



建材/原材料

金隅股份 (601992)

水泥弹性、保障房与吨流通市值最低

韩其成
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.com
 编号 S0880511010022

本报告导读:

金隅较低流通市值将带来水泥业务爆发阶段市值增长高弹性。盈利预测: 预计公司 11-12 年 EPS 1.11、1.48 元, 增持, 目标价 18.8 元。

投资要点:

金隅股份水泥业务状况良好。目前华北地区水泥价格不算高位, 京津冀建设发展提供良好的需求环境, 而随着市场集中度越来越高, 价格上涨的趋势会越来越明朗。目前京津都不允许在建新产能, 而河北新增今年净增仅 1500 万吨。10-12 年全国淘汰约 4 亿吨落成产能, 公司所在京津冀及山西地区淘汰比例占全国落成产能 20% 以上, 因此随着冀东与金隅市占率再提升, 可预期明年价格联盟效应应该比今年要增加, 价格弹性明年将更大。

保障房建设将在 8-10 月进入高峰期, 今年北京地区 20 万套保障房建设任务必定完成, 甚至可能超预期完成总量任务及提前完成时间安排, 同时北京政府将进一步通过多种途径推动企业保障房参与热情。公司保障房开发用地来自于大量自有工业用地, 成本低廉, 含一级开发的保障房项目毛利率高达 20% 以上。10 年公司保障房结转面积同增 299%, 预售面积同增 611%。保障房建设同时拉动公司水泥需求, 金隅水泥产能所在地区 11 年保障房建设目标合计达到 267 万套, 可拉动超过 2500 万吨水泥需求。

我们预计金隅股份 2011 年水泥销量将约为 3838 万吨, 对应目前股价的单位水泥销量流通市值仅为 118 元/吨, 为水泥股中最低值。相似水泥企业: 华新 271 元/吨、江西 341 元/吨、塔牌 367 元/吨、冀东 367 元/吨、海螺 594 元/吨。金隅较低流通市值将带来水泥业务爆发阶段市值增长高弹性。

盈利预测: 预计公司 11-12 年 EPS 1.11、1.48 元, 增持, 目标价 18.8 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12,767	23,134	36,046	47,243	57,353
(+/-)%	44%	81%	56%	31%	21%
经营利润 (EBIT)	1,696	2,672	5,488	7,387	9,566
(+/-)%	108%	58%	105%	35%	29%
净利润	1,887	2,702	4,765	6,322	8,235
(+/-)%	44%	43%	76%	33%	30%
每股净收益 (元)	0.49	0.70	1.11	1.48	1.92
每股股利 (元)	0.20	0.07	0.07	0.07	0.07

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	13.3%	11.6%	15.2%	15.6%	16.7%
净资产收益率 (%)	11.6%	16.4%	22.3%	23.1%	23.3%
投入资本回报率 (%)	9.2%	7.9%	12.5%	14.3%	17.7%
EV/EBITDA	27.8	21.1	12.7	9.6	7.0
市盈率	30.5	21.3	13.4	10.1	7.7
股息率 (%)	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.88

上次预测: 18.88

当前价格: 14.88

2011.06.23

交易数据

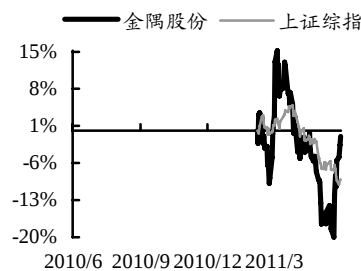
52 周内股价区间 (元)	11.90-17.75
总市值 (百万元)	63,742
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,284/316
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,169
流通股比例	35%
日均成交量 (百万股)	14
日均成交值 (百万元)	214

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	17,782
每股净资产	4.15
市净率	3.6
净负债率	124%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.06	0.10
Q2	0.20	0.32
Q3	0.08	0.12
Q4	0.36	0.57
全年	0.70	1.11

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	-1%	0%
相对指数	15%	9%	-3%

相关报告

- 《水泥向上弹性空间, 保障房高盈利能力》
2011.06.20
- 《北京保障房建设力度超前, 金隅重要参...》
2011.06.14
- 《净利润同增 90.1%, 水泥价格联盟与保障...》
2011.04.27
- 《京津冀水泥价格联盟, 北京保障房龙头》
2011.03.28

