

金隅集团 [2009.HK; 601992.CH]

18年上半年盈喜应有助提振现时过于悲观的市场情绪

金隅集团公布18年上半年净利润同比增长30%-41%。公司的股价在年初至今下跌26%，明显弱于其他大型水泥公司，主要由于公司第一季录得净亏损。我们认为此次盈喜应有助于重建投资者的信心，并证明了第一季的净亏损只是暂时性的情况。我们认为，目前6.4倍2018年市盈率和0.43倍市净率是过于悲观。我们重申买入评级，并维持2018年及2019年盈利预测。我们的分类加总估值目标价从4.68港元下调至3.55港元（0.58倍2018年市净率和8.6倍2018年市盈率），主要是由于在近期房地产板块调整后，我们给予公司房地产业务较大的资产净值折让（从30%升至40%）。据此我们亦将金隅集团-A（601992.CH）的目标价由5.66元人民币下调至4.55元人民币（较我们的H股目标价溢价50%，计算方法不变）。

投资亮点

- **第一季录净亏损带来的担忧大致消除。**公司宣布上半年净利润为24亿-26亿元人民币，同比增长30%-41%，主要受惠于房地产开发和水泥业务的平均售价上涨。这应大致消除了市场对第一季业绩疲弱的担忧（在第一季，由于房地产开发业务的入账收入较低，加上季节性因素导致水泥销量下降，因此录得净亏损2.13亿元人民币）。除非18年上半年的非现金物业重估收益异常地高，否则公司全年经常性净利润有望达到我们的预测（36.6亿元人民币）。
- **第二季重新取得良好进展。**在2018年第一季，房地产开发业务的入账销售面积同比下降29%至14.2万平方米，另外水泥业务的销量同比下降13%至1,153万吨。根据昨日的公告，18年上半年的销售面积为40万平方米，与去年同期基本持平，同期水泥业务的销量为3,960万吨，下降6.24%。数据显示第二季的表现远优于第一季。
- **再融资的问题不大。**许多中资地产股在过去几周遭到抛售，主要由于市场担心中国信贷紧缩导致再融资出现问题。然而，作为北京市政府的主要国企之一，我们认为金隅集团在获得银行贷款和在债券市场进行再融资方面不会有任何问题。
- **估值很低。**公司目前的2018年市净率为0.43倍，较历史平均水平低约1.5个标准差。我们认为股价疲弱主要是由于一季报欠佳以及中资地产股遭抛售所致。此前市场关注公司能否达成房地产开发业务的收入预订目标，但随着公司就上半年发布盈喜，料有助于消除上述忧虑。我们认为，由于目前6.4倍的2018年市盈率接近交易区间的低端，因此股价进一步下行的风险有限。

截至12月31日止年度	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入（百万元人民币）	38,747	46,168	61,838	71,196	77,281
经常性净利润（百万元人民币）	1,873	2,319	2,536	3,657	3,915
净利润率（%）	4.8	5.0	4.1	5.1	5.1
每股经常性收益（人民币元）	0.18	0.22	0.24	0.34	0.37
百分比变动	(14)	24	9	44	7
市盈率（倍）	12.3	10.5	9.3	6.4	6.0
市净率（倍）	0.61	0.55	0.48	0.43	0.40

来源：公司，中国银河国际证券研究部

中国水泥行业

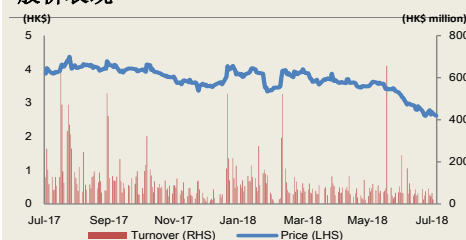
买入

收盘价：2.62港元（2018年7月16日）

目标价（H）：3.55港元（35.4%）

目标价（A）：4.55元人民币（39.2%）

股价表现



来源：彭博

市值	48.56亿美元
发行在外股数	106.777亿股
核数师	Ernst & Young
自由流通量	48.26%
52周交易区间	2.58-4.43港元
三个月日均成交量	910万美元
主要股东	金隅集团（44.93%）

