 15.04 港币，相当于 11.7 倍的 2011 年市盈率。

我们认为公司战略明晰、在经营中采取了上下游一体化的产业链发展模式，发展方向和产业政策相符合，具有强大的政府背景，并拥有高于同业的成长性和财务安全性，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 8. 金隅股份 2011 年末各业务板块估值汇总

	A 股	H 股	估值方法/附注
	人民币	港币	
开发物业价值	32,218	37,904	现金流折现
投资物业价值(百万元)	16,341	18,157	资本化率和现金流折现
物业管理业务价值(百万元)	2,515	2,367	A 股 20 倍、H 股 18 倍 11 年目标 PE
工业用地转换(百万元)	6,747	7,937	现金流折现
房地产板块总价值(百万元)	57,821	66,365	
净负债(百万元)	18,420	21,671	
房地产板块 NAV(百万元)	39,401	44,694	
水泥板块估值(百万元)	35,409	33,326	A 股 15 倍、H 股 12 倍 11 年目标 PE
建材板块估值(百万元)	4,560	4,292	A 股 15 倍、H 股 12 倍 11 年目标 PE
NAV (百万元)	79,369	82,311	
股本(百万股)	4,284	4,284	
每股 NAV (元)	18.53	19.21	
地产板块估值折价率	20%	40%	
总估值(百万元)	71,489	64,434	
每股估值 (元)	16.69	15.04	

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究

图表 9. 加权平均资本成本 (WACC) 计算

加权平均资本成本 (%)	9.01
无风险利率 (%)	4.00
贝塔值	1.20
市场风险溢价 (%)	7.00
股东资金成本 (%)	12.4
负债/股东权益 (%)	60
税前借贷成本 (%)	6.75
所得税率 (%)	25
税后借贷成本 (%)	5.06

资料来源：公司数据

房地产行业政策风险对估值的影响分析

2011 年 1 月 26 日，“新国八条”出台，主要调控措施包括大范围 and 严格实施限购措施、提高二套房最低首付比例至 60%、调整普通住房二手房交易营业税、行政管制房价等。这是继承 2010 年三次国务院发文调控房地产以后，再度以限贷和限购为主要调控思路的政策发布。

由于本次限购城市广泛，全部直辖市、省会城市、计划单列市都将被要求实施严厉的限贷政策，公司商品房业务布局的北京、杭州、重庆、天津、海口等一二线城市在 2011 年上半年预计成交量将会出现明显萎缩，同时房价也可能出现阶段性回调。

新一轮的紧缩政策固然对公司项目的销售造成不利影响，但我们已经在销售价格预期中考虑了市场的变化，我们财务模型的房价假设较为保守，同时，考虑 2011 年可能的售价调整我们在 2012 年的结算价格中计入了 5% 的均价下调。何况公司房地产开发类业务的 NAV 中，保障房业务价格稳定，自有土地转化业务计算方式保守，大量的自持物业价值还有望随着经济和商务活动的不断回暖进一步提升。

综上所述，我们认为公司 NAV 的下行风险较小。与普通地产商相比，公司在保障房建设和物业投资管理方面的布局使得其业务组合的抗风险性较强。国家和地方对保障房的扶持，以及这一市场的爆发式发展将为公司带来规模的快速扩张和实现自有土地快速转换的巨额收益。

公司概况

历史沿革

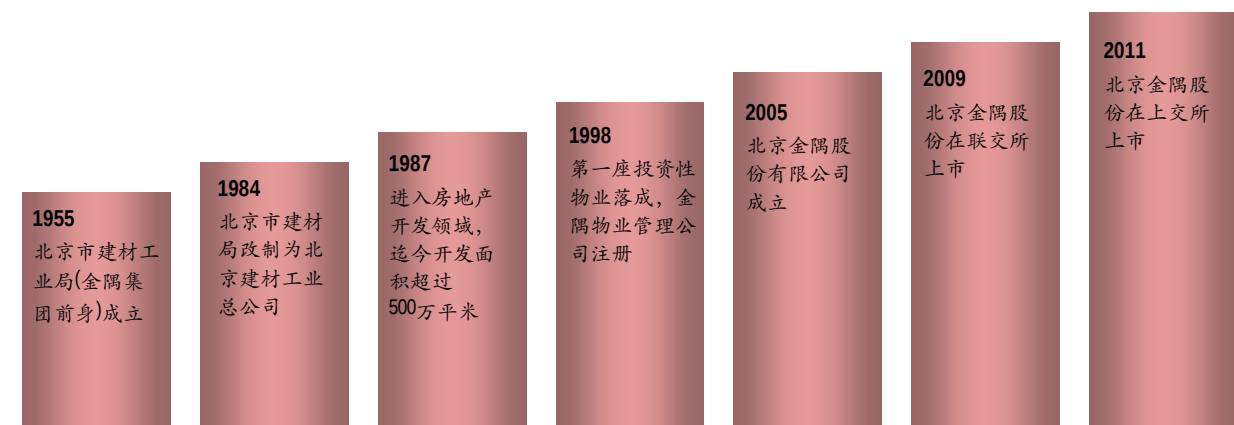
金隅股份的控股股东金隅集团前身为于 1955 年成立的北京市建筑材料工业局，为北京国资委全资所有。公司于 2005 年 12 月由金隅集团组建成立，主要从事水泥、新型建材、房地产开发以及物业投资与管理四大业务。

公司于 2009 年 7 月在港交所 H 股挂牌上市；2010 年 4 月 30 日，公司完成收购金隅集团及北京大成房地产开发有限责任公司持有的相关企业股权，总价 14.96 亿元。

2010 年 5 月 31 日，公司董事会审议通过吸收合并换股收购太行水泥回归 A 股的方案，收购总价 26.5 亿元。2011 年 3 月 1 日，金隅股份新发行的 4.11 亿 A 股在上交所正式挂牌上市，总股本扩大到 42.837 亿股，金隅集团仍作为控股股东持有公司 43.07% 的股份，H 股公众投资者持有 27.20% 的股份，A 股公众投资者持有 7.30% 计 3.16 亿股股份。

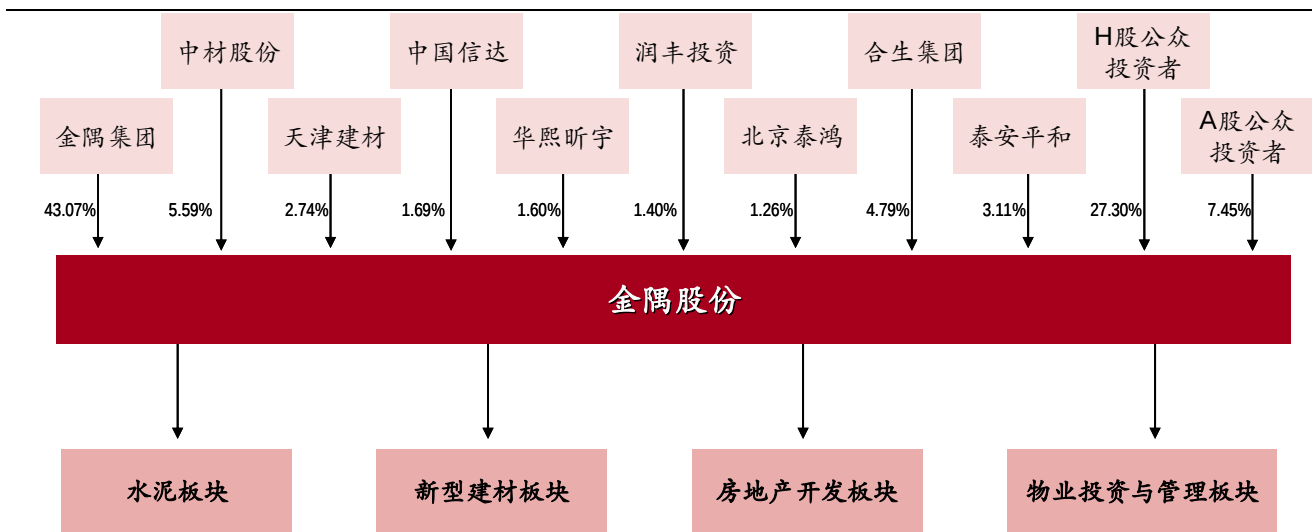
经过历次收购重组，公司的水泥和房地产主业规模进一步扩大，产业链结构进一步完善，和金隅集团的同业竞争问题也得到了解决。

图表 10. 金隅集团和金隅股份发展历程



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 11. 股权结构



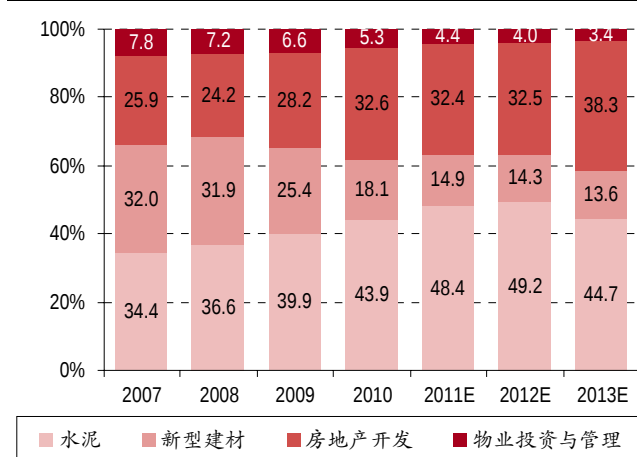
资料来源：公司数据、中银国际研究

业务概览

金隅股份从建筑材料起家，通过产业链的纵向拓展，形成了水泥、新型建材、房地产开发以及物业投资与管理四大业务板块，通过上下游一体化的产业链结构实现了企业的平衡发展。公司各板块之间产业衔接紧密、形成了协同效应：水泥及新型建材业务为公司地产业务提供了稳定优质的原料供应；投资性房地产业外作为地产开发业务的下游，为公司提供了稳定的现金流支持。

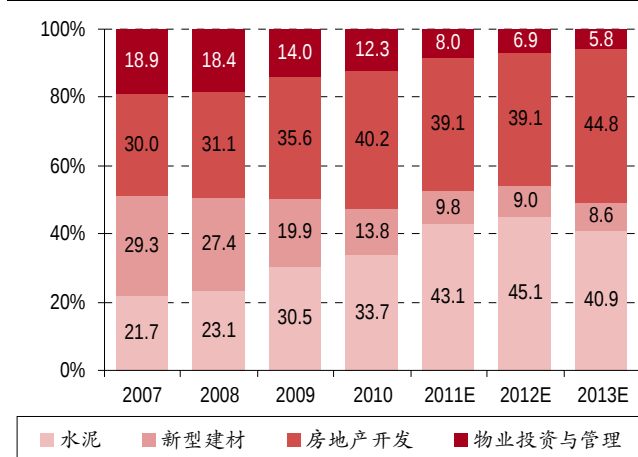
2010 年公司水泥、新型建材、房地产开发及物业投资及管理四大业务的收入占比分别为 44%、18%、33%和 5%，毛利占比分别为 34%、14%、40% 和 12%。未来 3 年收入构成比例中，水泥收入占比上升较快，但毛利构成比重中，随着房产开发项目价格上升和业绩的释放，房地产开发经营的占比将呈现较快的上升态势。

图表 12. 收入构成



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 13. 毛利构成



资料来源：公司数据、中银国际研究

水泥和新型建材板块分析

业务概览

公司水泥业务包括水泥、熟料和商品混凝土的产销。作为国家重点支持的十二家大型水泥生产商之一，公司是北京、天津和河北地区最大的水泥供应商，在北京水泥市场占据 40% 以上的份额。受益于京津冀独特的区位优势，公司有显著的区域规模优势和市场控制力，公司京津冀“大十字”战略布局初步形成，大区域市场竞争力显著提升。得益于领先的 market 地位和产品质量，公司为 08 年北京奥运相关建设项目提供了超过 90% 的水泥产品。公司同时也是首都机场 T3 航站楼、京沪高速铁路、北京地铁、南水北调等众多大型重点工程的主要水泥供应商。

