

【广发建材&海外】 金隅股份(601992.SH)(2009.HK)

水泥业绩大幅改善，地产结转加速

2016年公司营收477亿,同比增长17%,归属净利27亿元,同比增长33%。**四季度冀东开始并表,现金流情况改善明显:**公司全年业绩重回正增长, Q4 营收同比+0.27%, 归属净利同比-56.45%, 冀东集团 2016 年 10-12 月的经营情况开始并表。公司 2016 年经营活动净现金流 35 亿元, 由负转正, 现金流改善明显。毛利率为 23%, 同比-2pct, 公司三费总率同比+0.9pct, 其中管理费用率同比+0.7pct, 主要是冀东把维修费列入了管理费, 后续通过整合协同, 费用下降空间较大。公司期末应收账款 89 亿, 增长幅度较高, 主要是冀东四季度并表之后应收账款增加 34 亿, 实际原口径同比负增长。**水泥业务量价齐升, 京津冀供需有望持续改善:**水泥板块收入 154 亿, 同比增长 42%, 水泥熟料销量 5521 万吨, 同比增长 41% (剔除冀东并表, 实际增长约 3%), 综合售价 190 元, 同比+12 元; 吨成本 147 元, 同比-13 元; 吨毛利 43 元, 同比+25 元; 吨净利 7 元, 去年-15 元, 同比扭亏为盈, 盈利大幅改善。京津冀地区中线来看供需格局有望持续较好, 短期来看区域水泥库存较低, 随着旺季来临需求启动, 价格在高位继续提涨。

地产业务收入稳定增长, 工业用地储备丰富、转化加快: 房地产板块结转收入 184 亿, 同比增长 9%; 毛利率 27%, 同比下降 9pct。结转面积 116 万平方米, 同比降低 8.5%。地产收入增长受益地产景气回升, 毛利率下滑则主要受到房山保障房项目结转毛利率过低的拖累。公司土地储备充盈, 2016 年新增储备 118 万平米; 公司工业用地储备丰富, 在京津冀一体化的大背景下, 公司工业用地转化工作取得实质性进展。

投资建议: 给予“买入”评级: 水泥业务受益景气回升, 量价改善趋势明显, 未来京津冀水泥市场供需向好有望持续, 盈利改善弹性将进一步显现; 公司土地储备充足, 工业用地转化取得实质性进展, 地产业务将保持稳定增长。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.40、0.61、0.71 元, 给予 A 股/H 股“买入”评级。

风险提示: 京津冀地区固定资产投资下滑, 地产景气大幅下行

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	40,925.34	47,738.77	65,097.94	70,844.20	77,220.18
增长率(%)	-0.77%	16.65%	36.36%	8.83%	9.00%
EBITDA(百万元)	5,205.49	6,140.61	13,299.67	17,699.29	19,797.56
净利润(百万元)	2,017.45	2,686.65	4,273.21	6,458.18	7,587.38
增长率(%)	-16.73%	33.17%	59.05%	51.13%	17.48%
EPS(元/股)	0.378	0.252	0.400	0.605	0.711
市盈率(P/E)	24.80	17.73	11.64	7.70	6.56
市净率(P/B)	1.36	1.22	1.15	1.00	0.87
EV/EBITDA	13.69	15.94	7.66	5.37	4.69

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	4.79 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2017-04-05

分析师: 邹戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师: 谢璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究:

金隅股份(601992.SH): 地产回升, 水泥底部静待转机	2016-03-29
金隅股份 1 季报点评	2015-04-27
金隅股份 2014 年年报点评	2015-03-30

联系人: 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

事件描述	4
事件评论	4
1、全年业绩重回正增长，现金流情况改善明显	4
2、水泥业务：量价齐升，京津冀供需有望持续改善	6
3、房地产业务：收入稳定增长，项目结转加速	8
投资建议：维持“买入”评级	9
风险提示	9

图表索引

图 1: 2016 年收入同比增长 16.65%.....	5
图 2: 2016 年归母净利润同比增长 33.17%.....	5
图 3: 2016Q4 收入同比增长 0.27%.....	5
图 4: 2016Q4 归母净利润同比下降 56.45%.....	5
图 5: 2016 年毛利率同比回落 1.96pct.....	5
图 6: 2016 年期间费用率同比上升 0.91pct.....	5
图 7: 2016 年水泥吨收入大幅回升.....	6
图 8: 2016 年水泥吨毛利大幅回升.....	6
图 9: 华北地区水泥价格大幅回升.....	6
图 10: 华北地区水泥库存尚处低位.....	6
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
表 2: 京津冀地区是全国市场集中度最高的地区.....	7
表 3: 冀东金隅合并前后水泥产能布局情况.....	7
表 4: 公司房地产业务数据.....	8

