

金隅股份(601992)

研究员: 朱勤 执业证书编号: s0570510120057

☎025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

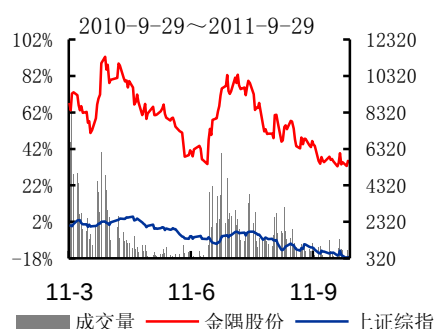
多核驱动, 均衡发展

投资评级: 推荐(首次评级)

水泥 II

当前价格(元):	12.05
目标价格(元):	14.60

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 金隅股份是全国领先的建材企业, 同时也是北京地区具有领导地位的房地产开发商和大型物业投资及管理公司。水泥、新型建材、房地产开发、物业投资及管理构成公司主营业务四大支柱。依托自身独特的资源与产业优势, 公司悉心打造纵向一体化产业链体系, 通过各板块联动, 显著提高协同效应。2011 年上半年, 公司实现营业收入 130.78 亿元, 增 39.9%; 归属母公司净利 16.36 亿元, 增 54.1%。

◆ 公司水泥业务以华北地区为主场, 目前产能 4000 万吨, 未来将通过并购推进区域整合。华北市场景气预计明年回暖, 我们看好公司水泥业务的发展, 当前公司库存状况理想, 日出销量 12 万吨左右, 预计 2011 年公司水泥销量将在 3850 万吨, 水泥熟料综合售价 290 元/吨, 吨毛利 79 元。

◆ 公司是国内领先的房地产开发企业, 同时也是北京最大保障房开发商之一。公司房地产板块以北京为核心市场, 目前土地储备 600 万平, 其中北京占比 50%, 京内楼面地价仅 3500 元/平。公司保障房用地多为自有工业用地转化, 成本低廉, 且预计可获北京市 50 亿私募债券支持。我们预计公司 2011 年结转面积达到 100.46 万平米, 同增 15.3%, 其中保障房占比超过 50%, 实现结转收入 100.58 亿元。

◆ 公司在京内拥有 74.5 万平米的高端物业, 今年以来新租租金涨幅 30%, 平均租金涨幅 13%。物业板块毛利率高达 60%, 可为公司提供充裕的现金流, 支持其他板块发展。我们预计 2011 年物业投资与管理板块可为公司带来 15.6 亿元的营业收入, 同增 28.8%。

◆ 我们预计公司 2011/12/13 年实现营业收入 311.77/402.38/487.37 亿元, 同增 34.8%/29.1%/21.1%, 每股收益 0.92/1.20/1.46 元, 分板块加总得到的每股价值为 14.60 元。公司当前股价对应 2011 年 13 倍 P/E, 具备投资价值, 综合考虑, 给予公司“推荐”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	428373.71
流通 A 股(万)	31612.80
52 周内股价区间(元)	11.6-17.75
总市值(亿)	519.62
总资产(亿)	682.10
每股净资产(元)	4.29

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	231.34	311.77	402.38	487.37
+/-%	81.20	34.77	29.0	21.12
净利润(百万)	2701.99	3698.72	4844.12	5881.26
+/-%	48.89	31.83	30.97	21.36
EPS(元)	0.70	0.92	1.20	1.46
P/E	17.21	13.19	10.07	8.30

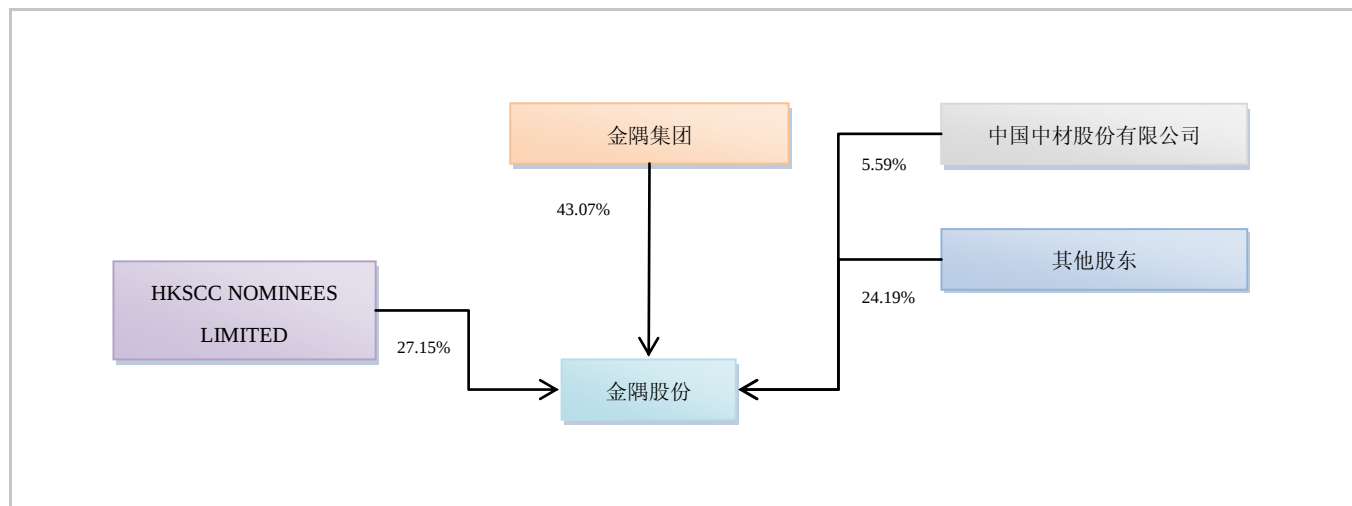
金隅股份：产业链联动促业绩均衡发展

公司概况

金隅股份有限公司是全国领先的建筑材料生产企业，为国家重点扶持的十二家大型水泥企业集团之一，在京津冀地区具有显著的区域规模优势和较强的市场影响力，同时也是北京地区具有领导地位的房地产开发商和大型物业投资及管理公司。

2005 年 12 月，金隅集团联合中国非金属材料总公司（现中材股份）、北方房地产、天津建材和合生集团等 5 家发起人共同发起设立金隅股份有限公司，并通过向金隅股份注入核心业务与重要经营性资产等方式完成集团架构重组。2009 年 7 月，金隅股份在香港联交所上市成功，2011 年 3 月，以吸收合并太行水泥的方式回归 A 股市场。

图 1：金隅股份股权结构

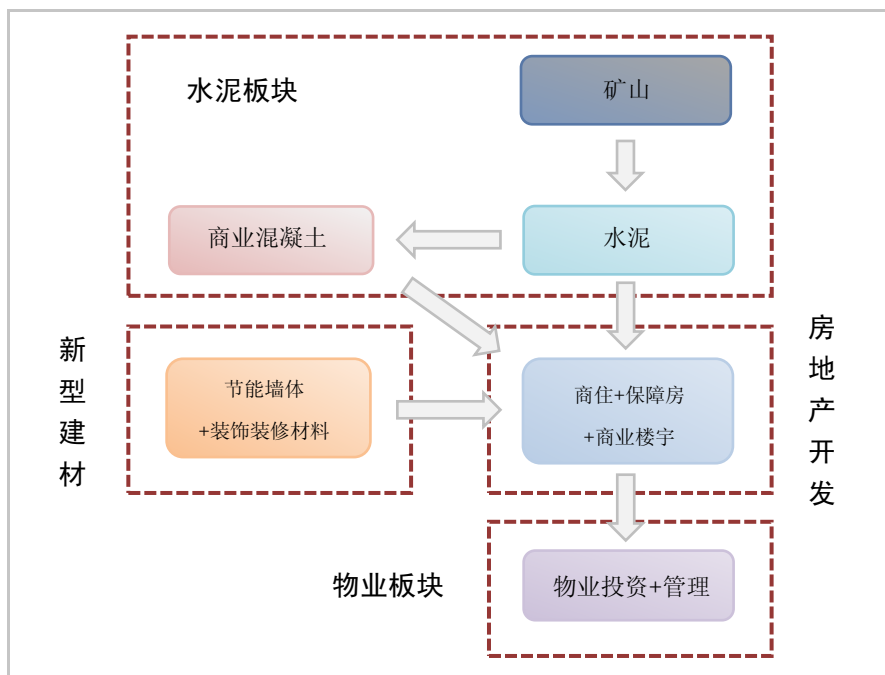


资料来源：公司资料，华泰证券

水泥、新型建筑材料、房地产开发、物业投资及管理构成公司主营业务四大支柱。公司在管理上采用事业部制，每个板块均由专业团队管理。公司依托自身独特的资源与产业优势，在以建材制造为轴心的同时，积极涉足房地产开发和不动产经营领域，悉心打造完整的纵向一体化产业链体系，通过各板块联动，显著提高协同效应：在源头方面，公司坐拥超过 11 亿吨的矿山储备，为自身水泥和新型建材业务提供稳定的原材料供应；而通过采购公司自产水泥，混凝土搅拌站的原材料供应和品质亦有稳定保障；水泥及新型建材产品又广泛应用于下游的房地产开发项目；通过将部分高端地产作为投资性物业经营，又为公司其他板块运营提供充沛的现金流支持。

此外，公司各类建材产品在工程建设项目不同阶段均有应用，公司通过建立工程信息共享、战略合作伙伴对接、内部市场营销等独立平台，使各业务板块相互支持，实现资源和信息共享，最终完成多种产品资源的打包销售，并依托商贸物流业务的购销网络平台进一步强化自身产品的渠道优势，占据市场先机。

图 2: 金隅股份纵向一体化产业链

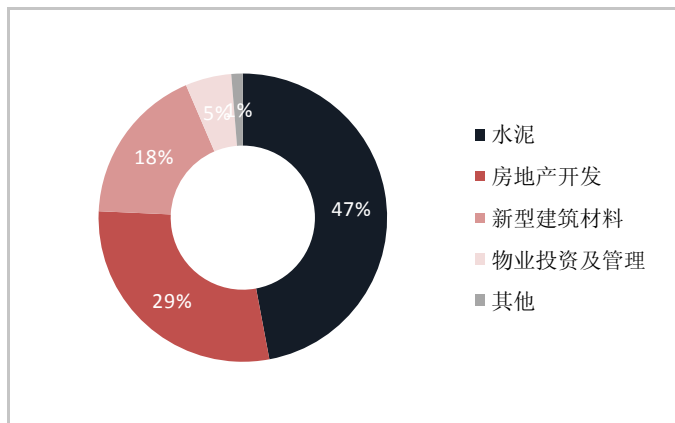


资料来源: 公司资料, 华泰证券

经营状况: 业绩迈上新台阶

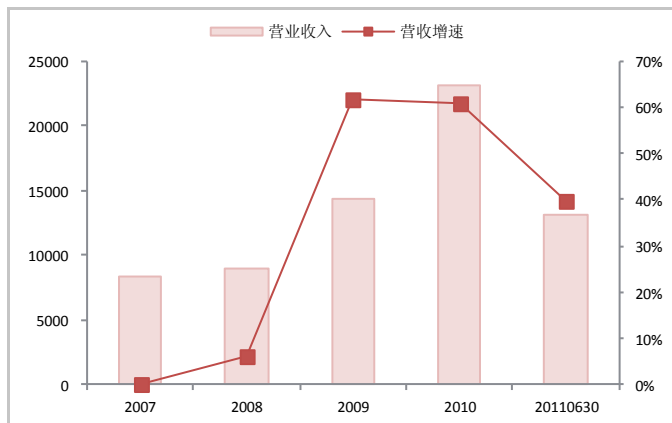
公司过去五年业绩稳定增长, 营业收入五年复合增长率达到 28.5%。2010 年, 公司实现营业收入 231.3 亿元, 同增 60.8%, 归属母公司净利润 27.0 亿, 同增 43.0%; 2011 年上半年, 公司实现营业收入 130.78 亿元, 同比增长 39.9%; 归属于母公司净利润 16.36 亿元, 同比增长 54.1%。

图 3: 金隅股份各板块营收占比 (2011Q2)



