

审慎增持 (维持)

2009.HK 金隅集团

港股通 (沪/深)

目标价: 3.39

现价: 2.87

涨价提前, 景气有望超预期

2019年2月28日

预期升幅: 18%

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63,678	77,655	79,894	82,662
同比增长(%)	33.4	21.9	2.9	3.5
归属股东净利润(百万元)	2,837	3,243	4,871	6,043
同比增长(%)	5.6	14.3	50.2	24.0
毛利率(%)	25.2	26.5	27.9	29.1
净利润率(%)	4.6	5.0	7.4	8.9
净资产收益率(%)	5.8	7.2	10.3	11.8
每股收益(元)	0.27	0.30	0.46	0.57
每股净资产(元)	4.79	5.03	5.40	5.85

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2019-2-27
收盘价(港元)	2.87
总股本(亿股)	107
流通股本(亿股)	23.39
总市值(亿港元)	460
流通市值(亿港元)	67.59
净资产(亿元)	763.39
总资产(亿元)	2541.53
每股净资产(元)	5.08

数据来源: Wind

相关报告

《金隅集团首次覆盖深度报告: 水泥需求拐点来临, 弹性可期》
20190105

海外周期研究

分析师: 张忆东
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳
SAC: S0190517080003
hanyij@xyzq.com.cn

投资要点

● 京津冀需求启动, 熟料价格率先上涨

近期唐山熟料率先启动涨价, 有两个重要信号值得投资者重视: (1) 本轮春季涨价提前开始, 预示生产商对后续京津冀区域水泥需求持积极乐观的态度。(2) 唐山一直是京津冀的价格洼地, 低价区引领泛京津冀迎来一轮涨价是大概率事件。

淡季不淡, 提前涨价, 泛京津冀区域开端良好。18年四季度以来, 泛京津冀区域的水泥需求有重点工程支撑, 工程项目施工时间较往年明显延长, 水泥价格在传统淡季保持平稳。节后, 京津冀水泥需求已经开始启动, 目前企业发货2-4成, 开端良好, 我们认为华北市场19年水泥需求有望恢复弹性, 景气有望超预期。

当前华北市场的水泥价格仅位于历史中枢水平, 产能利用率较低, 需求的复苏势必带来较大的成本费用弹性, 预计产能利用率提升5个点可节省10-15元/吨的固定成本及费用摊销, 从而带动盈利显著回归。建议投资者积极关注区域协同和基建发力重叠的区域, 华北市场水泥复苏周期有望开启。

● 继续看好金隅集团, 上调目标价至3.39港元

我们下修地产板块盈利预测, 维持水泥板块18-20年吨净利32/49/57元的预测, 调整后18-20年EPS分别为0.30/0.46/0.57元。华北市场当前水泥价格仅位于历史中枢水平, 19年良好高端强化了盈利复苏的确定性, 估值有合理上修空间, 我们提高水泥板块目标PE至10倍(此前为8倍), 按照分部估值法(综合目标市值的7折)给予目标价3.39港元, 继续看好金隅集团的估值修复, 建议投资者积极关注。

风险提示: 宏观经济向下超预期; 水泥协同破裂; 雄安新区落地不及预期; 行业调控政策加严; 原材料价格波动; 环保及事件风险。



报告正文

京津冀需求启动，熟料价格率先上涨

近期唐山熟料率先启动涨价，有两个重要信号值得投资者重视：（1）本轮春季涨价提前开始，较以往年份提前2周左右，预示生产商对后续京津冀区域水泥需求持积极乐观的态度。（2）唐山一直是京津冀的价格洼地，低价区引领泛京津冀迎来一轮涨价是大概率事件，熟料价格变动两周左右会进一步对水泥价格产生影响。

淡季不淡，提前涨价，泛京津冀区域开端良好。18年四季度以来，华北市场泛京津冀区域的水泥需求有重点工程支撑，工程项目施工时间较往年明显延长，赶工效应带来了12月单月水泥需求同比大幅增长，水泥价格在传统淡季保持平稳。节后，京津冀水泥需求已经开始启动，目前企业发货2-4成，19年开端良好，我们认为华北市场19年水泥需求有望恢复弹性，景气有望超预期。

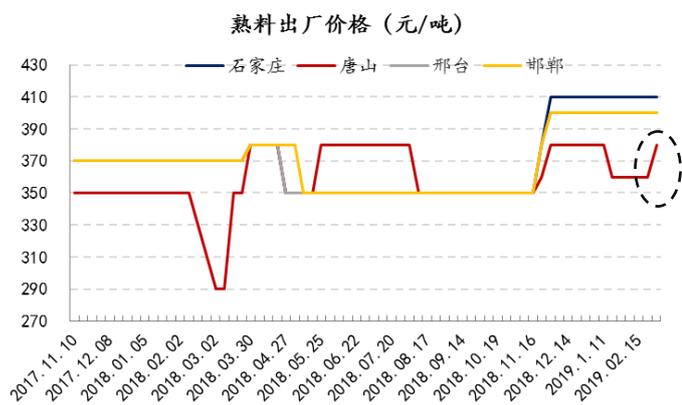
当前华北市场的水泥价格仅位于历史中枢水平，产能利用率较低，需求的复苏势必带来较大的成本费用弹性，预计产能利用率提升5个百分点可节省10-15元/吨的固定成本及费用摊销，从而带动盈利显著回归。建议投资者积极关注区域协同和基建发力重叠的区域，华北市场水泥复苏周期有望开启。

图表1、京津冀春季涨价规律

涨价时间	涨价幅度	领涨区域
2012.3.9	265-310 (45)	石家庄
2013.3.8	195-240 (45)	石家庄、唐山、邢台、邯郸
2014.2.21	210-215 (5)	唐山
2015	-	-
2016.3.25	110-120 (10)	唐山
2017.3.10	300-330 (30)	唐山
2018.3.1	360-380 (20)	唐山

