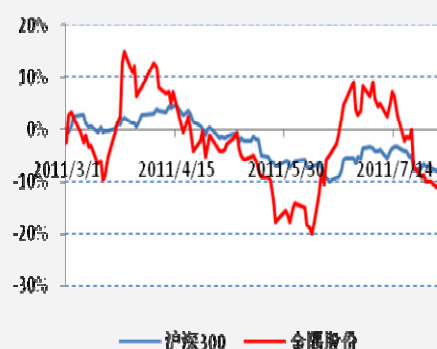




金隅股份：纵向一体化的区域性龙头企业

金隅股份与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	4284
实际流通 A 股（百万股）	316.13
实际流通 A 股市值（亿元）	41.4

研究员 张文刚

投资咨询证书号 S0620511010008

研究员 周庭佐

电话 025-83367888-3025

邮箱 zhoutingzuo@126.com

● 内容提要

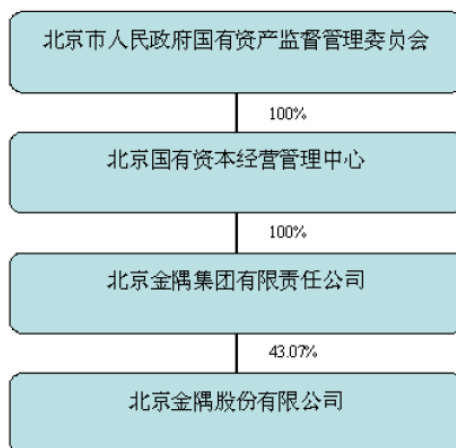
公司评级： 推荐

- **公司概况：**公司以建材制造为主业，并将产业链向纵向延伸至房地产和物业投资及管理等行业，逐步形成了以水泥、新型建筑材料、房地产和物业投资及管理四大主业的大型建材生产企业。
- **水泥板块：**公司水泥业务主要分布在京津冀地区，是北京、天津和河北地区最大的水泥供应商，目前公司控制的产能在4000万吨，预计公司控制产能规模将进一步扩张。同时，公司也是今年落后产能淘汰的最大受益者，2010年河北地区落后产能淘汰规模高达2688.8万吨，而公司在河北地区权益产能占比高达68%。
- **房地产板块：**公司土地储备面积达到668万平方米，是北京最大的保障性住房开发商之一。与其他企业保障房建设不同，公司建设保障房用地中相当一部分土地来源于自有工业用地的转换，成本低廉甚至为零。保守估计，公司保障房项目的毛利率将维持在20%以上。
- **物业投资和管理板块：**公司在北京核心区域持有的各类投资性物业合计建筑面积为75万平方米，绝大部分分布于北京三环以内。同时，公司投资性物业存在一定的低估，以2010年为例，公司投资性物业账面价值为97.62亿元，以持有的67.2万平米计算，投资性物业价值为14520元/平米，远低于市场价格，升值潜力巨大。
- **盈利预测：**保守预计公司2011-2012年的EPS分别为0.93和1.23，其中，各板块在2011-2012年贡献EPS分别为：水泥板块为0.43元和0.59元，新型建材为0.09元和0.1元，房地产板块为0.33元和0.43元，物业投资和管理板块为0.09元和0.10。采用分类加总法对公司进行估值，公司价值区间为：13.46-15.74元之间，给予推荐评级
- **核心风险：**京津冀地区水泥景气度低于预期；房地产销售进度缓慢。

一、公司概况——纵向一体化的区域性龙头

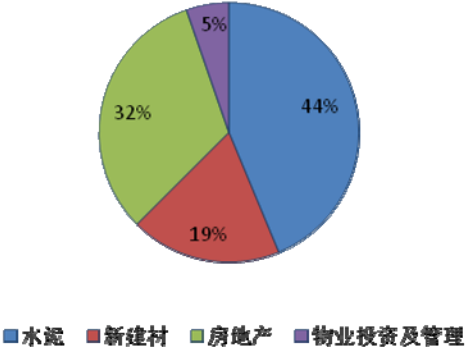
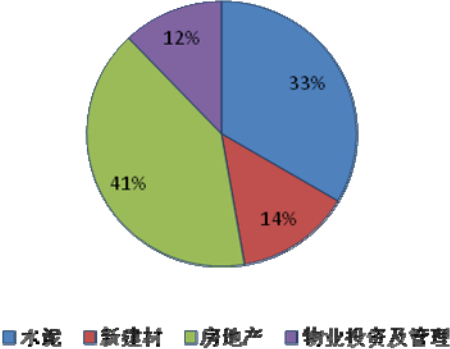
北京金隅股份有限公司（简称金隅股份）由金隅集团、中材股份等五家企业于2005年12月共同发起设立，并于2009年7月在香港上市。今年3月，公司成功登陆上交所，所发股份全部用作对太行水泥的换股吸收合并。公司控股股东为金隅集团，实际控制人为北京是国资委，股权结构如下：

