

水泥板块高增速，房地产业务土地储备足

公司简报

◆报告期内业绩同比增长 33.2%，EPS 0.25 元

2016 年度公司实现营业收入 477.4 亿元，同比增长 16.7%；归属上市公司股东净利润 26.9 亿元，同比增长 33.2%；扣非后归属净利润为 21.5 亿元，同比增长 71.7%；EPS 0.25 元。单 4 季度实现营业收入 150.6 亿元，同增 0.3%；归属上市公司股东净利润 4.2 亿元；单季贡献 EPS 0.04 元。利润分配方案：每 10 股派发现金红利 0.46 元（含税）。

2016 年度公司房地产板块主营收入同比增长 9.02%，毛利额同比下降 18.3%，新增土地储备 118 万平方米，土地储备总面积达 778 万平方米；水泥板块方面，共销售水泥及熟料 5,535 万吨，同比增长 41%，营收同增 42%，毛利额同增 118.9%；各板块综合作用下公司业绩同增 33.2%。

◆综合毛利率下降，期间费用率上升，税金及附加比率下降

报告期内公司综合毛利率 23.5%，同比下降 2 个百分点；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.9%、8%、3.4%，分别同比上升 0.1、0.7、0.1 个百分点。期间费率 15.2%，同比上升 0.9 个百分点。2016 年 5 月 1 日起，房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等相关税费由管理费用调整为税金及附加项目，但因报告期内公司土地增值税较 2015 年下降 6.6 亿元至 2.7 亿元等因素影响，公司整体税金及附加税率（2015 年为营业税及附加）同比下降 2 个百分点至 3.3%。

单 4 季度公司营收同增 0.3%；综合毛利率 20.7%，同降 3.9 个百分点；销售费用率、管理费用率、财务费率分别为 4.8%、10.5%、3.6%，分别同比上升 1.7、5.5、1.1 个百分点，期间费率 18.8%，同比上升 8.3 个百分点。

◆水泥毛利率上升明显，房地产开发业务毛利率有所下降

报告期内，分行业，水泥、新型建筑材料、房地产开发、物业投资及管理毛利率分别为 20.6%、7.8%、27.5%、51.8%，较去年同期分别变动 7.2、-1.9、-9.2、-8.3 个百分点。水泥、新型建筑材料、房地产开发、物业投资及管理的主营业务收入占比分别为 32.8%、23.8%、39.4%、7%，毛利占比分别为 29.3%、8%、47%、15.7%。

报告期内，分地区，华北、华东、华中、华南、东北、西南及西北地区主营业务收入占比分别为 81.7%、7.4%、1.8%、1%、0.7%、2.6%、2.9%，华北、华东地区营业收入分别同比增加 11.6%、43.8%。

◆盈利预测与投资建议

公司地产业务集中在一二线城市，土地储备充足；战略重组冀东水泥有利于京津冀乃至华北地区水泥行业集中度提升，如 2017 年需求继续快速改善，水泥板块盈利弹性较高，贡献并表业绩。战略重组冀东后公司并表规模扩大，预计其 2017-19 年 EPS 分别为 0.36、0.39、0.40 元，给予目标价 5.2 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：水泥需求下滑，原材料、燃料价格上升；房地产板块结转不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	40,925	47,739	62,060	67,646	73,396
营业收入增长率	-0.77%	16.65%	30.00%	9.00%	8.50%
净利润（百万元）	2,017	2,687	3,844	4,118	4,323
净利润增长率	-16.73%	33.17%	43.09%	7.11%	4.99%
EPS（元）	0.19	0.25	0.36	0.39	0.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.30%	6.08%	8.03%	8.12%	8.07%
P/E	25	19	13	12	12
P/B	1	1	1	1	1

增持（维持）

当前价/目标价：4.79/5.20 元

目标期限：6 个月

分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）
021-22169050
chenhaowu@ebscn.com