事件描述

金隅股份公布2016年年报:

- 报告期内公司实现营业总收入477.39亿元，同比增长16.65%，实现营业利润31.80亿元，同比增长27.08%；实现利润总额36.77亿元，同比增长15.52%。
- 归属于上市公司股东净利润26.87亿元，同比增长33.17%；对应每股收益0.25元。
- 公司以2016年末总股本1067777.11万股为基数，向全体股东每10股派发现金股利0.46元。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产 (万元)	20839711.69	13074670.43	59.39%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	4420048.87	3808297.32	16.06%
归属于上市公司股东的每股净资产 (元/股)	4.14	3.57	15.95%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入 (万元)	4773877.27	4092534.09	16.65%
毛利率 (%)	23.45%	25.41%	-1.96pct
营业利润 (万元)	317950.46	250199.30	27.08%
利润总额 (万元)	367653.15	318265.45	15.52%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	268665.39	201745.38	33.17%
基本每股收益 (元/股)	0.25	0.20	25%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	350374.98	-65263.57	636.86%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	0.33	-0.06	650.00%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

事件评论

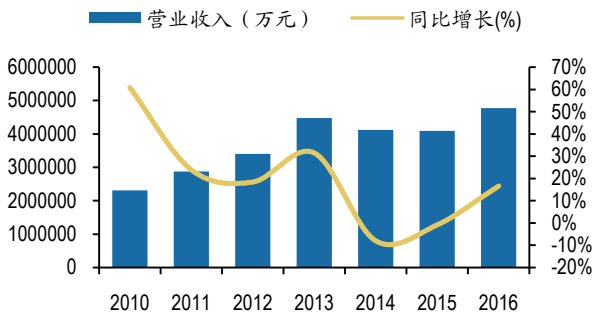
1、四季度冀东开始并表，现金流情况改善明显

报告期内公司实现营收477.39亿元，同比增长16.65%，归属净利26.87亿元，同比增长33.17%，全年业绩重回正增长。分季度来看，公司Q4营收同比+0.27%（Q1、Q2、Q3分别为-4.25%、+55.56%、+17.61%），归属净利同比-56.45%（Q1、Q2、Q3分别为-3.01%、-85.31%、+3103.02%），冀东集团2016年10-12月的经营情况开始并表。

公司2016年经营活动净现金流35.04亿元，由负转正，现金流改善明显。从盈利能力看来，2016年公司毛利率为23.45%，同比回落1.96pct。Q4毛利率20.68%，同比回落4.73pct。期间费用率方面，2016年公司三费总率同比上升0.91pct，其中管理费用率同比上升0.71pct，销售费用率同比下降0.10pct，财务费用率同比上升0.10pct，管理费用率上升，主要是冀东方面把维修费列入了管理费，后续通过整合协同，

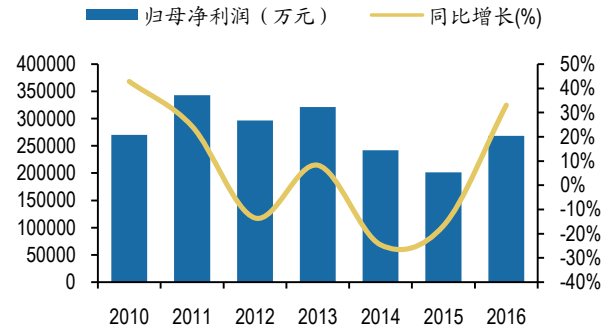
用下降空间较大。公司期末应收账款89亿，整体增长幅度较高，主要是冀东四季度并表之后应收账款增加34亿，实际原口径同比负增长。

图1：2016年收入同比增长16.65%



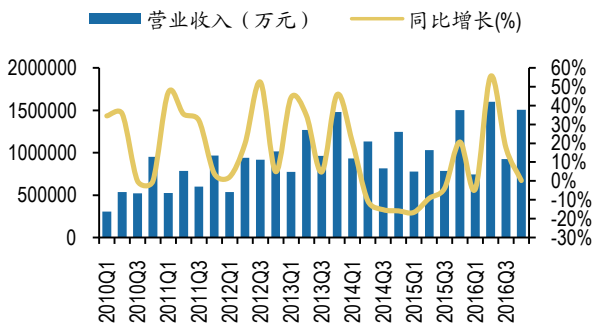
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：2016年归母净利润同比增长33.17%



