



建材/原材料

金隅股份 (601992)

华北水泥集中度提升趋势与保障房建设得力

——金隅股份交流纪要

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

本报告导读:

金隅股份具备水泥弹性与保障房概念, 受益水泥区域价格联盟及保障房开发。预计 11-12 年 EPS 1.11、1.48 元, 增持, 目标价 18.88 元。

事件:

8 月 1 日, 我们组织 20 多位机构投资者与金隅股份董秘就近期水泥行业基本状况、保障房建设进展以及公司经营状态进行了充分的交流, 现将主要交流内容以及分析结论展示。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.88

上次预测: 18.88

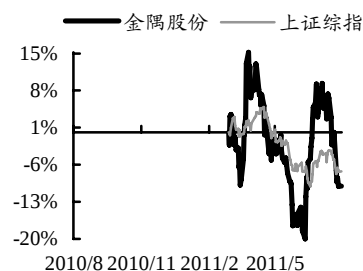
当前价格: 13.25

2011.08.03

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.90-17.75
总市值 (百万元)	56,760
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)	15
日均成交值 (百万元)	229

52 周内股价走势图



相关报告

《水泥弹性、保障房与吨流通市值最低》	2011.06.23
《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

评论:

● 董秘对于金隅股份的简要介绍:

金隅股份成立于 1955 年, 经营时间很长。公司为国企控股, 由北京国资委监管。金隅股份目前对整体产业结构定位比较清楚, 一方面是水泥板块, 一方面是地产板块, 其他还有 TOTO 之类的建材产品, 但是占比很小。房地产开发的产品结构比较特殊, 第一个特点: 公司本身是北京最大的保障房参与企业, 李克强等领导在北京视察的都是金隅股份做的保障房项目。第二个特点: 地产开发企业比如万科近 2 年才开始做, 但金隅很早就开始做保障房项目。第三个特点, 金隅股份的拿地和其他企业不一样, 公司的保障房项目用地都是自己的储备土地, 今年拿到的两块地都是原先公司自己的土地拿过来。

水泥与地产业务方面: 产能增长比较快, 今年的水泥销售规划是 3800-4000 万吨, 产能基地覆盖京津冀, 市场掌控较强。水泥业务上半年情况完成不错。房地产方面, 金隅股份从结构上加快保障性住房的建设, 同时

请务必阅读正文之后的免责条款部分

保障房建设资金的支持对金隅股份保障性住房有帮助的。

● **问答部分纪要:**

问题一: 今年北京地区保障房建设规划目标情况? 金隅股份到目前为止保障房建设情况、销售价格以及地区分布情况?

回答: 北京地区今年保障房建设规划为 20 万套, 其中 10 万套为定向安置, 7 万套是公租和廉租房, 3 万套是两限房和经济适用房。金隅股份 2011 年原来计划结转 90-100 万, 结构上估计 60% 为保障住房, 利润率不比去年低, 目前土地储备 600 万平方米中 150 万平方米储备为保障房。金隅股份的两限房在售的均价为 7-8000 元/平米, 其中通州 6500 元/平米、朝阳新城 7500-8000 元左右, 相对应的周边奥林匹克花园要 2 万多。

问题二: 金隅股份保障房建设的盈利状况, 今年的保障房土地转化量情况?

回答: 金隅股份的保障房建设主要以两限房与经适房为主。两限房售价是政府定的, 金隅土地都是工业用地转过来的, 整个的房地产板块利润率估计 30%。盈利能力今年估计要高些, 因此去年经济适用房里面利率要稍微低些, 今年两限房价格也涨了一点。整体今年结转的比去年高价格, 去年 9000 元不到, 今年接近 1 万。去年 51% 的结转, 今年 60% 结转, 去年低因为经济适用房多些。唯一一块是从市场上买的地, 这个项目税前利润率 8% 左右。保障房计划 150 万平方米都是处于在建, 最近有个两限房在朝阳区的地 9.5 万平方米转换 20 万平方米楼面年底之前开工。土地面积对应到建筑面积通常测算按 1 比 2, 专程建筑面积 2 多一些。

保障房目前都是抢购的状态, 因为价格要低很多, 所以这块回款比较有保障。3600 万套保障房建设目标是为了 20% 居民提供改善性住宅的生活质量帮助。目前金隅股份两限房都是通过抽签, 摇号等方式进行分配销售。

问题三: 去年增值税返比较多, 而相关政策很多是到去年底截至, 今年情况怎么样?

回答: 目前了解到的情况, 水泥这块没问题, 金隅股份在北京, 对于环保方面要求高, 所以持续没问题。金隅股份在废弃排放等环保指标上明显好于同行。

问题四: 房地产调控背景下的 11 年房地产业务情况?

回答: 北京进入调控严厉阶段, 房地产销售的压力集中在商品房, 因为政策开展限购, 使得本来能买得起的不让买了, 同时对于改善性住房的首付要求高, 剩下的几乎是没能力买的。金隅股份对全年预计没有变化, 同样包括水泥这块也不变, 今年在一线城市是有很大的压力, 但是在保障房的结转和建设都在加快, 把商品房政策损失挽回, 保障房建设肯定要加大的。

问题五: 京津冀地区淘汰落后产能和限制新产能方面的最新情况, 12-13 年的供需以及水泥价格怎么看?