模型更新时间: 2011.06.23

股票研究

原材料

建材

金隅股份 (601992)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.88**

上次预测: 18.88

当前价格: 14.88

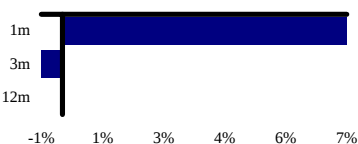
公司网址

www.bbmj.com.cn

公司简介

公司是全国最大的建筑材料生产企业之一,是北京地区领先的房地产开发企业。公司的经营范围是建材制造、房地产开发和不动产经营产业,主要产品是高标准水泥、家具、矿棉吸声板、加气混凝土、耐火材料、房地产开发经营、物业管理、销售自产产品等。公司持有及与独立第三方共同拥有多项先进技术的专利权,并已起草或审阅超过多项建筑材料业界的国家及行业标准,公司拥有一个国家级企业技术中心、一个国家重点实验室。公司的“金隅”牌水泥被认定为中国驰名商标、中国名牌产品。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

11.90-17.75

市值 (百万)

63,742

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

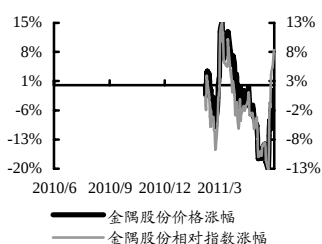
EV/EBITDA

P/S

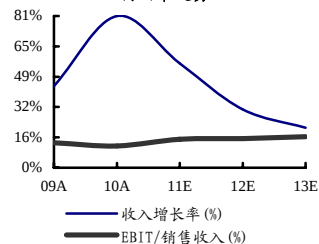
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	12,767	23,134	36,046	47,243	57,353
营业成本	9,124	17,096	25,548	33,667	40,618
税金及附加	444	991	1,298	1,654	2,007
销售费用	476	858	1,190	1,465	1,721
管理费用	1,027	1,517	2,523	3,071	3,441
EBIT	1,696	2,672	5,488	7,387	9,566
公允价值变动收益	674	674	1,193	1,312	1,443
投资收益	73	33	50	70	65
财务费用	178	346	880	1,036	874
营业利润	2,224	2,950	5,790	7,683	10,140
所得税	670	919	1,609	2,110	2,749
少数股东损益	86	235	414	547	713
净利润	1,887	2,702	4,765	6,322	8,235
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	6,263	5,282	5,810	6,972	8,367
其他流动资产	46	22	0	0	0
长期投资	9,417	10,318	10,318	10,318	10,318
固定资产合计	7,948	13,833	15,312	15,827	15,895
无形及其他资产	2,128	3,285	4,288	5,291	6,293
资产合计	41,812	61,221	75,161	90,091	99,537
流动负债	14,323	27,674	39,286	47,645	48,439
非流动负债	9,297	15,218	12,256	12,258	12,261
股东权益	16,329	16,447	21,323	27,345	35,280
投入资本(IC)	13,823	25,923	33,557	39,469	41,264
现金流量表					
NOPLAT	1,266	2,035	4,187	5,651	7,318
折旧与摊销	514	834	1,107	1,290	1,428
流动资金增量	-3,688	-5,784	-3,278	-4,395	-724
资本支出	-2,481	-4,843	-2,652	-1,561	-1,002
自由现金流	-4,390	-7,758	-635	985	7,020
经营现金流	192	-3,356	-538	2,364	7,751
投资现金流	-1,610	-9,045	-1,409	-179	506
融资现金流	5,624	11,162	2,475	-1,023	-6,863
现金流净增加额	4,205	-1,240	528	1,162	1,394
财务指标					
成长性					
收入增长率	43.7%	81.2%	55.8%	31.1%	21.4%
EBIT 增长率	107.8%	57.6%	105.4%	34.6%	29.5%
净利润增长率	44.3%	43.2%	76.4%	32.7%	30.3%
利润率					
毛利率	28.5%	26.1%	29.1%	28.7%	29.2%
EBIT 率	13.3%	11.6%	15.2%	15.6%	16.7%
净利润率	14.8%	11.7%	13.2%	13.4%	14.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.6%	16.4%	22.3%	23.1%	23.3%
总资产收益率(ROA)	4.5%	4.4%	6.3%	7.0%	8.3%
投入资本回报率(ROIC)	9.2%	7.9%	12.5%	14.3%	17.7%
运营能力					
存货周转天数	341	338	350	360	360
应收账款周转天数	33	32	34	35	35
总资产周转天数	966	813	690	58	30
净利润现金含量	0.10	-1.24	-0.11	0.37	0.94
资本支出/收入	19%	21%	7%	3%	2%
偿债能力					
资产负债率	56.5%	70.1%	68.6%	66.5%	61.0%
净负债率	23.4%	99.1%	95.0%	71.7%	36.1%
估值比率					
PE	30.5	21.3	13.4	10.1	7.7
PB	3.5	3.5	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	27.8	21.1	12.7	9.6	7.0
P/S	4.5	2.5	1.8	1.3	1.1
股息率	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