资料来源: 公司资料, 华泰证券

图 4: 金隅股份营收持续快速增长

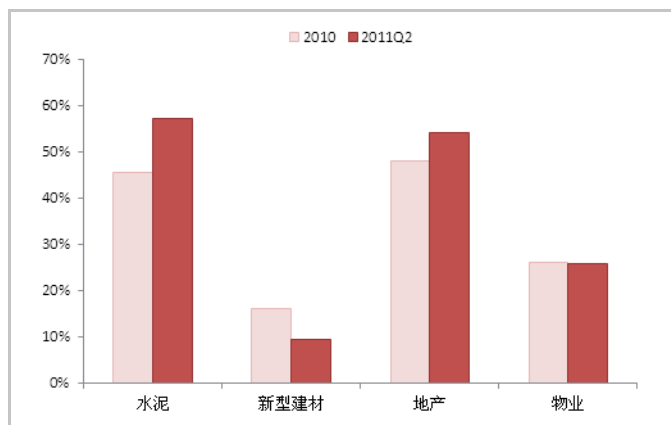


资料来源: 公司资料, 华泰证券

分业务来看, 水泥和房地产开发构成公司业务主要收入来源, 近年来两项业务在保证利润率的前提下获得长足发展。进一步拆细, 水泥/房地产开发/新型建材/物业投资及管理占营收比重分别为 47%/29%/18%/5%; 增速分别为 57%/54%/9%/26%; 2011 年上半年公司综合毛利率达到 29.6%, 较 2010 年提升 3.48 个百分点, 水泥/房地产开发/新型建材/物业投资毛利率分别达到 24.2%/37.3%/21.3/60.8%, 均较

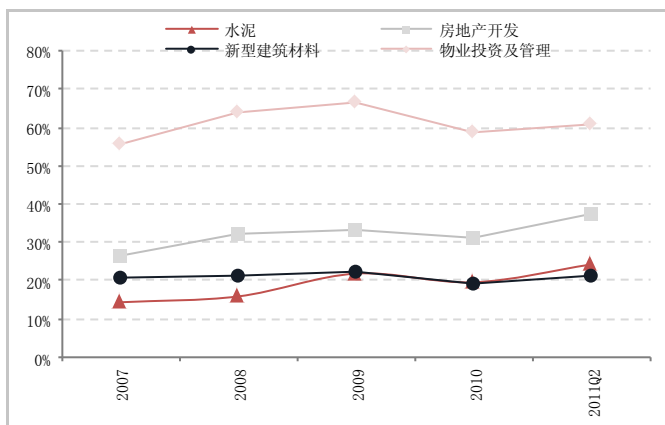
2010年有所提高。就利润贡献程度而言，水泥板块贡献了39.3%的营业利润，次之为房地产板块的36.8%。

图 5: 金隅股份各板块营收增速



资料来源：公司资料，华泰证券

图 6: 四大板块毛利率变化

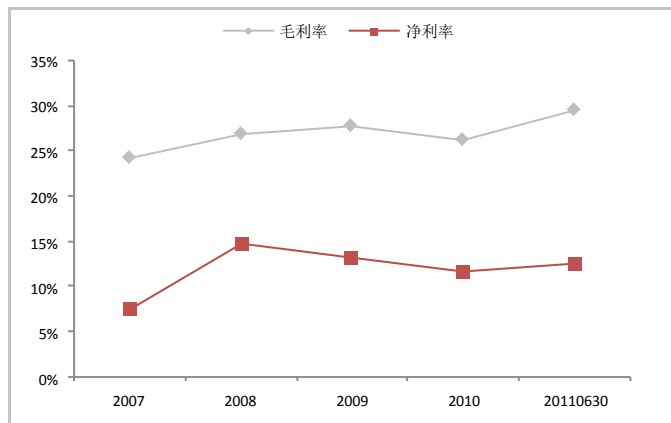


资料来源：公司资料，华泰证券

分地区来看，拥有旺盛需求的京津冀环渤海经济圈在未来仍然是公司经营的核心区域。华北地区对金隅股份营收贡献度超过9成，上半年营收同比增速达到43.4%，排名第二的华东地区仅占1.6%左右，增速12.3%。

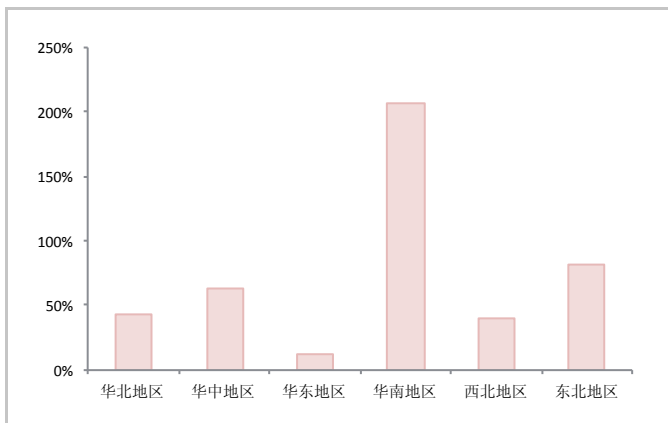
完善的产业链结构使得公司拥有相对分散且稳定的盈利来源，同时提升了自身抵御风险的能力。此外，专业化的管理、出色的战略规划和良好成本费用控制，促使公司各项业务均衡发展，保证了兼具建材与地产属性的金隅股份的持续成长。

图 7: 金隅股份利润率维持稳定



资料来源：公司资料，华泰证券

图 8: 各地区营收增速



资料来源：公司资料，华泰证券

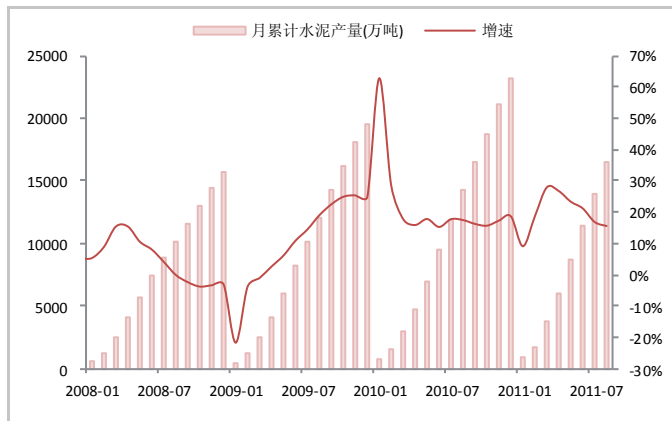
水泥业务：深耕华北，维持区域领先

华北地区：行业景气仍待改善

华北地区水泥市场景气好于去年同期，但仍在低位徘徊，固定资产投资整体保持平稳增长（26.55%），但各省市有所分化。华北地区1-8月水泥产量1.64亿吨，同增15.5%，7月当月产量1602万吨，环比下降10.5%，8月当月环比基本持平。我们认为信贷的紧缩影响到了部分下游工程的进度，另外因高铁事件带来

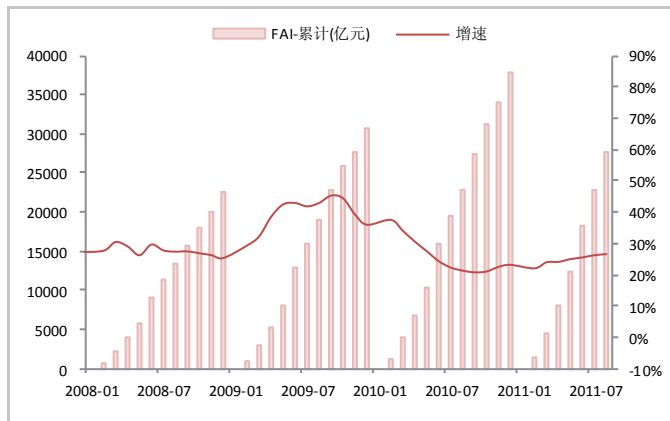
的冲击也使短期需求承受压力，尽管华北地区整体需求增长情况好于全国平均水平，但供给端大量的新增产能压低了产品价格。我们预计随着华北地区新增产能逐步释放，明后年的区域景气会有一定程度的回升。

图 9：8 月华北水泥产量累计同比增速下降



资料来源：数字水泥，华泰证券

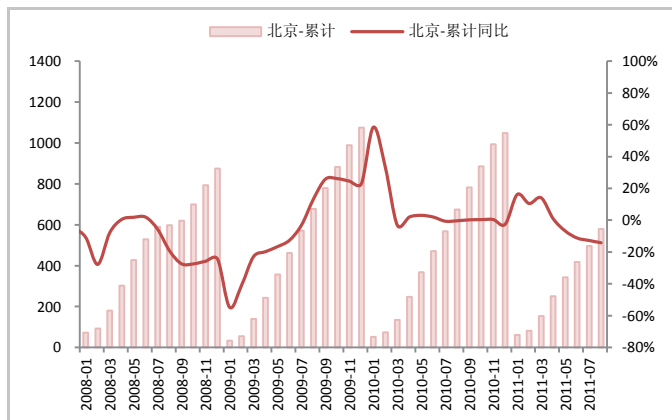
图 10：1-8 月华北 FAI 同增 26.55%



资料来源：国家统计局，华泰证券

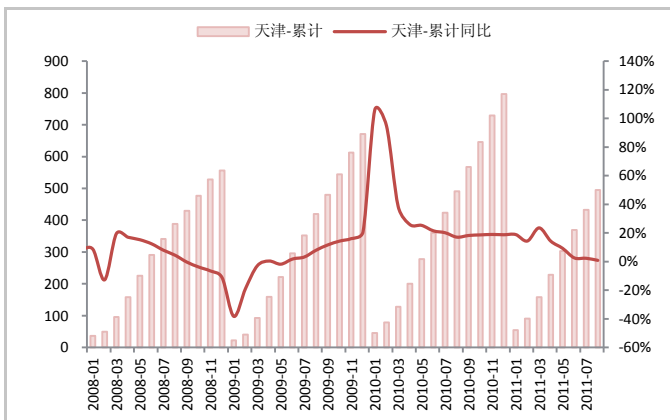
就北京市来看，保障房大规模开工使固定资产投资保持稳定。2011 年前 8 个月，北京完成全社会固定资产投资 3480.6 亿元，同比增长 19.1%，增幅高于 1-7 月 0.2 个百分点；其中基础设施投资 716.6 亿元，同比增长 8.2%，增速较上半年的 11.9% 有所回落；完成房地产开发投资 1881.7 亿元，比上年同期增长 14.5%，增速较上半年的 3.7% 大幅提高，我们认为这与保障房的开工有关。9 月下旬北京市高标号水泥价格 440 元/吨，环比回落 30 元/吨，仍较去年同期高出 65 元/吨，但较年内高点已有近 90 元/吨的回调。

图 11：1-8 月北京水泥产量同减 14.2%



资料来源：数字水泥，华泰证券

图 12：1-8 月天津水泥产量同增 0.9%

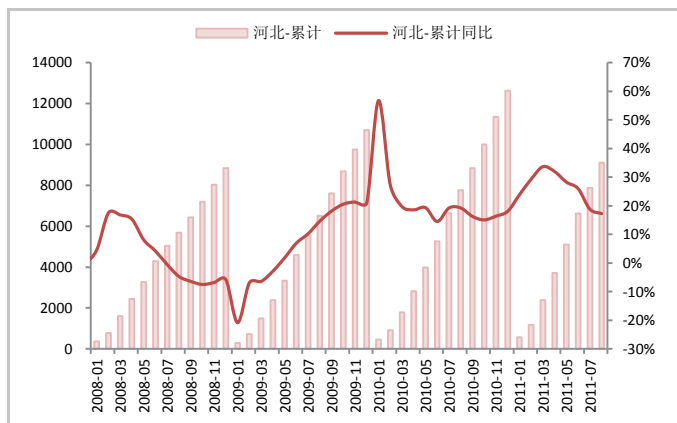


资料来源：数字水泥，华泰证券

天津市固投仍然保持了 30.1% 的高速，但房地产投资同比增速回落至 28.5%，单月房地产投资 88.7 亿元，环比 7 月增加，但较 6 月单月的 188.2 亿元仍有较大降幅。受需求端影响，天津水泥价格在下半年大幅回落，目前高标价格 370 元/吨，环比持平，同比回落 10 元/吨，较年内高点回调 90 元/吨。

