

# 显著受益于国企改革及工业用地转性

2014年11月28日

## 投资要点

- ❖ **工业用地转性政策有望加速出台，公司将显著受益。**公司积极响应北京市鼓励企业开发自有用地建设自住商品房之政策，目前已有两个项目（总占地面积 32.8 万方）成功实现工业用地转为住宅用地。我们认为，城市规模摊饼式扩张难以为继，存量低效用地再开发将是未来商品房开发用地的主要供应模式，北京市或继续出台政策加快工业用地转性进度。当前，公司手持工业用地 740 万方，其中北京市 540 万方，约 250 万方在五环以内，未来将显著受益。
- ❖ **工业用地重估增值空间巨大，助力地产业务稳健增长。**工业用地转性进程有望加快，将提升公司相关资产重估价值。假设公司在北京市内之工业用地可全部完成转性，参照北京市用地基准地价，考虑 50% 的转换成本，则重估后公司手持土地将增值 203 亿。目前公司在一二线城市土地储备达 504 万方，其中商品房约 400 万方，可满足公司 3 年开发量。后续公司有望藉工业用地转性之机遇持续获得低价土地，助力地产业务稳健增长。
- ❖ **京津冀一体化及环保治理有望促区域水泥景气底部回升。**2014 年京津冀一体化被提升至国家战略，随着京津冀三地产业转移和升级持续推进，环北京地区现代化交通网络建设将提速，此外作为产业和人口承接方地区城市基础设施配套将加速完善，因此我们认为若相关顶层设计政策出台并落实到位，京津冀协同发展将明显提振区域水泥需求；供给方面，节能减排和雾霾治理有望倒逼区域水泥供给端收缩。受益京津冀一体化及环保治理，京津冀地区水泥行业景气有望底部企稳逐步回升。
- ❖ **国企改革再添活力。**公司控股股东金隅集团（持股 47.9%）是北京市属国有独资企业，有望成为北京国企改革第一批试点。后续伴随国企改革纵深推进，预计将出现更多途径和工具助力公司整合低效资产，提高资产盈利能力；公司内部也有望通过管理层激励、员工持股等手段增添活力。
- ❖ **风险因素：**工业用地转性、京津冀一体化推进缓慢。
- ❖ **盈利预测、估值及投资建议：**基于对区域水泥景气及公司地产业务走势之判断，维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.78/0.83/0.93 元的预测。我们利用分部估值法重新计算公司价值，得益于工业用地转性后价值提升，公司合理价值区间上升为[553, 597]亿元，对应每股合理价值区间为[11.6, 12.5]元，上调公司评级至“买入”，目标价 12 元。

项目/年度	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入(百万元)	34,054	44,790	48,832	52,706	57,165
增长率 YoY%	3.2	31.5	9.0	7.9	8.5
净利润(百万元)	2,965	3,215	3,729	3,976	4,448
增长率 YoY%	35.9	8.4	16.0	6.6	11.9
每股收益 EPS(基本)(元)	0.62	0.67	0.78	0.83	0.93
市场一致预期 EPS(元)	0.8	0.69	0.75	0.85	0.96
毛利率%	24.5	22.3	22.3	22.4	23.0
净资产收益率 ROE%	13.0	12.2	11.5	11.1	11.1
PE	13	12	11	10	9
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2014 年 11 月 27 日收盘价



## 买入 (上调)

当前价：8.31 元

目标价：12.0 元

中信证券研究部

曾豪

电话：021-20262107

邮件：zenghao@citics.com

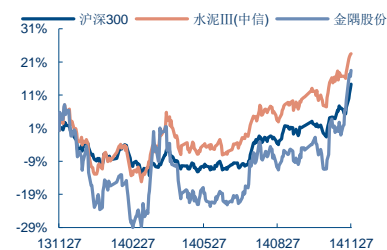
执业证书编号：S1010511020001

联系人：刘建义

电话：021-20262138

邮件：liujianyi@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深 300 指数	2754.49 点
总股本/流通股本	4784.6/3111.4 百万股
近 12 月最高/最低价	8.31 元/5.04 元
近 1 月绝对涨幅	33.9%
近 6 月绝对涨幅	42.69%
今年以来绝对涨幅	23.97%
12 个月日均成交额	188.88 百万元

## 相关研究

1. 金隅股份 (601992) 2014 年三季度报点评—业绩符合预期，关注国企改革 (2014-10-30)
2. 金隅股份 (601992) 投资者交流会纪要—地产稳健增长，水泥贡献弹性 (2014-06-09)
3. 金隅股份 (601992) 2013 年年报点评暨跟踪报告—有望受益于京津冀一体化及环保治理 (2014-03-31)