回答: 今年华北地区淘汰 2700 万吨, 主要是河北地区, 整个河北地区约 1.5 亿吨的落后产能。淘汰水泥就需要增量来补充, 但是目前审批是很严格的, 38 号文后的在建水泥产能到今年都释放差不多了, 明年基本上就没有什么释放了。38 号文后审批权到发改委, 金隅股份都是收购国企的企业, 或者收购的当时批准了的生产线。现阶段生产线还是不批准比较可信, 除了新疆等特殊地区, 其他的省市必须要坚决支持, 因为整个行业规模已经不小了。水泥行业发展需要在质上面的改变, 比如环保提升等。因为只有大的企业才舍得花钱投入环保等方面的投入, 所以集中度需要进一步调整, 从这个角度上讲。部分投资者决策是看水泥价格, 但上市公司层面的决策是看行业的发展, 基于未来 15 年城市化进程是要延续的, 固定资产增速会下降, 但是总体增量是可以看到的, 水泥在可预见的空间内都是可以发现发展机会。这就是为什么中建材、中材股份选择进入水泥行业, 因为边际比较大, 发展空间是可以估计出来的, 最近的整合是在存量上做文章, 把市场影响力显著提升。如果区域市占率达到 60%, 那肯定有定价权。首都机场供应时, 一天 1 万吨需求, 当时只有金隅股份敢供, 因为中小企业保障不了, 运输没保障。水泥价格不可能无限制涨下去, 毕竟不是垄断行业, 当价格高到一定的阶段, 运输就不是问题了。所以对未来的供需, 无论是基建、农田水利都是持续存在的, 增长的趋势是永远不变的。去年华东价格高, 但是以前水泥跌倒 300 以下的, 大企业控制能增强还是能有影响, 控制才具备定价权利。

问题六：保障房以前促的比较急，压力大，现在动车事故后，会不会降低？

回答：高速铁路与公路建设肯定要放缓，因此这么大的安全事故，不做调整不行。由于基建是水泥需求重要组成，6-7 月的出货量减少也就是必然的，但是修正完了以后该建设的还是得建设，未来的建设空间仍然很大。当下情况肯定会有一些调整，但不是说出事故就不建了。

保障房方面比较放心，李克强说了，保障房需要保障建设质量、时间、数量等，保障房质量与商品房的没有大的区别，不需要担心，因为政治风险远高于经济风险，保障房难度不高，基础材料都能满足，金隅股份在北京盖了 5 万套了，接近 400 万平米，质量都没有出什么问题。商品房现在慢也不是盖得慢，而是销售下来了。保障房现在强调的是开工，不是竣工，北京开 20 万，竣工 10 万套。北京地区，首开，住总等企业都在加速建设保障房的情况。

问题七：河北水泥产能，明年新投产多不多？如果没有供给新增，是否会涨价？

回答：从金隅股份公司这边的情况来看，明年确实没有新产能供给了，因为该建的都建完了，观测数据还是看行业协会等方面的，即使有，也是原来批的，没建完的，而且量也很少。生产线量上面肯定是要控制的，水泥再好，毕竟也是消耗性的产品。目前放开生产线的，一种是新疆地区，另一种是符合 PVC 生产配套的水泥生产线，消耗废料。

至于是否会涨价主要还是看环境，包括淘汰落后产能以及大企业的技术改造等方面。如果供需还是存在比较良性的关系，那就有涨价的空间。水泥行业觉有周期性，但华北地区价格是比较稳的，跌的最低是也比较稳，但从金隅股份做的一些判读，水泥价格还是有一定的上升空间。

问题八：商品房情况预判政策持续时间？公司未来情况怎么样？

回答：中央政策至少要到 2013 年年初，就是政府换届的情况。明年商品房商估计有一些撑不住了，面临倒闭等；今年政策估计不太会放开，如果要放开的话，那为什么 2、3 线城市要限购，从逻辑上说不通的。1 线城市限购了，投资挤压到了 2、3 线，2、3 线在调控，那么就投资就只有去郊县地区了。

金隅股份的增长还是比较明显，主要靠水泥+房地产开发，房地产去年储备了很多项目，北京、天津、重庆等地都有。调控阶段房地产靠实力竞争，同一区域的房，同样的价格看谁卖得出去，这会考评很多方面，房地产每年都调控，金隅股份要做的就是让企业能力增强。商品房、保障房结转面积都大幅增长。

● 我们对于金隅股份的分析判断：

北京保障房建设 9 月前必须开工，执行力度超前，使得我们对于今年北京地区保障房建设执行充满信心。为完成“年内开工、收购 20 万套，竣工 10 万套”的保障房任务，北京市规定所有计划开工保障房项目 9 月底前需全面开工，同时制定月度目标督促开工。

金隅股份是北京最早最大保障房建设者之一，公司累计开发保障性住房 400 多万平方米，提供住房近 5 万套。金隅股份 2010 年地产结转面积 87 万平米，其中保障房面积为 45 万平米，占比 51.7%。公司是北京最早最大的保障房参与者之一，10 年保障房结转、销售面积分别同增 298.2%、611%。保障房开发用地来自于自有工业用地，成本低廉，项目盈利良好。

华北地区水泥价格协同效应明年弹性更大。华北京津冀地区冀东水泥和金隅股份孰料市场份额超过约 50%，同时河北人均干法超过 900 公斤，一般不会放开即使也是最后，因此可预期明年价格联盟效应应该比今年要增加，今明两年还要大量淘汰落后产能，可以预期明年华北弹性较大。

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 111 元/吨，为水泥股中最低值。相似水泥企业：华新 304 元/吨、江西 383 元/吨、塔牌 554 元/吨、冀东 358 元/吨、海螺 593 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: 金隅股份具备水泥弹性与保障房概念, 受益水泥区域价格联盟及保障房开发。预计 11-12 年 EPS 1.11、1.48 元, 增持, 目标价 18.8 元。

附录:

表 1: 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