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-22169329
sunwf@ebscn.com

联系人

师克克
021-22169158
shikk@ebscn.com

市场数据

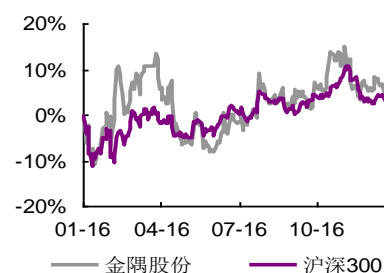
总股本(亿股)：106.78

总市值(亿元)：511.47

一年最低/最高(元)：3.89/10.02

近 3 月换手率：34.28%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.17	5.70	-1.86
绝对	1.72	10.65	7.46

相关研报

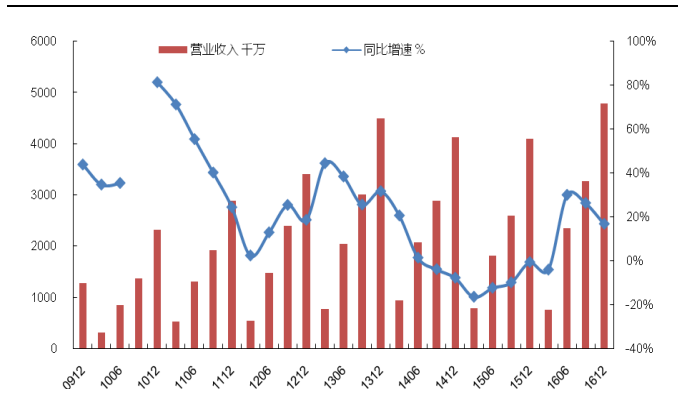
业绩增幅扩大，水泥板块有望好转
..... 2016-10-26
地产结转加快致业绩大增，水泥板块亦有改观
..... 2016-08-30

表 1: 金隅股份主要财务指标

业绩预测和估值指标						
指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	41,241.47	40,925.34	47,738.77	62,060.40	67,645.84	73,395.74
营业收入增长率	-7.92%	-0.77%	16.65%	30.00%	9.00%	8.50%
归属母公司净利润 (百万元)	2,422.72	2,017.45	2,686.65	3,844.39	4,117.77	4,323.15
净利润增长率	-24.65%	-16.73%	33.17%	43.09%	7.11%	4.99%
EPS (元)	0.23	0.19	0.25	0.36	0.39	0.40
毛利率	24.17%	25.41%	23.45%	26.40%	26.25%	25.90%
净利率	6.57%	4.77%	5.64%	7.00%	6.92%	6.73%
费用率	13.62%	14.31%	15.22%	14.70%	14.60%	14.45%

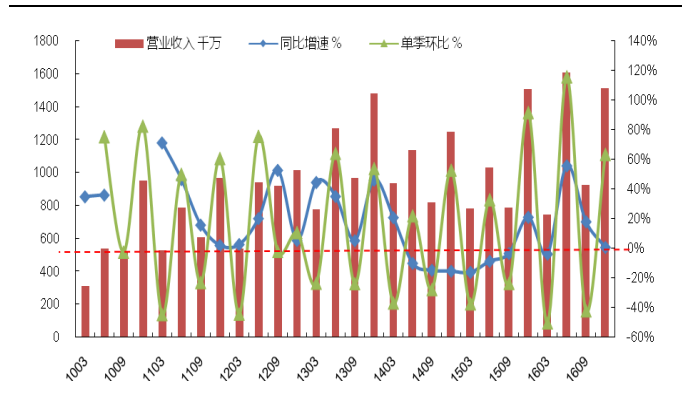
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 1: 金隅股份营业收入增长情况- 分报告期
2016 年 1-12 月公司营业收入 477.4 亿元, 同比增长 16.7%