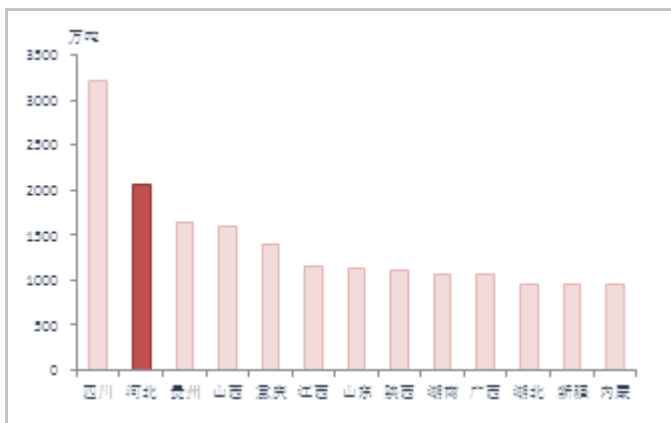
河北省固投增速保持 26.6% 的高位，房地产投资增速则高达 51.1%，水泥产量保持同步增长，但 2010 年近 2000 万吨新增产能的投产限制了省内水泥价格的提升，目前河北省高标号水泥价格 350 元/吨，仍大幅低于全国平均水平。

图 13: 1-8 月河北水泥产量同增 17.2%



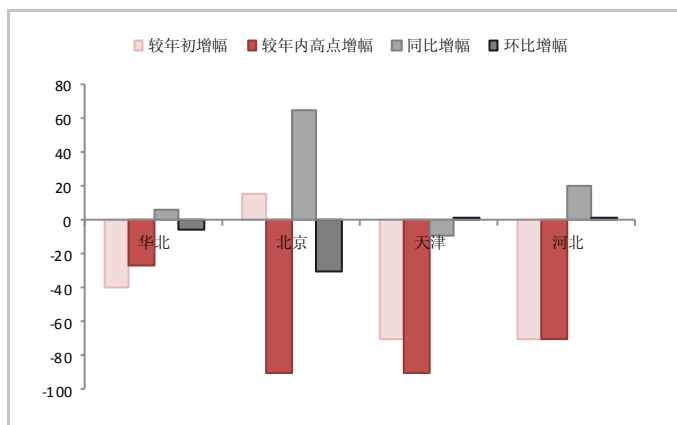
资料来源：数字水泥，华泰证券

图 14: 各主要省份新增新干法产能统计（2010）



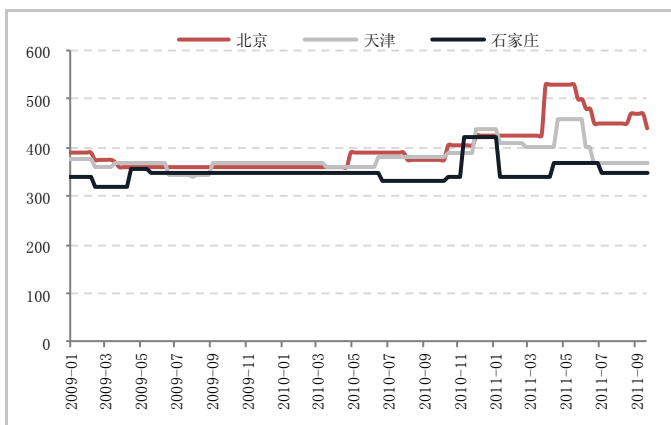
资料来源：数字水泥，华泰证券

图 15: 华北水泥价格变化幅度一览



资料来源：数字水泥，华泰证券

图 16: 京津冀水泥价格继续回调



资料来源：数字水泥，华泰证券

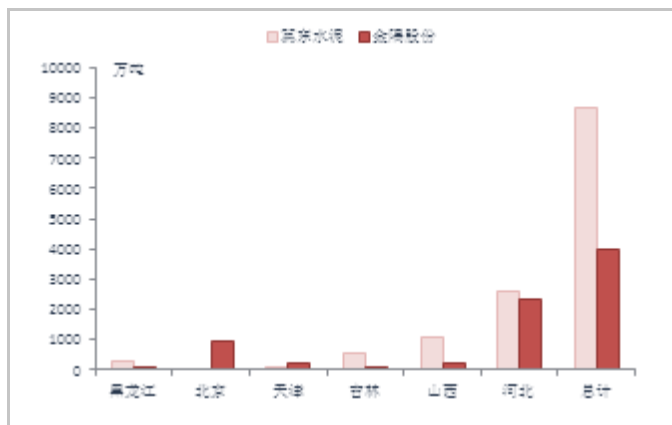
增强区域控制力是盈利提升关键

金隅股份目前水泥总产能达到 4000 万吨，在吸收合并太行水泥后，水泥业务的区域规模优势和市场控制力大大加强。公司今年上半年涿鹿、曲阳等 6 条新线正式投入运营，合计新增近 1000 万吨的水泥产能，目前剩余在建产能规模较小，未来扩张将以并购为主，预计 2012 年公司水泥产能将达到 5000 万吨。2011 年上半年公司实现水泥及熟料总销量约 1743 万吨，同比增长约 531 万吨，综合售价 293 元/吨，吨毛利 75 元，同比提高 20 元/吨。商品混凝土销量约 352 万立方米，同比减少约 19 万立方米，毛利率为 10.5%，同比提高 4.9 个百分点。

公司未来水泥业务发展仍以深耕华北市场为主，通过并购提高份额、推进市场整合。目前公司在华北的有效熟料产能超过 2600 万吨，水泥产能约 3800 万吨，占总产能的比重超过 90%，其中北京 970 万吨，天津 230 万吨，河北 2300 万吨，山西 250 万吨，公司在京津冀的产能占区域全部新干法产能的 30%。华北各省（除京津外）人均新干法熟料产能均超过 900 公斤政策限制，未来新建产能审批不会全面放开，此外华北今年仍需淘汰 4200 万吨落后产能，其中河北 2600 万吨，我们预计明后年供求关系将趋于好转，对公司业务发展构成利好。

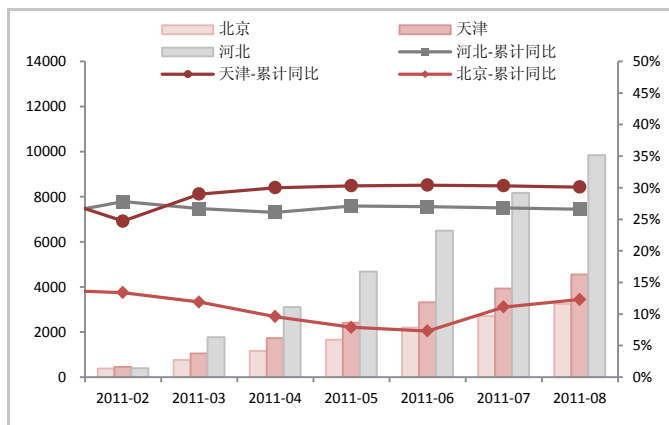
冀东水泥是金隅股份在华北区域的主要竞争对手：在北京市场，金隅股份占据绝对优势，其新干法产能占北京全市产能的 90%，至少控制了北京水泥市场 50% 以上的市场份额；在河北市场，金隅与冀东水泥几乎平分秋色，金隅位于河北西部，而冀东控制东北部，二者共同占据约 50% 的市场份额；而在天津市场，公司市场占有率约在 25% 左右。公司未来将继续通过竞争和并购推进华北地区的整合，进一步提升市场控制力，以维持区域领先的地位。

图 17：金隅、冀东竞争区域产能对比



资料来源：数字水泥，华泰证券

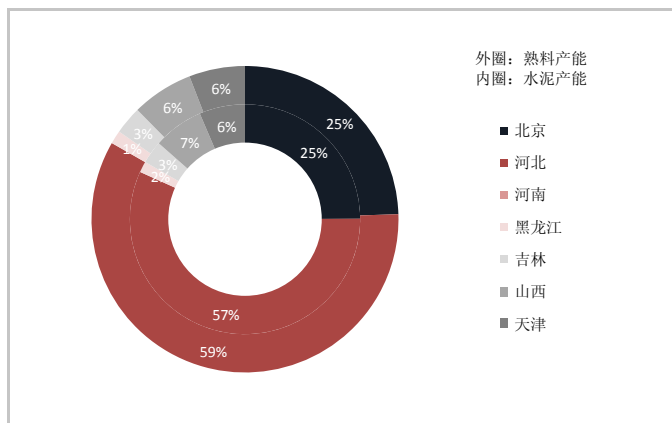
图 18：京津冀三地固投增速对比



资料来源：国家统计局，华泰证券

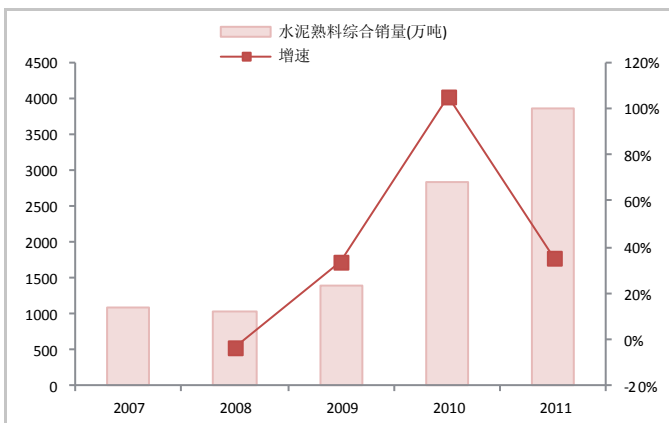
细分市场来看，北京市场未来将保持平稳发展。我们预计北京 2011 年固投增速将维持在 15% 左右的水平上，引致约 1750 万吨的水泥需求，其中本地供应 1000 万吨，外地进入 750 万吨。金隅股份在京产能超过 900 万吨，可保证控制 50% 以上的市场份额。2011 年北京市保障房目标 20 万套，7 月份进入大规模开工阶段，考虑时滞，我们预计 10 月起将拉动水泥需求回升，引致水泥需求 200-250 万吨，占全年总需求的比重超过 10%；“十二五”期间保障房目标达到 100 万套，预计可引致水泥需求 1000 万吨。北京市主城区基础设施建设较为完善，但随着通州、大兴、顺义等新城建设的启动、城市轨道交通、高速公路网等配套项目的完善、大兴机场等重点项目的推进，北京市固定资产投资规模仍将保持平稳，“十二五”期间的年水泥需求预计可维持在 1500 万吨左右。

图 19：金隅股份现有产能分省



资料来源：公司资料，华泰证券

图 20：金隅股份水泥熟料综合销量



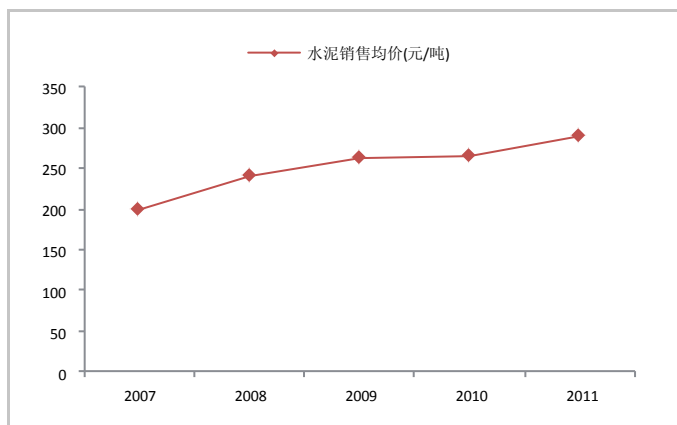
资料来源：公司资料，华泰证券

天津市场成长性良好，但竞争激烈。随着滨海新区开发力度加大，自 2009 年起天津固定资产投资规模

赶超北京，2009年和2010年天津固定资产投资分别为5006亿元和5896亿元，超过北京147亿元和980亿元。我们预计2011年天津固投增速将超过25%，引致约2400万吨的水泥需求。天津本地产能仅为800万吨，需求存在缺口，但天津市场竞争者众多，冀东、金隅、山水、天瑞都是天津市场的主要参与者，预计这种充分竞争的状况仍将在未来一段时间维持下去。天津市“十二五”期间保障房目标44万套，引致约475万吨水泥需求，此外，滨海新区、港口、空港和城市轨道交通建设将使本地水泥需求仍将保持稳定。