公司既是水泥行业低碳循环经济的领导者，也是环渤海区域最大的绿色、环保、节能建材生产商，产品包括家具、矿棉吸声板、墙体材料和耐火材料等，并在众多细分市场中占据领先地位。除生产外，公司还是多种国际知名家居装饰品牌在国内的非独家经销商，当中包括 Kohler 和 TOTO 等。金隅股份计划逐步将其生产设施从北京迁移到河北省的大厂工业园区。这将有助于公司继续扩大产能，升级生产技术并通过较大的规模经济效应降低生产成本。

图表 14. 金隅环保节能建材示范基地项目布局图



资料来源：公司数据

水泥行业低碳、循环经济的领导者

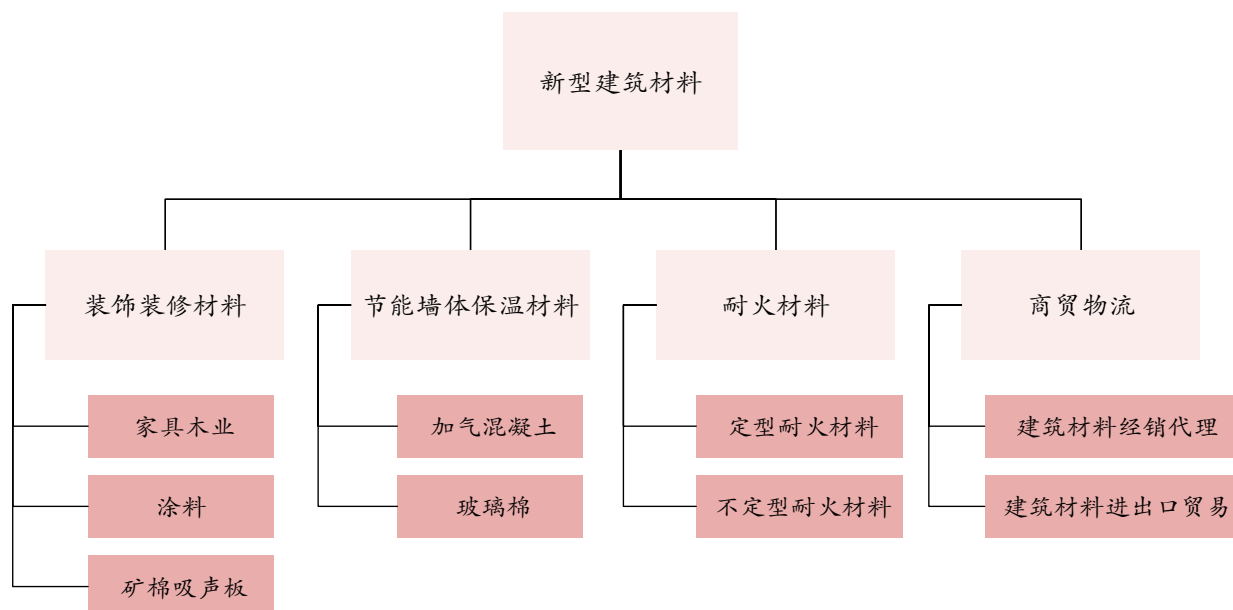
垃圾水泥窑处理国外有成功例子。例如日本已经立法，吨熟料需要消耗 400 公斤的垃圾。通过水泥窑的方式削减废弃物是非常好的方式。未来污泥处理、淤泥处理、生活垃圾处理都可能和水泥窑息息相关，而且较垃圾焚烧厂和填埋厂的方式成本更加低廉。垃圾处理业务长期发展下去，未来有非常大的空间。节能减排、循环经济未来将是水泥工业永恒主题，未来水泥窑有望成为绿色经济的载体。

垃圾处理方面，“十二五”国家直接资金投入就达 1,000 亿。垃圾处理容量的判断：中国城市垃圾年增 10%，城市生活垃圾年产 1.5 亿吨，累计已经堆存 70 亿吨。北京垃圾堆放已经占用了 1.5 万亩地。未来按照吨熟料处理 120 公斤垃圾测算，年处理生活垃圾能力达到 1.2 亿吨。目前全国水泥生产线 1,100 多条中，距城市 50 公里半径的达到 40%，具备生活垃圾处理可能；距污水处理厂 30 公里半径的达到 60%，具备污泥处理潜力。保守测算，具备垃圾污泥处理能力的线也在 200 条以上。一条生产线，使其具备垃圾处理能力的追加投资在 1.2 亿左右，项目效益高，回收期通常在 3.5-5 年左右。

2009 年金隅红树林公司处置工业废弃物及城市污泥 16 万吨；2009 年新北水及红树林公司以 200 万吨的水泥生产线，合并实现净利润 1.8 亿元，同比增长 66.8%。2009 年下半年，琉璃河水泥厂开始尝试利用水泥窑处置飞灰；2009 年以 200 万吨的水泥产能，实现净利润 9,000 万元，同比增长 43.8%。与国内同类企业比较，金隅是水泥行业低碳、循环经济的领导者，优势在于水泥窑垃圾处理运营经验丰富，对于危废的处理能力强，对各地危废中心的控制力大。

环渤海区域最大的绿色、环保、节能建材商

图表 15. 环渤海区域最大的绿色、环保、节能建材商



资料来源：公司资料，中银国际研究

加气混凝土是一种具有节能、保温、防火、隔声、轻质、高强、易加工等优点的新型建筑墙体材料，是迄今为止唯一能够同时满足墙材革新和建筑节能 65%要求的单一墙体材料，也是符合建筑环保标准和低碳、循环经济理念的绿色建材产品。金隅产品在北京、天津、河北等周边市场占有领先地位，并已逐步发展到内蒙、山东、山西、东北等地区。

2006 年颁布《耐火材料产业发展政策》以来，“品种质量优良化，资源能源节约化，生产过程清洁化，使用过程无害化”的新型绿色耐火材料产品大幅度提高。金隅主要通过下属子公司北京通达耐火技术股份有限公司经营耐火材料业务，提供耐火材料的研究、设计、技术支持及制造服务。通达是中国产能最大的不定型耐火材料供应商，也是中国最大的不定型耐火材料设计、研发、制造和服务提供商之一，耐火材料现被用于约 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，并为世界上目前 11 条已建和在建的日产 10,000 吨大型水泥窑中的 8 条提供产品和服务。2009 年 11 月 16 日，北京通达耐火技术股份有限公司以其高水准的先进技术和研发实力，获评为国家级企业技术中心。2010 年上半年，北京通达耐火技术股份有限公司中标沙特 YCC、尼日利亚 OBAJANA 和 IBESE 等 7 个水泥行业总承包项目以及冶金、石化行业等重要项目。

水泥及混凝土——积极扩张产能

金隅股份自港股上市以来，北京市国资委陆陆续续将部分市属优质资产无偿划拨给金隅集团。金隅集团通过内部培育和整合，使原有瑕疵资产符合进入上市主体的条件。金隅集团拟将优质资产注入金隅股份，从而做强做大上市公司。金隅股份已完成第一批资产注入工作。第一批资产重组完成后，金隅股份水泥年产能提高约 700 万吨。为了最大限度内避免同业竞争，公司继续收购金隅集团及其附属公司持有的相关 16 家企业的股权/产权，同时收购平谷水泥二厂和蓝岛大厦资产。通过两次资产整合，金隅集团的优质经营性资产已经全部注入上市主体。

资产注入完成后，金隅股份水泥产能增加 90 万吨/年，权益总产能增加至约 2,850 万吨/年。此外，公司增加 11 个搅拌站（自有站 5 个，租赁站 6 个），商品混凝土产能增加 400 万立方米/年，公司总产能超过 1,000 万立方米/年。预计新增混凝土产能可实现年收入 12 亿元，实现净利润 5,000-6,000 万元。

作为区域水泥市场整合的领导者，公司积极利用自建及兼并收购的方式继续扩大水泥产能。2010 年北京地区通过收购拉法基的方式，新增水泥产能 150 万吨。天津地区通过收购天津振兴的方式，新增水泥产能 180 万吨。河北地区通过自建+收购的方式，新增水泥产能约 1,600 万吨。其他地区（吉林、山西、河南等）新增约 450 万吨。通过吸收合并太行水泥，金隅股份水泥产能增加了近 700 万吨/年。通过吸收合并，金隅股份进一步加强了在京津冀地区的市场份额，牢牢地掌握未来区域市场竞争的主动权。金隅股份 2010 年控制产能已经从 2009 年 1,633 万吨增加至 4,000 万吨左右，预计 2012 年控制产能将达到 5,000 万吨。

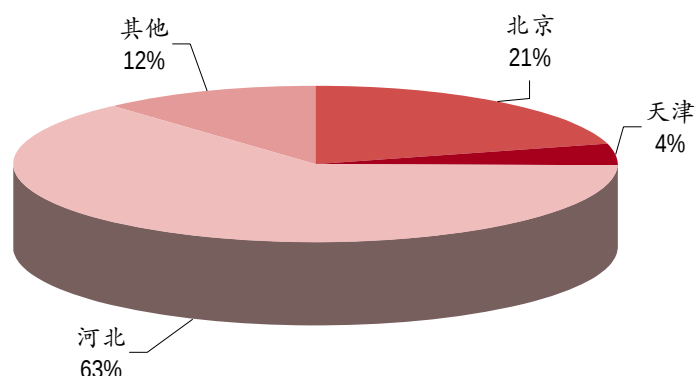
图表 16. 公司 2010 产能列表

公司名称 (万吨)	股权比例 (%)	控制产能		权益产能	
		熟料产能	水泥产能	熟料产能	水泥产能
琉璃河	100	165	210	165	210
新北水	55	183	200	101	110
太行前景 (北京房山)	19	110	160	21	30
太行北京强联	17	53	52	9	9
兴发水泥 (拉法基)	96	40	100	38	96
顺发水泥 (拉法基)	70	40	50	28	35
金隅平谷	100	46	80	46	80
北京小计		637	852	408	570
天津振兴	61	160	180	98	110
天津小计		160	180	97	109
黄骅	100	0	200	0	200
鼎鑫	100	685	800	685	800
赞皇	100	248	300	248	300
曲阳	90	165	200	149	180
涿鹿	100	165	200	165	200
张家口	90	62	110	56	99
太行水泥 (邯郸本部)	29	330	451	96	131
邯郸市太行	15	0	20	0	3
保定太行和益	23	110	130	25	30
保定太行兴盛	26	0	50	0	13
邯郸宙石水泥 (太行)	27	100	120	27	32
河北小计		1,865	2,581	1,450	1,988
哈尔滨太行	12	33	40	4	5
吉林四平	52	83	100	43	52
山西岚县	80	83	80	66	64
河南沁阳	90	83	105	75	95
山西陵川	100	99	150	99	150
其他区域小计		381	475	288	366
合计		3,043	4,088	2,243	3,033

资料来源：公司数据，中银国际研究

金隅通过兼并收购，一方面使自身产能迅速扩张，另一方面也大大提升了市场控制力。金隅在北京天津的产能目前占据绝对优势（70%以上），在河北地区的产能也已经与冀东水泥平起平坐。冀东水泥 2009 年河北地区的水泥产能为 1,800 万吨左右，2010 年的河北地区产能规模大约为 2,500 万吨左右。与冀东水泥比较，公司 2009 年的河北地区产能为 971 万吨，2010 年在河北地区的产能已经迅速扩展至 2,581 万吨。目前 2010 年金隅股份 63% 的产能来自河北地区，相比较而言，冀东水泥 2010 年河北地区的产能贡献为 30% 左右。

