

京津冀龙头估值低，地产受益政策和水泥底部改善推业绩

——金隅股份（601992）2014 年年报点评

2015 年 3 月 28 日

强烈推荐/维持

金隅股份

财报点评

赵军胜 建筑建材行业分析师

zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088

执业证书编号：S1480512070003

事件：

2014 年公司年报显示，公司全年实现营业收入 412.42 亿元，同比下降 7.92%；营业利润为 29.51 亿元，同比下降 9.61%；归属于母公司所有者的净利润为 24.23 亿元，同比下降 24.65%。每股收益为 0.52 元，每 10 股送 0.5 元（含税）。2014 年公司业绩低于预期。

公司单季度财务指标评论：

指标	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
营业收入（百万元）	7725.19	12661.43	9619.30	14783.84	9305.75	11332.06	8159.28	12444.38
增长率（%）	44.29%	34.81%	4.85%	45.89%	20.46%	-10.50%	-15.18%	-15.82%
毛利率（%）	18.26%	23.40%	21.53%	23.98%	23.37%	26.31%	24.19%	22.81%
期间费用率（%）	15.68%	10.13%	13.97%	10.53%	14.78%	11.99%	16.25%	12.52%
营业利润率（%）	-0.54%	11.60%	4.68%	9.38%	4.46%	12.13%	4.48%	6.39%
净利润（百万元）	-93.06	1389.10	487.64	1459.49	233.71	1283.09	404.15	788.03
增长率（%）	-131.87%	12.39%	10.08%	23.76%	-351.13%	-7.63%	-17.12%	-46.01%
每股盈利（季度，元）	-0.014	0.318	0.102	0.346	0.045	0.244	0.075	0.143
资产负债率（%）	69.96%	69.97%	71.48%	69.62%	67.86%	67.00%	68.14%	68.67%
净资产收益率（%）	-0.36%	5.19%	1.80%	4.86%	0.71%	3.78%	1.18%	2.17%
总资产收益率（%）	-0.11%	1.56%	0.51%	1.48%	0.23%	1.25%	0.38%	0.68%

➤ **2014年水泥业务继续下滑，2015年水泥业务见底改善是大概率事件。**2014年公司水泥和熟料销量为4055万吨，同比下降4.27%；水泥和熟料均价为214元/吨，同比下降8.55%。水泥和熟料吨毛利为33元，其中水泥约为36元/吨，熟料为22元/吨。水泥和熟料综合吨净利为1元，在没有增值税退税的情况下水泥业务处于亏损状态。区域需求的放缓；京津冀地区粉磨站过剩较多，集中度低导致公司水泥业务持续下滑。同时混凝土销量也放缓到1220万平方米，同比下降6%，骨料销量600万吨，同比增长40%。增速的下降导致2014年水泥板块业务净利润为1.19亿元。

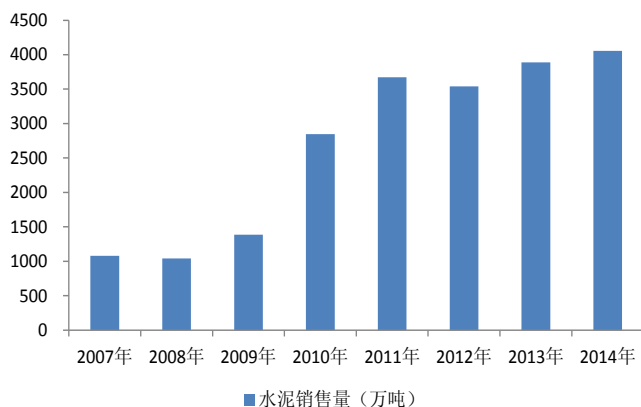
2015年1季度水泥熟料销售价格继续下降，预计幅度为6.5%左右，其中水泥熟料销量下降5.5%左右，销量的下降主要是熟料的影响。预计随着京津冀政策的实际落地（需求实际开始起来），水泥需求将得到逐步改善，像首都第二机场以及配套交通、京张铁路等将使得公司水泥销售受益最大。2015年水泥探底改善是大概率事件。

➤ **房地产储备布局合理受益房地产政策对于需求的推动。**公司2014年底房地产土地储备约为516.49万平方米，其中1、2线城市占比为80%，3线城市占比20%，结构合理，有利于公司受益房地产政策。同时2014

年房地产结转和销售增速下降的主要原因是土地储备的结构问题。2014年公司房地产营业收入为155.37亿元，净利润为21.74亿元，预售面积为147.35万平方米，同比下降12.52%，销售单价为1.48万元，提升较多。在国家房地产政策和京津冀政策的带动下预计2015年公司增速将会改善向上。