来源：公司，彭博

王志文，CFA—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟 — 分析员

(852) 3698-6393

marklau@chinastock.com.hk

主要财务数据

安徽海螺 (914, HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

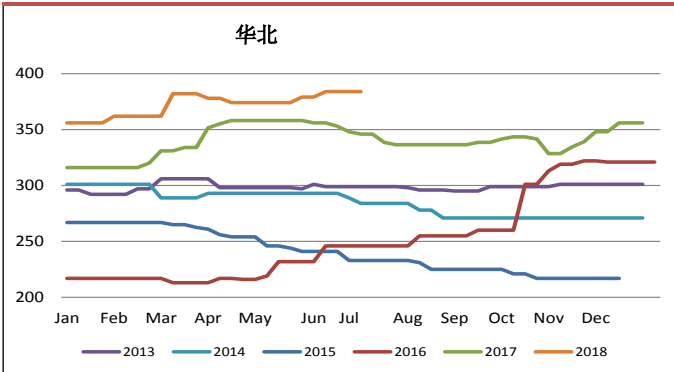
截至12月底止年度

	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	38,746,899	46,167,928	61,838,143	71,195,795	77,281,325
销货成本	(30,526,041)	(36,542,047)	(47,635,012)	(53,683,748)	(58,269,727)
毛利润	8,220,858	9,625,881	14,203,131	17,512,046	19,011,598
运营开支	(4,519,969)	(5,662,098)	(8,832,913)	(10,057,026)	(10,807,330)
运营利润	3,700,889	3,963,783	5,370,218	7,455,020	8,204,268
其他收入及收益	668,260	716,618	773,475	783,154	850,095
EBIT	4,369,150	4,680,401	6,143,693	8,238,174	9,054,362
净融资成本	(1,335,546)	(1,603,501)	(2,675,588)	(3,194,060)	(3,661,021)
来自联系公司及合营之利润	(17,694)	108,900	188,732	190,000	215,000
非经常性项目	166,745	490,732	400,307	-	-
税前收入	3,182,654	3,676,532	4,057,144	5,234,114	5,608,342
收入所得税	(1,231,587)	(986,183)	(1,106,795)	(1,384,945)	(1,487,242)
少数股东权益	66,386	(3,693)	(113,684)	(192,458)	(206,055)
净利润	2,017,453	2,686,656	2,836,665	3,656,710	3,915,045
经常性净利润	1,873,061	2,318,607	2,536,435	3,656,710	3,915,045
每股收益 (人民币)	0.189	0.252	0.266	0.342	0.367
经常性每股收益 (人民币)	0.175	0.217	0.238	0.342	0.367
每股派息 (港元)	0.018	0.053	0.057	0.074	0.079
折旧及摊销	1,346,751	1,870,612	3,686,577	3,817,650	4,023,889
EBITDA	5,715,901	6,551,013	9,830,270	12,055,824	13,078,251
水泥及熟料平均售价 (人民币元/吨)	178	193	245	274	278
水泥及熟料平均销量 (千吨)	39,260	55,214	102,603	103,403	105,375
每吨毛利润 (人民币元)	18	43	75	92	93
预售总面积 (千平方米)	1,263	1,156	949	1,050	1,103
收入明细: #					
水泥	10,828,700	15,365,000	31,073,800	33,926,360	35,289,363
现代建材	10,371,700	11,121,400	13,034,700	14,859,558	16,642,705
房地产投资	2,692,400	3,260,300	3,316,400	3,386,473	3,484,402
房地产开发	16,921,400	18,448,500	16,079,800	21,225,336	24,255,000
增长率:					
收入	-2%	19%	34%	15%	9%
EBIT	-3%	7%	31%	34%	10%
EBITDA	0%	15%	50%	23%	8%
核心净收入	-4%	24%	9%	44%	7%
经常性每股收益	-14%	24%	9%	44%	7%
利润率及财务比率:					
毛利润率	21.2%	20.8%	23.0%	24.6%	24.6%
净利润率	4.7%	5.0%	4.3%	5.4%	5.3%
EBIT利润率	9.6%	8.6%	8.7%	10.5%	10.6%
EBITDA利润率	14.8%	14.2%	15.9%	16.9%	16.9%
有效税率	39%	27%	27%	26%	27%