图表 17. 金隅股份 2010 年水泥产能分布

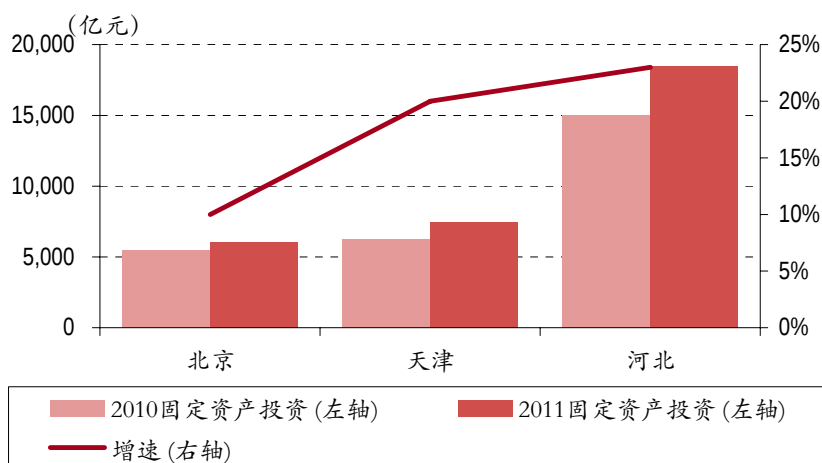


资料来源：中银国际研究

区域水泥市场回顾与展望

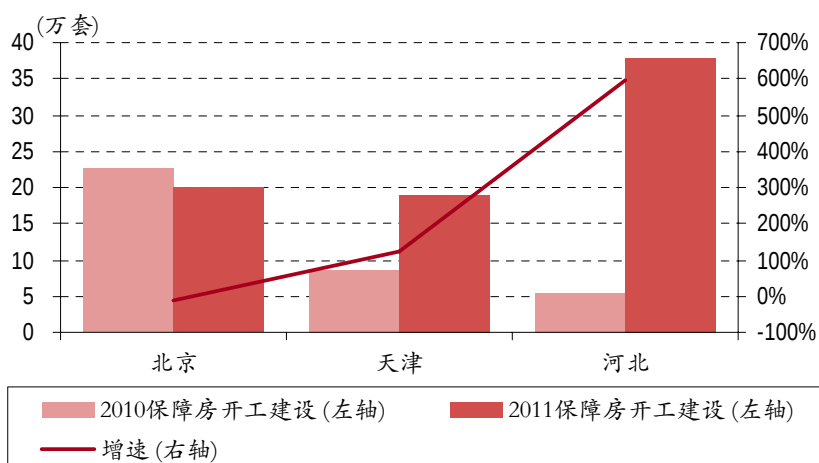
预计 2011 年保障性住房的加速开工将填补商业地产水泥需求回落的部分，总体上环渤海地区来自地产的水泥需求仍将保持稳健的增长。河北省正进行大规模城市改造，在大力推进“2010-2012 三年大变样”的城镇化战略，积极从事市区改建、交通设施完善、产业园区建设，2011 年是该战略实施的重要一年。据统计，2011 年河北省重点项目计划安排 1,000 个左右、年度投资 2,600 亿元以上，力争实现单个项目投资规模的大幅上升，并尽快启动“十二五”规划项目的前期建设。今年河北省将重点推动石济、邯黄、蓝张等铁路项目及邢汾、承秦、石安等高速公路建设。北京市 2011 年将继续推进 6、7、8 号线等多条城市轨道交通的建设，与此同时，京沈、京唐、京张等客运专线及京石、京昆、京台等高速公路的建设也会进一步增加对水泥的大量需求。京津冀地区区域性基础设施网络尚未形成，而实现区域一体化的目标要求需要投入大量的基础设施建设。环渤海地区，尤其是河北和天津的固定资产投资增速预计 2011 年仍将保持较高水平。公司主要销售区域河北、天津、北京未来水泥需求增速仍然较快。

图表 18. 环渤海区 2011 固定资产投资



资料来源：公司数据

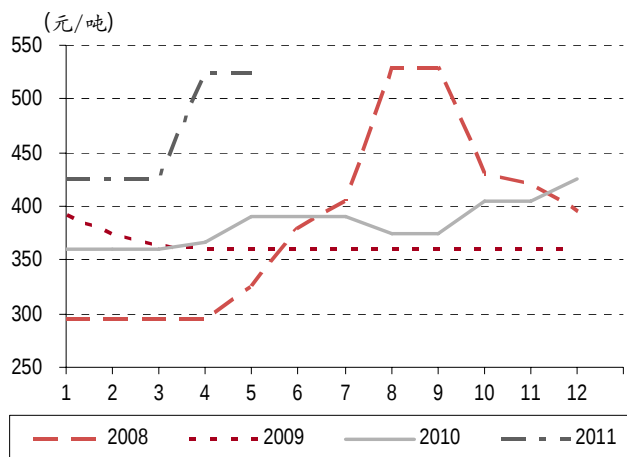
图表 19. 环渤海区 2011 保障性住房开工建设



资料来源：公司数据

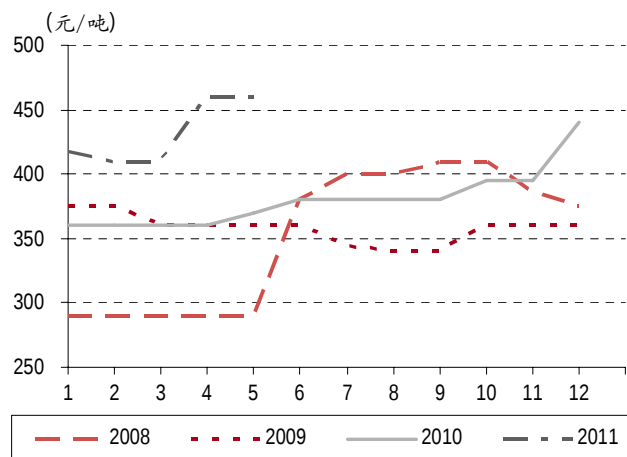
2010 年 10 月份华北地区 P.O 42.5 号水泥价格同比上涨 2.9%，京、津、冀地区水泥价格普遍上调 10-30 元/吨，价格上调主要原因是限电影响。12 月华北地区唐山针对高耗能行业再次进行限电，水泥供应减少导致北京和天津水泥价格分别上调 20 元/吨和 45 元/吨。2011 年 1 月份华北地区水泥价格由于季节性淡季及限电解除因素出现阶段性回落。京津两地进入 4 月后，价格普遍上调 50-100 元/吨。北京市场主导企业中金隅与冀东所占市场份额较大，在 80% 左右，因此提价执行力度较强。河北石家庄、唐山两地价格上调 30-50 元/吨。近期虽然存在需求释放低于预期及价格执行不到位的问题，展望 2011 年全年，考虑到稳健增长的水泥需求、限电因素以及环渤海政府铁腕淘汰落后产能的决心，我们认为公司水泥价格和吨毛利同比将有一定幅度的提升空间。

图表 20. 北京地区近期水泥价格走势(P.O 42.5 散装)



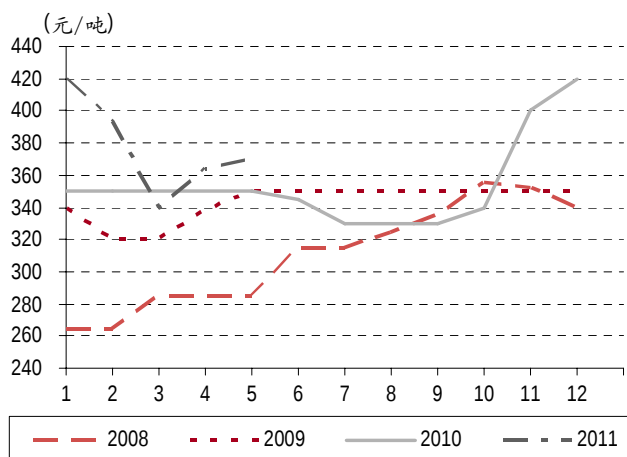
资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 21. 天津地区近期水泥价格走势(P.O 42.5 散装)



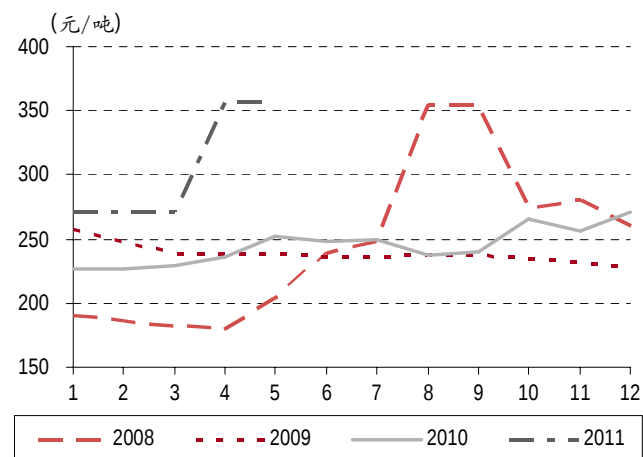
资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 22. 石家庄地区近期水泥价格走势(P.O 42.5 散装)



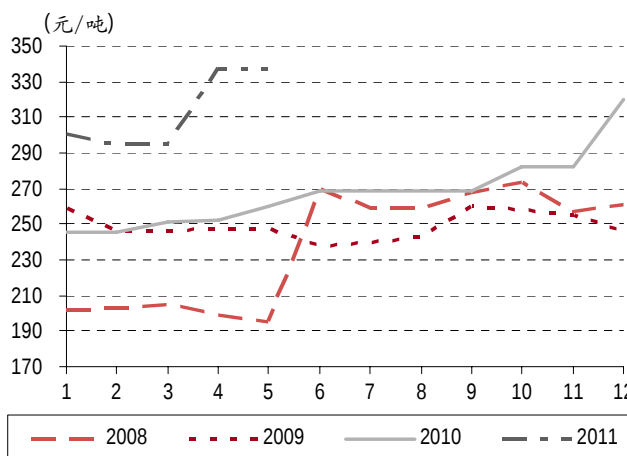
资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 23. 北京地区近期水泥煤炭价格差



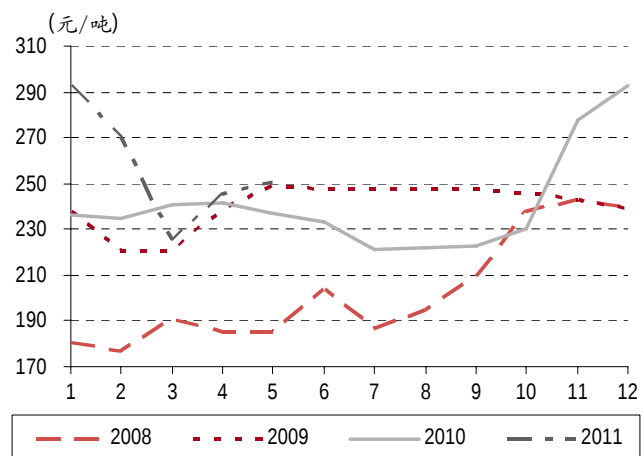
资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 24. 天津地区近期水泥煤炭价格差