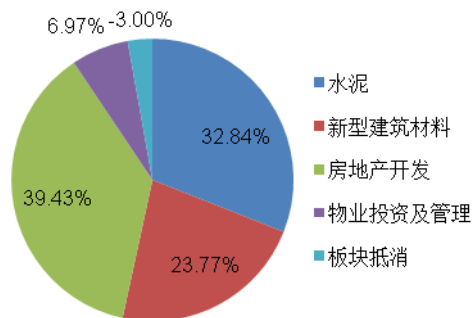
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 2: 金隅股份营业收入增长情况- 分季度
2016 年单 4 季度公司营业收入 150.6 亿元, 同比增长 0.3%



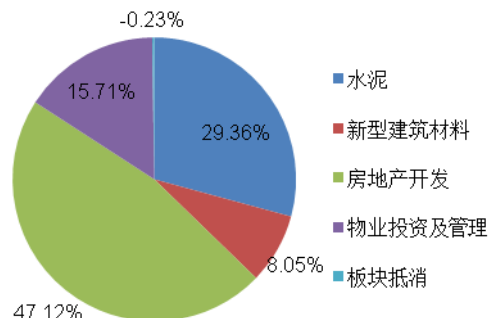
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 3: 金隅股份分产品收入占比情况
2016 年 1-12 月公司水泥收入占比 32.8%, 房地产开发占比 39.4%



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

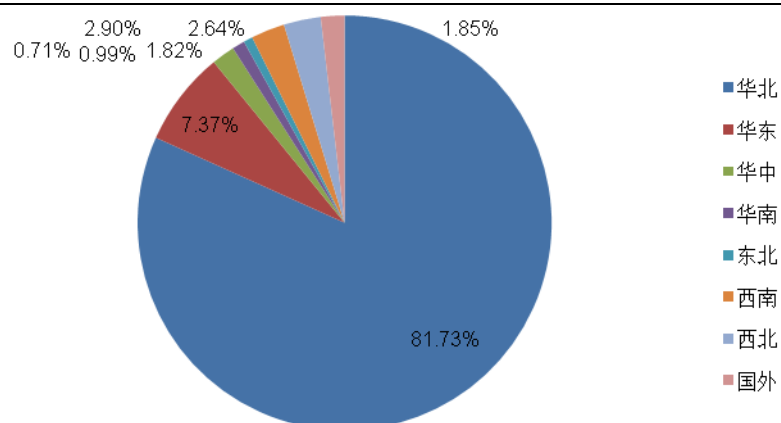
图 4: 金隅股份分产品毛利润占比情况
2016 年 1-12 月公司房地产开发的毛利润占比为 47.1%



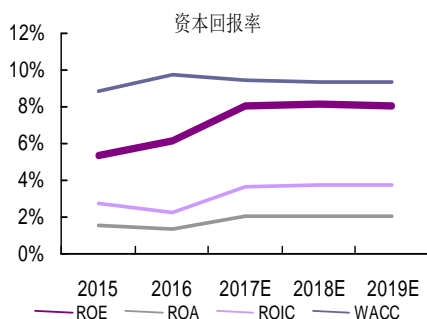
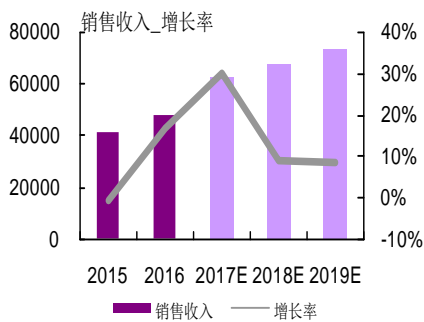
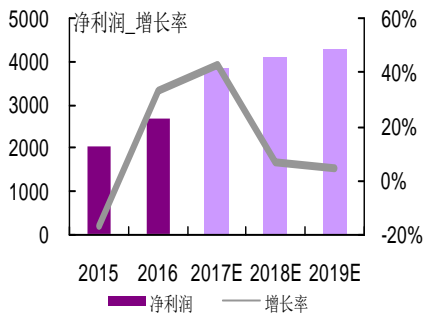
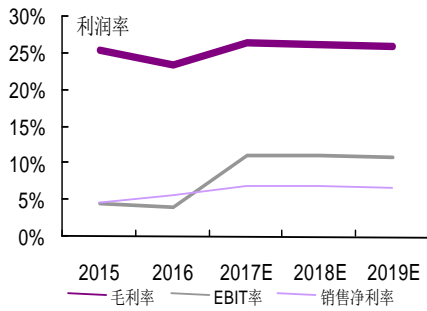
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 5：报告期内金隅股份分区域主营收入占比情况