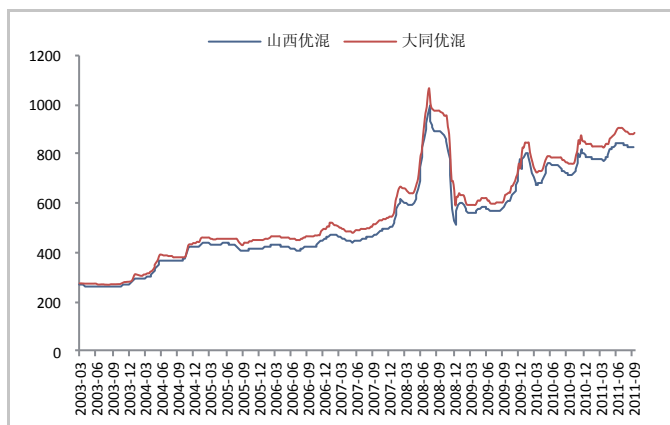
河北市场景气将逐步改善。河北市场受产能放量影响，水泥价格受到压制，但未来两年河北地区投资增速预计仍将保持快速增长，随着需求的上升和落后产能的逐步淘汰，供求关系会逐步改善。我们预计2011年河北固投增速达到20%，引致约1.1亿吨的水泥需求。“十二五”期间河北省将推进环首都经济圈建设，并加快发展沿海和冀中南经济区，大规模的基建可有效保障未来几年的水泥需求。此外，河北省保障房五年规划目标130万套，2011年开工38万套，中心城市和中小城镇建设亦将为水泥行业的发展创造新的空间。

图 21: 金隅股份水泥熟料综合销售价格



资料来源：公司资料，华泰证券

图 22: 2011 年煤炭价格同比大幅上涨



资料来源：Wind，华泰证券

我们看好公司水泥业务的发展，当前公司库存状况理想，日出销量12万吨左右，预计2011年公司水泥销量将在3850万吨左右，其中京津冀分别贡献850/500/2100万吨左右，其余地区贡献约400万吨，较2010年的2845万吨增加1005万吨，增速达35.3%。尽管下半年华北京津冀水泥价格出现大幅回落，但我们判断公司全年水泥销售价格同比仍将高出10%左右，达到290元/吨，目前价格可覆盖成本的涨幅，预计吨毛利保持在79元左右。在此基础上，公司2011年水泥业务收入（不含混凝土）预计可达111.65亿元，增速超过48%；我们预计公司2011年混凝土销量1200万方，整个水泥板块营业收入达到147.05亿元，同增47.3%，综合毛利率23.4%。

表 1: 金隅股份水泥生产线统计

生产线	熟料设计产能(T/D)	熟料年产能（万吨）	水泥年产能（万吨）
北京	19400	698	972
昌平新北水泥有限公司	5200	187	242
房山太行前景水泥有限公司	2000	72	160
房山太行强联水泥有限公司	1500	54	70
琉璃河水泥有限公司	5000	180	234
怀柔兴发（拉法基）	2500	90	117

顺义顺发（拉法基）	1200	43	56
金隅平谷水泥有限公司	2000	72	93
河北	44200	1681	2452
邯郸太行水泥有限公司	0	0	20
鹿泉鼎鑫水泥有限公司	13000	468	608
曲阳金隅水泥有限公司	4000	144	187
涉县金隅水泥有限公司	4500	162	210
太行和益水泥有限公司	2000	72	93
太行水泥股份有限公司	9000	324	420
太行兴盛水泥有限公司	0	0	50
赞皇金隅水泥有限公司	6500	234	304
张家口金隅水泥有限公司	1200	43	56
涿鹿金隅水泥有限公司	4000	144	187
沧州临港	0	0	200
宣化金隅水泥有限公司（在建）	2500	90	117
黑龙江	1200	43	56
太行兴隆水泥有限公司	1200	43	56
吉林	2500	90	117
四平金隅水泥有限公司	2500	90	117
山西	5500	198	257
岚县金隅水泥有限公司	2500	90	117
陵川金隅水泥有限公司	3000	108	140
天津	5000	180	234
振兴水泥有限公司	5000	180	234
河南	2500	90	117
沁阳金隅水泥有限公司（在建）	2500	90	117
总计（万吨）	80300	2980	4205

资料来源：公司资料，华泰证券

低碳经济催化新型建材业务

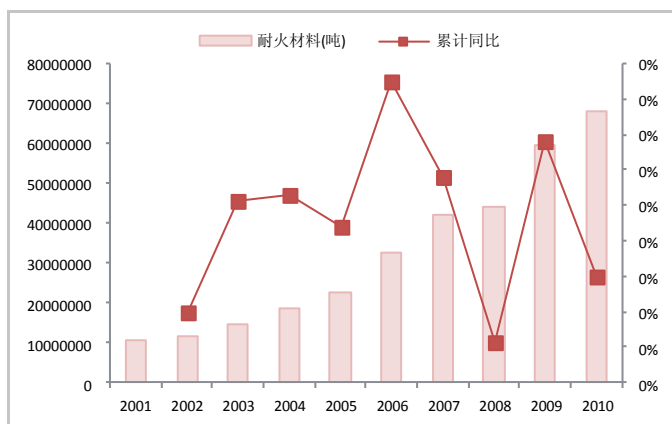
新型建材制造业是金隅股份的传统优势产业之一，公司生产超过 20 种新型建筑材料，产品和服务可划分为四大类别：装饰及装修材料（包括家具、矿棉吸声板等）、节能墙体及保温材料（包括加气混凝土、外墙内外保温系统等）、耐火材料（包括 220 种不定型、20 种定型耐火材料）、建材贸易和物流（包括国际知名品牌如 Kohler、TOTO 等的代理业务），代表性企业和产品包括通达耐火、天坛家具、长城家具、星牌建材、加气混凝土、建材经贸大厦等。

高温工业跃进带动耐火材料业务发展

耐火材料是能够在高温环境中满足使用要求的无机非金属材料，是耐火度至少为 1580℃ 的无机非金属材料或制品。作为高温工业的基础材料，耐火材料具有耐高温性、高温体积稳定性、热震稳定性和高温抗侵蚀性，可作为高温窑炉等热工设备的结构材料、工业用高温容器和部件材料等。耐火材料广泛应用于冶金、建材、化工、有色等高温工业，其中钢铁约占 50%、建材约占 11%、有色约占 7%、化工约占 4%、其他约占 21.6%、出口约占 6.4%。2011 年上半年，公司新型建材板块实现收入 23.35 亿元，同比增长 9.36%，毛利率 21.3%，同比增加 1.85 个百分点。

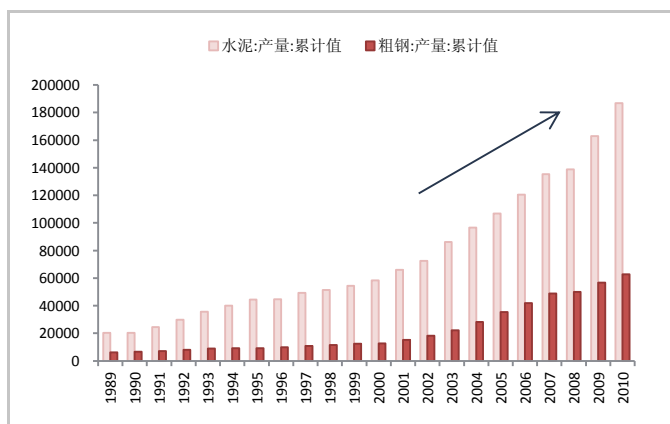
中国耐火材料行业发展前景广阔：一方面，中国耐火材料行业资源优势显著，作为耐火材料基础原料的铝矾土、菱镁矿和石墨储量丰富。我国铝矾土已探明基础储量 20 多亿吨，是世界三大铝土矿出口国之一；菱镁矿已探明基础储量 34 亿吨，储量居世界第一；已探明石墨基础储量 8 亿吨，是石墨出口大国。另一方面，中国耐火材料需求明确，当前大规模固定资产投资对耐火材料下游高温行业拉动作用明显，促进节能减排和加强环境保护已经成为高温行业发展的必然举措，随着行业结构调整、先进技术应用和节能减排工作的推进，耐火材料的需求将同步增加。

图 23：中国耐火材料制品产量快速增长



资料来源：Wind，华泰证券

图 24：中国高温工业跃进



资料来源：Wind，华泰证券

“十一五”期间，我国耐火材料工业发展迅速，产销两旺，产品结构调整效果显著，国际竞争力明显增强。2001-2010 年耐火原料及制品产量稳步增长，复合增长率达 22.8%。2010 年，中国耐火制品产量 2808.06 万吨，其中致密定型耐火制品 1698.92 万吨，隔热耐火制品 64.40 万吨，不定形耐火制品 1044.74 万吨。

不定形耐火材料是耐火材料产业发展的方向。不定形耐火材料又称散装耐火材料，由散装颗粒和细粉组成，使用前无需烧成、无需成形，可灵活改变材料组成性质和工艺。不定形耐火材料的普及使耐火材料的砖体形状向大形化、异形化和整体化结构发展。由于具有高温性能出色、成本低廉、制造和施工便捷，我们看好不定形耐火材料在高温行业应用空间。

公司不定形耐火材料业务领先行业。公司旗下通达耐火为中国最大耐火材料设计、研发、制造、服务商之一，2005 年以来不定形耐火材料生产能力和实际产量均位居全国第一，是中国 2500 T/D 以上水泥生产线主要耐火材料供应服务商，占水泥行业 75% 以上不定形耐火材料市场份额，为世界目前在建和已投产的

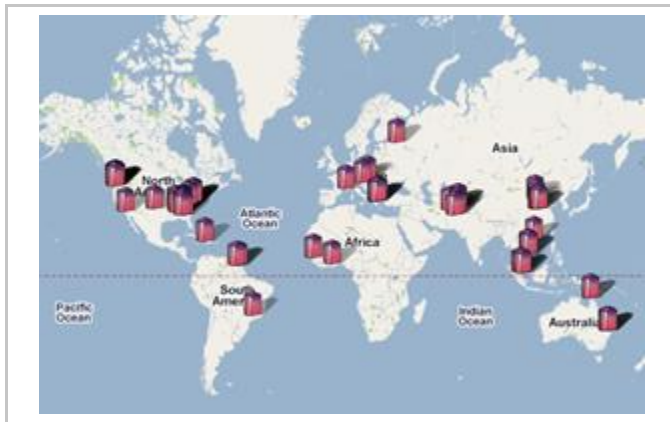
11 条产能超过 10000T/D 大型水泥窑中的 8 条提供产品和服务。

图 25: 全球菱镁矿分布



资料来源: Mindat, 华泰证券

图 26: 全球铝土矿分布



资料来源: Mindat, 华泰证券

公司目前拥有 40 万吨耐火材料产能, 其中全国最大的均质合成耐火原料工程——阳泉金隅通达年产 15 万吨项目已经竣工投产。此外, 金隅通达耐火将逐步启动贵阳年产 10 万吨铝矾土合成原料和年产 5 万吨高档耐火材料制品等项目, 同时当地政府将为通达耐火配置千万吨级铝矾土矿山资源。我们认为, 随着产能的扩张, 金隅通达在耐火材料方面的行业领先地位将进一步得到巩固。

新型墙体顺应节能环保潮流

作为房屋建材中的重要组成部分, 新型墙体材料主要包括加气混凝土、轻质板材、复合板材等。其中加气混凝土是集承重和绝热为一体的多功能材料, 容重轻、保温性能高、吸音效果好, 具有一定的强度和可加工性, 是目前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, 多年来受到国家墙改政策、税收政策和环保政策的大力支持, 具有广阔的市场前景。

表 2: 金隅股份新型建材主要生产线统计

省份	县市	子公司	权益	主要产品	产能
北京	北京	北京通达耐火技术	57.00%	不定型耐火材料 (万吨/年)	20
河南	巩义	巩义市通达中原耐火技术	57.00%	定型耐火材料 (万吨/年)	4.5
山西	阳泉	阳泉金隅通达高温材料	100.00%	耐火材料 (万吨/年)	15
北京	北京	北京市加气混凝土	100.00%	加气混凝土 (万方/年)	140
北京	北京	北京现代建筑材料	100.00%	加气混凝土砌块 (万方/年)	40
河北	廊坊	大厂金隅金海燕新型建材	100.00%	离心玻璃棉制品 (万吨/年)	1.5
北京	北京	北京星牌建材	100.00%	矿棉吸声板 (万平米/年)	2500
北京	北京	北京三重镜业	100.00%	在线真空磁控溅射镀膜 (万片/年)	45

资料来源: 公司资料, 华泰证券

随着建筑节能和墙体材料革新步伐的加快, 符合建筑环保标准和低碳、循环经济理念的加气混凝土得到迅速发展, 全国现有加气混凝土生产企业 700 余家, 生产能力约 5000 万立方米。金隅股份下属子公司北京金隅加气混凝土有限公司为华北最大的加气混凝土制造商, 目前有两个生产基地: 石景山生产基地 (2 条生产线) 和大兴基地 (1 条生产线), 同时拟在河北大厂建设 80 万立米高档砂加气生产线, 该线完成后, 加

