

## 建筑建材

2014年10月29日

# 金隅股份 (601992)

——水泥板块盈利下滑，地产板块稳定增长

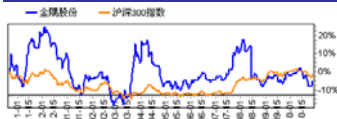
## 买入

维持

市场数据： 2014年10月28日	
收盘价(元)	6.41
一年内最高/最低(元)	8.16/4.98
上证指数/深证成指	2338/7988
市净率	1.0
息率(分红/股价)	1.22
流通A股市值(百万元)	19944

基础数据： 2014年09月30日	
每股净资产(元)	6.36
资产负债率%	68.14
总股本/流通A股(百万)	4785/3111
流通B股/H股(百万)	-/1169

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《金隅股份(601992)——中报符合预期，地产板块稳定增长，水泥板块略有改善》 2014/08/26

《金隅股份(601992)：京津冀共荣圈加速华北供需格局改善，自住商品房政策推进，维持“买入”》 2014/03/31

### 证券分析师

王丝语 A0230511040048  
wangsy@swsresearch.com

### 联系人

陈泳含  
(8621)23297818x7216  
chenyh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司  
<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

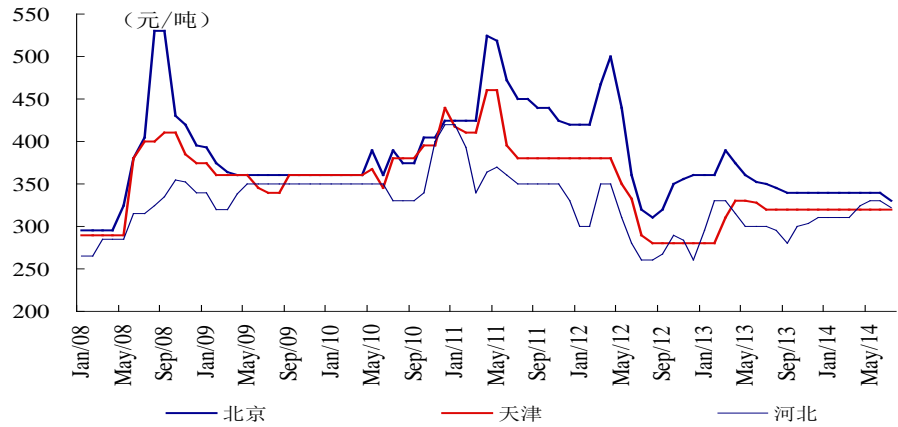
单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	44,790	32	3,215	8	0.75	22.3	12.2	8	9
14Q1-Q3	28,797	-4	1,741	0	0.36	24.8	5.7		
2014E	52,965	18.3	3,810	18.5	0.80	22.2	12.9	8.5	10.7
2015E	61,648	16.4	4,541	19.2	0.95	22.5	13.7	7.1	10.1
2016E	72,521	17.6	5,324	17.3	1.11	22.5	14.1	6.1	9.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点：

- **2014年三季度单季业绩同比下滑 17.37%，业绩符合预期。** 13年前三季度公司实现营业收入 288 亿元，同比下滑 4.03%；归属于母公司净利润 17.4 亿元，折合 EPS 为 0.36 元，同比下滑 0.33%，基本符合我们前期的预期 0.39 元。三季度单季收入、净利润分别为 81.6 亿元、3.6 亿元(折合 EPS0.08 元)，同比分别下滑 15.18%，增长 17.37%。13年前三季度毛利率 24.76%，三季度毛利率为 24.19%，环比下滑 2.12%、同比上升 2.65%。
- **水泥板块盈利下滑，地产板块业绩有望持续改善。** 我们认为三季度盈利下滑主要是受地产需求疲软水泥板块盈利偏弱。预计公司三季度水泥销售量略有提升，三季度单季华北和东北地区高标水泥均价分别为 297、393 元/吨，同比回落 16、46 元/吨。销售价格下滑，超过成本降低幅度导致公司水泥吨毛利同比下降。进入 10 月下旬华北东北地区步入淡季，需求端同比下滑水泥价格反弹有限，我们预计四季度水泥板块业绩增速同比仍将回落。地产业务方面，13 年房地产业务实现销(预)售面积为 168 万平米，同比增长 42%，业务结算有望持续贡献 14 年业绩。此外结算多集中在北京地区，有效带动毛利率提升。我们预计公司全年房地产销售金额 230 亿元，对应面积 140 万平方米左右。结转业务全年收入预计 172 亿元，其中商品房占比 78%，保障房占比 22%，全年毛利率预计 36%左右。
- **京津冀一体化加速改善水泥供需格局，地产稳定增长。** 从供给端来看，京津冀地区新增供给压力小，14/15 年新增比例为 2%/0%。叠加河北地区加大力度淘汰落后产能，以及近期受雾霾天气及北京 APEC 会议影响，京津冀地区水泥厂或将停限产，供给有望再收缩。目前京津冀地区整体盈利处于底部，若区域共荣圈持续发展，带动以河北为主的基础建设，未来需求转好，区域价格有望回升。地产业务方面，公司在手工业用地丰富，自住型商品房业务稳步推进，其中公司南京、上海等一些项目会在明年供应市场，预计明年合同金额会略有增长。14 年 8 月北京出台《全面深化市属国资国企改革意见》，将组建若干国有资本运营公司支持国有企业改组为国有资本投资公司，并要求“近两年内取得突破性进展”。金隅股份将成为北京国企改革试点单位之一，实行混合所有制改革。
- **盈利预测与估值。** 8 月份华北地区水泥累计产量负增长 20.9%，远低于全国 3% 的增长水平，目前区域内主要以消化新增产能为主，短期产能过剩较严重，长期我们看好京津冀一体化带来需求端增长，水泥价格受益有望回升。我们维持 14-16 年 EPS 至 0.80/0.95/1.11 元，维持“买入”评级。