资料来源：数字水泥网，中银国际研究

图表 25. 河北石家庄地区近期水泥煤炭价格差



资料来源：数字水泥网，中银国际研究

水泥及新型建材板块核心财务指标预测

图表 26. 水泥及新型建材板块主要假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥板块收入 (人民币百万元)	5,436	9,987	16,565	21,266	24,686
同比变动(%)	74	84	66	28	16
水泥板块主营业务成本 (人民币百万元)	4,332	8,033	12,230	15,221	17,627
同比变动(%)	65	85	52	24	16
水泥板块毛利率(%)	20.3	19.6	26.2	28.4	28.6
水泥销售收入 (人民币百万元)	3,980	7,795	12,056	14,558	16,140
水泥销售量 (百万吨)	14.6	28.5	40.0	46.0	50.0
同比变动(%)	40	95	41	15	9
水泥平均吨价 (人民币)	273	274	301	316	323
同比变动(%)	14	0	10	5	2
商业混凝土销售收入 (人民币百万元)	1,400	2,509	4,753	7,056	8,952
商业混凝土销售量 (百万吨)	4.7	8.4	14.5	20.5	25.5
同比变动(%)	110	78	72	41	24
商业混凝土平均吨价 (人民币)	296	298	328	344	351
同比变动(%)	(2)	1	10	5	2
固废处理 (人民币百万元)	140	220	253	291	335
同比变动(%)	12	57	15	15	15
新型建材板块收入 (人民币百万元)	3,460	4,120	5,091	6,181	7,516
同比变动(%)	27	19	24	21	22
新型建材板块主营业务成本 (人民币百万元)	2,740	3,321	4,108	4,975	6,035
同比变动(%)	28	21	24	21	21
毛利率(%)	20.8	19.4	19.3	19.5	19.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司水泥板块的收入贡献主要由三部分组成，占比最大的是水泥及熟料的销售，结合我们对于区域需求和公司产能投放进度的判断，预计 2011、2012 及 2013 年水泥及熟料综合销量增速为 41%、15% 与 9%。2010 年水泥及熟料的综合销量增速较大与太行水泥并表有关。2010 年之前的水泥及熟料销量数据主要是公司自产自销及太行水泥代销数据。2009 年 12 月，公司取得太行水泥董事会的主导权，2010 年太行水泥的收入将完全合并，水泥及熟料综合销量也将包含太行水泥的销售量。2011 年较快的增速主要是公司收购产能的业绩释放，预计水泥销量增加 1,155 万吨，商品混凝土销量增加 608 万立方。

2011 年利润预测含 2010 年 5 月 24 日金隅股份公告向集团及集团附属企业所收购的相关企业股权/产权及资产（北京水泥厂 33.88% 股权；北京燕山水泥厂 100% 股权；天津金筑混凝土 100% 股权等），也含了 2010 年 2 月 23 日金隅股份与拉法基签订的三项股权转让（北京兴发水泥 65% 股权、北京顺发水泥 65% 股权、易成-拉法基混凝土 76.72% 的股权）。

我们预计 2011 年公司来自水泥及建材板块的净利润贡献为 26.65 亿元，约占公司整体净利润的 57.25%。基本假设：水泥熟料综合销售量增 41%，综合售价升 10%；商品混凝土销量增 72%，综合售价升 10%；新型建材板块收入增 24%，主要是建筑装饰、耐火材料增加所致。预计水泥及熟料 2011 年综合吨毛利 90 元以上，综合吨净利 50 元以上，综合销量 4,000 万吨左右。预计水泥价格的提升将使水泥板块毛利率由 2010 年的 19.6% 上升至 2011 年的 26.2%。预计新型建材板 2011 年毛利率偏低的装饰收入增加带来板块毛利率的回落。

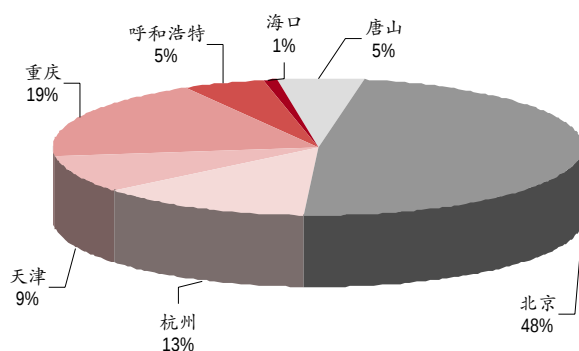
从 2011 年一季度销量来看，金隅水泥熟料综合销量 735.4 万吨，同比增长 71.1%，其中水泥 384.1 万吨，熟料 351.3 万吨。1、2 月份熟料销量较大，到三季度水泥出货量增加，4 月份综合销量 355 万吨，其中熟料为 80 万吨。从公司出厂价格来看，2011 年一季度不含税 281 元，较去年同期增长 30 元，同比增长 12%。从一季度的趋势看，3 月价格较 2 月价格上涨 22 元，4 月比 3 月上涨 10.5 元。从毛利来看，2011 年一季度综合吨毛利 61 元，同比上涨了 23 元。

房地产开发和物业管理板块分析

开发项目业态和区域分布合理

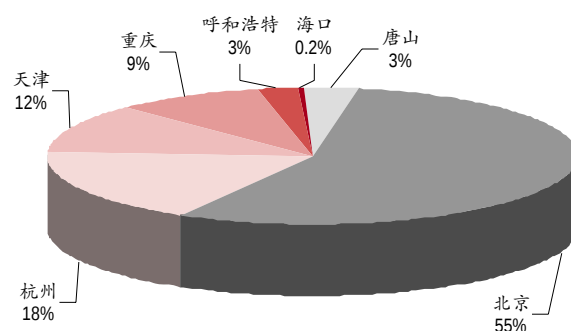
作为北京最大的房地产开发企业之一，1987 年至今金隅股份已经累计开发了建筑面积超过 500 万平方米的物业。截至 2010 年末，公司在北京、杭州、天津、重庆、呼和浩特和海南等地拥有合计建筑面积储备 590 万平米：其中北京占其土地储备的 48%，重庆、杭州、天津等二线城市分别占 19%、13%和 9%；按项目评估资产值划分，北京占其土地储备的 50%，杭州、天津、重庆分别占 20%、13%和 10%，区位优势优越。公司项目储备按目前的开工节奏可满足未来 4-5 年的开发所需。

图表 27.项目区域分布(按储备建筑面积)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 28.项目区域分布(按评估资产值)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 29. 公司主要开发项目分布区位



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 30. 公司项目情况汇总表

序号	项目名称	股权比例 (%)	城市	区域	类型	未售储备面积 (平方米)	毛利率 (%)	销售均价 (元/平方米)	结算面积		
									2011E (万平方米)	2012E (万平方米)	2013E (万平方米)
商品房						475.5			44.24	66.88	126.16
1	大成郡、大成时代中心	100	北京	丰台区卢沟桥乡	住宅、办公	23.6	52	20,000	2.36	7.08	14.16
2	大成郡东区公建	100	北京	丰台区卢沟桥乡	办公、配套	4.9	-6	10,000	-	3.92	0.98
3	大成郡西侧商业配套	100	北京	丰台区卢沟桥乡	商业、	3.0	47	20,000	-	-	3.00
4	大成玲珑天地	100	北京	海淀区五棵松路 32 号	办公、商业	7.7	58	33,456	-	6.16	1.54
5	金隅·长安山麓	100	北京	海淀区田村	住宅、商业	1.7	75	38,760	-	0.85	0.85
6	金隅·西海岸	100	北京	昌平区昌平新城东沙河县	住宅、商业	7.1	58	20,400	-	-	4.26
7	金隅·西海岸二期	100	北京	昌平区城南介山村	住宅、商业	11.1	47	25,500	-	-	-
8	金隅翡丽	100	北京	海淀区西三旗建材城东	住宅、商业	7.1	31	22,440	-	-	5.68
9	金隅花石匠	100	北京	通州区梨园镇	住宅、商业	42.0	57	16,320	4.20	10.50	12.60
10	金隅土桥三期	100	北京	通州梨园镇砖厂村	住宅、商业	7.2	27	19,380	-	-	2.16
11	通州梨园九棵树	100	北京	通州梨园镇九棵树村	商业金融、住宅	13.9	26	22,440	-	-	-
12	金隅·赋格	100	北京	大兴区黄村镇	商业	10.2	67	20,400	-	-	2.04
13	金隅·万科城二期	51	北京	昌平区昌平科技园区振兴路北侧	住宅、商业	7.1	56	15,300	-	7.09	-
14	金隅·万科城三期	51	北京	昌平区昌平科技园区振兴路北侧	住宅、商业	21.9	61	17,340	-	-	-
15	金隅悦城(D、E、F、G、K 地块)	100	天津	东丽区张贵庄	住宅、商业	33.1	26	11,220	-	9.93	9.93
16	金隅悦城(B1、B2、B3 地块)	100	天津	东丽区张贵庄	住宅、商业	20.0	24	11,220	-	-	6.00
17	唐山大城山	80	唐山	唐山市路北区北新东道南侧，大城山公园东侧	住宅、商业	30.5	34	10,200	-	-	9.15
18	重庆市黄桷垭项目	100	重庆	南岸区黄桷垭组团 B、C 分区	住宅、商业	43.4	27	9,180	-	-	13.02
19	重庆市茶园项目	100	重庆	南岸区茶园副控规组团 A 分区	住宅、商业	67.7	26	7,140	-	-	-
20	金隅·观澜时代	100	杭州	下沙经济技术开发区钱塘江北岸	住宅	22.7	28	14,000	5.68	9.08	7.95
21	金隅·龙庭御园	100	杭州	下沙	住宅、商业	18.9	26	15,300	-	-	7.57
22	金隅·云邸	100	杭州	下沙	住宅、商业	21.2	27	15,300	-	-	6.35
23	杭州半山地块	100	杭州	拱墅区半山规划单元	住宅、商业	14.3	50	30,600	-	-	7.15
24	金隅·时代城二期	100	呼和浩特	罕区百米大道以南腾飞路以西	住宅、商业	6.8	23	5,500	-	3.40	3.40
25	内蒙时代财富中心	100	呼和浩特	赛新城区中心	住宅、商业	23.0	41	7,140	-	6.90	6.90
26	大成美灵湖项目	100	海口	美兰区灵山镇	住宅	4.9	26	7,140	-	1.47	1.47
27	其他商品房	100	北京		商品房	0.5	44	15,000	-	0.50	-
28	已售未结商品房	100			商品房	32.0	42	17,000	32.00	-	-
保障房						114.1			57.00	60.90	46.56
29	燕山经济适用房	100	北京	北京石景山区	经济适用房	33.2	12	4,800	-	-	26.56
30	通和园	100	北京	北京通州土桥	限价房	18.0	25	6,500	-	18.00	-
31	康惠园	100	北京	北京朝阳区双桥	限价房	25.0	26	6,500	-	12.50	12.50
32	朝阳新城及非配套公建	100	北京	北京朝阳区东坝	限价房	25.0	13	6,500	-	17.50	7.50
33	嘉和园及公建	100	北京	北京昌平区东沙河	限价房	6.6	(17)	5,000	-	6.60	-
34	美和园及公建	100	北京	北京海淀区西三旗西	限价房	1.8	7	6,600	-	1.80	-
35	其他保障房及配套公建	100	北京	北京各城区	方式	4.5	7	6,600	-	4.50	-
36	已售未结保障房	-	0	0	0	57.0	22	6,500	57.00	-	-
合计						589.6			101.24	127.78	172.72

资料来源：公司数据

2010 年，公司房地产板块实现主营业务收入 74.21 亿元，同比增长 87.45%；结转面积为 87 万平方米，同比增加 39.8%。

2011 年一季度，公司房地产收入为 13.1 亿元，同比增长 86%，主营业务利润同比增长 34%。一季度的结转面积为 13.5 万平米，其中 6.4 万平米为保障房，占比为 47%。