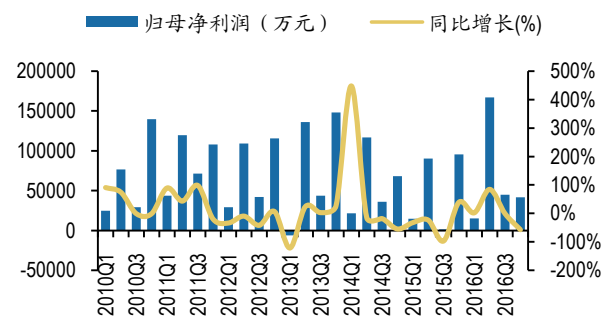
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：2016Q4收入同比增长0.27%



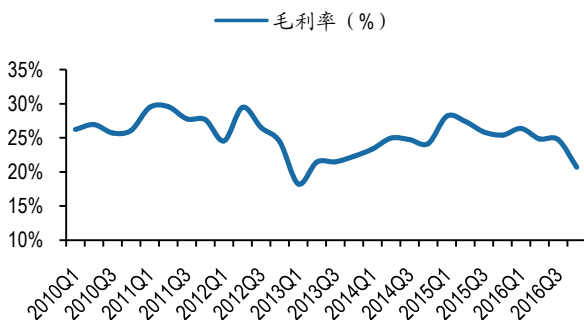
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：2016Q4归母净利润同比下降56.45%



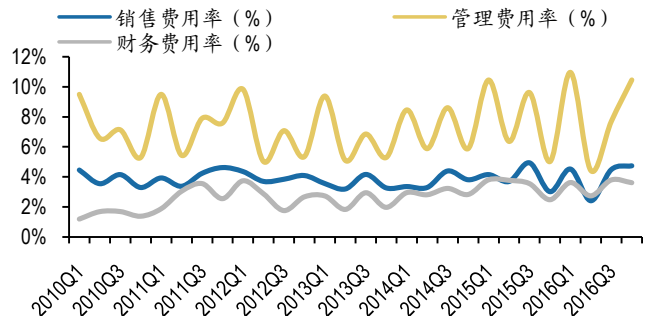
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：2016年毛利率同比回落1.96pct



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：2016年期间费用率同比上升0.91pct



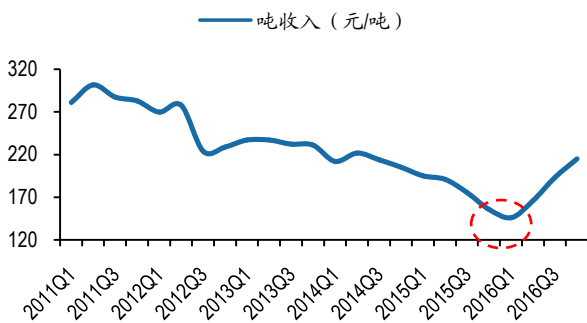
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、水泥业务：量价齐升，京津冀供需有望持续改善

水泥板块量价齐升，业绩大幅改善。2016年水泥板块收入153.65亿元，同比增长41.89%，水泥板块实现毛利额31.58亿元，同比增长118.8%。水泥及熟料销量5521万吨，同比增长40.62%（剔除冀东并表，实际增长约3%）；水泥及熟料综合售价约190元，同比提升12元；吨成本147元，同比下降13元；吨毛利43元，同比提升25元；吨净利7元，去年-15.2元，同比提升22.2元。分季度来看，四季度效益提升最为显著，Q4综合售价约215元，同比提升59元，吨毛利61元，同比提升49元。混凝土销量1321万立方，售价2.7元每立方，毛利率10.09%。