气混凝土产能将达到 140 万立方米，将成为中国最大的加气混凝土生产企业。公司产品在北京、天津、河北等周边市场占有领先地位，但市场竞争较为激烈。

公司新型建材板块各项业务在细分市场中均具有较强的市场竞争力，业务发展目标明晰，符合建材行业未来趋势，发展前景向好。我们预计公司 2011 年新型建材板块平稳增长，家具装饰、新型墙体、耐火材料、商贸物流等各项主要业务合计实现营业收入 48.55 亿元，同增 17.9%，毛利率约 21.9%。

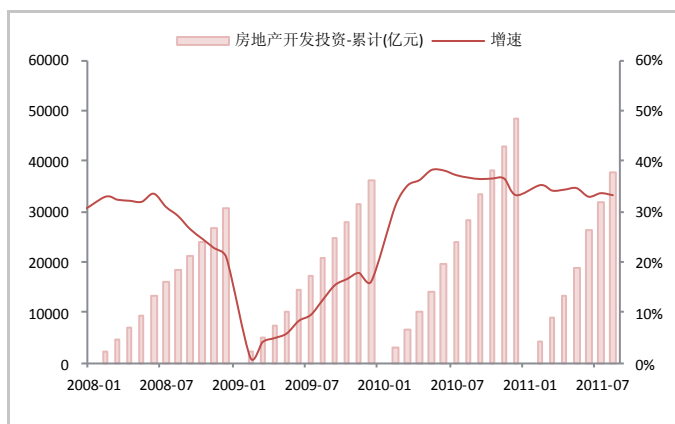
房地产板块：保障房先行者迎来新机遇

房地产市场紧缩依旧，增速放缓

受宏观调控政策影响，2011 年房地产市场景气呈现高开低走的趋势，尽管全国房地产开发投资增速仍然保持 33.2% 的高位，但房屋施工和新开工面积增速均有不同程度的回落，且 70 个大中城市新建商品住房价格同比增速明显放缓，环比升少跌多。

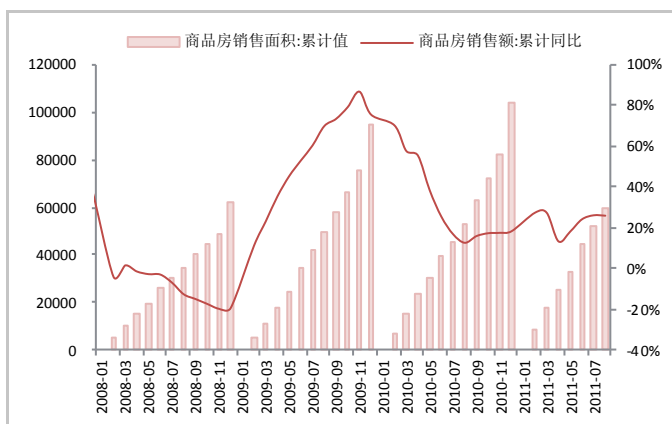
我们预计紧缩政策带来的累积效应将持续对商品住宅开发和销售环节造成压力，即使假设四季度开始紧缩政策逐步退出，考虑时滞，其积极影响也可能需要到 2012 年才会产生明显效果。因此，我们判断 2011 年四季度至 2012 年一季度房地产市场整体景气仍将偏冷，保障房工程或将成为为数不多的亮点之一。

图 27：1-8 月全国房地产开发投资同增 33.2%



资料来源：国家统计局，华泰证券

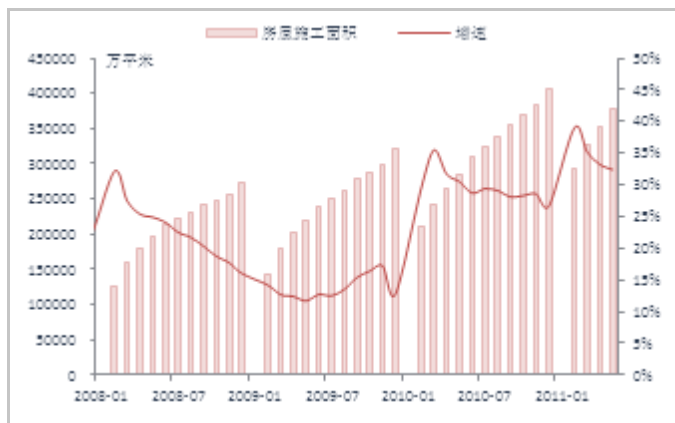
图 28：1-8 月商品房销售面积同增 25.9%



资料来源：国家统计局，华泰证券

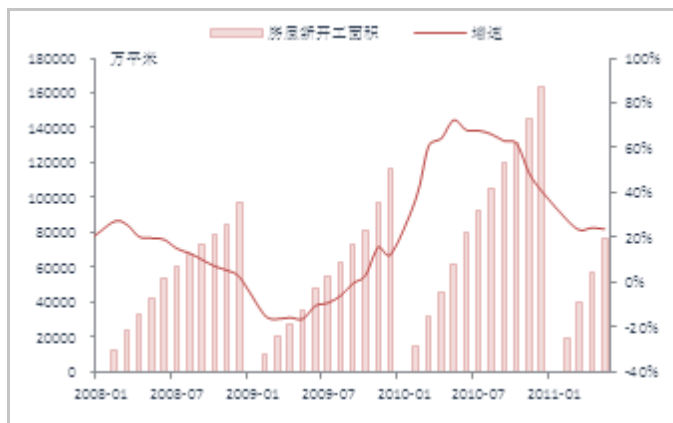
“十二五”期间国内保障房建设将迎来高峰。2010 年，国内保障房开工数量为 590 万套，而 2011 年保障房开工数量则达到 1000 万套，住建部要求各地在 11 月底前全面开工。在整个“十二五”期间，计划建设 3600 万套，为过去十年建设规模的两倍。按照规划，“十二五”末期，中国城镇化水平要达到 51.4%，城镇居民总人口达到 7.4 亿人，按城镇户均人口 3.1 人计算，城镇居民将达到 2.4 亿户。未来五年新增 3600 万套保障房，加上“十一五”期间 1500 万套，意味着保障房工程将覆盖超过 20% 的城镇家庭住房。我们认为，保障房工程将使金隅股份这样的拥有大规模保障房项目开发经验的房地产开发企业受益。

图 29: 1-8 月全国房屋施工面积同增 30.5%



资料来源：国家统计局，华泰证券

图 30: 1-8 月全国房屋新开工面积同增 25.8%

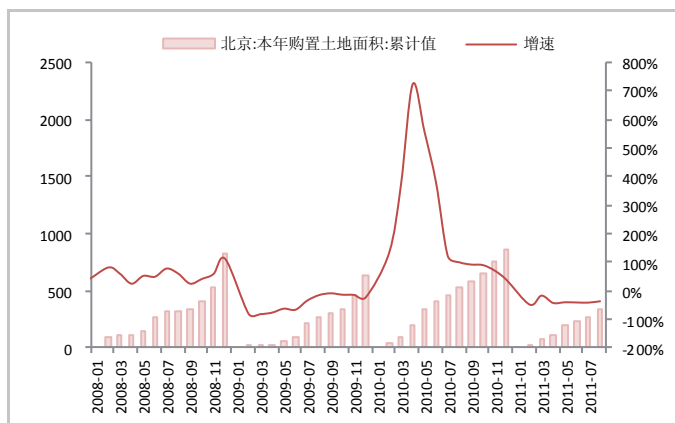


资料来源：国家统计局，华泰证券

金隅房地产业务借保障房发力

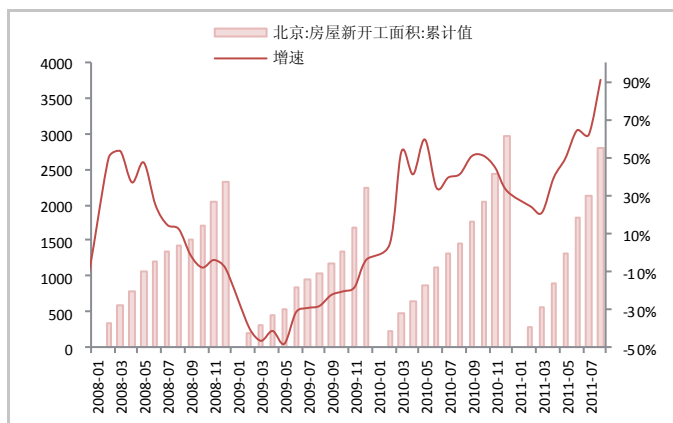
金隅股份是国内领先的房地产开发企业，同时也是北京最大和最早的保障房开发商之一。公司房地产开发板块以北京为核心市场，大力拓展京外发展空间，成功布局天津、重庆、海口、唐山等城市，实现了规模化和跨区域发展，同时积极响应国家地产调控政策，加大、加快保障性住房建设力度，规避市场风险，寻求盈利新途径。公司房地产板块 2011 年上半年共实现结转收入 37.49 亿元，比去年同期增加 54.15%，结转面积 37.4 万平米，比去年同期增加 11%；合同签约金额 49.44 亿元，比去年同期增加 87.2%，合同签约面积为 37.3 万平米，比去年同期增加 45.7%；累计开工 86.6 万平米，新竣工 19.4 万平米；完成了一宗自有工业地转换，总占地面积为 9.53 万平米，地上规划建筑面积为 20.12 万平米。公司目前土地储备总楼面面积约 600 万平米，其中京内土地储备 300 万平米，占比 50%，京内平均楼面地价约 3500 元/平米，成本优势明显。

图 31: 1-8 月北京土地购置面积同降 38%



资料来源：北京市统计局，华泰证券

图 32: 1-8 月北京房屋新开工受保障房拉动



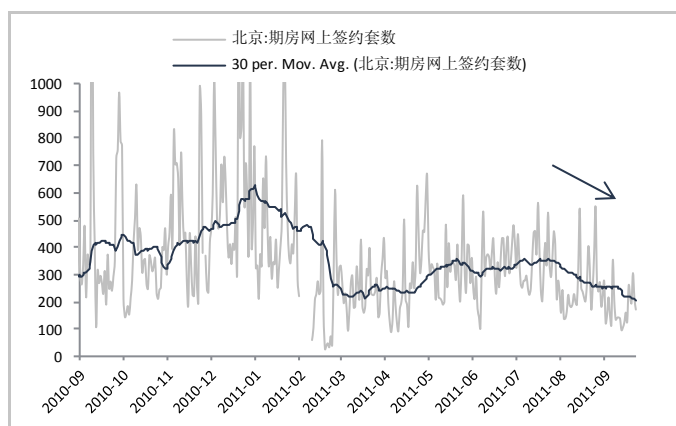
资料来源：北京市统计局，华泰证券

北京房地产市场依然受到严格调控。2011 年 1-8 月，受房地产调控影响，北京市房地产开发投资同比增长 14.5%，房地产开发项目本年到位资金为 3326.7 亿元，比上年同期增长 0.4%，购置土地面积同比下滑 38%，商品房销售面积为 787.2 万平方米，比上年同期下降 7.9%，降幅比 1-7 月缩小 4.1 个百分点，期房、现房和存量

房的网上签约套数均呈现下降趋势。我们认为持续的地产调控和货币紧缩政策已经对房地产企业拿地和销售产生了负面影响，在市场景气下行的环境中，保障房项目由于享有政策和税收优惠，成为房地产开发企业规避系统风险、加快销售周转、获得融资优势、扩大收入来源的有效途径。

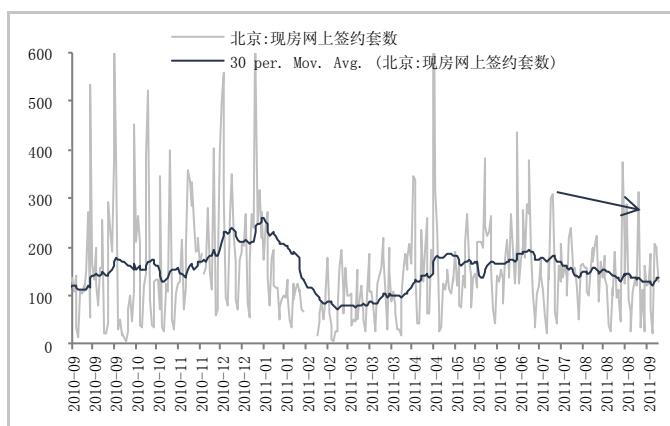
保障性住房对京内房企而言是逆境中难得的机遇。根据住建部公布的今年 1-8 月全国城镇保障性安居工程建设进度，截至 8 月底，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已开工 868 万套，开工率为 86%。其中北京市 1-8 月保障房开工共 16.2 万套，完成全年 20 万套的 81%，较上月新增加 2 万套。1-8 月，北京市市政策性住房完成投资 452 亿元，比上年同期增长 2.4 倍，全市政策性住房新开工面积为 1224.9 万平方米，比上年同期增长 5 倍，其中住宅新开工面积为 1006 万平方米，增长 4.8 倍。