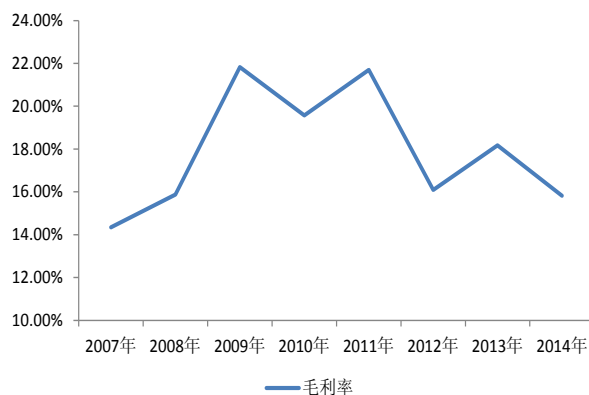
公司未来房地产的开发城市基本集中在成都、上海、宁波、青岛和北京的等一二线城市，房地产需求相对较好，同时公司积极开发盘活现有工业用地，发挥在北京的工业用地的储备的基础。随着房地产推动政策的陆续出台，改善业务将受益改善。

图 1：金隅股份各年水泥销量（万吨）



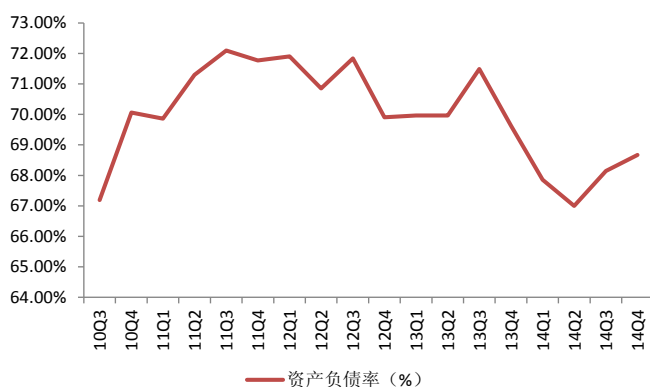
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：金隅股份水泥板块各年毛利率变化



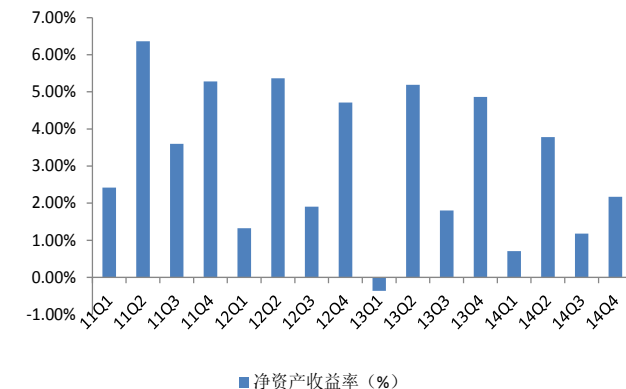
资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：金隅股份单季度资产负债率



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：金隅股份单季度净资产收益率



资料来源：wind，东兴证券整理

➤ **新型建材和物业管理业务稳定为主。**2014年公司新型建材业务营业收入为105.22亿元，同比下降28.15%，净利润水平为3400万元，基本上处于微利状态。新型建材作为公司业务上下游产业链的一环，保持现有规模提高效益是未来的目标。物业出租和管理业务2014年营业收入为21.92亿元，同比增长12.71%，净利润为4.4亿元。公司出租单价和出租率的提升保证业务利润的稳定增长。

➤ **盈利预测与投资建议：**

我们预计公司2015年到2017年的每股收益为0.61元、0.77元和0.88元，以收盘价计算10.59元计算对应的动态PE为17倍、14倍和12倍，考虑到公司估值水平较低、水泥处于底部状态、房地产受益政策以及自身的工业用地的区位优势等，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