京城最大的保障房开发商之一

政策推动促使保障房市场井喷

2010 年可以称得上中国的“保障房元年”，廉租房、公租房等保障房的法制法规环境和资金来源体系得以规范和完善；580 万套保障房建设任务顺利完成。商品房和保障房双轨制的住房供应体系初现雏形。

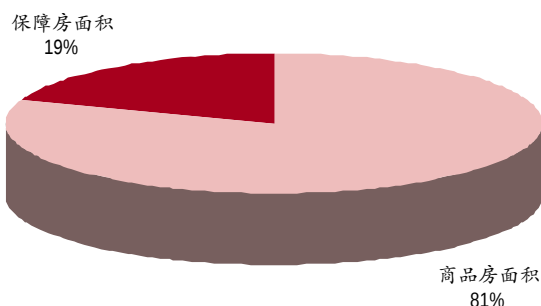
2011 年作为“十二五”规划的第一年，保障房的开工建设将形成爆发之势，1,000 万套的保障房开工计划较上年计划量增长超过 70%，保障性住房的预计投资额将达到 1.3-1.4 万亿，保障房蛋糕快速做大。整个“十二五”期间全国保障房开工量将达到 3,600 万套，使得城镇居民保障住房覆盖率达到 20%，“市场”和“保障”双轨制即将形成。

北京市的“十二五”规划提出，未来 5 年内将建设、收购各类政策性住房 100 万套，对符合保障条件的申请家庭做到应保尽保，力争保障性住房占整个住房供应的 60%。

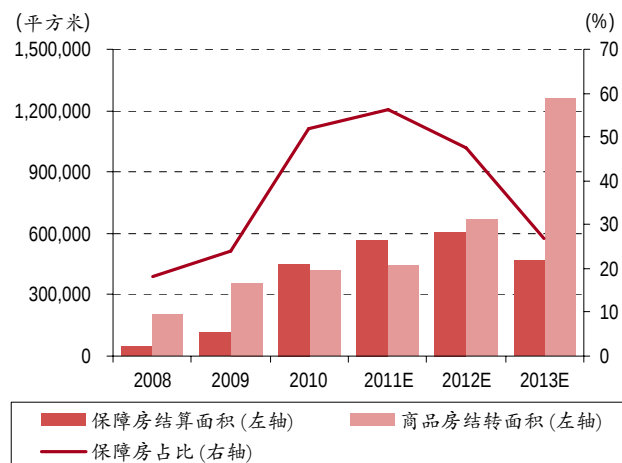
未来两年保障房结算面积比例高达五成

金隅股份是北京最大的保障性住房开发商之一，也将分享北京市在保障房建设上快速做大的蛋糕。目前，公司储备项目共包括 6 个保障房开发项目，保障房储备面积约为 114 万平米，占到总土地储备的 20%。

2009-2012 年，随着北京保障安居工程的大发展，公司的保障房业务也取得了爆发式的增长，2009 年公司保障房结算面积 11.3 万平米，同比增长 157%，2010 年，保障房结算面积 45 万平米，再度激增 298%，占总的结算面积比达到 52%；我们预计 2011-13 年公司现有保障房项目的结算面积将达到 46.8、51.9 和 14.1 万平米，2011-12 年，保障房的结算面积仍然保持在总结算面积的 50%左右占比，2013 年，保障房项目结算量将下降到三成左右。

图表 31.保障房占总储备面积比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 32.保障房占年度结算面积比


资料来源：公司数据，中银国际研究

低风险、高资金利用效率和适宜的利润率

保障房虽然房价偏低，利润率通常低于商品房，但是由于银行融资渠道通畅、资本金比例要求较低，降低了前期的资金投入门槛，提高了资金利用效率；而且后期销售客源富有保障，需要承担的市场竞争和房价波动的风险较小。

图表 33.保障房和商品房的政策差异

	最低资本金比例	土地获取方式	定价方式	销售方式	税费减免	按揭贷款政策	开发贷款政策
商品房	普通商品房 20%，其他 30%	公开招拍挂	市场化定价	市场化销售	无	首套房首付比例 30% 及以上；二套房首付比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率 1.1 倍	五年期及以上的贷款基准利率为 6.40%，今年 1 月银行的开发贷利率在基准利率基础上普遍上调 10-15%
双限房	20%	公开招拍挂或定向邀标	政府设定房价上限	限定资格人群购买	无	利用公积金贷款购买 90 平米以下的保障房，首套房首付比例不低于 20%	地方政府融资平台贷款只能在保障房领域适度新增；开展公积金贷支持保障房建设的试点城市；政策性银行和国有商业银行大幅增加保障房信贷支持力度
经济适用房	20%	划拨	政府成本加成定价	限定资格人群购买	免征城镇土地使用税和印花税；回购经适房的单位免征契税；个人购房契税减半征收；		
公租房	20%	划拨	无	多种产权模式，创新探索委托管理和购买等	同廉租房		
廉租房	20%	划拨	无	政府回购	免征城镇土地使用税和印花税；廉租房租金免征营业税、房产税；对回购廉租房单位免征契税；	无	

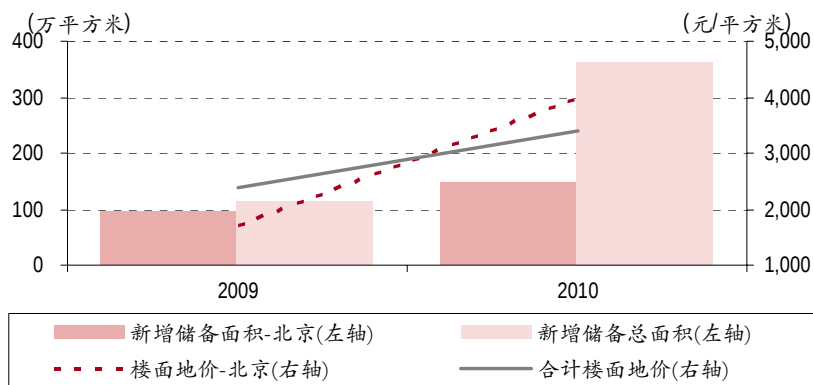
资料来源：中银国际研究

保障房包括廉租房、公租房、经济适用房和双限房等，公司主要参与的是经济适用房和双限房的开发建设，且主要以双限房为主，定价方式上二者也有所不同，经济适用房项目利润率按照成本加成 3% 来确定，利润微薄；而双限房则以市场化招标方式限房价限地价，利润率相对高一些；保障房小区中配建的配套商业，也可以以市场价出售；除此之外，公司建设保障房的用地多为自有工厂用地转性，实际土地成本几乎可以忽略不计，大大低于与政府核算的名义成本。因此，公司保障房项目的实际毛利率远远高于同类企业利润率。

廉价土地储备补充能保证开发业务的高毛利率

金隅股份截至 2010 年末土地储备 590 万平米，平均楼面地价约 3,300 元/平米。2009 和 2010 年，公司共补充土地储备 113 万平米和 364 万平方米，平均楼面地价分别为 2,384 元/平米和 3,401 元/平方米。与此同时，公司 09 和 10 年分别获得北京市内的土地 94 和 148 万平米，楼面地价仅为 1,715 和 3,999 元/平米。

图表 34. 2009-10 年公司新增土地储备及京内新增土地储备占比



资料来源：公司数据，中银国际研究

在全国上下地王频出、楼价飙升的背景下，公司却能以较为低廉的价格取得区位颇佳的项目，这与其相当部分的土地储备由集团或公司自有的工业用地转换而来有关。

金隅股份目前拥有约 1,000 万平米的有证工业厂房用地，北京市内的工业用地占地面积约 800 万平米，其中约 1/3 即约 200-300 万平米位于五环以内的核心位置，目前被其家具和建筑材料的生产厂房所占用。公司计划将部分工厂搬迁，并将所占土地转化为住宅和商业用地。

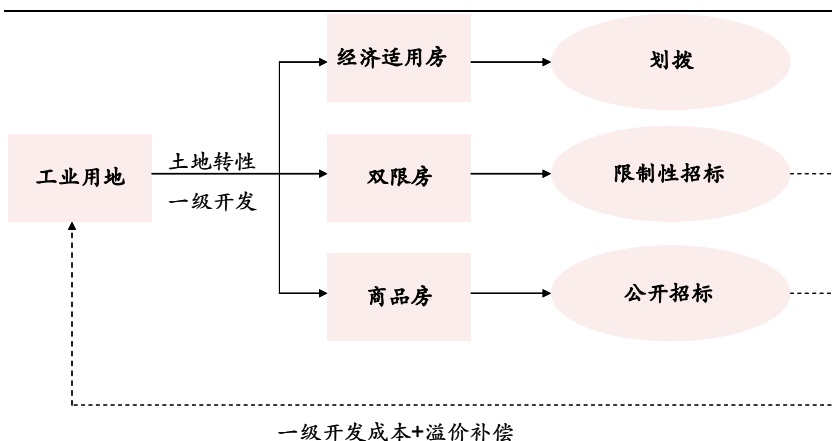
为了加快推进保障房的建设，北京市鼓励企业以自有用地建设保障性住房，并且为这类土地的变性大开绿灯，金隅股份的巨量工业用地，以及在保障房方面的大规模开发经验正好符合政策导向，形成了地方完成保障房建设指标以及公司盘活存量工业用地资产的双赢局面。

2009 年以来，公司积极加快自有工业用地的转化，2009 年新获土地储备全部为自有工业地转化；2010 年转换了燕山水泥厂和通州梨园砖厂村两个项目共计 54 万平米的建筑面积，占当年新获土地储备的 36%；2011 年 5 月，公司以 7.743 亿元价格中标朝阳东坝乡光华木材厂限价房项目，建筑面积 20.6 万平米，楼面价 3,813 元/平方米，项目限价 9,000 元/平米，预计毛利率达 28%。

在工业地转性的过程中，公司逐步加大其中商品房部分的配建比例，大兴黄村、东沙河、土桥、砖厂村项目均为商品房项目或含有商品房开发部分。

虽然公司的工业地在用途转换为商品房用地后，还需要通过公开的招拍挂程序进行出让，但是考虑到公司先前占有这些土地，以及与当地政府的良好关系，公司可以通过限制性招标以低于市场的价格获得这些地块，且土地价款中的很大一部分用于补偿先前土地使用者（公司或者其关联企业），这部分的一级开发利润实际留存在金隅系内部，使得综合成本比招标价显示的成本要低廉得多。

图表 35.金隅股份工业用地转化流程



资料来源：公司数据，中银国际研究

如以 1.5 的平均容积率计算，我们假设在五环周边的工业用地全部转换为保障房和商品房，那么可以为公司未来增加 300-450 万平米的北京市内低价、优质土地储备，这对于土地供给越来越紧张的北京土地市场来说是一笔巨大的隐性财富。

另外，北京等地由“价高者得”逐渐转向综合评分的招标方系，同时更加注重开发商综合开发运营能力、资质、诚信记录以及保障房开发的规模等，这样的评分模式无疑也会对金隅股份这样的公司在公开市场上拿地有所倾斜。

低廉的土地储备、以及北京、杭州等业务分布区域房价的快速上涨，保证了公司开发业务的良好回报，虽然保障房占比较高，但公司仍然保持了合理的毛利率，2010年公司开发业务毛利率为31.4%，我们预计2011年起将稳步提升。