图 33: 北京期房网上签约套数趋势向下



资料来源: Wind, 华泰证券

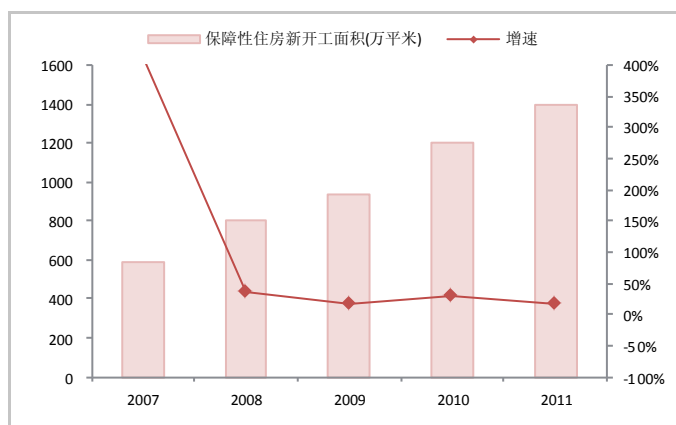
图 34: 北京现房网上签约套数趋势向下



资料来源: Wind, 华泰证券

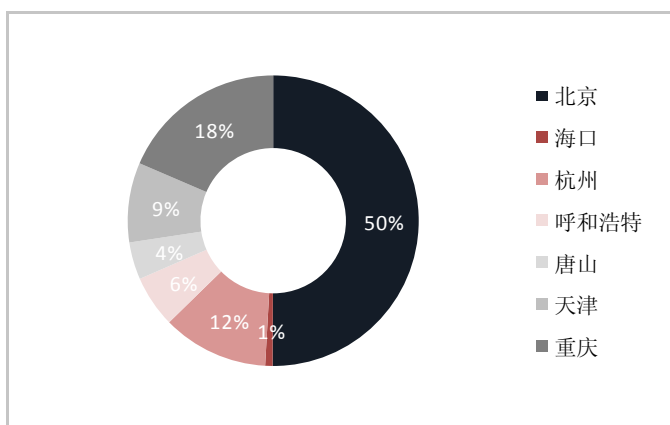
自 2010 年起，北京市政府扩大保障性住房供给，引导房地产企业加快开发和入市交易、促进存量房交易、稳定房地产投资。北京市住建委表示，为确保今年建设任务能够实现提前全面开工，北京市建立了项目责任制，安排市、区建设主管部门专人对列入开工计划的 150 余个项目进行一对一跟踪，推进项目进展，并制定了开工任务月度目标，力争 9 月底全部开工。此外，2011 年 9 月，北京以北京国有资产经营管理中心、北京保障房投资中心等机构为主体，发行了总计 500 亿元的债券用于保障性住房的开发、建设和运营，其中公司预计可得到约 50 亿元的资金支持。

图 35: 北京大力发展保障性住房



资料来源: 北京市统计局, 华泰证券

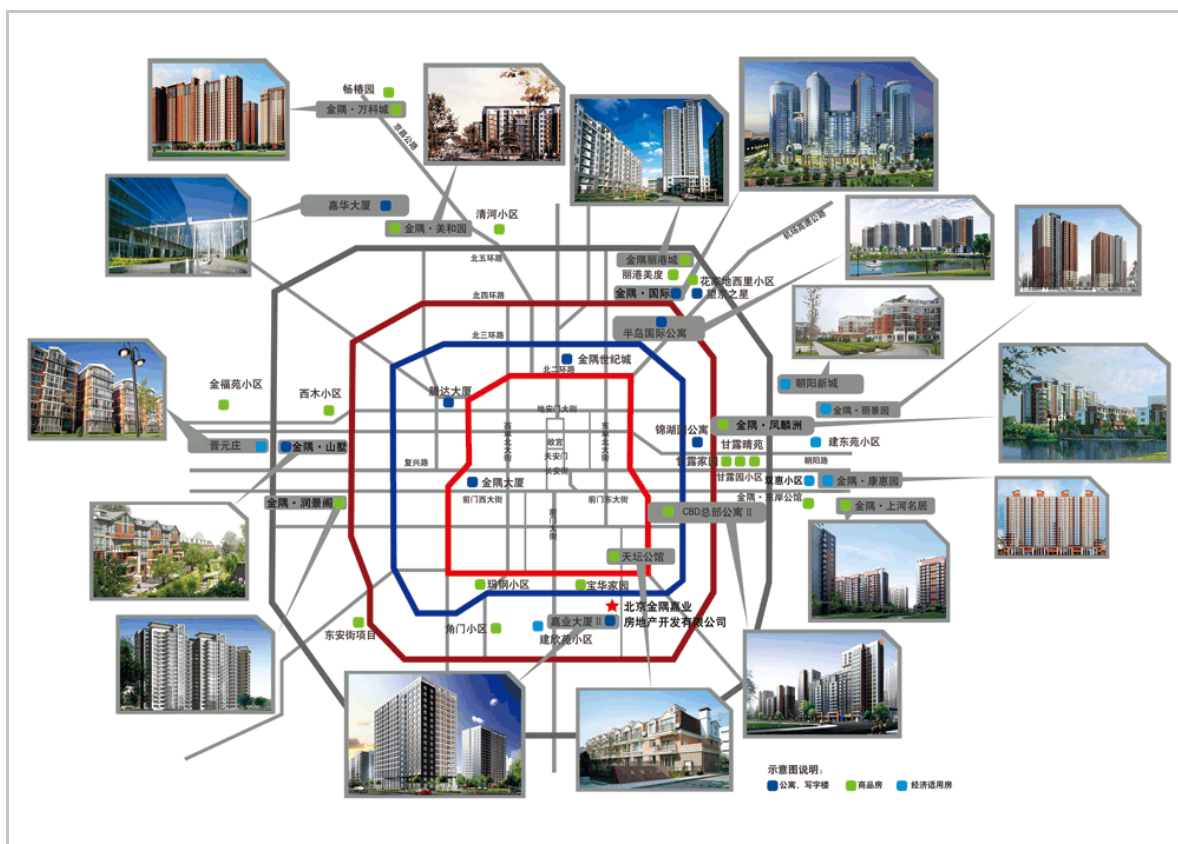
图 36: 金隅股份各城市土地储备面积占比



资料来源: 公司资料, 华泰证券

在北京市场，公司保障房项目优势明显。公司目前拥有土地使用权的土地共 206 宗，总面积为 1063 万平方米，工业用地约 800 万平方米，上半年新增工业用地储备 226 万平方米。借政府加强保障性住房工作力度和相关政策带来的业务契机，公司逐步加快自有工业用地转化，为保障房项目提供成本低廉的土地资源。如果使用工业用地用于房地产开发，公司保障房毛利率可达 20%（含一级开发），大大高于行业平均水平。目前公司处于在建状态的保障房项目土地面积达到 100 万平方米，规划建筑面积达 120 万平方米，在北京市 20 万套保障房项目中约占 10%。在保障房中，收益相对较高的两限房约占六成，其余部分为收益相对较低的公租房、廉租房。我们预计未来三年保障房项目结算收入占总结算收入的比重超过 20%，将有效对冲房地产调控带来的市场风险。

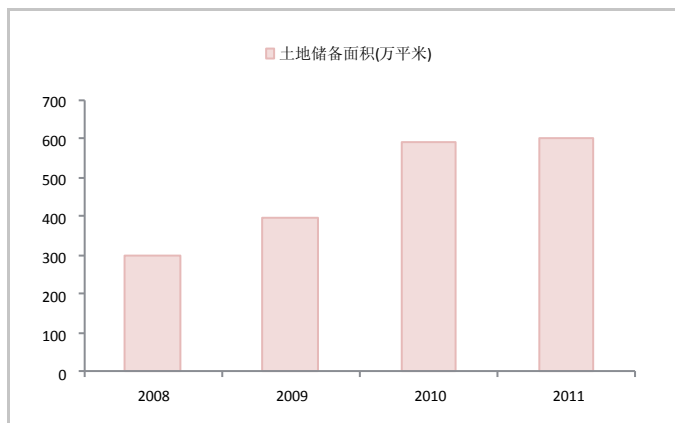
图 37：金隅股份京内主要地产项目



资料来源：公司资料，华泰证券

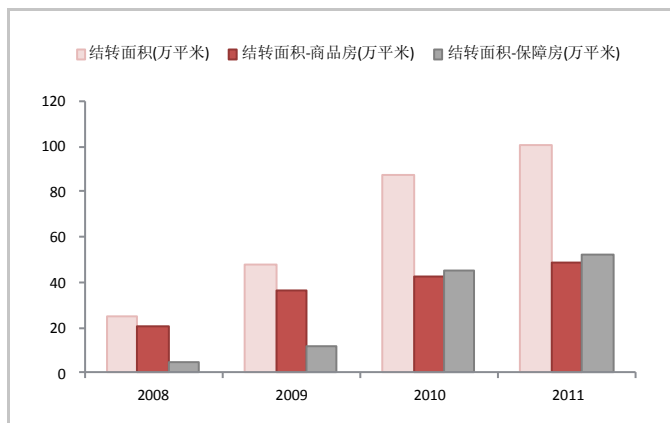
公司目前拥有商业商品房土地储备约 480 万平方米，并将择机扩充和开发北京、天津、重庆等一线城市优质低成本的土地，以确保房地产开发板块的可持续发展。目前公司商住+保障房的运营模式已经逐步成型，品牌效应显著，2010 年已售未结算项目将在今年结算，业绩弹性较大，同时带来利润水平的提升。我们预计公司 2011 年结转面积达到 100.46 万平方米，同增 15.3%，其中保障房项目结算面积占比预计超过 50%，平均结算价格约 10011 元/平方米，平均结算成本约 6453 元/平方米，实现结算收入 100.58 亿元，同增 35.5%，毛利率 35.5%；预计 2012/13 年结转面积达到 120.42/150.34 万平方米，实现结算收入 150.80/197.55 亿元，同增 49.9%/31.0%。

图 38: 金隅股份土地储备逐年增加



资料来源: 公司资料, 华泰证券

图 39: 金隅股份保障房结转比例提升



资料来源: 北京市统计局, 华泰证券

此外, 保障房业务也将对公司水泥业务形成有力支撑。我们预计 1000 万套保障房引致的水泥需求约在 1.0-1.2 亿吨左右, 京津冀三地 2011 年保障房开工目标为 78 万套, 预计可形成 900 万吨的水泥需求, 而整个“十二五”期间三地保障房目标为 274 万套, 预计形成约 3000 万吨水泥需求。我们认为, 在供给受限, 需求基本稳定, 水泥业务盈利明确的情况下, 保障房工程可成为股价的有效刺激因素, 水泥+地产两大主业将令公司双重受益。

表 3: 金隅股份房地产项目统计

项目名称	股权比例	城市	区域	类型	状态	土地面积 (平米)	规划面积 (平米)	未售储备面积 (平米)
金隅 丽景园	100%	北京	朝阳区常营乡	保障房+商业	建成	76471	258486	2352
金隅 美和园	100%	北京	海淀区清河小营	保障房+商业	建成	63252	169182	18000
金隅 锦和园	100%	北京	石景山区金顶街	保障房+商业	建成	11961	32903	32903
金隅 万科城三期	51%	北京	昌平区科技园区	住宅+商业	在建	78170	219129	219129
金隅 西海岸	100%	北京	昌平区东沙河县	住宅+商业	在建	211429	101430	101430
金隅 西海岸二期	100%	北京	昌平区东沙河县	住宅+商业	在建	56329	91379	91379
金隅 嘉和园	100%	北京	昌平区东沙河县	保障房	在建	136585	129836	66000
金隅·景和园	100%	北京	朝阳区东坝乡	保障房	在建	234900	209000	209000
朝阳新城非配套公建	100%	北京	朝阳区东坝乡	商业	在建	61924	112778	73125
金隅康惠园(东柳)	100%	北京	朝阳区双桥路	保障房+商业	在建	235157	441414	250000
宝华家园二期	100%	北京	崇文区永定门外	住宅	在建	8690	42237	42237
金隅 赋格	100%	北京	大兴区黄村镇	商业金融	在建	62847	116465	116465
大成郡+大成时代中心	100%	北京	丰台区卢沟桥乡	住宅+商业+办公+配套	在建	213728	315000	315000
金隅·长安山麓	100%	北京	海淀区田村	住宅+商业	在建	55543	68715	17000
大成玲珑天地	100%	北京	海淀区五棵松路	办公+商业	在建	20742	88197	88197
金隅·翡丽	100%	北京	海淀区西三旗 建材城东	住宅+商业	在建	43720	71195	71195
大成九棵树项目	100%	北京	通州梨园镇 九棵树村	商业金融+住宅	在建	50216	138922	138922