2016 年 1-12 月公司华北区主营收入占比 81.7%



资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	40,925	47,739	62,060	67,646	73,396
营业成本	30,526	36,542	45,676	49,889	54,386
折旧和摊销	1,505	2,177	612	666	709
营业税费	2,178	1,571	2,048	2,232	2,422
销售费用	1,546	1,854	2,420	2,638	2,826
管理费用	2,974	3,808	4,655	5,006	5,431
财务费用	1,336	1,604	2,048	2,232	2,349
公允价值变动损益	602	593	0	0	0
投资收益	-18	642	600	600	600
营业利润	2,502	3,180	5,413	5,848	6,182
利润总额	3,183	3,677	5,951	6,410	6,768
少数股东损益	-66	4	500	562	618
归属母公司净利润	2,017.45	2,686.65	3,844.39	4,117.77	4,323.15

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	130,747	208,397	224,543	237,627	251,330
流动资产	89,336	119,479	138,402	151,263	164,970
货币资金	18,370	28,010	31,030	33,823	36,698
交易型金融资产	0	616	0	0	0
应收帐款	6,882	8,890	13,188	14,375	15,597
应收票据	2,198	3,857	12,412	13,529	14,679
其他应收款	1,999	6,129	2,886	3,146	3,413
存货	54,007	64,111	67,915	74,033	80,779
可供出售投资	604	2,498	2,000	2,000	2,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	306	2,234	2,234	2,234	2,234
固定资产	18,141	45,773	47,407	48,752	49,666
无形资产	4,087	11,350	10,829	10,337	9,868
总负债	88,565	145,488	157,467	167,175	177,342
无息负债	42,963	64,195	65,552	70,358	75,457
有息负债	45,602	81,292	91,915	96,817	101,885
股东权益	42,182	62,910	67,075	70,452	73,988
股本	5,339	10,678	10,678	10,678	10,678
公积金	12,633	7,142	7,527	7,938	8,371
未分配利润	18,846	20,980	24,440	26,843	29,330
少数股东权益	4,099	18,709	19,209	19,770	20,388

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-653	3,504	-6,114	1,677	1,809
净利润	2,017	2,687	3,844	4,118	4,323
折旧摊销	1,505	2,177	612	666	709
净营运资金增加	3,457	8,728	17,548	8,055	8,609
其他	-7,632	-10,087	-28,119	-11,161	-11,831
投资活动产生现金流	-1,407	-4,025	737	-251	-249
净资本支出	1,793	1,997	950	850	850
长期投资变化	306	2,234	0	0	0
其他资产变化	-3,506	-8,256	-213	-1,101	-1,099
融资活动现金流	6,796	7,373	8,397	1,366	1,315
股本变化	554	5,339	0	0	0
债务净变化	5,401	35,690	10,623	4,902	5,067
无息负债变化	3,727	21,233	1,357	4,806	5,099
净现金流	4,734	6,897	3,020	2,793	2,875