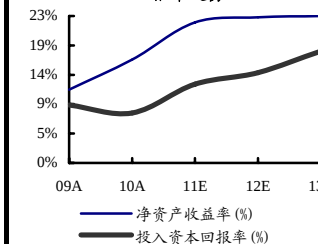
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

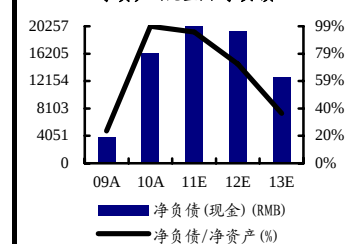


表 1: 水泥股单位销量流通市值比较

证券代码	证券简称	股价	总市值 (亿元)	A 股流通市值 (亿元)	2011 年销量- 万吨	单位销量流通市值
601992.SH	金隅股份	14.29	612.15	45.17	3838	118
600801.SH	华新水泥	22.61	182.51	108.35	4000	271
000789.SZ	江西水泥	15.49	61.33	61.32	1796	341
002233.SZ	塔牌集团	9.5	84.99	43.10	1175	367
000401.SZ	冀东水泥	22.37	271.30	271.18	7388	367
600585.SH	海螺水泥	25.22	1336.48	1008.72	16980	594
600881.SH	亚泰集团	7.45	141.16	141.16	2365	597
600720.SH	祁连山	16.31	77.46	77.44	1200	645
600449.SH	赛马实业	31.32	61.12	61.12	945	647
000877.SZ	天山股份	37.81	147.06	126.91	1800	705
600318.SH	巢东股份	18.38	44.48	44.48	475	936
600425.SH	青松建化	21	100.53	100.53	693	1451