➤ **风险提示：**京津冀政策落实低于预期、区域水泥和房地产需求改善低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E			
流动资产合计	60157.23	75018.81	77995.	84201.	89862.	营业收入	44789.76	41241.	43881.	48137.00	51892.00									
货币资金	8595.51	10980.17	11847.	12996.	14010.	营业成本	34799.88	31272.	33275.	35852.00	38244.00									
应收账款	5005.87	5404.83	5770.6	6330.3	6824.1	营业税金及附加	1586.19	1789.4	1909.0	2094.00	2257.00									
其他应收款	2639.82	1875.88	1995.9	2189.5	2360.3	营业费用	1566.23	1521.5	1535.8	1636.66	1816.22									
预付款项	3640.63	3526.98	3526.9	3526.9	3526.9	管理费用	2811.32	2886.6	2852.2	3080.77	3269.20									
存货	37602.01	48853.16	51963.	55988.	59723.	财务费用	1017.50	1209.4	1235.7	1222.36	1244.44									
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	380.92	210.44	200.00	200.00	200.00									
非流动资产合计	38682.32	40666.16	40833.	41088.	41397.	公允价值变动收益	671.73	628.29	630.00	630.00	630.00									
长期股权投资	345.80	313.87	314.00	314.00	314.00	投资净收益	(34.75)	(28.44)	(25.00)	(25.00)	(25.00)									
固定资产	16934.32	18021.19	19002.	19862.	20674.	营业利润	3264.70	2951.0	3478.1	4656.21	5466.14									
无形资产	3962.68	3977.20	3579.4	3181.7	2784.0	营业外收入	767.85	903.99	900.00	900.00	900.00									
其他非流动资产	0.00	399.54	400.00	400.00	400.00	营业外支出	38.82	51.69	45.00	45.00	45.00									
资产总计	98839.55	115684.9	11882	12528	13126	利润总额	3993.72	3803.3	4333.1	5511.21	6321.14									
流动负债合计	52059.97	59513.66	54789.	56719.	57550.	所得税	750.57	1094.3	1083.3	1377.80	1580.29									
短期借款	13516.50	11635.64	12835.	13974.	14072.	净利润	3243.16	2708.9	3249.8	4133.41	4740.85									
应付账款	8516.70	9297.55	9936.9	10706.	11420.	少数股东损益	27.97	286.25	357.49	454.68	521.49									
预收款项	15567.95	16529.67	16529.	16529.	16529.	归属母公司净利润	3215.18	2422.7	2892.4	3678.73	4219.36									
一年内到期的非	3199.22	6116.51	6117.0	6117.0	6117.0	EBITDA	5458.39	5473.6	6405.8	7662.26	8597.82									
非流动负债合计	16754.26	19923.93	18838.	18838.	18838.	BPS (元)	0.75	0.52	0.61	0.77	0.88									
长期借款	6879.92	6779.50	6779.5	6779.5	6779.5	主要财务比率														
应付债券	6305.60	9069.91	9070.0	9070.0	9070.0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E									
负债合计	68814.24	79437.58	73628.	75557.	76389.	成长能力														
少数股东权益	3745.17	5140.12	5497.6	5952.2	6473.7	营业收入增长	31.53%	-7.92%	6.40%	9.70%	7.80%									
实收资本 (或股	4283.74	4784.64	4784.6	4784.6	4784.6	营业利润增长	5.53%	-9.61%	17.86	33.87%	17.39%									
资本公积	5851.05	7898.69	7898.6	7898.6	7898.6	归属于母公司净利	8.43%	-24.65	19.39	27.19%	14.70%									
未分配利润	15419.80	17315.08	20062.	23557.	27566.	获利能力														
归属母公司股东	26280.14	31107.27	33719.	37398.	41617.	毛利率 (%)	22.30%	24.17	24.17	25.52%	26.30%									
负债和所有者权	98839.55	115684.9	11882	12528	13126	净利率 (%)	7.18%	5.87%	6.59%	7.64%	8.13%									
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)		3.28%	2.34%	2.88%	3.48%									
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	12.23%	7.79%	8.58%	9.84%	10.14%									
经营活动现金流	(2599.68)	(6861.15)	2617.1	2467.7	3554.5	偿债能力														
净利润	3243.16	2708.97	3249.8	4133.4	4740.8	资产负债率 (%)	69.62%	68.67	65.25	63.54%	61.37%									
折旧摊销	1176.19	1313.15	1691.9	1783.6	1887.2	流动比率	1.16	1.26	1.42	1.48	1.56									
财务费用	(1017.50)	(1209.44)	(1235.)	(1222.)	(1244.)	速动比率	0.43	0.44	0.48	0.50	0.52									
应付帐款的变化	1947.50	780.85	639.37	769.57	714.32	营运能力														
预收帐款的变化	1361.00	961.72	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.49	0.38	0.37	0.39	0.40									
投资活动现金流	(1897.18)	(1172.13)	(1714.)	(1235.)	(1394.)	应收账款周转率	9.96	7.92	7.85	7.96	7.89									
公允价值变动收	671.73	628.29	630.00	630.00	630.00	应付账款周转率	4.61	3.51	3.46	3.47	3.46									
长期股权投资减	(74.07)	(31.93)	0.13	0.00	0.00	每股指标 (元)														
投资收益	(34.75)	(28.44)	(25.00)	(25.00)	(25.00)	每股收益 (最新摊	0.75	0.52	0.61	0.77	0.88									
筹资活动现金流	(78.98)	10416.25	(34.97)	(83.43)	(1146.)	每股净现金流 (最新	0.54	0.13	0.18	0.24	0.21									
应付债券增加	(386.85)	2764.31	0.09	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊	6.13	6.50	7.05	7.82	8.70									
长期借款增加	2122.87	(100.42)	0.00	0.00	0.00	估值比率														
普通股增加	0.00	500.90	0.00	0.00	0.00	P/E	15.20	21.92	18.84	14.82	12.93									

资本公积增加	455.26	2047.64	0.00	0.00	0.00	P/B	1.86	1.75	1.62	1.46	1.31
现金净增加额	(4575.84)	2382.97	867.70	1149.1	1013.8	EV/EBITDA	12.85	14.10	10.02	10.11	8.91

分析师简介

赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士研究生，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建筑建材等行业研究。2014 年(暨 2013 年度)第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。慧眼识券商 2014 年度最佳分析师量化评选行业第 4 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~+5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。