



# 预期受益京津冀协同发展

中信证券研究部

2015 年 1 月 29 日

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

## 事项:

2015 年 1 月 28 日, 我们对金隅股份 (601992) 进行了调研, 与公司董事会工作部副部长张建峰先生就公司经营状况、行业走势等热点问题进行了充分交流, 下文是此次交流纪要。

## 纪要:

### 总体介绍

公司业务跟京津冀地区密切相关, 水泥产能主要集中在京津冀地区; 在北京地区工业用地也较多, 京津冀协同发展的实施可能会影响到这些工业用地的转性。公司也比较关注京津冀地区的协同发展规划, 但最近没有关注到特别明显的动向, 包括地方两会, 北京虽然有一些规划, 但是没有具体实施。

水泥业务方面, 当前处于淡季, 目前泛华北地区实施错峰生产。虽然每年都会有淡季停窑检修, 但目前执行情况较好, 除少数承担供暖、固废处理等任务的生产线没有停窑外, 其余生产线均完全停窑。

国企改革方面, 公司未关注到明确的信息。预计国企改革的顺序可能由京外省市国企先做, 随后是央企, 再然后是北京地区国企。

2014 年业绩方面, 受地产结算和少数股东权益占比提升影响较大。房地产业务推盘、买地都有所放缓, 部分项目低于预期。截止 2014 年末, 公司土地储备约 500 万方, 其中 40%以上是在北京。

## 公司业务

### 公允价值重估

公司每年的公允价值重估增值额由第一太平独立评估给出, 评估方法大致是按照租金及贴现率推算确定。由于北京市的高档写字楼相对均衡, 略显稀缺, 所以租金由于换租、续租等因素每年平稳增长。目前看, 公司使用的贴现率依然较高, 重估增长部分每年还会有, 预计 2014 年公允价值重估增值和 2013 年差不多。就当前重估价值看, 公司持有型物业的评估单价并不高, 还有评估增值的空间。

### 水泥业务 2014 年盈利情况, 对 2015 年的预计

2014 年前三季度, 公司水泥吨毛利为 34 元, 吨净利为 6 元, 四季度是淡季变化不大, 全年看景气在底部徘徊。展望 2015 年, 公司仍然持谨慎态度, 主要是由于京津冀规划虽然会出台, 但各个地方出台规划细则及项目落地需要时间, 因此 2015 年下半年可能会改善, 公司有望受益, 但不会很特别明显。

## 对京津冀地区水泥行业的展望

需求方面，2014 年统计局数据显示水泥需求下滑约 10%，但实际情况可能略好。展望 2015 年，重点工程第二机场核心区有 150 万吨需求，其它区预计约 300 万吨需求；断头路连通方面也会有一些需求。预计 2015 年需求会有所提升，2016 年需求会集中释放，但由于基数较大，新增量影响不明显。

供给方面，区域内水泥年产量约 1.3 亿吨，虽然熟料产能仍较合理（1 亿吨），但是水泥产能约 2 亿吨，供给过剩比较严重。区域内两大家熟料产能占比约 50%，其余产能太分散，企业之间相互信任度不高，协同较难。后续看，新增产能比较少，环保压力可能会压缩部分产能。

总体看，2015 年行业整合如果没有太大进展，行业景气恐难有明显改善。

## 华北区域内整合进展比较缓慢原因

新建产能较多，大多不属于落后产能，但是部分产能的布点等存在问题，不符合大企业布局的战略规划，大企业缺乏收购动力。此外，区域内水泥企业多对京津冀有预期，因此现在收购对价仍较高。

## 水泥窑协同处理垃圾布局

公司计划 2014、2015 年积极在河北、天津等试点水泥窑协同处理垃圾布局，但大规模推进仍要等待政策的进一步明确。

## 工业用地转化

现在看，政府仍会继续推进自住商品房、保障房等项目建设，公司工业用地转化后用于自住商品房、保障房建设的业务也一直在推进。工业用地转化的收益来自于三大部分：房地产开发收益、土地转性带来的补偿款（所有土地必须经过收储，政府在招拍挂之前已经确定土地补偿金额）、土地平整等一级开发的收益（毛利率约在 10%以内）。

## 房地产开发业务中保障房的比例

保障房是政府项目，公司未来还会继续做，预计占比仍将维持 10%-20%。

## 北京市内土地储备及可售面积

粗略估计公司 500 万方土地储备中的 40%在北京，其余主要在二线城市。北京现在可售楼盘不多，房山、通州有尾盘。预计 2015 年公司在北京会有一个项目推出。

## 公司战略

### 公司业务规划

房地产和水泥两翼齐飞的格局不会变，没有特别明显的倾向性。两块业务也在不断寻求各自的突破。暂时看将一些业务划转出去比较难。

房地产方面，公司会在现有区域内积极寻找机会，拿地方式也会多元化。水泥业务方面，公司会一直关注整合机会，包括和区域内主要企业之间的合作，但暂时看进度很慢。新型建材方面，业务相对比较散，单个业务比较少，但是每个业务都有瓶颈，预计比较平稳。

## 国企改革进展

公司预计 2015 年会出台国企改革相关政策。预计北京国企改革在全国应该属于第二批。

金隅作为集团整体上市的典范，本身属完全竞争性行业，在北京市国企改革推进中应该属于第一批。目前看，金隅做国企改革的条件已经具备，国企改革方式也可以更多样，但还是要看自上而下推动的进度和力度。

## 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》下 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 2015 版权所有。保留一切权利。