数据来源: 国泰君安证券研究

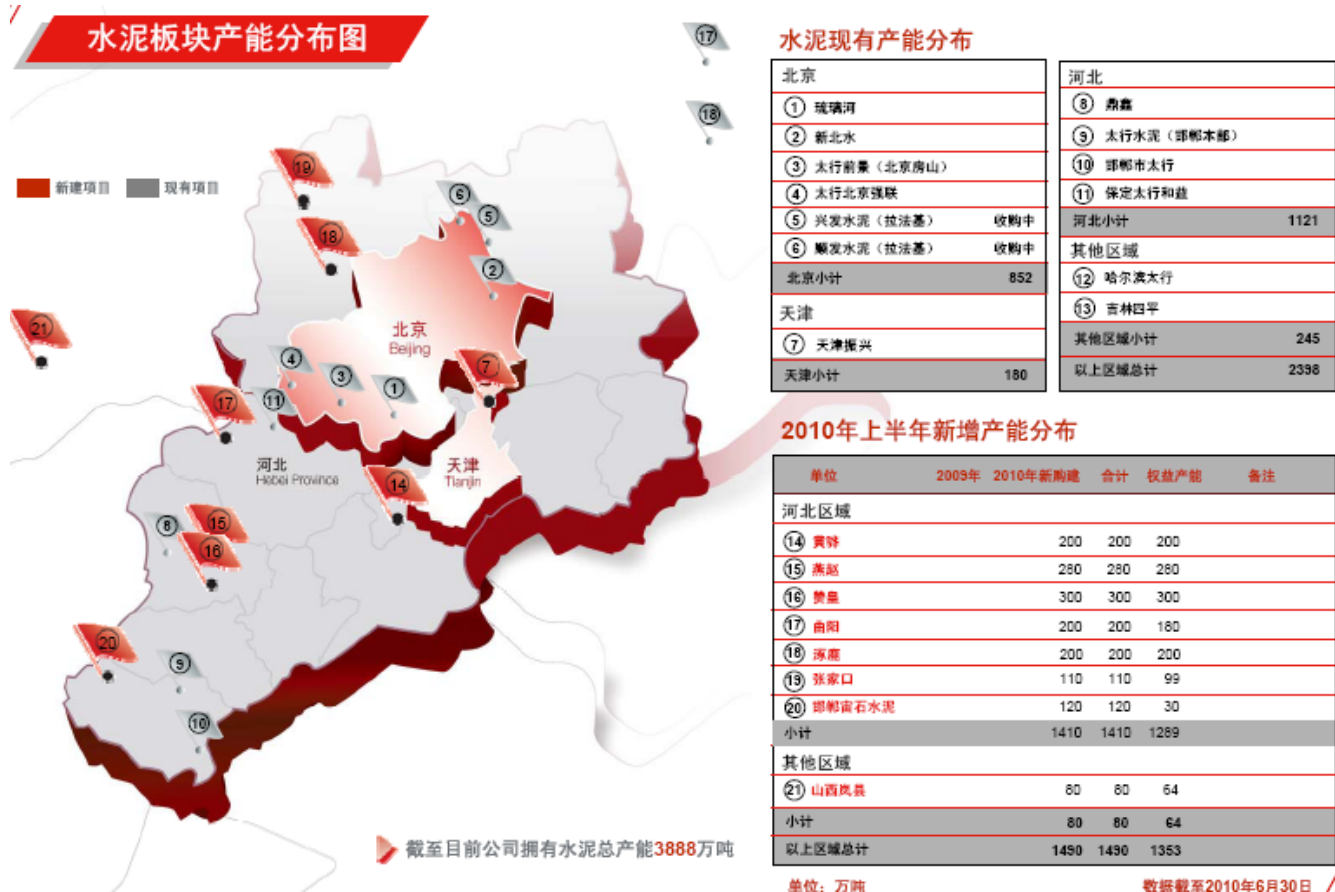
表 2: 金隅股份水泥生产情况

	合计产能		生产线情况		控股比例	权益产能		
	熟料产能	水泥产能				孰料	水泥	
房山-琉璃河	165	210	2000*1	2500*1	100%	165	210	
昌平-新北水	183	200	2000*1	3200*1	55%	101	110	
房山-前景（太行）	110	160		3200*1	67%	74	107	
房山-强联（太行）	53	52		1500*1	60%	32	31	
怀柔-金隅兴发	40	100		1200*1	96%	38	96	
顺义-金隅顺发	40	50		1200*1	70%	28	35	
平谷-金隅平谷	46	80		1200*1	100%	46	80	
北京小计	591	852						
天津振兴	160	180	2000*1	2500*1	61%	98	110	
天津小计	160	180						
黄骅-沧州临港	0	200			100%	0	200	
石家庄-鹿泉金隅鼎鑫	685	800	2500*2	5000*2	100%	685	800	
石家庄-赞皇金隅	248	300		2500*1	100%	248	300	
保定-曲阳金隅	165	200		4000*1	90%	149	180	
张家口-涿鹿金隅	165	200		4000*1	100%	165	200	
张家口-张家口金隅	62	110		1000*1	90%	56	99	
邯郸-金隅太行（太行）	330	451	2000*1	2500*1	5000*1	100%	330	451
邯郸-邯泥建材（太行）	0	20			51%	0	10	
邯郸-涉县金隅（太行）	100	120		3300*1	91%	91	109	
保定-和益（太行）	110	130		3200*1	75%	83	98	
保定-兴盛（太行）	0	50			82%	0	41	
河北小计	1,865	2,581						
黑龙江-哈尔滨兴隆（太行）	33	40		1200*1	43%	14	17	
吉林-四平金隅	83	100		2500*1	52%	43	52	
山西-岚县金隅	83	80		2500*1	80%	66	64	

