

金隅股份 [2009.HK]

首季业绩疲弱，但中央政策的利好因素值得憧憬，维持买入评级

金隅股份宣布，公司2015年第一季度经常性净利润同比下降31.9%至1.52亿元人民币。投资者一般已理解到，业绩疲弱主要是由于水泥价格低迷。由于第一季度通常是淡季（2014年第一季度净利润占全年利润11%），我们没有迫切需要去调整我们的盈利预测。接下来的焦点，将是京津冀一体化的政策（预期在5月公布）会否带动水泥需求在2015年下半年和2016年上升。由于过去几周有大量资金流入，我们认为房地产和收租业务的资产净值折价存在下调空间（从40%下调至30%）。我们也将水泥业务的目标市净率从0.8倍调升至1倍。因此我们根据分类加总估值法所得的目标价从7.80港元上调至10.35港元。维持买入评级。我们认为上述目标价并不过份进取，因为这仅代表2015年市净率为1.19倍，而股份过去六年的平均市净率为1.13倍。

投资亮点

- **国家政策有利房地产业务稳定发展。**在业绩公布后的电话会议中，管理层维持2015年房地产业务的全年指引不变。他们认为，中央政府在3月30日公布的一系列政策（包括放宽二套房购房者的按揭限制，以及免除第二套房的税项）反映了政府扶持行业的意向，这将使市场情绪逐步转好，并应有助行业长远稳定发展。同时，该公司重申其于一/二线城市的土地收购战略，同时还预留80亿至100亿元人民币的预算用于在2015年收购土地，实际金额视乎市场上可供选择的土地数目。
- **第一季度水泥业务疲弱，有望2015下半年回暖。**2015年第一季度水泥业务收入为15.6亿元人民币（同比下降13.7%），水泥及熟料的混合平均售价为195元人民币每吨（2014年第一季度为212元人民币每吨），总销量为488万吨（同比下跌7.3%）。投资者应已对此充分理解，因为今年水泥需求的复苏似乎慢于预期（与去年同期相比）。虽然2015年第一季度的吨毛利仅为2元人民币（2014年第一季：20元人民币），但根据管理层的指引，2015全年吨毛利将不低于40元人民币（我们的预测为35元人民币每吨，属于相对保守水平），主要是由于他们预计京津冀一体化政策的详细计划将在5月初发布，而这将导致水泥需求在2015年下半年回升。管理层表示，水泥行

截至12月底止年度	2012	2013	2014	2015E	2016E
销售额（百万人民币）	32,379	43,204	39,452	41,463	46,864
经常性净利润（百万人民币）	2,133	2,954	1,942	2,357	2,978
净利润率（%）	6.6	6.8	4.9	5.7	6.4
经常性每股收益（人民币）	0.50	0.69	0.41	0.49	0.62
百分比变动	(10)	38	(41)	21	26
市盈率（倍）	14.9	10.5	17.7	14.8	11.7
市净率（倍）	1.55	1.32	1.11	1.05	0.97

来源：公司，中国银河国际研究部

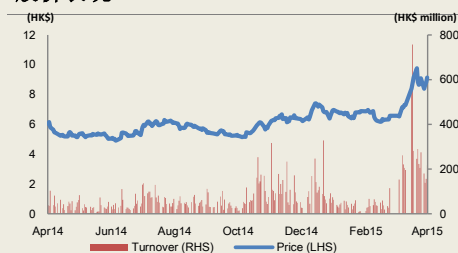
中国水泥业

买入

收盘价：9.14港元（2015年4月23日）

目标价：10.35港元（+13%）

股价表现



市值	90.36亿美元
已发行股数	47.846亿股
核数师	Ernst & Young
自由流通量	52.1%
52周交易区间	4.90-10.10港元
三个月日均成交量	857万美
主要股东	北京金隅集团（47.9%）

来源：公司，彭博

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

宁宁—分析员

(852) 3698-6321

nevinning@chinastock.com.hk

业在首季经历淡季后，现时的行业景气已小幅回升，综合平均售价已经上升（升至201元人民币每吨）及预期销售生产率恢复到100%。

- **房地产投资稳定增长。**在2015年第一季度，房地产投资业务收入同比增8.81%至5.68亿元人民币，包括租金收入2.86亿元人民币，物业管理服务收入2.23亿元人民币，和酒店和休闲行业收入5,900万元人民币。管理层表示，出租率在2015年第一季度同比增加3个百分点至91%，他们预计2015全年的平均租金水平将同比增长10%。

其它要点

- 房地产开发业务方面，2015年第一季度的结转收入达到31.5亿元人民币（商品房/保障房的比例为95%/5%），同时结转建筑面积达到175,100平方米（商品房/保障房的比例为90%/10%），平均售价为18,010元人民币每平方米，毛利率为46.99%（商品房/保障房的比例为41.87%/ 47.69%，已考虑一级开发带来的利润）。2015年第一季度的合同销售额达到12.9亿元人民币，商品房/保障房的比例为80%/20%，而合约销售面积为111,000平方米，商品房/保障房比例为79%/ 21%，合约销售平均售价为11,588元每平方米。
- 在2015年第一季度，现代建筑材料和商业及物流业务实现收入24.06亿元人民币（同比下跌11.7%），而该业务的毛利率上升1.92个百分点至9.53%，主要是由于公司缩小了贸易及物流业务的规模。
- 在2015年第一季度，混凝土销售量同比轻微下降5.7%至161万立方米，毛利率为2.15%（2014年第一季度为6.31%）。

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本价值的 1%；

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面的批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中 183 号新纪元广场中远大厦 35 楼 3501-07 室 电话: 3698-6888