

金隅股份

601992

推荐

水泥和地产双轮驱动业绩增长

公司今日公布半年报，上半年实现营业收入 130.78 亿元，同比增长 39.9%；实现归属于母公司净利润 16.36 亿元，同比增长 54.1%；基本每股收益 0.39 元。

投资要点：

- **水泥和地产双轮驱动业绩增长。**从半年度毛利看，水泥板块从去年 6.81 亿元增加至 14.91 亿元，房地产板块从去年 7.32 亿元增加至 13.99 亿元，两者合计贡献公司 90% 的毛利增幅。
- **水泥板块量价齐升。**上半年公司销售水泥及熟料 1743 万吨，同比增加 531 万吨，增量主要来自去年收购或投产的河北和天津 8 条水泥生产线，预计下半年水泥增量主要来自吉林、山西和河南 4 条水泥生产线，此外，不排除公司在区域市场继续收购的可能。水泥毛利率 25.8%，同比提高 6.8 个百分点，毛利率提升主要来自北京水泥价格同比大幅上涨，河北水泥价格涨幅相对有限，预计下半年北京和河北水泥价格相对平稳，毛利率保持稳定。
- **房地产板块稳定增长。**房地产板块上半年结转收入 37.49 亿元，同比增长 54.15%，结转面积 37.4 万平米，同比增长 11%；合同签约金额 49.44 亿元，同比增长 87.2%，合同签约面积 37.3 万平米，同比增长 45.7%；公司 600 万平米土地储备总楼面面积，其中保障房 150 万平米，确保未来房地产板块的发展。
- **水泥板块资金压力不大，但地产板块有一定资金压力。**公司资本性开支项目从去年同期的 31 亿元降至 10 亿元，主要原因是大量水泥生产线建成投产后，公司的资本性开支大幅下降，所以水泥板块的资金压力不大。但上半年公司房地产开发投资增加了约 20 亿元，使得公司银行贷款增加了 30 亿元以上，从而导致上半年财务费用同比增加 2 亿元，宏观调控使公司房地产板块有一定的资金压力。
- **给予“推荐”评级。**根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 0.88、1.18、1.56 元，对应 11 年 14.58 倍 PE，估值基本合理，给予推荐评级。

风险提示：

- 华北固定资产投资增速低于预期
- 房地产调控政策的不确定性

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	23134	31455	44350	58600
同比(%)	61%	36%	41%	32%
归属母公司净利润(百万元)	2702	3789	5063	6697
同比(%)	43%	40%	34%	32%
毛利率(%)	26.1%	28.8%	28.7%	29.5%
ROE(%)	16.4%	18.0%	18.9%	19.6%
每股收益(元)	0.63	0.88	1.18	1.56
P/E	20.45	14.58	10.91	8.25
P/B	3.36	2.62	2.06	1.61
EV/EBITDA	15	11	8	6

资料来源：中投证券研究所

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人：王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12 个月目标价：15.00 元

当前股价：12.90 元

评级调整：首次

基本资料

上证综合指数	2576.41
总股本(百万)	4284
流通股本(百万)	1486
流通市值(亿)	192
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.28
资产负债率	70.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金隅股份	-4.23	4.58	0.00
上证综合指数	-4.64	-4.93	-11.31



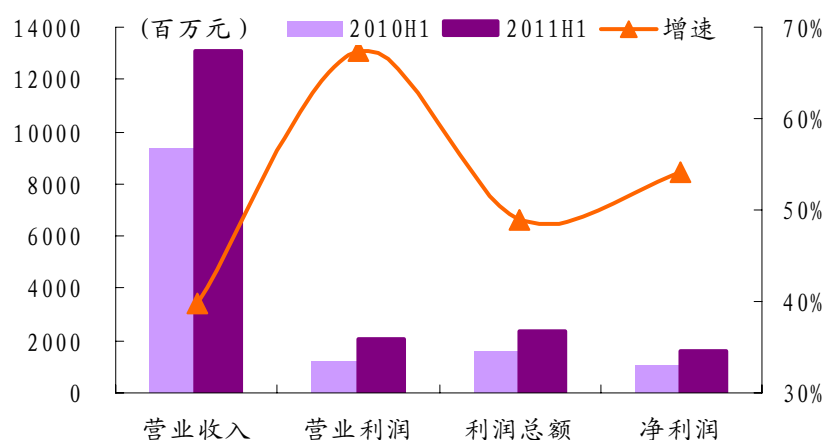
相关报告

一、水泥和地产双轮驱动业绩增长

2011 年上半年，实现营业收入 130.78 亿元，同比增长 39.9%；实现归属于母公司净利润 16.36 亿元，同比增长 54.1%；基本每股收益 0.39 元。