图1 公司股权结构



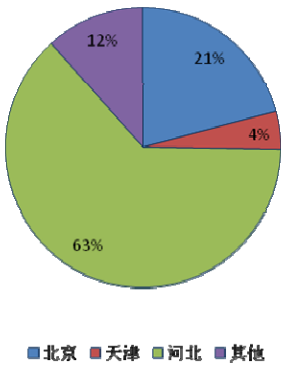
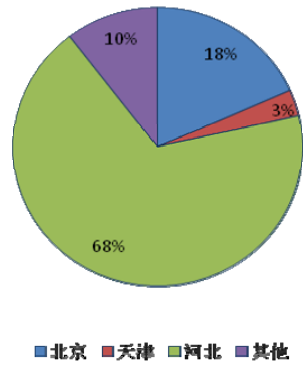
（资料来源：公司公告）

公司以建材制造为主业，并将产业链向纵向延伸至房地产和物业投资及管理等行业，形成了中国大型建材生产企业中独一无二的纵向一体化企业。目前，公司主营业务由四大板块构成：水泥、新型建筑材料、房地产和物业投资及管理。公司通过外延扩张和内生发展，已经成为京津冀地区最大的水泥及商混供应商，北京地区最大的房地产开发商和保障房建设商之一。

图2 公司主营业务构成	图3 公司毛利来源构成
 ■ 水泥 ■ 新建材 ■ 房地产 ■ 物业投资及管理	 ■ 水泥 ■ 新建材 ■ 房地产 ■ 物业投资及管理
资料来源：公司公告，南京证券	资料来源：公司公告，南京证券

二、水泥板块——环渤海地区龙头企业

公司水泥业务主要分布在京津冀地区，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%以上的市场份额。公司通过外延式收购和新增水泥生产线，公司控制产能已经从2009年的1633吨到2010年4000万吨，预计公司控制产能规模将进一步扩张。

图4 公司控制产能分布情况	图5 公司权益产能分布情况
 图4展示了公司控制产能的分布情况。饼图分为四个部分：北京（21%）、天津（4%）、河北（63%）和其他（12%）。图例显示：北京（蓝色）、天津（红色）、河北（绿色）、其他（紫色）。	 图5展示了公司权益产能的分布情况。饼图分为四个部分：北京（18%）、天津（3%）、河北（68%）和其他（10%）。图例显示：北京（蓝色）、天津（红色）、河北（绿色）、其他（紫色）。
资料来源：公司公告，南京证券	资料来源：公司公告，南京证券

京津冀地区水泥景气分化较大。受到地区间产能投放及市场集中度的影响，公司产能分布区域——京津冀地区，水泥景气分化较为严重。分地区来看：随着三季度水泥淡季的到来，各地区水泥价格出现一定的下滑，不过，北京地区的P0.42.5水泥价格仍远高于去年旺季的价格水平，与去年同期相比涨幅高达23%；天津P0.42.5水泥价格大幅回落，不过P0.32.5价格水平仍位于高位；石家庄地区P0.42.5水泥价格大幅回落至去年同期水泥的340元/吨，P0.32.5价格也出现大幅回落。

图6 北京地区水泥价格	图7 天津地区水泥价格	图8 石家庄地区水泥价格
资料来源: wind, 南京证券	资料来源: wind, 南京证券	资料来源: wind, 南京证券

河北地区水泥景气度有望在四季度得到提升。水泥行业的景气度受到供需的共同影响，从需求端来看，受到紧缩的货币政策影响，整个京津冀地区固定资产投资增速出现了一定程度的下滑，不过保障房的加快建设在一定程度上填补了基建对水泥需求的回落部分。