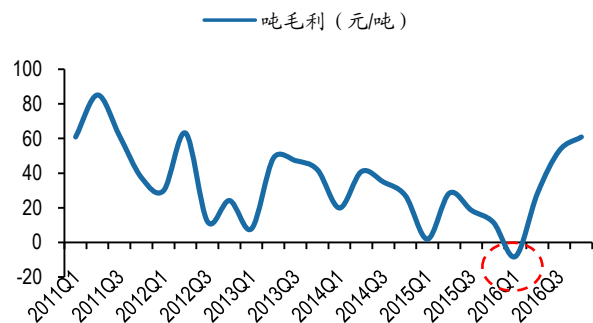
区域景气向上，价格持续提涨。水泥业绩大幅回升主要原因是公司核心市场景气回升，水泥价格触底反弹。目前华北地区水泥均价349元/吨，较去年年初底部上涨127元，涨幅57%；其中京津冀地区均价393元/吨，上涨160元，涨幅69%，已回升至近年来较高水平。受益于限产执行较好带来的供给收缩，当前淡季价格依然较为坚挺。目前地区库存仍处于较低位置，且企业提价意愿强烈，随着旺季来临需求启动，价格在高位继续提涨。

图7：2016年水泥吨收入大幅回升



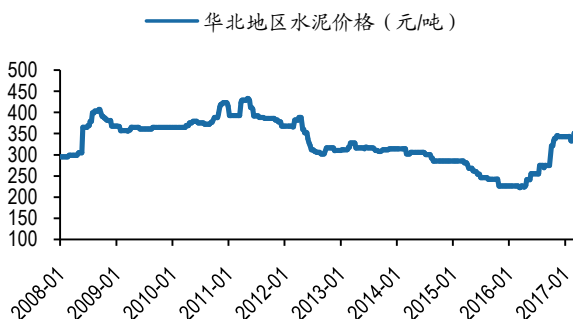
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：2016年水泥吨毛利大幅回升



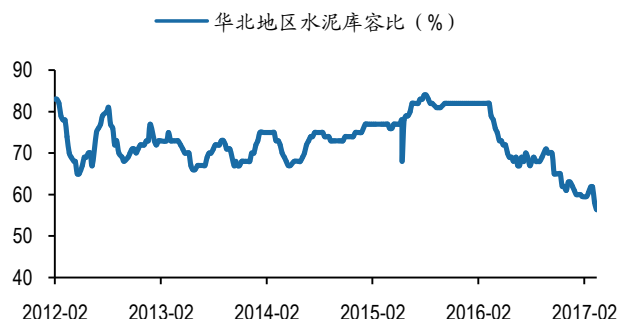
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：华北地区水泥价格大幅回升



数据来源：广发证券发展研究中心

图10：华北地区水泥库存尚处低位



数据来源：广发证券发展研究中心

京津冀协同发展加速，区域供需格局持续向好。需求方面，京津冀地区未来2-3年需求具备比较优势：一是京津冀协同战略意义重大，目前人均水泥需求和区位优势存在较大背离，区域中线水泥需求增长空间大；二是京津冀一体化基建项目工程正呈现加速落地态势，高铁、城际轨交、地铁等项目对水泥需求拉动效应明显，需求进入释放阶段；三是区域需求已开始强劲回升，2016年区域产量同比增长7.27%，是需求回升最为强劲的地区之一。

供给方面，金隅冀东市占率高，京津冀竞争格局好转。重组前金隅和冀东熟料产能占比分别为29%左右，合并后占比接近60%，CR3熟料产能占比达到2/3，在全国各区域中位居前列。此外，京津冀产能去化空间大（压缩产能30%左右），环保压力使得错峰停产成为常态，京津冀将是水泥供给侧改革政策落地受益地区。

表 2：京津冀地区是全国市场集中度最高的地区

地区	前三企业	CR3	CR1
京津冀	金隅冀东、鹿泉曲寨、武安新峰	66.37%	58.90%
长三角	海螺、南方、金峰	50.26%	29.13%
福建	福建水泥、华润、红狮	39.27%	16.08%
江西	南方、万年青、亚东	60.81%	22.64%
山东	中联、山水、沂州	68.48%	39.76%
河南	天瑞、中联、同力	52.20%	21.82%
湖北	华新、葛洲坝、亚东	65.28%	38.89%
湖南	南方、海螺、华新	64.96%	28.69%
两广	华润、海螺、台泥	54.18%	23.71%
山西	山水、冀东、华润	38.45%	15.29%
东北地区	北方、亚太、天瑞	52.55%	21.53%
辽宁	天瑞、山水、亚泰	51.44%	19.29%
吉林	亚泰、北方、冀东	90.28%	44.04%
黑龙江	北方、亚泰、新时代	78.78%	58.68%
陕西	尧柏、冀东、海螺	64.82%	25.52%
甘肃	祁连山、海螺、赛马	69.89%	43.07%