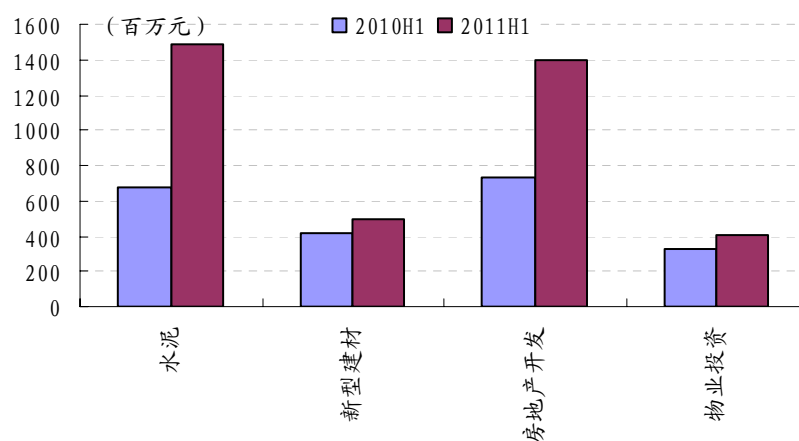
公司业绩增长 90%来自水泥板块和房地产板块。从图 2 半年度毛利看，水泥板块从去年 6.81 亿元增加至 14.91 亿元，房地产板块从去年 7.32 亿元增加至 13.99 亿元，两者毛利增幅之和占公司毛利增幅的 90%，下文将重点分析这两个板块。

图 1 公司半年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司各业务板块半年度毛利情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、水泥板块量价齐升

(1) 上半年公司销售水泥及熟料 1743 万吨，同比增加 531 万吨，增幅 43.8%，增量主要来自去年收购或投产的河北和天津 8 条水泥生产线，如表 1 所示。下半年水

泥增量部分来自去年收购或投产的生产线外，主要来自吉林、山西和河南 4 条水泥生产线，如表 2 所示。此外，不排除公司在区域市场继续收购的可能。

(2) 水泥毛利率 25.8%，同比提高 6.8 个百分点。毛利率提升主要来自北京水泥价格同比大幅上涨，河北水泥价格涨幅相对有限，预计下半年北京和河北水泥价格相对平稳，毛利率保持稳定。

(3) 上半年销售商品混凝土 352 万立方米，同比减少 19 万立方米，但毛利率达到 10.5%，同比大幅提高 4.9 个百分点。

表 1 公司 10 年收购或投产的主要生产线

区域	生产线	权益	水泥产能（万吨）	收购或投产日期
河北	石家庄-赞皇金隅 4000t/d	100%	200	2010 年 7 月
	保定-曲阳金隅 4000t/d	90%	200	2010 年 4 月收购
	张家口-涿鹿金隅 4000t/d	100%	200	2010 年 6 月收购
	张家口-金隅 2500t/d	90%	110	2010 年 4 月收购
	邯郸-金隅太行 4500t/d	100%	200	2010 年 10 月
	邯郸-涉县金隅 4500t/d	91%	200	2010 年 4 月收购
天津	振兴水泥 2 × 2500t/d	61%	210	2010 年 4 月收购
合计			1320	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司 11 年收购或投产的生产线

区域	生产线	权益	水泥产能（万吨）
吉林	四平-金隅 2500t/d	52%	100
山西	吕梁-岚县金隅 2500t/d	80%	100
	陵川金隅 3000t/d	100%	120
河南	焦作-沁阳金隅 2500t/d	90%	100
合计			420

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 北京市 P O42.5 价格走势（含税价，元/吨）

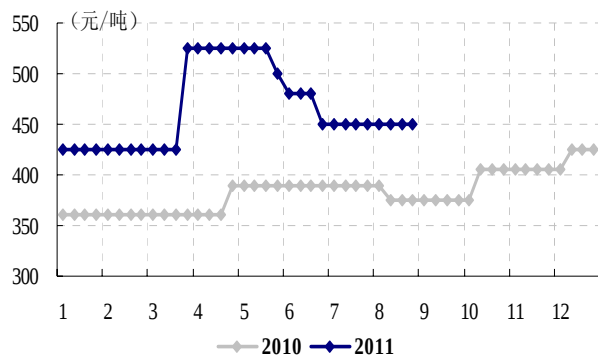
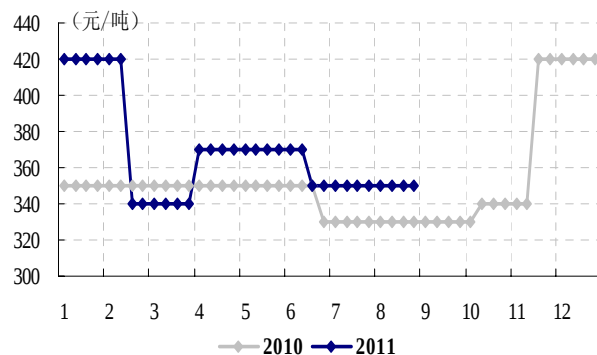