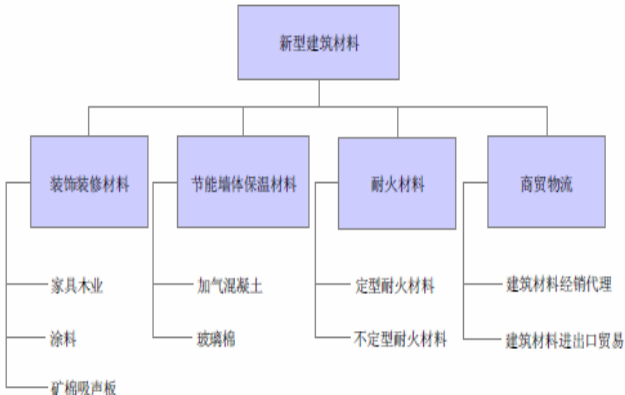
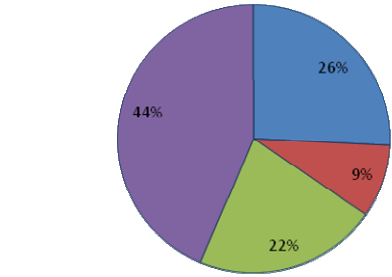
图9 京津冀地区FAI增速	图10 京津冀地区房地产投资增速
资料来源: 公司公告, 南京证券	资料来源: 公司公告, 南京证券

从历史经验来看，供给端的波动以及行业集中度的变化对水泥行业景气度的影响更大。供给面看，2011年整个华北地区仅有2条生产线开工，新增产能在630吨左右。同时，2011年工信部公布淘汰15327万吨的水泥落后产能，占比2010年产量约8.24%，其中河北地区受益最大，落后产能淘汰规模高达2688.8万吨。在河北地区，公司权益产能占公司总产能的比值高达68%，将在这次落后产能淘汰中明显受益。不仅如此，河北地区落后产能的淘汰更多以中小型水泥企业

为主，此次落后产能的落实，金隅和冀东在河北市场的占有率有望进一步提升，市场协同效应值得期待。基于以上分析，我们认为河北地区市场集中度将得到进一步提升，市场有望进入高度景气状态。

三、新型建筑材料板块简介——环渤海最大的环保建材供应商

公司是中国具有领导地位的新型建筑材料生产企业和北京最大的新型建筑材料生产商。公司与美国USG公司合资成立的星牌优时吉建筑材料有限公司是亚洲最大的矿棉板供应商，年产2500万平米矿棉吸声板；公司也是中国产能最大的不定型耐火材料供应商和中国最大的不定型耐火材料设计、研发、制造以及服务提供商之一。主要包括家具木业、涂料、矿棉吸声板、加气混凝土、玻璃棉及耐火材料等，除此以外还提供经销建筑材料的服务。新材料中，公司的耐火材料增速较快，营业收入在公司新型建筑材料板中占比已从2007年的9%提高到2010年上半年22%的水平。

图11 公司控制产能分布情况	图12 新型建筑材料板业务结构
	 ■ 装饰装修材料 ■ 节能墙体保温材料 ■ 耐火材料 ■ 商贸物流
资料来源：公司招股说明书，南京证券	资料来源：公司招股说明书，南京证券

四、房地产板块——特有的保障房高盈利模式

金隅股份是北京地区综合实力最强的房地产和保障房开发企业之一。目前，公司已经形成了立足北京、拓展至天津、重庆、海南、浙江、河北、内蒙等省区，有效分散房地产板块的非系统性风险。截止2011年1月份底，公司土地储备面积达到668万平米，其中北京储备面积为400万平米，而且大部分储备均集中在4环与5环附近。

图13 北京地区主要楼盘分布区域



(资料来源：公司数据)

保障房建设加快将降低房地产板块的风险。金隅股份是北京最大的保障性住房开发商之一，公司房地产业务明显受益于北京地区保障房建设的加快发展。2009年公司保障性住房结算面积为11.3万平米，同比增长157%，2010年，保障性住房结算面积45万平米，同比增速298%，占整个结算面积的52%。

保障房建设的盈利能力较高。与其他企业保障房建设不同，公司主要优势在于低廉甚至零成本的低价成本。目前，公司建设保障房用地中相当一部分来自于自有工业用地的转换，地价成本主要由土地平整成本构成。根据公司披露，公司目前拥有工业用1063万平米，其中约有200万平米在五环内外的工业用地未来将转变为建设用地。不仅如此，通过公司的相关资料不难发现，公司保障房建设中以限价房为主。与经济适用房（一般固定利润率为3%）相比，双限房的利润空间相对较大。通过与公司IR部门的相关人员交流，我们认为公司保障房项目的毛利率可维持在20%以上，净利率可维持在10%以上。