金隅土桥三期	100%	北京	通州梨园镇 砖厂村	住宅+商业	在建	50558	72145	72145
金隅 通和园	100%	北京	通州区梨园镇	保障房	在建	76429	229952	180000
金隅花石匠	100%	北京	通州区梨园镇	住宅+商业	在建	178333	536555	420000
燕山经济房	100%	北京	燕山水泥厂	保障房+商业	在建	320000	470000	332000
金隅·时代城二期	100%	呼和浩特	赛罕区	住宅+商业	在建	114459	332361	300000
内蒙时代财富中心	100%	呼和浩特	赛新城区中心	住宅+商业	在建	35594	230000	46000
唐山大城山	80%	唐山	唐山市路北区	住宅+商业	在建	165916	248874	248874
金隅悦城 (D、E、F、G、K 地块)	100%	天津	东丽区张贵庄	住宅+商业	在建	182500	353500	331000
金隅悦城 (B1、B2、B3 地块)	100%	天津	东丽区张贵庄	住宅+商业	在建	114095	200679	200679
杭州半山田园	100%	杭州	拱墅区半山区	住宅+商业	在建	71280	142560	142560
金隅 观澜时代	100%	杭州	经济技术开发区 钱塘江北岸	住宅	在建	121569	290014	163800
金隅 龙庭御园	100%	杭州	下沙	住宅+商业	在建	77212	189309	189309
金隅 云邸	100%	杭州	下沙	住宅+商业	在建	69120	211569	211569
海南美灵湖别墅	100%	海口	美兰区灵山镇	住宅	在建	169975	137855	49000
重庆市茶园项目	100%	重庆	南岸区茶园	住宅+商业	在建	198612	677132	677132
重庆市黄桷垭项目	100%	重庆	南岸区黄桷垭	住宅+商业	在建	451342	433838	433838
其他未结项目	100%	北京		住宅+商业+保 障房	在建	150000	200000	145000
合计						4341369	7953521	5995240

资料来源：公司资料，华泰证券

表 4：2011 年 1-8 月全国保障性安居工程开工情况

	计划套数(万套)	已开工套数(万套)-8 月	较上月增加 (万套)	开工率(%)
北京	20.0	16.2	2.0	81.0%
天津	26.0	23.4	8.5	90.0%
河北	38.3	38.3	6.7	开工率超过 100%
山西	33.3	31.3	2.3	94.0%
内蒙古	38.8	33.0	3.8	85.0%
辽宁	36.2	36.2	0.0	开工率超过 100%
吉林	31.8	27.7	7.1	87.0%
黑龙江	85.0	73.1	12.8	86.0%
上海	25.9	19.4	6.1	75.0%
江苏	35.0	30.1	4.1	86.0%
浙江	18.1	15.0	2.4	83.0%
安徽	39.8	33.4	1.7	84.0%
福建	24.9	24.9	4.8	开工率超过 100%
江西	32.1	27.9	5.5	87.0%
山东	32.9	32.9	8.1	开工率超过 100%

河南	45.1	43.3	13.9	96.0%
湖北	33.2	29.2	7.2	88.0%
湖南	44.0	35.6	8.5	81.0%
广东	30.2	19.9	1.9	66.0%
广西	24.8	21.3	4.0	86.0%
海南	9.3	7.5	0.7	81.0%
重庆	50.8	42.7	5.1	84.0%
四川	35.4	28.3	1.0	80.0%
贵州	23.3	21.4	6.9	92.0%
云南	31.0	24.8	5.4	80.0%
陕西	45.6	45.6	0.6	开工率超过 100%
甘肃	18.3	17.9	3.9	98.0%
青海	18.1	13.2	2.2	73.0%
宁夏	7.7	7.5	0.7	97.0%
新疆	33.6	30.6	8.3	91.0%
兵团	17.8	16.4	0.0	92.0%

资料来源：住建部，华泰证券

物业板块贡献稳定现金流

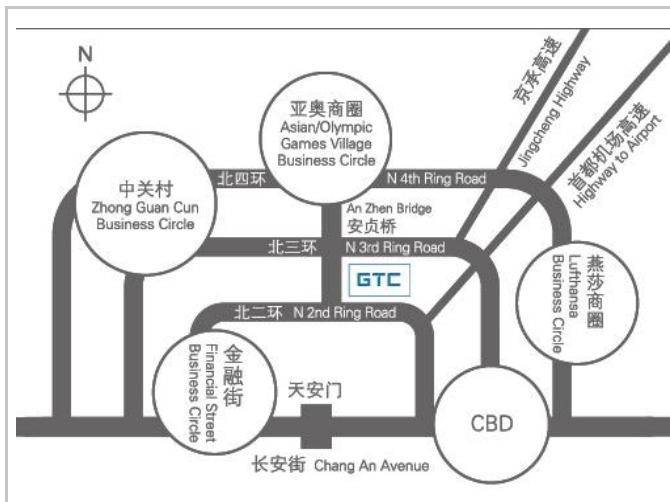
金隅股份在北京核心区域持有的投资性物业超过 74.5 万平米，并管理超过 150 万平方米的高端物业，是北京领先的大规模中高档物业投资者和管理者。公司投资并持有的大部分物业多为自行开发，且均位于北京的黄金地段，具有较高的商业价值和升值潜力，比如位于安贞桥东南角的环球贸易中心，是集 6 栋智能化国际甲级写字楼、喜来登五星级酒店及酒店服务式公寓、会议会展中心、大型商业中心为一体的大型商务综合体，建筑面积约 50 万平方米，辐射 CBD、燕莎、金融街、中关村、亚运村五大商圈，环贸四期预计于 2011 年投入运营，总建筑面积 11.8 万平米，包括一幢 24 层高的五星级酒店（喜来登），和一幢 24 层高的酒店式公寓。

图 40：环球贸易中心



资料来源：公司资料，华泰证券

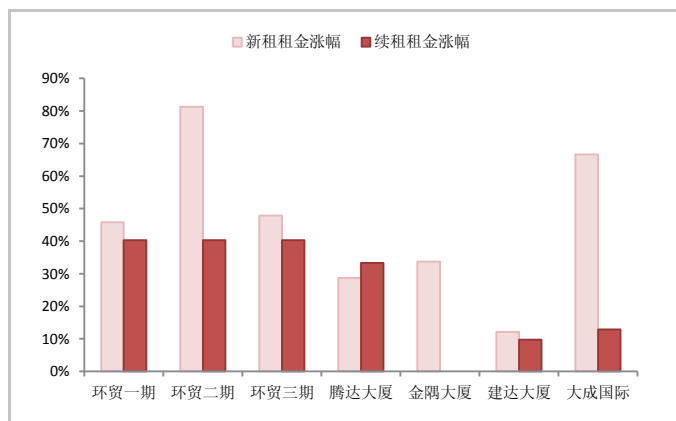
图 41：环球贸易中心位于北京核心地段



资料来源：公司资料，华泰证券

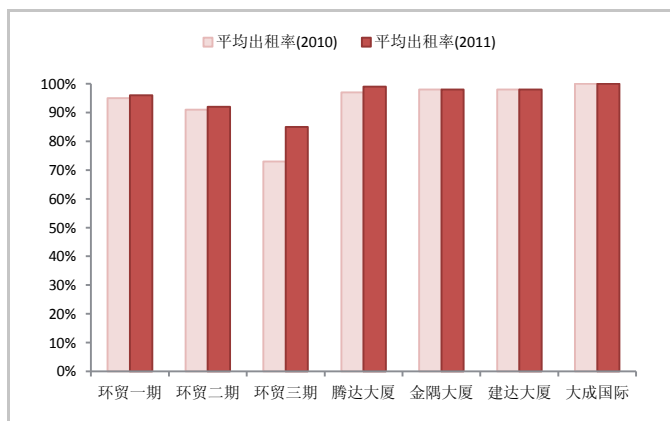
2011 年北京甲级写字楼整体平均租金价格水平大幅提升，市场空置率水平创历史新低。公司借此机遇通过强化品牌效应，调整持有物业产品结构，增加高端物业持有比例，吸引高端客户入驻，使投资性物业出租率和租金水平稳步提高。2011 年上半年，物业投资及管理业务收入达到 6.75 亿元，同比增长 25.8%，毛利率 60.84%，同比增加 0.86 个百分点。公司在北京核心区域持有的投资性物业总面积为 74.5 万平方米，同比增加 4.5%。新租及续租物业租金价格提升了约 30%，出租率达到 92%。目前公司投资性物业公允价值约 110.68 亿元，单位面积公允价值 14856 元/平米，同比提升 4.7%。

图 42: 新租和续租租金涨幅



资料来源：公司资料，华泰证券

图 43: 平均出租率



资料来源：公司资料，华泰证券

我们认为，在房地产板块继续收到宏观调控政策压制的背景中，环环相扣的纵向一体化产业链体系对公司整体经营的稳定至关重要——物业板块拥有超过 60% 的毛利率，并且产生稳定的现金流，这为公司其他业务顺利发展提供了润滑和催化作用。而公司部分位置优越的储备地块也为公司不动产持续发展提供了有利条件，预计未来公司将继续投资和发展北京的物业，巩固在北京地区的经营优势，通过投资于位于黄金地段的自主开发的物业并自主管理实现物业板块的良好发展。

表 5: 金隅股份投资性物业统计

	位置	物业总面积(平米)	公允价值(亿元)	出租单价	平均出租率(2011)	单位公允价值(元/平方米)
环贸一期	北京北三环	105000	19.4	5.7	96%	18470
环贸二期	北京北三环	163000	23.6	4.7	92%	14500
环贸三期	北京北三环	59000	8.0	4.0	85%	13470
腾达大厦	北京西二环	78000	10.6	4.7	99%	13590
金隅大厦	北京西二环	45000	7.7	4.1	98%	17170
建达大厦	北京东二环	47000	9.1	3.6	98%	19270
大成国际	北京东四环	42000	5.2	4.3	100%	12380
其他物业	北京	206000	27.1	4.0	85%	10000
合计	-	745000	110.7	4.5	92%	14856

资料来源：公司资料，华泰证券

我们判断公司物业板块收入将随着物业面积的增加和租金率的提高而稳步增长。2011 年物业投资与管理板块预计可为公司带来 15.59 亿元的营业收入，同增 28.3%，毛利率 60.95%，其中投资性物业租金收入 6.59 亿元，同增 46.9%，物业和酒店管理收入 9.01 亿元，同增 20.0%。

首次给予“推荐”评级

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2011/12/13 年实现营业收入 311.77/402.38/487.37 亿元，同增 34.8%/29.1%/21.1%，实现归属母公司净利润 35.62/46.65/58.81 亿元，同增 31.8%/31.0%/21.4%，对应每股收益 0.92/1.20/1.46 元。

表 6: 盈利预测关键指标

	2011E	2012E	2013E
水泥板块			
水泥熟料综合销量（元/吨）	3850.00	4350.00	4950.00
综合售价（元/吨）	290.00	300.00	305.00
水泥业务收入（万）	1116500.00	1305000.00	1509750.00
水泥业务成本（万）	811892.85	924805.95	1039164.90
吨综合成本（元/吨）	210.88	212.60	209.93
水泥毛利率	27.28%	29.13%	31.17%
吨综合毛利（元/吨）	79.12	87.40	95.07
混凝土销量（万方）	1200.00	1500.00	1750.00
产品均价（元/方）	295.00	300.00	305.00
混凝土业务收入（万）	354000.00	450000.00	533750.00
混凝土业务成本（万）	315219.30	389475.00	459025.00
混凝土毛利率	10.96%	13.45%	14.00%
水泥板块收入合计（万）	1470500.00	1755000.00	2043500.00
YoY	47.25%	19.35%	16.44%
水泥板块成本合计（万）	1127112.15	1314280.95	1498189.90
水泥板块毛利率	23.35%	25.11%	26.69%
新型建材			
家具收入（万）	78000.00	91800.00	101500.00
耐火材料收入（万）	93750.00	126000.00	157500.00
加气混凝土收入（万）	28125.00	32200.00	32620.00
商贸物流收入（万）	212000.00	246980.00	277852.50
其他产品和业务收入（万）	73635.51	79708.11	80579.89
新型建材收入合计（万）	485510.51	576688.11	650052.39
YoY	17.85%	18.78%	12.72%
新型建材成本合计（万）	379135.35	451191.00	506268.89
新型建材毛利合计（万）	106375.16	125497.11	143783.50
新型建材毛利率	21.91%	21.76%	22.12%
房地产			
结转面积（万平方米）	100.46	120.42	150.34
结算均价（元/平米）	10011.56	12522.40	13140.07
房地产收入合计（万）	1005766.46	1507974.76	1975491.39
YoY	35.53%	49.93%	31.00%