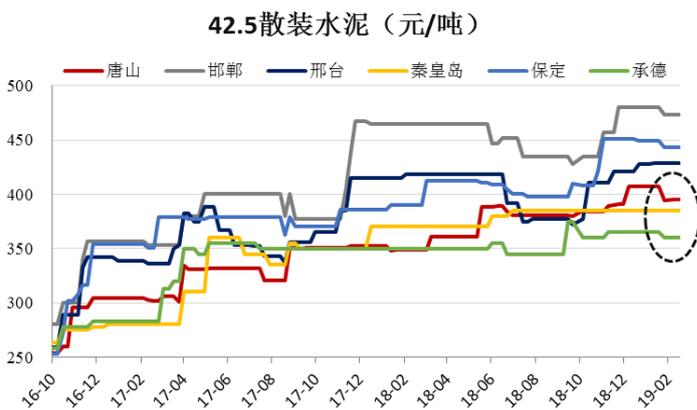
资料来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表2、京津冀熟料出厂价



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表3、京津冀水泥出厂价



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

继续看好金隅集团，上调目标价至 3.39 港元

提高目标价至 3.39 港元。我们下修 18-20 年地产板块盈利预测，维持水泥板块 18-20 年吨净利 32/49/57 元的预测，调整后 18-20 年 EPS 分别为 0.30/0.46/0.57 元。华北市场当前水泥价格仅位于历史中枢水平，19 年良好高端强化了盈利复苏的确定性，估值有合理上修空间，我们提高水泥板块目标 PE 至 10 倍（此前为 8 倍），按照分部估值法（综合目标市值的 7 折）给予目标价 3.39 港元，继续看好金隅集团的估值修复，建议投资者积极关注。

风险提示

宏观经济向下超预期；水泥协同破裂；雄安新区落地不及预期；行业调控政策加重；原材料价格波动；环保及事件风险。

财务报表

利润表

单位:百万人民币

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	63,678	77,655	79,894	82,662
营业成本	47,635	57,061	57,601	58,641
销售费用	2,607	2,896	2,796	2,687
管理费用	6,226	7,396	7,190	7,026
财务费用	2,676	2,787	2,735	2,760
其他收益及亏损	-478	-2,286	-1,650	-1,723
除税前溢利	4,057	5,229	7,921	9,826
所得税	1,107	1,333	1,980	2,456
年度全面收益	2,950	3,897	5,941	7,369
少数股东损益	114	696	1,069	1,326
归属股东净利润	2,837	3,243	4,871	6,043
EPS(元)	0.27	0.30	0.46	0.57

现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2,950	3,897	5,941	7,369
折旧和摊销	4,151	3,663	3,796	3,925
经营资本变动	-25,265	-4,394	-6,872	-8,620
其它	6,309	2,287	2,235	2,260
经营活动现金流	-11,855	5,453	5,101	4,934
资本开支	-1,882	-2,396	-2,396	-2,396
其它	1,183	-	-	-
投资活动现金流	-700	-2,396	-2,396	-2,396
融资活动现金流	7,328	-3,435	-3,710	-3,968
现金净变动	-5,197	-378	-1,004	-1,430
现金的期初余额	18,111	17,904	17,526	16,521
现金的期末余额	17,904	17,526	16,521	15,091

资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	143,589	152,791	159,165	167,360
货币资金	17,904	17,526	16,521	15,091
应收账款	23,551	30,930	34,035	38,568
存货	98,650	100,851	105,123	110,216
其它	3,485	3,485	3,485	3,485
非流动资产	88,618	88,002	87,166	86,230
物业厂房及设备	45,895	45,303	44,456	43,429
投资性房地产	15,440	15,940	16,440	16,940
无形资产	10,857	10,394	9,931	9,468
在建工程	2,871	2,659	2,568	2,529
其它	13,554	13,706	13,770	13,863
资产总计	232,207	240,794	246,330	253,590
流动负债	110,434	115,709	116,273	117,359
短期有息债务	50,094	50,094	50,094	50,094
应付款	54,298	59,573	60,136	61,222
其他	6,042	6,042	6,042	6,042
非流动负债	51,855	51,919	51,926	51,939
长期有息债务	44,747	44,747	44,747	44,747
其他	7,109	7,172	7,179	7,192
负债合计	162,290	167,628	168,198	169,297
股本	10,678	10,678	10,678	10,678
储备	40,485	43,079	46,976	51,811
少数股东权益	18,755	19,451	20,521	21,847
归母股东权益合计	51,163	53,757	57,654	62,488
负债及权益合计	232,207	240,836	246,373	253,633

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	33.4	21.9	2.9	3.5
净利润增长率	5.6	14.3	50.2	24.0
盈利能力(%)				
毛利率	25.2	26.5	27.9	29.1
归属股东净利率	4.6	5.0	7.4	8.9
ROE	5.8	7.2	10.3	11.8
偿债能力(%)				
资产负债率	69.9	69.6	68.3	66.8
流动比率	130.0	132.0	136.9	142.6
速动比率	40.7	44.9	46.5	48.7
营运能力(次)				
资产周转率	28.9	32.8	32.8	33.1
应收账款周转率	264.8	246.0	230.0	210.0
每股资料(港元)				
每股收益	0.27	0.30	0.46	0.57
每股净资产	4.79	5.03	5.40	5.85
估值比率(倍)				
PE	9.1	8.1	5.4	4.3
PB	0.51	0.49	0.45	0.42

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、DangdaiHenjuInternational Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。