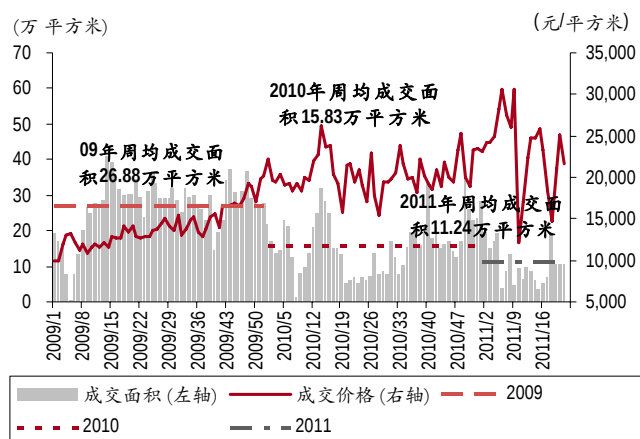
积极拓展京外市场，寻求平衡布局

公司在北京耕耘已久，其开发项目和投资物业都拥有较好的品牌知名度，公司凭借这一优势在进入京津冀的周边市场，在天津、唐山等地均有储备，另外，公司在杭州、重庆、海口、呼和浩特等二线城市也逐步开始战略布局，以求突破单一市场的限制，获得多元化和可持续的发展。2010年公司在杭州的项目金隅观澜时代销售金额达到13亿元，2011年初天津金隅悦城也开始投放销售，外地占比将逐步提高。

公司所选择进入的区域以中心城市和省会城市为主，这些区域房价偏高，是宏观调控的主要对象，在全面实施限购令后，2011年上半年，上述区域的房屋成交量受影响萎缩较为明显，预计下半年房价也将有一定幅度下降。

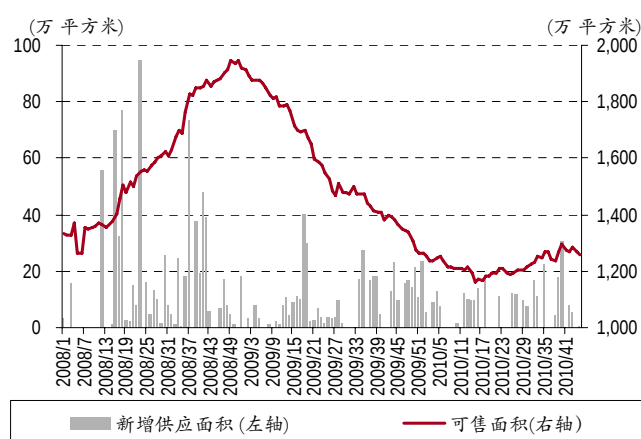
我们在模型中考虑了这些区域房价的下调可能，预计下降幅度为5%，但由于这些区域对周边城市富裕人群具有吸引力，购买力相对强劲，而土地和住宅的供应则受到限制，在供求关系影响下，上述区域市场长期表现较为稳定。

图表 36. 北京商品住宅周度量价走势

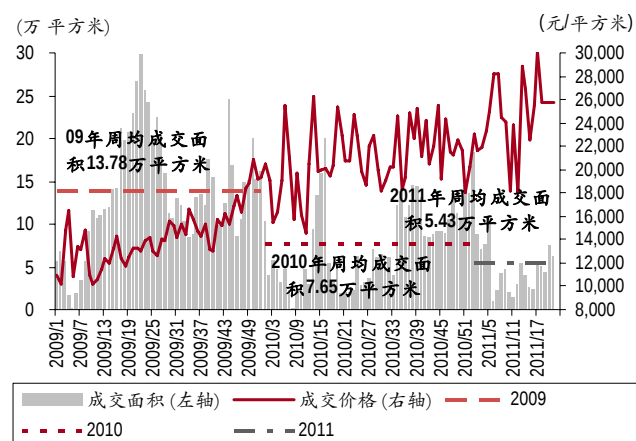
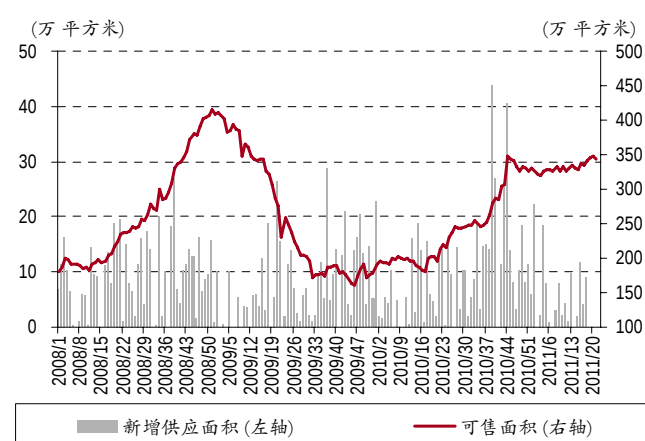
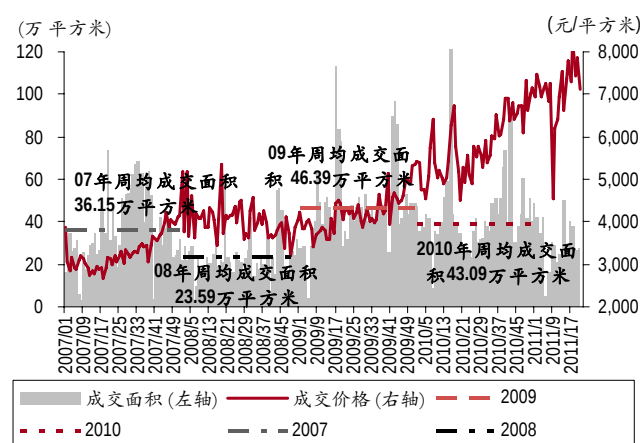
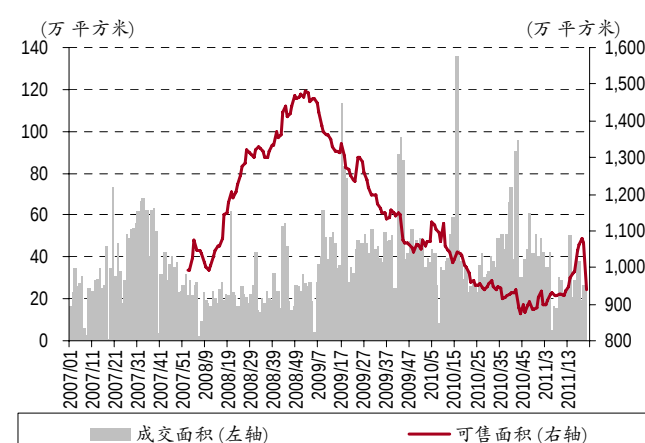
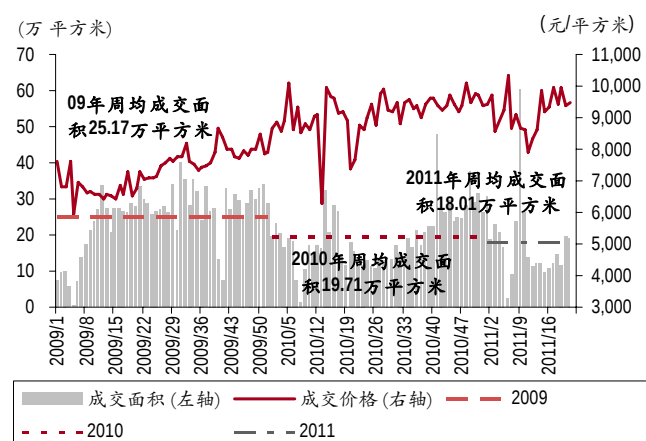
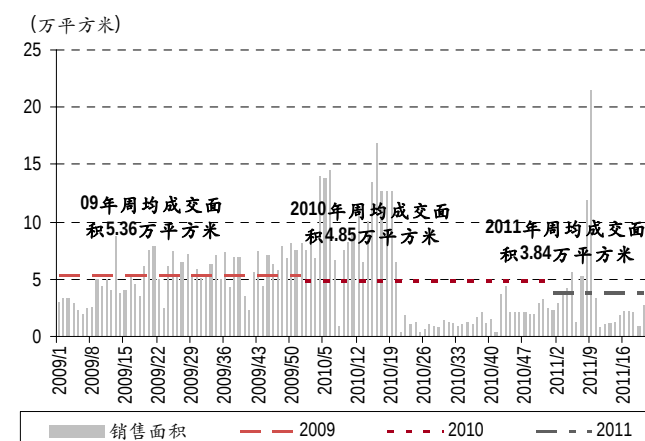


资料来源：中国指数研究院，中银国际研究

图表 37. 北京商品住宅周度可售存量和新增供应



资料来源：中国指数研究院及中银国际研究

图表 38. 杭州商品住宅周度量价走势

图表 39. 杭州商品住宅周度可售存量和新增供应

图表 40. 重庆商品房周度量价走势

图表 41. 重庆商品房周度可售存量和新增供应

图表 42. 天津商品房周度量价走势

图表 43. 海口商品房周度成交量走势


物业投资和管理板块提供稳定现金流

作为北京最大的投资性物业持有者和管理者之一，截至2010年末，公司，公司在北京核心区域持有的各类投资性物业（包括档写字楼、优质底商等）合计建筑面积为67.2万平方米，其中大部分为其自主开发和管理。完成对太行水泥的吸收合并物业过户后，预计至今年中报公司投资性物业总面积将增加到75万平米。公司物业板块的专业化能力、品牌知名度、出租率和收益水平多年保持北京乃至全国业内领先水平。

这些优质的投资物业不仅为公司带来了稳定的现金流，而且由于分布于北京的黄金地段，未来升值潜力巨大。

公司同时还经营北京和内蒙古的三家度假村和酒店——建苑宾馆、凤山温泉度假村、八达岭温泉度假村，客房数量超过470间。随着环球贸易中心四期中的喜来登酒店于2011年初投入运营，其客房数有望翻番。考虑酒店等未纳入投资性物业的项目后，年中公司实际持有持有不动产面积达到120万平方米。

另外，公司通过旗下物业管理子公司管理着总面积超过600万平方米的物业，其中150万平方米为高端物业。

2010年金隅股份物业板块实现收入12.22亿元，同比增长34.27%；毛利7.02亿元，同比增长33.63%；其中物业管理和租金收入分别为5.14和4.48亿元。

图表 44. 公司投资性物业估值概况 (截止 2010 年 6 月 30 日)

位置	物业 总面积 (万平米)	公允 价值 (亿元)	出租 单价 (元/日)	出租率 (%)	单位 公允值 (元/平米)
环贸中心一期 北京北三环	10.50	18.84	4.57	94.12	17,944
环贸中心二期 北京北三环	16.26	23.17	3.14	72.99	14,250
环贸中心三期 北京北三环	6.11	7.52	2.02	48.12	12,312
腾达大厦 北京西二环	7.78	10.54	3.60	98.08	13,551
金隅大厦 北京西二环	4.01	7.52	3.20	95.43	18,745
建达大厦/建 北京东二环	4.72	9.00	2.77	95.09	19,075
材经贸大厦					
大成国际 北京东四环	4.48	4.84	1.80	100.00	10,801

资料来源：公司数据、中银国际研究

2010年，公司投资性物业公允价值变动产生的损益为6.4亿元，对每股收益的影响约为0.11元。在每股盈利中的占比为16%。

公司投资性物业重估定价较为保守，按照 2010 年末的投资性物业账面价值 97.62 亿元计算，公司持有的 67.2 万平米投资性物业重估价值仅为 14,520 元/平米，远低于当前市场价格。

图表 45. 2010 年公司投资性物业账面价值变动表

(亿元)	期初公允价值	其他增减	公允价值变动	期末公允价值
成本合计	50.19	0.54		51.55
公允价值变动合计	39.39		7.50	46.07
投资性房地产账面价值	89.58	0.54	7.50	97.62