图 4 石家庄 P O42.5 价格走势（含税价）



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

三、房地产板块稳定增长

(1) 房地产板块上半年结转收入 37.49 亿元，同比增长 54.15%，结转面积 37.4 万平方米，同比增长 11%；结转均价 1 万元/平米，且较去年同期有所增加。

(2) 合同签约金额 49.44 亿元，同比增长 87.2%，合同签约面积 37.3 万平米，同比增长 45.7%；签约均价 1.32 万元/平米，较上半年结转均价上涨 0.32 万元/平米，主要原因是销售均价在 3 万元/平米以上的大成郡项目今年 4 月开始预售，拉高了整体签约价格。

(3) 公司土地储备总楼面面积约 600 万平米，其中保障房 150 万平米。上半年由于宏观调控影响，商品房销售进度并不理想，预计下半年公司将加大保障房开发和销售力度。

表 3 公司土地储备情况

在建项目			
序号	项目名称	建筑面积（平方米）	类别
1	通州梨园项目	303,676	住宅
2	景和园（是不是朝阳新城）	271,604	住宅、商业
3	朝阳新城非配套公建	34,663	商业
5	金隅·嘉和园（昌平东沙河）	70,236	住宅
6	金隅·康惠园（朝阳双桥路）	378,657	住宅、商业
7	大成郡、大成时代中心（丰台卢沟桥）	548,333	住宅、商业办公
8	大成玲珑天地（海淀五棵松）	88,197	办公、商业
9	金隅观澜时代（杭州）	290,014	住宅、商业
10	金隅·时代城二期（内蒙古）	153,541	住宅、商业
11	金隅·万科城Ⅱ期（昌平科技园）	209,921	住宅、商业
12	金隅·西海岸二期（昌平南介山村）	91,379	住宅、商业
13	西三旗居住、商业金融项目	71,195	住宅、商业
14	金隅观澜时代·珑庭（杭州）	189,309	住宅、商业
15	金隅悦城（天津东丽）	554,200	住宅、商业
	合计	3,254,925	
拟开发项目			
1	景和园	107,483	住宅、商业
2	金隅·嘉和园	59,600	商业
3	通州梨园项目	462,831	住宅、商业
4	金隅·万科城Ⅲ期	219,129	住宅、商业
5	内蒙时代富中心（金隅·时代城三期）	230,000	住宅、商业
6	宝华家园二期（崇文区永定门外）	42,237	住宅、商业
7	金隅·西海岸（昌平沙河）	71,290	住宅、商业
8	金隅·赋格（大兴黄村）	102,464	商业
9	金隅观澜时代·云邸（杭州下沙）	211,569	住宅、商业
10	重庆市黄桷埡项目	433,838	住宅、商业

11	大成美灵湖项目（海口美兰区）	137,855	住宅
12	重庆市茶园项目（南岸区茶园副控规组团）	677,132	住宅、商业
13	通州区梨园镇居住项目（通州梨园镇九棵树村）	138,922	商业金融、住宅
14	杭州半山地块	142,560	住宅、商业
15	土桥三期（通州梨园镇）	90,745	住宅及配套
	合计	3,127,655	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、水泥板块资金压力不大，但地产板块有一定资金压力

根据中报披露，公司资本性开支项目从去年同期的 31 亿元降至 10 亿元，主要原因是大量水泥生产线建成投产后，公司的资本性开支大幅下降，所以水泥板块的资金压力不大。

上半年公司房地产开发投资增加了约 20 亿元，使得公司银行贷款增加了 30 亿元以上，从而导致上半年财务费用同比增加 2 亿元，宏观调控使公司房地产板块有一定的资金压力。

五、盈利预测假设

表 4 公司盈利预测假设

	2010	2011E	2012E	2013E
水泥				
销量（万吨）	2845	3850	4500	5000
+/-		35.33%	16.88%	11.11%
单位价格（元/吨）	265.0	290	300	320
+/-		9.4%	3.4%	6.7%
毛利率（%）	22.0%	26.0%	27.0%	29.0%
混凝土				
销量（万方）	842	900	1500	2000
+/-		6.9%	66.7%	33.3%
单位价格（元/方）	300.0	310	320	330
+/-		3.3%	3.2%	3.1%
毛利率（%）	8.0%	10.0%	11.0%	12.0%
房地产开发				
结转面积（万平米）	87.00	100.00	150.00	200.00
结转均价（元/平米）	8530.02	11,000.00	12,500.00	14,000.00
毛利率	31.40%	35.00%	33.00%	33.00%
新型建材				
销售收入（万元）	411,972.57	500000	550000	600000
毛利率	19.39%	22%	23.00%	23%
物业投资及管理				
销售收入（万元）	121,060.21	150000	180000	200000