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-0.77%	16.65%	30.00%	9.00%	8.50%
净利润增长率	-16.73%	33.17%	43.09%	7.11%	4.99%
EBITDA/EBITDA 增长率	-8.68%	20.46%	30.53%	9.01%	6.05%
EBIT/EBIT 增长率	-18.45%	1.45%	93.33%	9.03%	6.01%
估值指标					
PE	25	19	13	12	12
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	25	22	21	20
EV/EBIT	20	41	24	22	22
EV/NOPLAT	33	56	32	31	30
EV/Sales	2	3	3	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.41%	23.45%	26.40%	26.25%	25.90%
EBITDA 率	8.36%	8.63%	12.04%	12.04%	11.77%
EBIT 率	4.69%	4.07%	11.06%	11.06%	10.81%
税前净利润率	7.78%	7.70%	9.59%	9.48%	9.22%
税后净利润率 (归属母公司)	4.93%	5.63%	6.19%	6.09%	5.89%
ROA	1.49%	1.29%	1.93%	1.97%	1.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.30%	6.08%	8.03%	8.12%	8.07%
经营性 ROIC	2.68%	2.17%	3.58%	3.69%	3.70%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.26	1.23	1.24	1.25
速动比率	0.54	0.58	0.63	0.63	0.64
归属母公司权益/有息债务	0.84	0.54	0.52	0.52	0.53
有形资产/有息债务	2.73	2.35	2.28	2.31	2.33
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.25	0.36	0.39	0.40
每股红利	0.02	0.00	0.12	0.13	0.14
每股经营现金流	-0.06	0.33	-0.57	0.16	0.17
每股自由现金流(FCFF)	-0.12	-0.52	-1.17	-0.22	-0.24
每股净资产	3.57	4.14	4.48	4.75	5.02
每股销售收入	3.83	4.47	5.81	6.34	6.87

资料来源：光大证券、上市公司

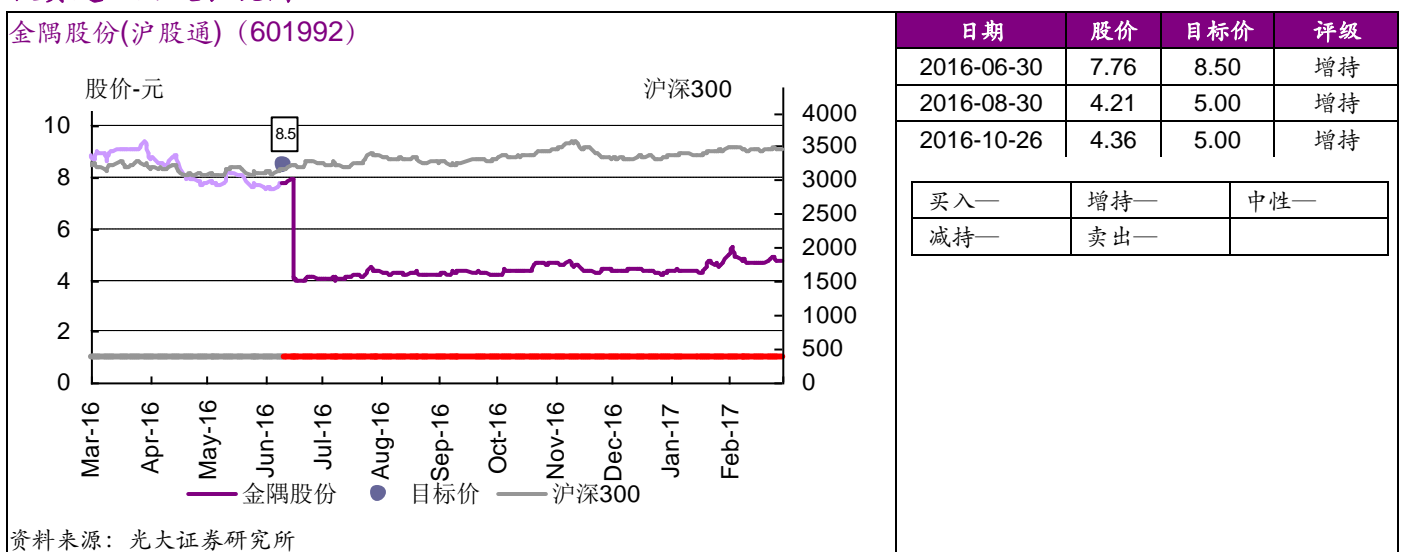
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
 - 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com