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 46. 公司主要投资性物业分布区位



资料来源：公司数据、中银国际研究

板块核心假设和预测

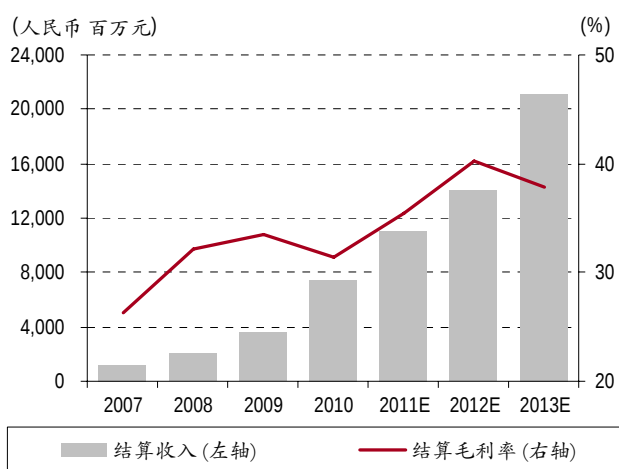
房地产开发业务

我们预计公司的结算面积和收入在 2011 年将迎来跨越式增长。2011-13 年间，公司结算面积分别达 101 万平米、128 万平米和 173 万平米，结算收入分别达 111 亿元、140 亿元和 212 亿元，每平米结算均价分别为 10,962 元、10,994 元和 12,253 元。随着毛利率较低的经济适用房结算比重的下降、商品房结算均价的大幅提升，预计公司 2011-13 年房地产销售的毛利率分别为 35.4%、37.3%和 36.6%，较 2009-10 年间的 33.6%和 31.4%有了长足的进步。

2010 年公司年累计销（预）售面积为 89 万平方米，同比增加 37.8%，其中销售保障性住房面积 57 万平米，同比增加 611%。2010 年合同销售额为 93 亿元，结算均价为 10450 元/平方米。一季度，公司预售商品房面积为 18.66 万平米，预售金额为 18.2 亿元，来自北京、天津、杭州三地。

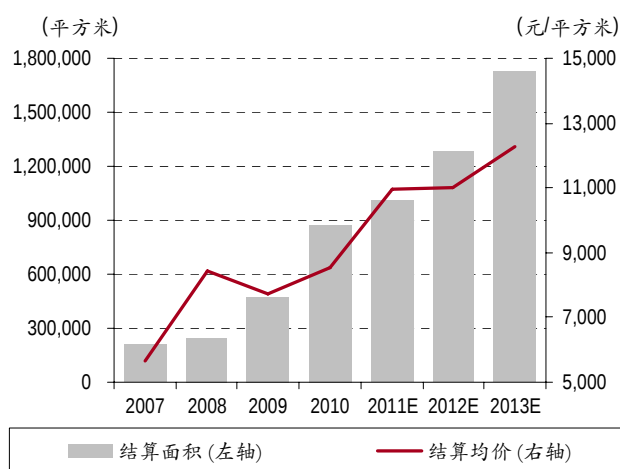
2010 年末预收房款为 61 亿元，一季度末我们估计为 66 亿元左右，可以锁定我们对 2011 年开发业务收入预测的 71%。

图表 47.2007-13 年间结算收入和预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 48.2007-13 年间预售和结算均价预测

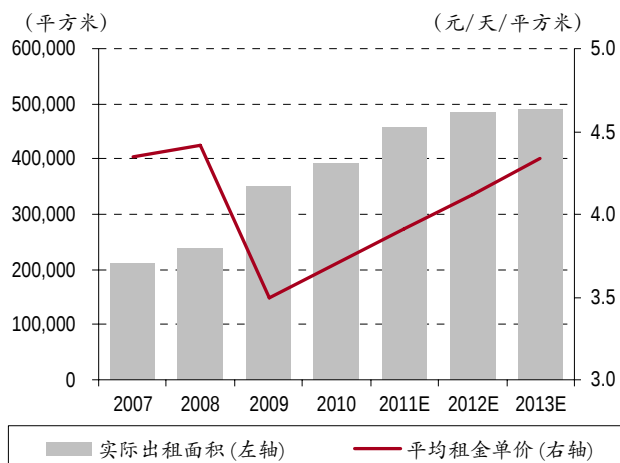


资料来源：公司数据，中银国际研究

物业投资和管理业务

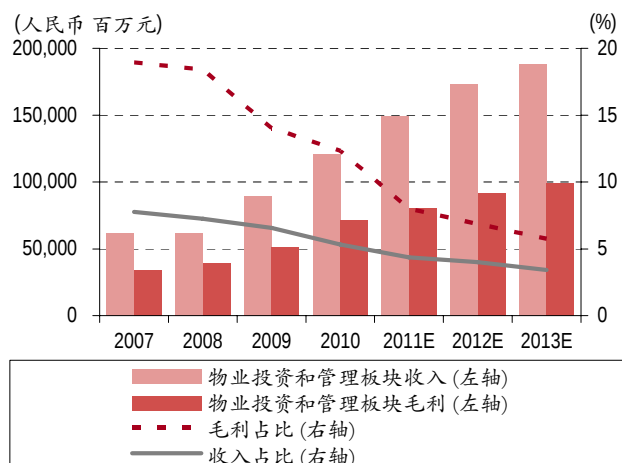
随着公司环球贸易中心四期竣工以及二、三期进入稳定运营阶段后在租面积的扩大，以及北京商业地产市场回暖带来的租金和出租率回升，预计公司 2011-13 年间物业投资和管理板块将取得稳步增长：分别达到 14.9 亿元、17.3 亿元和 18.8 亿元，但是和快速发展的房地产开发业务相比，物业投资和管理业务占当年总收入的比例则在不断的下降中。

图表 49. 2007-13 年实际出租面积和单位租金预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 50. 2007-13 年物业投资和管理业务预测

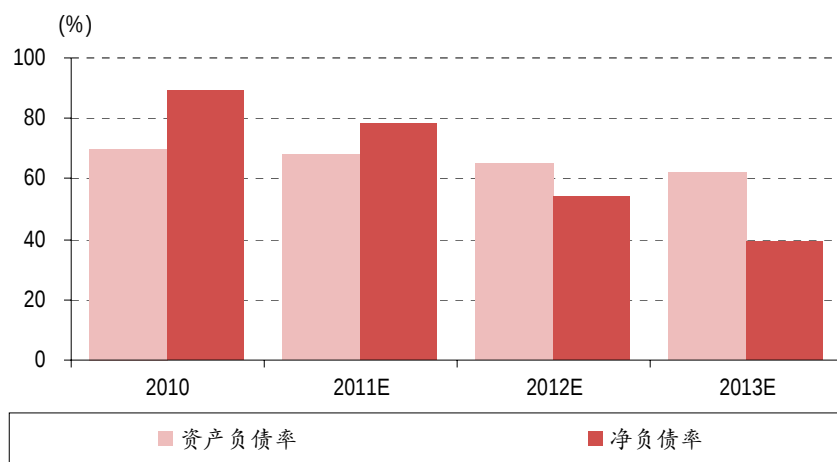


资料来源：公司数据，中银国际研究

财务状况分析

金隅股份 2010 年和 2011 年一季度的资产负债率分别为 70.1% 和 69.9%，净负债率分别为 88.9% 和 93.3%。我们预计，由于 2011 年末公司上述两项指标将小幅回落到 78.2% 和 68.2%，资产负债情况处于中等偏高水平。

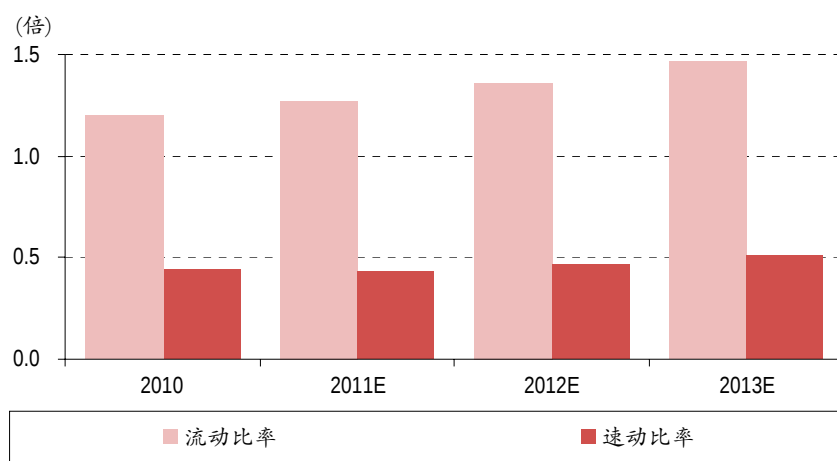
图表 51. 公司资产负债率和净负债率



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

公司 2008 和 2009 年的流动比率分别为 0.83 和 1.53 倍，速动比例分别 0.35 和 0.79 倍，预计未来几年总体保持上升趋势，偿债能力不断增强。

图表 52. 公司流动比率和速动比率



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

风险因素

水泥和建材板块风险

1. 河北落后产能淘汰低于预期，环渤海产能投放过快
2. 煤炭成本的上涨幅度超出市场的预期
3. 公司产能的投放进度受到信贷政策的影响
4. 保障房的水泥需求拉动低于预期
5. 环渤海固定资产投资增速低于预期

房地产板块风险

1. 新一轮房地产调控政策要求全部直辖市和省会城市实行严格限购，公司除唐山项目以外，全部项目都位于限购区域内，销售速度受到行业政策收紧的影响。尤其是北京地区严厉的限购政策，对于购买力的影响显著，构成实际销售速度低于我们预测的销售速度的风险。
2. 新的土地、信贷、税收等行业政策出台或将导致地产行业盈利能力受损。

损益表-A 股(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	14,384	23,134	34,244	43,228	55,249
销售成本	(10,869)	(18,087)	(25,440)	(31,615)	(40,522)
经营费用	(1,273)	(1,541)	(2,792)	(3,482)	(4,242)
经营利润(息税前利润)	2,242	3,507	6,011	8,132	10,485
折旧及摊销	(547)	(834)	(461)	(625)	(785)
息税折旧前利润	1,695	2,672	5,550	7,507	9,700
净利息收入/(费用)	(174)	(339)	(591)	(636)	(642)
其他收益/(损失)	1,205	1,537	1,358	1,389	1,502
税前利润	2,727	3,870	6,317	8,260	10,560
所得税	(690)	(919)	(1,516)	(1,982)	(2,534)
少数股东权益	(90)	(235)	(147)	(96)	(16)
净利润	1,947	2,716	4,655	6,181	8,009
核心净利润	1,481	2,266	4,105	5,555	7,305
每股收益(人民币)	0.503	0.701	1.087	1.443	1.870
核心每股收益(人民币)	0.382	0.585	0.958	1.297	1.705
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.109	0.144	0.187
收入增长(%)	n.a.	61	48	26	28
息税前利润增长(%)	n.a.	58	108	35	29
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	56	71	35	29
每股收益增长(%)	n.a.	40	71	33	30
核心每股收益增长(%)	n.a.	53	81	35	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A 股(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	6,428	5,282	6,164	9,415	11,941
应收帐款	4,148	5,973	7,534	7,608	9,006
库存	10,715	20,994	29,107	34,583	41,437
其他流动资产	1,106	1,006	1,226	1,367	1,544
流动资产总计	22,397	33,255	44,031	52,974	63,929
固定资产	8,959	13,833	15,405	16,547	17,692
无形资产	2,458	3,162	3,501	3,405	3,313
其他长期资产	10,100	10,972	11,174	11,182	11,202
长期资产总计	21,517	27,967	30,080	31,135	32,206
总资产	43,914	61,221	74,110	84,109	96,135
应付帐款	5,633	8,471	11,101	12,466	14,355
短期债务	3,372	9,329	12,015	12,746	13,716
其他流动负债	6,818	9,874	11,619	13,805	15,640
流动负债总计	15,823	27,674	34,735	39,017	43,711
长期借款	6,658	12,255	12,569	12,569	12,569
其他长期负债	2,627	2,963	3,259	3,326	3,435
股本	3,873	3,873	4,284	4,284	4,284
储备	13,063	12,574	17,250	22,813	30,022
股东权益	16,936	16,447	21,534	27,097	34,305
少数股东权益	1,870	1,882	2,014	2,101	2,115
总负债及权益	43,914	61,221	74,110	84,109	96,135
每股帐面价值(人民币)	4.37	4.25	5.03	6.33	8.01
每股有形资产(人民币)	3.74	3.43	4.21	5.53	7.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.93	4.21	4.30	3.71	3.35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A 股(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,727	3,870	6,317	8,260	10,560
折旧与摊销	547	834	461	625	785
净利息费用	174	339	591	636	642
运营资本变动	(1,457)	(6,765)	(5,939)	(2,072)	(5,192)
税金	(690)	(919)	(1,516)	(1,982)	(2,534)
其他经营现金流	(604)	(715)	(646)	(974)	(926)
经营活动产生的现金流	697	(3,356)	(732)	4,493	3,334
购买固定资产净值	(3,770)	(4,744)	(1,505)	(1,646)	(1,805)
投资减少/增加	4	1	0	0	0
其他投资现金流	1,051	(4,302)	599	195	552
投资活动产生的现金流	(2,715)	(9,045)	(906)	(1,451)	(1,253)
净增权益	5,853	12	0	0	0
净增债务	928	11,549	2,686	731	971
支付股息	(606)	(909)	(465)	(618)	(801)
其他融资现金流	240	603	299	97	276
融资活动产生的现金流	6,416	11,255	2,520	210	446
现金变动	4,397	(1,147)	882	3,251	2,526
期初现金	2,032	6,428	5,282	6,164	9,415
公司自由现金流	(2,018)	(12,401)	(1,638)	3,041	2,081
权益自由现金流	(1,090)	(853)	1,048	3,772	3,051