毛利率	58.98%	61%	62%	62%
-----	--------	-----	-----	-----

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 0.88、1.18、1.56 元，对应 11 年 14.58 倍 PE，估值基本合理，给予推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	33255	47034	60952	74649	营业收入	23134	31455	44350	58600
现金	5282	12037	10934	8962	营业成本	17096	22408	31609	41308
应收账款	2654	3367	4771	6363	营业税金及附加	991	1172	1699	2268
其它应收款	2687	4094	5729	7462	营业费用	858	1234	1723	2267
预付账款	989	1600	2267	2862	管理费用	1517	2468	3340	4380
存货	20994	25082	36032	47407	财务费用	346	612	677	803
其他	649	855	1219	1594	资产减值损失	83	100	120	140
非流动资产	27967	20596	22673	24628	公允价值变动收益	674	700	700	700
长期投资	556	697	655	652	投资净收益	33	46	42	43
固定资产	12036	14244	15863	17141	营业利润	2950	4207	5925	8178
无形资产	2848	3695	4567	5412	营业外收入	961	1300	1300	1300
其他	12527	1960	1589	1423	营业外支出	54	100	100	100
资产总计	61221	67630	83625	99278	利润总额	3857	5407	7125	9378
流动负债	27674	27455	34985	41917	所得税	919	1318	1742	2281
短期借款	7068	5227	5840	5636	净利润	2937	4089	5383	7097
应付账款	4199	5456	7600	10010	少数股东损益	235	300	320	400
其他	16407	16772	21544	26271	归属母公司净利润	2702	3789	5063	6697
非流动负债	15218	16918	19299	20223	EBITDA	4130	5534	7456	9953
长期借款	7570	10570	12570	13570	EPS (元)	0.70	0.88	1.18	1.56
其他	7648	6347	6728	6653	主要财务比率				
负债合计	42892	44373	54284	62140	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1882	2182	2502	2902	成长能力				
股本	3873	4284	4284	4284	营业收入	60.8%	36.0%	41.0%	32.1%
资本公积	5509	5509	5509	5509	营业利润	36.2%	42.6%	40.8%	38.0%
留存收益	7065	10583	15646	22343	归属于母公司净利润	43.0%	40.2%	33.6%	32.3%
归属母公司股东权益	16447	21076	26839	34235	获利能力				
负债和股东权益	61221	67630	83625	99278	毛利率	26.1%	28.8%	28.7%	29.5%
现金流量表					净利率	11.7%	12.0%	11.4%	11.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	16.4%	18.0%	18.9%	19.6%
经营活动现金流	-3356	539	-593	1013	ROIC	9.6%	10.9%	11.4%	12.5%
净利润	2937	4089	5383	7097	偿债能力				
折旧摊销	834	715	854	973	资产负债率	70.1%	65.6%	64.9%	62.6%
财务费用	346	612	677	803	净负债比率	39.40	40.12%	37.77	34.23%
投资损失	-33	-46	-42	-43	流动比率	1.20	1.71	1.74	1.78
营运资金变动	-6765	-5416	-8568	-8917	速动比率	0.44	0.80	0.71	0.65
其它	-675	586	1103	1100	营运能力				
投资活动现金流	-9045	6733	-2843	-2850	总资产周转率	0.45	0.49	0.59	0.64
资本支出	5654	2000	2000	2000	应收账款周转率	10	9	9	9
长期投资	99	-9507	-34	8	应付账款周转率	5.26	4.64	4.84	4.69
其他	-3292	-774	-876	-842	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	11162	-518	2333	-135	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.88	1.18	1.56
短期借款	5523	-1841	614	-205	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.78	0.13	-0.14	0.24
长期借款	2472	3000	2000	1000	每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.92	6.27	7.99
普通股增加	0	410	0	0	估值比率				
资本公积增加	-2242	0	0	0	P/E	20.45	14.58	10.91	8.25
其他	5408	-2087	-281	-930	P/B	3.36	2.62	2.06	1.61
现金净增加额	-1241	6755	-1103	-1972	EV/EBITDA	15	11	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

王钦，中投证券研究所建筑建材行业分析师，金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434