## 利润表（百万元）资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	34,054	44,790	48,832	52,706	57,165
营业成本	25,725	34,800	37,926	40,896	44,031
毛利率	24.46%	22.30%	22.33%	22.41%	22.98%
营业税金及附加	1,675	1,586	1,709	1,845	2,001
营业费用	1,351	1,566	1,709	1,845	2,001
营业费用率	3.97%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用	2,189	2,811	3,076	3,320	3,601
管理费用率	6.43%	6.28%	6.30%	6.30%	6.30%
财务费用	902	1,017	1,105	1,213	1,376
财务费用率	2.65%	2.27%	2.26%	2.30%	2.41%
投资收益	-7	-35	-30	-15	7
营业利润	3,094	3,265	3,903	4,210	4,796
营业利润率	9.08%	7.29%	7.99%	7.99%	8.39%
营业外收入	931	768	770	770	770
营业外支出	71	39	39	39	39
利润总额	3,954	3,994	4,634	4,942	5,528
所得税	804	751	871	929	1,039
所得税率	20.33%	18.79%	18.80%	18.80%	18.80%
少数股东损益	185	28	34	36	40
归属于母公司股东的净利润	2,965	3,215	3,729	3,976	4,448
净利率	8.71%	7.18%	7.64%	7.54%	7.78%
每股收益(元)(摊薄)	0.62	0.67	0.78	0.83	0.93

## 现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2,965	3,215	3,729	3,976	4,448
少数股东损益	185	28	34	36	40
折旧和摊销	1,107	1,222	1,112	1,305	1,513
营运资金变动	869	-6,219	-2,078	-2,089	-2,253
其他	-815	1,194	509	590	735
经营现金流	4,311	-560	3,307	3,818	4,484
资本支出	-3,528	-3,438	-6,949	-5,653	-5,845
投资收益	19	6	-30	-15	7
资产变卖	135	202	0	0	0
其他	-20	-489	670	670	670
投资现金流	-3,394	-3,718	-6,309	-4,998	-5,168
发行股票	0	0	2,773	0	0
负债变化	-942	7,472	2,878	3,565	3,397
股息支出	-1,952	-1,855	-373	-398	-445
其他	410	971	-1,105	-1,213	-1,376
融资现金流	-2,484	6,588	4,173	1,954	1,576
现金净增加额	-1,568	2,309	1,171	775	892

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	5,906	8,596	9,766	10,541	11,433
存货	32,287	37,602	40,967	44,175	47,561
应收账款	3,992	5,006	5,445	5,877	6,374
其他流动资产	4,917	8,954	9,890	10,652	11,484
流动资产	47,102	60,157	66,069	71,245	76,853
固定资产	15,331	16,934	20,534	23,692	26,941
长期股权投资	420	346	346	346	346
无形资产	3,601	3,963	4,377	4,537	4,697
其他长期资产	16,708	17,440	19,461	20,691	21,815
非流动资产	36,060	38,682	44,719	49,266	53,798
资产总计	83,162	98,840	110,787	120,511	130,651
短期借款	11,388	13,517	15,994	18,059	24,957
应付账款	6,569	8,517	9,292	10,019	10,788
其他流动负债	25,505	30,027	32,359	35,525	37,656
流动负债	43,463	52,060	57,645	63,604	73,400
长期负债	4,757	6,880	6,880	6,880	4,980
其他长期负债	9,917	9,874	10,074	10,224	8,424
非流动性负债	14,674	16,754	16,954	17,104	13,404
负债合计	58,137	68,814	74,599	80,709	86,804
股本	4,284	4,284	4,785	4,785	4,785
资本公积	5,396	5,851	8,123	8,123	8,123
股东权益合计	22,894	26,266	32,394	35,973	39,976
少数股东权益	2,121	3,745	3,779	3,815	3,856
负债股东权益总计	83,162	98,840	110,787	120,511	130,651

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)	18.5	31.5	9.0	7.9	8.5
营业收入	-13.6	5.5	19.5	7.9	13.9
营业利润	-13.5	8.4	16.0	6.6	11.9
净利润					
利润率 (%)	24.5	22.3	22.3	22.4	23.0
毛利率	9.1	9.0	9.0	9.1	9.7
EBIT Margin	12.4	11.7	11.3	11.6	12.3
EBITDA Margin	8.7	7.2	7.6	7.5	7.8
净利率					
回报率 (%)	13.0	13.1	12.7	11.6	11.7
净资产收益率	3.7	3.7	3.7	3.6	3.7
总资产收益率					
其他 (%)	69.9	69.6	67.3	67.0	66.4
资产负债率	20.3	18.8	18.8	18.8	18.8
所得税率	10.4	9.5	10.0	10.0	10.0
股利支付率	18.5	31.5	9.0	7.9	8.5

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。