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.6	15.2	17.6	18.8	19.0
息税前利润率(%)	11.8	11.6	16.2	17.4	17.6
税前利润率(%)	19.0	16.7	18.4	19.1	19.1
净利率(%)	13.5	11.7	13.6	14.3	14.5
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	8.6	7.3	9.2	11.4	14.4
净权益负债率(%)	19.2	88.9	78.2	54.5	39.4
速动比率(倍)	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	27.6	19.8	12.8	9.6	7.4
核心业务市盈率(倍)	36.5	23.7	14.5	10.7	8.1
目标价格的核心市盈率(倍)	43.9	28.5	17.4	12.9	9.8
市净率(倍)	3.2	3.3	2.8	2.2	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.1	17.6	11.6	8.3	6.3
目标价格/现金流(倍)	77.1	(16.0)	(77.3)	13.2	17.8
周转率					
存货周转天数	359.8	319.9	359.4	367.7	342.4
应收帐款周转天数	105.2	79.8	72.0	63.9	54.9
应付帐款周转天数	142.9	111.3	104.3	99.5	88.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.5	16.3	24.5	25.4	26.1
资产收益率(%)	2.9	3.9	6.2	7.2	8.2
已运用资本收益率(%)	6.0	7.8	12.6	14.7	16.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	14,384	23,134	34,244	43,228	55,249
销售成本	(10,869)	(18,087)	(25,440)	(31,615)	(40,522)
经营费用	(1,273)	(1,541)	(2,792)	(3,482)	(4,242)
经营利润(息税前利润)	2,242	3,507	6,011	8,132	10,485
折旧及摊销	(547)	(834)	(461)	(625)	(785)
息税折旧前利润	1,695	2,672	5,550	7,507	9,700
净利息收入/(费用)	(174)	(339)	(591)	(636)	(642)
其他收益/(损失)	1,205	1,537	1,358	1,389	1,502
税前利润	2,727	3,870	6,317	8,260	10,560
所得税	(690)	(919)	(1,516)	(1,982)	(2,534)
少数股东权益	(90)	(235)	(147)	(96)	(16)
净利润	1,947	2,716	4,655	6,181	8,009
核心净利润	1,481	2,266	4,105	5,555	7,305
每股收益(人民币)	0.503	0.701	1.087	1.443	1.870
核心每股收益(人民币)	0.382	0.585	0.958	1.297	1.705
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.109	0.144	0.187
收入增长(%)	n.a.	61	48	26	28
息税前利润增长(%)	n.a.	58	108	35	29
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	56	71	35	29
每股收益增长(%)	n.a.	40	71	33	30
核心每股收益增长(%)	n.a.	53	81	35	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	6,428	5,282	6,164	9,415	11,941
应收帐款	4,148	5,973	7,534	7,608	9,006
库存	10,715	20,994	29,107	34,583	41,437
其他流动资产	1,106	1,006	1,226	1,367	1,544
流动资产总计	22,397	33,255	44,031	52,974	63,929
固定资产	8,959	13,833	15,405	16,547	17,692
无形资产	2,458	3,162	3,501	3,405	3,313
其他长期资产	10,100	10,972	11,174	11,182	11,202
长期资产总计	21,517	27,967	30,080	31,135	32,206
总资产	43,914	61,221	74,110	84,109	96,135
应付帐款	5,633	8,471	11,101	12,466	14,355
短期债务	3,372	9,329	12,015	12,746	13,716
其他流动负债	6,818	9,874	11,619	13,805	15,640
流动负债总计	15,823	27,674	34,735	39,017	43,711
长期借款	6,658	12,255	12,569	12,569	12,569
其他长期负债	2,627	2,963	3,259	3,326	3,435
股本	3,873	3,873	4,284	4,284	4,284
储备	13,063	12,574	17,250	22,813	30,022
股东权益	16,936	16,447	21,534	27,097	34,305
少数股东权益	1,870	1,882	2,014	2,101	2,115
总负债及权益	43,914	61,221	74,110	84,109	96,135
每股帐面价值(人民币)	4.37	4.25	5.03	6.33	8.01
每股有形资产(人民币)	3.74	3.43	4.21	5.53	7.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.93	4.21	4.30	3.71	3.35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,727	3,870	6,317	8,260	10,560
折旧与摊销	547	834	461	625	785
净利息费用	174	339	591	636	642
运营资本变动	(1,457)	(6,765)	(5,939)	(2,072)	(5,192)
税金	(690)	(919)	(1,516)	(1,982)	(2,534)
其他经营现金流	(604)	(715)	(646)	(974)	(926)
经营活动产生的现金流	697	(3,356)	(732)	4,493	3,334
购买固定资产净值	(3,770)	(4,744)	(1,505)	(1,646)	(1,805)
投资减少/增加	4	1	0	0	0
其他投资现金流	1,051	(4,302)	599	195	552
投资活动产生的现金流	(2,715)	(9,045)	(906)	(1,451)	(1,253)
净增权益	5,853	12	0	0	0
净增债务	928	11,549	2,686	731	971
支付股息	(606)	(909)	(465)	(618)	(801)
其他融资现金流	240	603	299	97	276
融资活动产生的现金流	6,416	11,255	2,520	210	446
现金变动	4,397	(1,147)	882	3,251	2,526
期初现金	2,032	6,428	5,282	6,164	9,415
公司自由现金流	(2,018)	(12,401)	(1,638)	3,041	2,081
权益自由现金流	(1,090)	(853)	1,048	3,772	3,051

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.6	15.2	17.6	18.8	19.0
息税前利润率(%)	11.8	11.6	16.2	17.4	17.6
税前利润率(%)	19.0	16.7	18.4	19.1	19.1
净利率(%)	13.5	11.7	13.6	14.3	14.5
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	8.6	7.3	9.2	11.4	14.4
净权益负债率(%)	19.2	88.9	78.2	54.5	39.4
速动比率(倍)	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	19.1	13.6	8.6	6.5	5.0
核心业务市盈率(倍)	25.1	16.3	9.8	7.2	5.5
目标价格的核心市盈率(倍)	33.6	21.9	13.1	9.7	7.4
市净率(倍)	2.1	2.2	1.9	1.5	1.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.1	17.6	11.6	8.3	6.3
目标价格/现金流(倍)	52.2	(10.8)	(52.3)	8.9	12.1
周转率					
存货周转天数	359.8	319.9	359.4	367.7	342.4
应收帐款周转天数	105.2	79.8	72.0	63.9	54.9
应付帐款周转天数	142.9	111.3	104.3	99.5	88.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.5	16.3	24.5	25.4	26.1
资产收益率(%)	2.9	3.9	6.2	7.2	8.2
已运用资本收益率(%)	6.0	7.8	12.6	14.7	16.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

冀东水泥 (000401.SZ/人民币 21.80, 买入)
天山股份 (000877.SZ/人民币, 32.02, 买入)
赛马实业 (600449.SS/人民币 32.45, 买入)
海螺水泥 (600585.SS/人民币 29.02, 买入; 0914.HK/港币 31.9, 买入)
华新水泥 (600801.SS/人民币 27.65, 持有)
祁连山 (600720.SS/人民币 15.36, 买入)
亚泰集团 (600881.SS/人民币 6.32, 未有评级)
塔牌集团 (002233.SZ/人民币 13.81, 未有评级)
江西水泥 (000789.SZ/人民币 12.05, 未有评级)
北新建材 (000786.SZ/人民币 12.31, 未有评级)
中国建材 (3323.HK/港币 14.6, 未有评级)
亚洲水泥 (0743.HK/港币 5.8, 未有评级)
山水水泥 (0691.HK/港币 7.9, 买入)
华润水泥 (1313.HK/港币 7.1, 买入)
西部水泥 (2233.HK/港币 3.0, 买入)
首开股份 (600376.SS/人民币 12.37, 买入)
滨江集团 (002244.SZ/人民币 11.80, 买入)
福星股份 (000926.SZ/人民币 11.27, 买入)
荣盛发展 (002146.SZ/人民币 12.73, 买入)
新湖中宝 (600208.SS/人民币 5.89, 买入)
苏宁环球 (000718.SZ/人民币 8.82, 买入)
中南建设 (000961.SZ/人民币 11.70, 买入)
建发股份 (600153.SS/人民币 8.68, 买入)
华发股份 (600325.SS/人民币 10.78, 买入)
嘉凯城 (000918.SZ/人民币 7.77, 持有)
冠城大通 (600067.SS/人民币 9.45, 买入)
深振业 A (000006.SZ/人民币 7.96, 持有)

中华企业 (600675.SS/人民币 7.64, 持有)
中航地产 (000043.SZ/人民币 12.88, 持有)
京投银泰 (600683.SS/人民币 9.63, 持有)
鲁商置业 (600223.SS/人民币 7.92, 买入)
阳光城 (000671.SZ/人民币 7.88, 持有)
中国海外发展 (0688.HK/港币 15.80, 持有)
保利香港 (0119.HK/港币 5.71, 买入)
华润置地 (1109.HK/港币 13.84, 未有评级)
远洋地产 (3377.HK/港币 4.17, 持有)
雅居乐 (3383.HK/港币 12.56, 买入)
世茂房地产 (0813.HK/港币 10.34, 未有评级)
合景泰富 (1813.HK/港币 5.23, 未有评级)
富力地产 (2777.HK/港币 10.22, 卖出)
龙湖地产 (0960.HK/港币 13.00, 持有)
合生创展 (0754.HK/港币 7.21, 未有评级)
恒大地产 (3333.HK/港币 5.66, 未有评级)
首创置业 (2868.HK/港币 2.63, 未有评级)
绿城中国 (3900.HK/港币 8.12, 未有评级)
深圳控股 (0604.HK/港币 2.42, 未有评级)

以2011年5月20日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与金隅股份存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371