山西-陵川金隅	99	150	3000*1	100%	99	150
河南-沁阳市金隅	83	105	2500*1 (在建, 预计 11 年下半年投产)	91%	76	96
其他区域小计	381	475				
合计	2,997	4,088			2685	3646

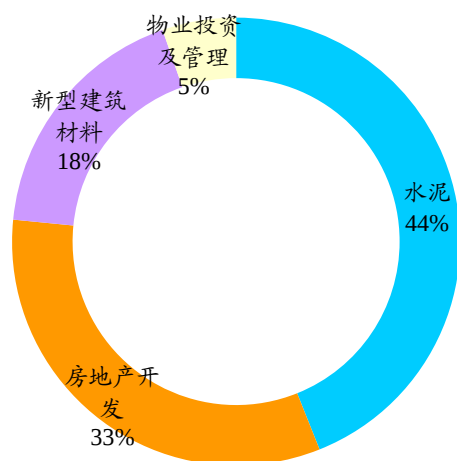
数据来源: 金隅股份、国泰君安证券研究

图 1: 金隅股份水泥板块产能图



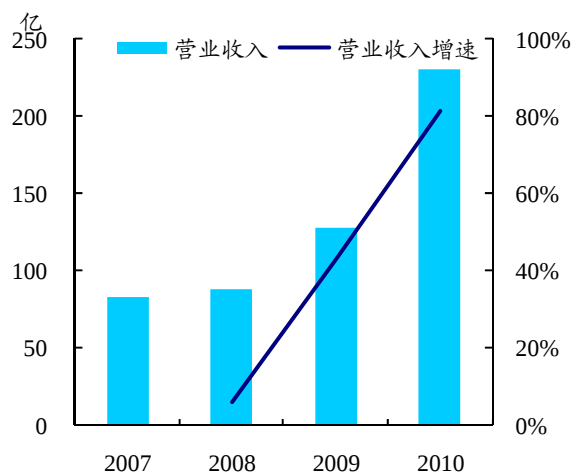
数据来源: 金隅股份、国泰君安证券研究

图 2: 金隅股份 2010 年收入结构



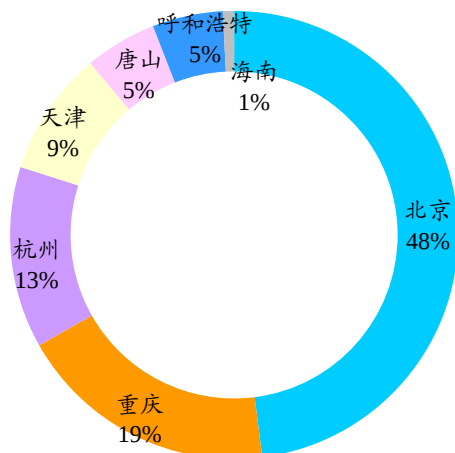
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 3: 金隅股份收入及增速



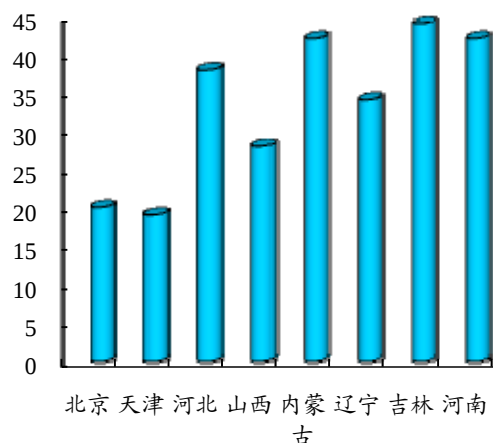
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 4: 金隅股份储备土地面积构成