**图 1：京津冀区域价格走势**


资料来源：数字水泥网，申万研究

**表 1：金隅股份水泥生产线情况**

企业名称	设计产能 (T/D)	地址
北京		
北京市琉璃河水泥有限公司	2000	北京市西南 40 公里处
	2500	
北京金隅顺发水泥有限公司	1200	北京市顺义区
北京市兴发水泥有限公司	1200	北京市怀柔区怀北镇河房口
北京金隅平谷二水泥有限公司	1700	北京平谷、顺义、河北三河交界处
北京强联水泥有限公司	1200	北京市房山区
北京太行前景水泥有限公司	3000	北京市房山区坨里镇坨里村
	2000	
北京水泥厂有限责任公司	3200	北京市昌平区亭子庄乡北小营村东
	2000	
河北		
邯郸涉县金隅水泥有限公司	4500	河北省邯郸市涉县神头乡
	2000	
邯郸金隅太行水泥有限责任公司	2500	河北省邯郸市峰峰矿区建国路 2 号
	4500	
	2500	
	2500	
鹿泉金隅鼎鑫水泥有限公司	5000	河北省鹿泉市同阁工业区
	5000	
	5000	
	5000	
河北赞皇金隅水泥有限责任公司	2500	河北省石家庄市赞皇县
	4000	

	2000	
易县太行和益有限公司	3000	河北省保定市易县高村乡八里庄村
河北曲阳金隅有限公司	4000	河北省保定市曲阳县灵山镇
金隅涿鹿永兴水泥有限公司	4000	河北省张家口市涿鹿县城南 25 公里岔道村
张家口金隅水泥有限公司	1100	河北省张家口市
宣化金隅水泥有限公司	2500	河北省张家口市宣化区
冀中能源金牛水泥	2500	河北邢台沙河市
承德金隅水泥	7500	河北省承德市
天津		
天津振兴水泥有限公司	2000	天津市北辰经济开发区
	2000	
山西		
山西陵川金隅水泥有限公司	3000	山西省晋城市陵川县
山西左权金隅水泥	2500	山西省晋中市左权县五里墩村
岚县金隅水泥有限公司	2500	山西省吕梁市岚县
广灵县富成水泥有限公司	4000	山西省大同市广灵县蕉山乡杜庄村西
河南		
沁阳市金隅水泥有限公司	2500	河南省沁阳市沁北工业集聚区
焦作岩鑫水泥有限公司 (博爱金隅水泥)	2500	河南省焦作市博爱工业园区岩鑫大道 6 号
吉林		
四平金隅水泥有限公司	2500	吉林省四平市铁东区北二经街 936 号
黑龙江		
哈尔滨太行兴隆水泥有限公司	1200	黑龙江省哈尔滨市巴彦县兴隆镇镇东街 138 号

资料来源：数字水泥、申万研究

表 2. 利润表

利润表							
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	23,190	28,745	34,054	44,790	52,965	61,648	72,521
二、营业总成本	20,927	26,255	31,886	42,162	49,327	57,022	67,067
其中：营业成本	17,106	20,791	25,725	34,800	41,224	47,807	56,239
营业税金及附加	994	1,169	1,675	1,586	1,854	2,158	2,538
销售费用	859	1,174	1,351	1,566	1,854	2,158	2,538
管理费用	1,538	2,130	2,185	2,811	3,337	3,884	4,569
财务费用	346	797	902	1,017	1,020	928	933
资产减值损失	83	193	48	381	38	88	250
加：公允价值变动收益	732	777	936	672	500	500	700
投资收益	33	315	-7	-35	0	0	0
三、营业利润	3,028	3,582	3,097	3,265	4,138	5,126	6,154
加：营业外收入	961	1,165	931	768	931	900	900
减：营业外支出	54	76	71	39	71	70	70
四、利润总额	3,935	4,670	3,958	3,994	4,998	5,956	6,984
减：所得税	944	1,077	804	751	950	1,132	1,327
五、净利润	2,991	3,593	3,154	3,243	4,048	4,825	5,657
少数股东损益	235	164	185	28	238	284	333
归属于母公司所有者的净利润	2,756	3,429	2,969	3,215	3,810	4,541	5,324
六、基本每股收益	0.7	0.81	0.69	0.75	0.80	0.95	1.11
全面摊薄每股收益	0.7	0.81	0.69	0.75	0.80	0.95	1.11

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。