房地产成本合计（万）	648294.75	951756.28	1264105.13
房地产毛利率	35.54%	36.89%	36.01%
物业			
投资性物业面积（万平米）	74.50	80.00	88.00
投资性物业租金（元/平米）	2.55	2.93	3.00
投资性物业出租率	95%	95%	95%
投资性物业租金收入（万）	65873.83	81347.55	91542.00
物业与酒店管理收入（万）	90093.79	102789.86	113068.85
物业板块收入（万）	155967.62	184137.41	204610.85
YoY	28.83%	18.06%	11.12%
物业板块成本（万）	60911.30	70914.24	79057.95
物业板块毛利率	60.95%	61.49%	61.36%
合计			
营业收入（万）	3117744.60	4023800.29	4873654.64
YoY	37.12%	29.06%	21.12%
营业成本（万）	2215453.55	2788142.46	3347621.87
毛利率	28.94%	30.71%	31.31%

资料来源：公司资料，华泰证券

表 7：分板块盈利加总

板块	EPS(2011)	每股价值	备注
水泥及新型建材	0.440	6.605	折合 2011 年 15 倍 P/E
房地产	0.364	2.997	每股 NAV 3.528 元，折价 15%
物业投资	0.087	2.584	每股公允价值 2.584 元
物业管理	0.029	0.291	折合 2011 年 10 倍 P/E
工业用地价值	-	2.118	NAV
合计	0.920	14.595	各板块加总

资料来源：公司资料，华泰证券

由于公司各大业务板块分属不同行业，所以我们采用分板块加总的方式来对公司进行估值。对于水泥和新型建材、物业管理业务，我们使用相对估值法（P/E），对于投资性物业，我们以其公允价值进行计价，而对于房地产板块和工业用地储备，我们使用净资产价值法（NAV）来进行估值：

- 1) 水泥和新型建材板块 2011 年预计实现 EPS 0.440 元，赋予板块 15 倍的 P/E，折合板块价值每股 6.603 元；
- 2) 房地产开发板块每股净资产价值 3.528 元，综合考虑，给予 15% 的折价，对应板块价值每股 2.997 元；
- 3) 物业投资板块按公允价值进行计算，每股公允价值 2.584 元，而物业管理板块 2011 年预计贡献 EPS 0.029 元，赋予物业管理板块 10 倍的 P/E，对应每股 0.291 元；
- 4) 目前公司拥有约 800 万平米的工业用地，我们假设其中的 30% 转化为房地产开发用地，假设容积率为 1.5，乘以公司房地产开发项目每平米平均 NAV 2520.68 元，得到公司工业用地每股净资产价

值约 2.118 元;

5) 各部分加总得到每股价值 14.595 元。

公司当前股价对应 2011 年 13 倍 P/E, 2012 年 10 倍 P/E, 具备投资价值, 考虑公司完善的产业链结构和良好的盈利前景, 我们给予公司“推荐”的投资评级。

表 8: 敏感性分析: 水泥熟料综合销量、综合售价、吨毛利

综合售价(元/吨)								
综合销量 (万吨)		275	280	285	290	295	300	305
	3700	55.6	60.6	65.6	70.6	75.6	80.6	85.6
	3750	58.5	63.5	68.5	73.5	78.5	83.5	88.5
	3800	61.3	66.3	71.3	76.3	81.3	86.3	91.3
	3850	64.1	69.1	74.1	79.1	84.1	89.1	94.1
	3900	66.8	71.8	76.8	81.8	86.8	91.8	96.8
	3950	69.5	74.5	79.5	84.5	89.5	94.5	99.5
	4000	72.0	77.0	82.0	87.0	92.0	97.0	102.0

资料来源: 公司资料, 华泰证券

表 9: 水泥行业主要上市公司概况 (2010)

证券名称	PE-TTM	PB	EPS	ROE	ROIC	毛利率	净利率	净利增速	资产负债率	营业周期
海螺水泥	9.3	2.5	1.8	19.40%	13.90%	32.10%	18.40%	74.10%	41.00%	40.7
华新水泥	14.5	2.9	1.4	12.00%	4.50%	22.30%	7.80%	14.40%	68.30%	55.0
冀东水泥	12.4	2.5	1.2	18.90%	6.60%	31.70%	14.20%	42.10%	69.30%	71.0
江西水泥	12.2	4.5	0.4	13.40%	3.80%	20.50%	7.50%	131.90%	64.60%	56.6
祁连山	11.8	2.2	1.0	21.10%	10.60%	35.40%	17.80%	20.40%	56.60%	80.5
天山股份	12.8	2.6	1.4	19.10%	7.60%	28.90%	11.80%	44.00%	58.70%	58.4
赛马实业	8.9	1.9	2.9	24.10%	12.90%	41.20%	24.30%	26.30%	55.40%	83.0
塔牌集团	24.0	4.7	0.8	14.70%	7.70%	29.20%	9.90%	43.10%	51.50%	64.4
亚泰集团	19.8	1.5	0.3	6.90%	2.80%	26.20%	7.10%	-34.00%	67.20%	245.8
金隅股份	15.3	2.9	0.7	15.80%	8.30%	26.10%	12.70%	43.20%	70.10%	364.6
平均	14.1	2.8	1.2	16.50%	7.90%	29.40%	13.20%	40.60%	60.30%	112.0

资料来源: Wind, 华泰证券

表 10: 房地产行业主要上市公司概况 (2010)

证券名称	月均 成交价	NAV	NAV 溢价率	PE-TTM	PB	EPS	ROE	ROIC	毛利率	净利率	资产负债率
保利地产	10.5	11.5	-11.5%	8.9	1.8	1.1	18.00%	6.90%	34.10%	15.30%	79.00%
北京城建	14.9	20.5	-8.5%	8.2	2.0	1.4	22.40%	13.50%	41.50%	30.50%	69.20%
首开股份	12.8	17.1	-13.4%	17.1	1.2	1.2	13.60%	5.10%	47.00%	17.20%	74.70%
金地集团	6.3	7.2	-10.1%	11.7	1.3	0.6	16.60%	7.20%	38.10%	16.00%	71.20%
万科 A	8.3	9.3	-8.5%	10.6	1.7	0.7	17.80%	9.00%	40.70%	17.40%	74.70%
中天城投	15.7	24.8	-12.2%	16.3	5.6	0.6	38.10%	10.30%	38.40%	17.00%	84.80%

亿城股份	4.5	6	-4.2%	7.5	1.3	0.6	17.60%	11.30%	48.60%	17.70%	62.20%
苏宁环球	7.7	12.4	-9.4%	18.2	4.0	0.5	24.00%	12.30%	47.60%	25.30%	75.30%
荣盛发展	9.3	13.1	-11.1%	10.8	2.7	0.7	24.10%	11.30%	34.90%	15.70%	75.00%
招商地产	17.2	21.9	-9.6%	11.6	1.5	1.2	11.70%	7.10%	39.80%	18.00%	64.60%
平均	10.7	14.4	-9.9%	12.1	2.3	0.8	20.40%	9.40%	41.10%	19.00%	73.10%

资料来源: Wind, 华泰证券

主要风险

我们认为以下因素可能会对本篇报告的盈利预测和估值判断产生影响: (1) 新建水泥生产线审批放开; (2) 信贷紧缩影响工程开工率; (3) 房地产调控力度加码, 影响公司商住和其他项目的建设与销售; (4) 未来保障房政策支持力度减弱; (5) 煤炭、电力成本涨幅超出预期; (6) 极端恶劣天气影响公司生产与销售。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	33255	37860	48572	58590	
现金	5282	3118	4024	4874	
应收账款	2654	3474	4478	5459	
其他应收款	2687	4058	5198	6206	
预付账款	989	1582	1999	2320	
存货	20994	24778	31763	38399	
其他流动资产	649	851	1110	1332	
非流动资产	27967	34114	37648	40855	
长期投资	556	514	514	514	
固定资产	12036	15477	17949	19401	
无形资产	2848	3589	4338	5124	
其他非流动资产	12527	14534	14847	15816	
资产总计	61221	71974	86220	99445	
流动负债	27674	32349	39795	45455	
短期借款	7068	8945	11864	13174	
应付账款	4199	5395	6704	8112	
其他流动负债	16407	18010	21227	24169	
非流动负债	15218	17448	19760	21911	
长期借款	7570	10070	12320	14470	
其他非流动负债	7648	7377	7440	7441	
负债合计	42892	49797	59555	67366	
少数股东权益	1882	2019	2198	2417	
股本	3873	3873	3873	3873	
资本公积	5509	5509	5509	5509	
留存收益	7065	10356	14665	19860	
归属母公司股东权益	16447	19738	24467	29662	
负债和股东权益	61221	71554	86220	99445	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	-3356	2106	2030	4109	
净利润	2937	3699	4844	5881	
折旧摊销	834	990	1266	1488	
财务费用	346	954	1255	1686	
投资损失	-33	-25	-25	-35	
营运资金变动	-6765	-3659	-5637	-5094	
其他经营现金流	-675	148	327	182	
投资活动现金流	-9045	-6935	-4777	-4598	
资本支出	5654	4000	3500	2800	
长期投资	99	2194	500	1000	
其他投资现金流	-3292	-740	-777	-798	
筹资活动现金流	11162	2664	3654	1339	
短期借款	5523	1877	2918	1310	
长期借款	2472	2500	2250	2150	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-2242	0	0	0	
其他筹资现金流	5408	-1713	-1514	-2122	
现金净增加额	-1241	-2164	906	850	

资料来源: 公司资料, 华泰证券

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	23134	31177	40238	48737	
营业成本	17096	22155	27881	33476	
营业税金及附加	991	1138	1408	1706	
营业费用	858	1126	1469	1711	
管理费用	1517	2011	2555	3046	
财务费用	346	954	1255	1686	
资产减值损失	83	20	20	20	
公允价值变动收益	674	420	0	0	
投资净收益	33	25	25	35	
营业利润	2950	4220	5675	7127	
营业外收入	961	725	750	750	
营业外支出	54	62	30	35	
利润总额	3857	4883	6395	7842	
所得税	919	1184	1551	1960	
净利润	2937	3699	4844	5881	
少数股东损益	235	137	179	220	
归属母公司净利润	2702	3562	4665	5662	
EBITDA	4130	6164	8195	10301	
EPS (元)	0.70	0.92	1.20	1.46	

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	60.8%	34.8%	29.1%	21.1%	
营业利润	36.2%	43.1%	34.5%	25.6%	
归属于母公司净利润	43.0%	31.8%	31.0%	21.4%	
获利能力					
毛利率(%)	26.1%	28.9%	30.7%	31.3%	
净利率(%)	11.7%	11.4%	11.6%	11.6%	
ROE(%)	16.4%	18.0%	19.1%	19.1%	
ROIC(%)	9.6%	11.7%	12.5%	13.5%	
偿债能力					
资产负债率(%)	70.1%	69.6%	69.1%	67.7%	
净负债比率(%)	39.4%	41.9%	43.8%	43.9%	
流动比率	1.20	1.17	1.22	1.29	
速动比率	0.44	0.40	0.42	0.44	
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.47	0.51	0.52	
应收账款周转率	10	9	9	9	
应付账款周转率	5.26	4.62	4.61	4.52	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.92	1.20	1.46	
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.87	0.54	0.52	1.06	
每股净资产(最新摊薄)	4.25	5.10	6.32	7.66	
估值比率					
P/E	17.27	13.10	10.00	8.24	
P/B	2.84	2.36	1.91	1.57	
EV/EBITDA	14	10	7	6	

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。