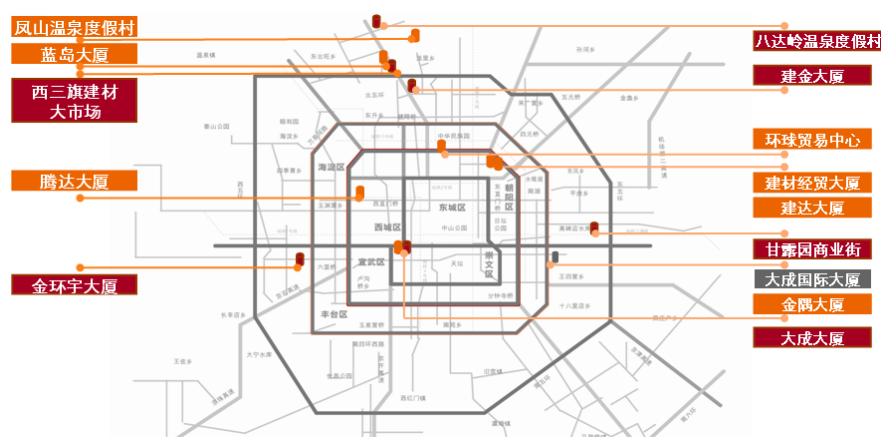
五、物业投资和管理板块——现金流稳定，具有升值空间

公司是北京最大的投资性物业持有者和管理者之一。截至2010年末，公司在北京核心区域持有的各类投资性物业合计建筑面积为67.2万平方米，其中主要有环球贸易中心，金隅大厦、腾达大厦、建达大厦、北京建材贸易中心和大成国际等。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。公司投资性物业存在一定的低估。2010年，公司投资性物业账面价值为97.62亿元，以持有的67.2万平方米计算，投资性物业价值为14520元/平米，远低于市场价格。

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，年中公司实际持有不动产面积达到120万平米。另外，公司通过旗下物业管理子公司管理着总面积超过600万平米的物业，其中150万平方米为高端物业。

图14 公司投资性物业的主要分布情况



(资料来源：公司资料)

六、公司估值

公司主营业务涵盖水泥、新型建材、房地产以及物业投资管理四个行业板块，四个模块的盈利模式各不相同，为不同模块应采用不同的估值水平。基于以上认识，我们采用分类加总法对公司进行估值。

水泥板块核心假设：受到公司外延收购和新建产能的驱动，公司产能将大幅提高。根据我们和公司IR（投资者关系部）部门的相关人员交流，我们保守估计公司水泥和商混在2011-2012年产能投放增速维持在分别维持在33%，15%和43%，17%。通过IR部门的相关人员交流，我们认为公司在水泥板块的战略仍然是扩大产能提高市场份额，而不是限产保价，不过考虑落后产能在今年下半年的集中淘汰以及区域行业集中度的提高，我们认为水泥价格在2011年下半年和2012年有大幅上涨的可能，中性预计公司2011-2012年水泥价格为304元/吨和330

元/吨。

表1 水泥板块盈利预测主要假设

	时间	2010.00	2011.00	2012.00
水泥	销售收入（百万元）	7809.00	11552.00	14421.00
	成本（百万元）	5895.80	7936.91	9564.44
	毛利率	25%	31%	34%
	销售量（百万吨）	28.50	38.00	43.70
	销售增长率	105%	33%	15%
	单价（元/吨）	274.00	304.00	330.00
	价格变化率	0%	11%	8%
	吨成本	206.87	208.87	218.87
	吨毛利	67.13	95.13	111.13
商品混凝土	收入合计（百万元）	2940.00	3660.00	4340.00
	成本合计	2701.86	3294.00	3906.00
	毛利率	8%	10%	10%
	销售量（百万立方）	8.40	12.00	14.00
	同比增速	78%	43%	17%
	单价（元/立方）	300.00	305.00	310.00
	成本合计	2701.86	3294.00	3906.00
	合计	10749.00	15212.00	18761.00