数据来源：水泥地理、广发证券发展研究中心

表 3：冀东金隅合并前后水泥产能布局情况

	冀东水泥		金隅股份		合并后	
	总产能(万吨)	占比(%)	总产能(万吨)	占比(%)	总产能(万吨)	占比(%)
华北	7709.7	61.5	4170.0	93.3	11879.7	69.9
东北	1294.1	10.3	100.0	2.2	1394.1	8.2
西北	1975.6	15.8			1975.6	11.6
其他	1548.8	12.4	200.0	4.5	1748.8	10.3

总计	12528.3	100.0	4470.0	100.0	16998.3	100.0
分省产能布局						
北京			660.0	14.8	660.0	3.9
天津	201.0	1.6	270.0	6.0	471.0	2.8
河北	4573.5	36.5	2714.0	60.7	7287.5	42.9
吉林	858.5	6.9	100.0	2.2	958.5	5.6
黑龙江	44.7	0.4			44.7	0.3
辽宁	390.9	3.1			390.9	2.3
山西	1405.1	11.2	526.0	11.8	1931.1	11.4
内蒙古	1530.2	12.2			1530.2	9.0
陕西	1975.6	15.8			1975.6	11.6
重庆	901.0	7.2			901.0	5.3
湖南	268.1	2.1			268.1	1.6
山东	379.7	3.0			379.7	2.2
河南			200.0	4.5	200.0	1.2
总计	12528.3	100.0	4470.0	100.0	16998.3	100.0

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3、房地产业务：收入稳定增长，工业用地储备丰富、转化加快

受益地产周期，收入稳定增长。 房地产板块2016年结转收入184.49亿元，同比上涨9.02%；毛利额50.69亿元，同比下降18.3%；毛利率27.48%，同比下降9.19个百分点。公司实现结转面积115.63万平方米，同比降低8.5%，其中商品房结转面积104.53万平方米，同比降低2.3%，保障性住房结转面积11.1万平方米，同比降低42.6%；商品房销售单价同比增长17.64%，保障房销售单价同比增长1.93%。

公司全年预售总签约金额214.57亿元，同比增长49.80%。预售面积117.87万平方米，同比增长18.86%，其中商品房累计合同签约面积110.54万平方米，同比增加22.9%，保障性住房累计合同签约面积7.33万平方米，同比降低20.2%。

地产收入增长受益去年地产景气复苏，毛利率下滑主要是去年结转的房山保障房项目毛利率较低，拖累公司整体毛利率有所下降。后续随着售价较高的项目开始陆续结转，盈利有望回升。

表 4：公司房地产业务数据

	2016 同比 (%)	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
结算收入 (亿元)	9.02%	184.49	169.2	155.4	149.5
商品房	15.60%	174.09	150.6	116.2	109.1
保障房	-44.09%	10.4	18.6	39.2	40.4
结算面积 (万平)	-8.50%	115.63	126.3	149.7	117.7
商品房	-2.30%	104.53	107.4	96.7	72.2
保障房	-42.60%	11.1	18.9	53.1	45.4
平均售价 (元/平)					
商品房	17.64%	16654	14157	12017	15105

保障房	1.93%	9369	9192	7389	8887
-----	-------	------	------	------	------

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

土地储备充盈，工业用地转化加快。房地产业务是公司核心盈利贡献板块，2016年贡献总收入的38.65%。公司目前土地储备丰富，主要集中在一、二线城市和省会城市的核心地段，且公司2016年在南京、杭州等五座城市新增土地储备118万平方米，为房地产业务持续发展提供充足支撑。在京津冀一体化的大背景下，公司工业用地转化工作取得实质性进展，工业用地转化项目西三旗金隅科技园一期取得立项批复，后续海淀区政府将对一期人才公寓进行回购。公司将根据政府所支持的产业政策与发展方向进行规划，如自营商品房、特色小镇等方向，目前公司已研究工业用地超过1000公顷，深度研究超过100公顷。

投资建议：给予“买入”评级

水泥业务受益景气回升，量价改善趋势明显，且与冀东重组后，京津冀水泥供给格局大幅改观，基本面向好有望持续；受益地产周期，公司房地产业务保持稳定增长，且公司土地储备充足，工业用地转化取得实质性进展，未来毛利率有望回升。我们预计2017-2019年公司EPS分别为0.40、0.61、0.71元，给予A股/H股“买入”评级。