由于披露形式变动, 商业设计及自2012年以来的数据

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图1: 华北地区的水泥市场价格 (人民币/吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图2: 分类加总估值法

	百万元人民币	备注
水泥及其他建材	33,064	1 倍市净率
投资物业	17,272	40% 估值折让; 资本化率为7%
房地产开发	51,554	40% 估值折让
合资及联营公司	2,365	
净负债	(53,762)	
少数股东权益	(18,945)	
股本价值	31,548	
目标价(港元)	3.55	

来源: 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

安泰海運 (914, HK)

资产负债表

(千元人民币, 每股数据除外)

12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
存货	54,007,187	64,111,235	98,649,717	110,000,000	125,000,000
贸易应收款项	7,387,536	11,140,789	10,106,902	12,000,000	13,000,000
应收票据	2,197,924	3,857,029	8,181,664	8,181,664	8,181,664
其他	7,373,104	12,359,459	8,747,133	9,361,457	9,431,457
银行结余及现金	18,369,881	28,010,211	17,903,847	16,571,217	20,579,520
流动资产	89,335,633	119,478,723	143,589,262	156,114,338	176,192,641
物业、厂房及设备净额	19,390,359	49,736,905	48,766,812	48,679,914	47,956,025
预付土地租赁款	-	-	-	-	-
其他	22,020,713	39,181,481	39,851,408	40,638,771	41,447,249
非流动资产总额	41,411,072	88,918,386	88,618,220	89,318,685	89,403,274
总资产	130,746,704	208,397,109	232,207,482	245,433,023	265,595,915
贸易应付款项	9,062,191	14,624,964	17,205,079	19,000,000	21,000,000
其他应付款项	3,626,299	7,179,818	9,250,033	10,500,000	12,000,000
银行贷款及其他借款	16,805,996	32,027,734	34,375,200	39,000,000	46,000,000
其他	35,692,087	41,131,670	49,604,049	51,494,296	53,694,296
流动负债总额	65,186,574	94,964,186	110,434,361	119,994,296	132,694,296
银行贷款及其他借款	6,888,600	18,087,686	25,671,030	26,000,000	30,000,000
其他	16,489,656	32,435,727	26,184,281	26,184,281	26,184,281
非流动负债总额	23,378,256	50,523,413	51,855,311	52,184,281	56,184,281
负债总额	88,564,830	145,487,599	162,289,672	172,178,577	188,878,577
股东权益	38,082,973	44,200,488	51,162,848	54,307,025	57,563,862
少数股东权益	4,098,901	18,709,022	18,754,962	18,947,421	19,153,476