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 5: 金隅股份水泥产能所在地区保障房建设目标



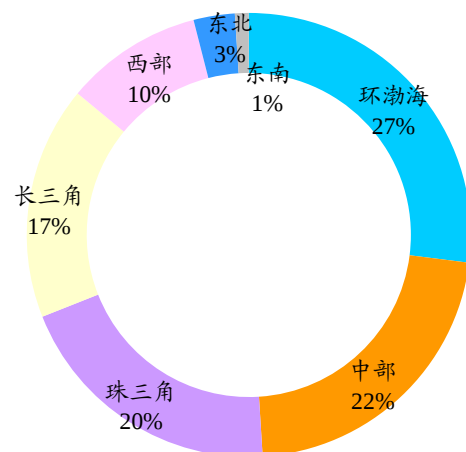
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 6: 华北重点水利投资区域及金隅水泥产能地



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 7: 全国地铁投资额分地区占比



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

表 3: 各地区地铁建设规划投资额

地区	2010 年投资额 (亿元)	2011-2015 年投资额 (亿元)
环渤海	503.17	2,814.70
长三角	386.49	1,824.33
珠三角	308.56	2,120.17
中部	217.25	2,374.52
东北	146.6	262.62
西部	75.42	1,059.94
东南	31.16	124.62

数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 8: 金隅股份投资性物业所在地段



数据来源: 金隅股份、国泰君安证券研究

表 4: 公司中标交通路网建设工程

序号	项目名称	序号	项目名称
1	津保高铁	11	张承高速
2	石武高铁	12	津秦铁路
3	京石高铁	13	大西铁路
4	112 高速	14	中南部铁路
5	平阳高速	15	张唐铁路
6	张石高速	16	邯长铁路
7	张涿高速	17	邯黄铁路
8	荣乌高速	18	准朔铁路
9	邢汾高速	19	太兴铁路
10	保阜高速	20	北京地铁工程

数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

表 5: 金隅股份保障房土地储备情况

编号	项目	位置	土地储备面积
1	燕山经济适用房	北京石景山区	33.2
2	金隅通和园	北京通州土桥	18
3	金隅康惠园	北京朝阳区双桥	25
4	朝阳新城及非配套公建	北京朝阳区东坝	25
5	金隅嘉和园及公建	北京昌平区东沙河	6.6
6	金隅美和园及公建	北京海淀区西三旗西	1.8
7	其他保障房及配套公建	北京各城区	4.5

合计

114.1

数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

表 6: 金隅股份 2011 年估值

2011 年	EPS	PE	对应股价
水泥及混凝土板块	0.45	18.00	8.10
新型建材板块	0.13	25.00	3.37
房地产板块	0.46	13.00	6.02
物业投资与管理业务	0.07	20.00	1.47
合计	1.11		18.80

数据来源：国泰君安证券研究

表 7: 金隅股份 2011 年分版块盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(万元)					
水泥及混凝土板块	484554	998664	1863792	2585990	3027601
新型建材板块	308060	411973	514198	586173	666346
房地产板块	365928	742112	1121000	1426610	1893080
物业投资与管理业务	69266	121060	105650	125514	148294
合计	1227808	2273809	3604639	4724286	5735321
合计增速	44.09%	85.19%	58.53%	31.06%	21.40%
毛利占比					
水泥及混凝土板块	30.90%	33.71%	39.67%	41.91%	39.90%
新型建材板块	19.97%	13.78%	12.10%	10.71%	9.95%
房地产板块	35.62%	40.19%	41.64%	41.19%	44.12%
物业投资与管理业务	13.51%	12.32%	6.59%	6.19%	6.03%
毛利率					
水泥及混凝土板块	21.83%	19.57%	22.34%	22.00%	22.06%
新型建材板块	22.19%	19.39%	24.70%	24.80%	25.00%
房地产板块	33.32%	31.40%	39.00%	39.20%	39.00%
物业投资与管理业务	66.75%	58.98%	65.50%	67.00%	68.00%
毛利率合计	27.88%	25.50%	29.12%	28.74%	29.18%
净利润	1887.17	2701.99	4766.83	6320.98	8207.08
净利润增速	44.32%	43.18%	76.42%	32.60%	29.84%
EPS		0.63	1.11	1.48	1.92

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名, 2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

张琨 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 上海财经大学数量经济专业硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		