风险提示

京津冀地区固定资产投资下滑，地产景气大幅下行

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	89336	119479	90765	94595	105409
货币资金	18370	28010	2000	2000	2000
应收及预付	14694	23845	22803	20727	23652
存货	54007	64111	65346	71253	79141
其他流动资产	2265	3512	616	616	616
非流动资产	41411	88918	81953	85911	89817
长期股权投资	306	2234	2234	2234	2234
固定资产	18148	46087	43679	45426	46963
在建工程	1249	3964	4064	4364	4464
无形资产	4750	15060	14295	16206	18474
其他长期资产	16957	21574	17683	17683	17683
资产总计	130747	208397	172718	180507	195226
流动负债	71187	97964	66614	65177	69057
短期借款	16806	32028	14727	7860	5808
应付及预收	32813	46501	51888	57316	63248
其他流动负债	21567	19436	0	0	0
非流动负债	22921	49801	39367	39367	39367
长期借款	6889	18088	18088	18088	18088
应付债券	12000	21279	21279	21279	21279
其他非流动负债	4032	10434	0	0	0
负债合计	94107	147765	105981	104544	108424
股本	5339	10678	10678	10678	10678
资本公积	11580	5865	5865	5865	5865
留存收益	19899	22257	26530	32988	40576
归属母公司股东权益	36878	38978	43251	49709	57297
少数股东权益	4099	18709	20540	23308	26560
负债和股东权益	130747	208397	172718	180507	195226

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	40925	47739	65098	70844	77220
营业成本	30526	36542	45815	46589	50579
营业税金及附加	2178	1571	2018	2125	2317
销售费用	1546	1854	2474	2692	2934
管理费用	2974	3808	4882	5313	5405
财务费用	1336	1604	2249	1853	1562
资产减值损失	448	415	0	0	0
公允价值变动收益	602	593	0	0	0
投资净收益	-18	642	0	0	0
营业利润	2502	3180	7659	12271	14422
营业外收入	742	888	500	50	50
营业外支出	61	391	20	20	20
利润总额	3183	3677	8139	12301	14452
所得税	1232	986	2035	3075	3613
净利润	1951	2690	6105	9226	10839
少数股东损益	-66	4	1831	2768	3252
归属母公司净利润	2017	2687	4273	6458	7587
EBITDA	5205	6141	13300	17699	19798
EPS (元)	0.38	0.25	0.40	0.60	0.71

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-653	3504	5365	16282	11363
净利润	1951	2690	6105	9226	10839
折旧摊销	1505	2177	3391	3575	3813
营运资金变动	-5371	-1932	-4245	1598	-4881
其它	1263	568	114	1883	1592
投资活动现金流	-1407	-4025	1358	-7503	-7689
资本支出	-1793	-1997	1358	-7503	-7689
投资变动	292	-673	0	0	0
其他	94	-1355	0	0	0
筹资活动现金流	6793	7418	-32733	-8779	-3674
银行借款	21706	38486	-17301	-6866	-2052
债券融资	-16840	-26768	-12530	0	0
股权融资	4696	39	0	0	0
其他	-2769	-4338	-2902	-1913	-1622
现金净增加额	4734	6897	-26010	0	0
期初现金余额	10980	18370	28010	2000	2000
期末现金余额	15714	25267	2000	2000	2000

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-0.8	16.6	36.4	8.8	9.0
营业利润增长	-15.2	27.1	140.9	60.2	17.5
归属母公司净利润增长	-16.7	33.2	59.1	51.1	17.5
获利能力(%)					
毛利率	25.4	23.5	29.6	34.2	34.5
净利率	4.8	5.6	9.4	13.0	14.0
ROE	5.5	6.9	9.9	13.0	13.2
ROIC	5.0	3.0	7.6	10.5	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	72.0	70.9	61.4	57.9	55.5
净负债比率	0.6	0.8	0.8	0.6	0.5
流动比率	1.25	1.22	1.36	1.45	1.53
速动比率	0.45	0.51	0.30	0.34	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.28	0.34	0.40	0.41
应收账款周转率	6.66	6.05	7.38	6.93	6.72
存货周转率	0.59	0.62	0.70	0.66	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.25	0.40	0.60	0.71
每股经营现金流	-0.12	0.33	0.50	1.52	1.06
每股净资产	6.91	3.65	4.05	4.66	5.37
估值比率					
P/E	24.8	17.7	11.6	7.7	6.6
P/B	1.4	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.7	15.9	7.7	5.4	4.7

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。