（资料来源：公司公告，南京证券）

预计2011-2012年，水泥业务实现收入为115.52和142.21亿元。净利润水平为17亿元和24亿元（扣除少数股东权益），对应EPS为0.40和0.56元。我们预计河北水泥市场景气度将得到提高，给予公司2011年14-16倍的PE水平，水泥板块的每股价格在5.60元-6.40元之间。

表2 水泥板块供需EPS对水泥价格的敏感性分析

水泥价格涨幅	10.00	20.00	30.00	40.00	50.00	60.00
水泥价格	284.00	294.00	304.00	314.00	324.00	334.00
吨成本	208.87	208.87	208.87	208.87	208.87	208.87
吨毛利	75.13	85.13	95.13	105.13	115.13	125.13
水泥板块贡献 EPS	0.28	0.34	0.40	0.46	0.52	0.58

（资料来源：南京证券）

混凝土业务2011-2012年对于EPS为0.026和0.031元/股，给予公司29-32倍的市盈率水平，混凝土业务对应股价为：0.76元-0.84元之间。水泥板块股价合计应在6.36元-7.24元之间。

房地产板块核心假设：受到房地产调控政策的影响，我们预计公司在2011年结算面积增速较为平稳，保守预计2011-2012年公司结算面积分别为98万平米（其中，保障房57万平米，商品房41万平米），105万平米（其中，保障房45万平米，商品房60万平米）。2010-2011每平米销售均价为10420元/平米、11500元/平米，毛利率分别为35%和39%，公司在2011-2012年对应的EPS为0.3和0.43。考虑公司地产业务中保障房占比较高，将有效分散地产调控的影响；同时，公司土地储备面积丰富，按照目前的结转进度，公司现有的储备需6年才能结转完毕，应该给予公司较高估值水平。保守估计，给予公司2011年14-15倍的PE水平，对应价格为：4.2-4.5元之间。

物业投资及管理板块核心假设：

随着二、三期项目进入运营逐步稳定，公司整体的出租率有望得到进一步提升。同时，受益于北京商务地产市场的回暖，租金也有可能进一步上升，预计公司2011-2012年物业投资及管理的收入为：15亿和17亿元。2011-2012年对应EPS为：0.087/0.107，给予12-14倍的PE，对应股价在1.0-1.2元/股之间。

新型建筑材料板块：

预计2011-2012年公司毛利水平相对较低的涂料、玻璃棉生产线将陆续投产，而高毛利的耐火材料没有新增产能，保守预计公司2011-2012年的毛利水平为19%和19%，2011-2012年贡献利润为4.8/5.2亿元，对应EPS为：0.1元/0.12元，给予2011年15-18倍的市盈率水平，每股价格为1.5-2.0元/股。

综合计算，金隅股份每股股价应在13.46-15.74之间，目前市场的股价为13.1，低于合理价格的下限，给予推荐评级。

表3 金隅股份每股股价

	水泥	房地产	新型建材	物业投资及管理	合计
最低估值	6.36	4.60	1.50	1.00	13.46
最高估值	7.24	5.3	2.00	1.20	15.74

（资料来源：南京证券）

表4： 利润表

单位：百万元	2010 年报	2011 年报	2012 年报
营业总收入	23,134.1	31,723.6	37,597.1
营业成本	17,096.2	22,383.0	25,474.8
毛利率	0.3	0.3	0.3
营业税金及附加	990.7	966.3	1,130.8
营业税率	0.0	0.0	0.0
销售费用	857.8	1,000.9	1,175.6
销售费用率	0.0	0.0	0.0
管理费用	1,517.3	1,715.1	1,904.9
管理费用率	0.1	0.1	0.1
财务费用	345.9	311.0	367.5
财务费用率	0.0	0.0	0.0
营业利润	2,949.8	5,347.3	7,543.5
利润总额	3,856.5	5,347.3	7,543.5
减：所得税	919.5	1,336.8	1,885.9
	0.2	0.3	0.3
净利润	2,937.1	4,010.5	5,657.7
减：少数股东损益	235.1	153.8	384.2
归属于母公司所有者的净利润	2,702.0	3,856.7	5,273.5
总股数（亿股）		42.8	42.8
稀释每股收益（元）	0.7	0.9	1.2

（资料来源：公司公告，南京证券）

核心风险：

京津冀地区水泥价格涨幅低于预期；

煤炭成本大幅上涨；

房地产销售进度缓慢。

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。