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

现金流量表

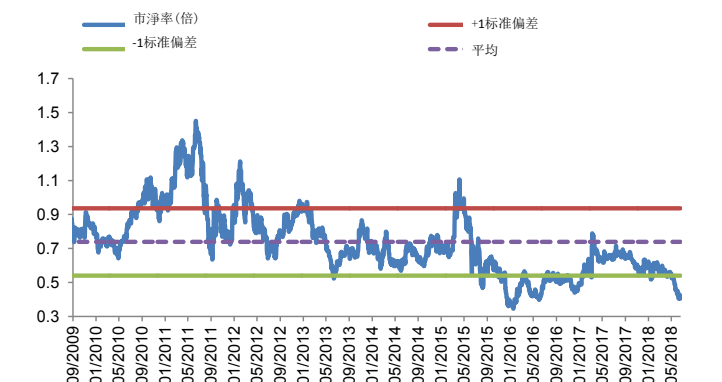
截至12月底止年度

	2015	2016	2017	2018E	2019E
税前利润	3,182,654	3,676,532	4,057,144	5,234,114	5,608,342
折旧及摊销	1,346,751	1,948,016	3,630,396	3,817,650	4,023,889
营运资金变动	(8,477,792)	(7,036,273)	(28,028,297)	(10,308,068)	(12,700,000)
其他/调整	(797,317)	(2,781,820)	8,486,504	(871,888)	280,781
营运现金流净额	(4,745,703)	(4,193,545)	(11,854,253)	(2,128,193)	(2,786,988)
资本开支	(680,623)	(2,410,059)	(1,882,247)	(3,500,000)	(3,500,000)
其他	1,169,447	(1,464,688)	1,182,659	-	-
投资现金流	488,824	(3,874,747)	(699,588)	(3,500,000)	(3,500,000)
负债变动	5,279,212	26,568,130	9,919,031	4,953,770	11,000,000
股息	(160,167)	(491,177)	(512,533)	(658,208)	(704,708)
其他	3,431,827	(19,361,880)	(2,078,466)	-	-
净融资成本	8,550,872	6,715,073	7,328,032	4,295,562	10,295,292
现金增加/减少	7,389,709	9,640,330	(10,106,364)	(1,332,631)	4,008,304
现金净额/(负债净额)	(23,324,716)	(46,384,605)	(63,066,922)	(69,353,322)	(76,345,019)

财务比率

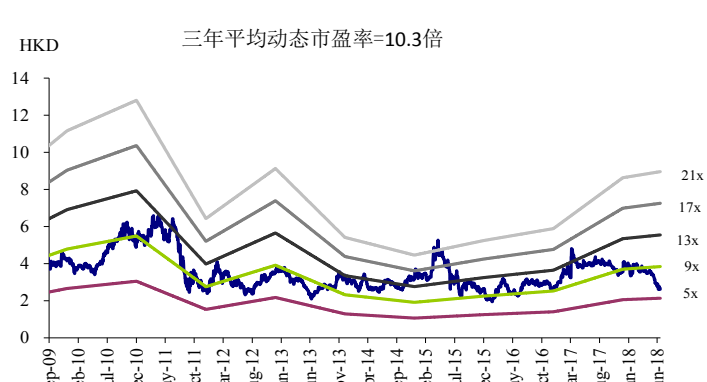
	2015	2016	2017	2018E	2019E
估值					
市盈率(倍)	12.3	10.5	9.3	6.4	6.0
每股收益增长(%)	14	24	9	44	7
收益率(%)	0.8	2.3	2.6	3.4	3.6
市盈率增长(倍)	-0.91	0.44	0.99	0.14	0.84
EV/EBITDA(倍)	18.4	16.0	10.7	8.7	8.0
市净率(倍)	0.61	0.55	0.48	0.43	0.40
经营性					
收入增长(%)	-	2	19	34	15
毛利率(%)	21.2	20.8	23.0	24.6	24.6
净利率(%)	4.7	5.0	4.3	5.4	5.3
应收账款周转天数	62	73	63	57	59
应付账款周转天数	111	118	122	123	125
存货周转天数	615	590	624	709	736
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
资产/净资产(倍)	3.1	3.3	3.3	3.4	3.5
净负债/净资产(%)	55	74	90	95	100
EBITDA利息覆盖倍数	4.3	4.1	3.7	3.8	3.6
核心净资产收益率(%)	5.4	5.6	5.3	6.9	7.0

图4: 金隅股份的市净率区间



来源: 中国银河国际证券研究部

图3: 金隅股份的市盈率区间



来源: 中国银河国际证券研究部

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入：股价于12个月内将上升 >20%

沽出：股价于12个月内将下跌 >20%

持有：没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888