

证券研究报告—动态报告

建材

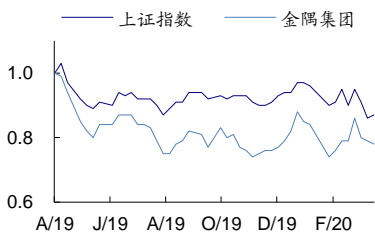
其他建材 II

金隅集团(601992)
买入

2019 年财报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 10,678/10,673 |
| 总市值/流通(百万元) | 35,023/27,336 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,750/9,962 |
| 12 个月最高/最低(元) | 4.64/2.86 |

相关研究报告:

《金隅集团-601992-2019 年中报点评: 水泥业务增长强劲, 深化产业链协同发展》——2019-08-28
 《金隅集团-601992-资产优, 估值低, 重估潜力大》——2019-06-19
 《金隅集团-601992-2018 年半年报点评: 水泥助力业绩增长, 长期看好公司发展》——2018-09-03
 《金隅集团-601992-2017 年年报点评: 业绩稳增长, 未来仍有进一步提速空间》——2018-04-02
 《金隅股份-601992-2017 年半年报点评: 水泥板块盈利大幅提升》——2017-09-04

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

主业协同发展, 高分红提升安全边际

● 业绩稳健增长, 现金流和分红显著提高

2019 年公司实现营业收入 918.29 亿元, 同比增长 10.5%, 归母净利润 36.94 亿元, 同比增长 13.3%, EPS 为 0.35 元/股, 符合此前业绩预告。受益于与冀东水泥的重组红利释放, 以及水泥行业较高景气度, 公司全年实现经营性净现金流 95.22 亿元, 同比大增 288.8%, 并拟 10 股派 1.2 元 (含税), 合计现金分红 12.31 亿, 同比增长 109.6%, 分红率实现 34.69%, 规模和分红率均达历史新高。

● 传统建材稳中有升, 新型建材扩张迅速

公司传统建材板块实现收入 413.83 亿, 同增 5.78%, 毛利率同比提高 1.76pct 至 31.81%, 其中水泥业务重组效应显现, 区域水泥价格提升明显, 实现销量 9640 万吨, 同比基本持平, 毛利率 37.04%, 同增 1.04pct; 混凝土业务止损扭亏初步达成, 总销量为 1750 万方, 同增 9.12%, 毛利率 7.28% (-3.19pct)。公司新型建材在环渤海经济圈处于领先地位, 全年完成建设京津冀地区三个装配式部品基地, 完善产业链布局, 并持续探索电商营销模式, 全年实现收入 264.77 亿, 同比增长 33.63%, 毛利率实现 4.85%, 同比减少 1.29pct。

● 房地产业务保持韧性, 物业投资盈利良好

公司房地产板块整体保持韧性, 盈利能力小幅提升, 全年实现 222.08 亿, 同增 0.28%, 毛利率实现 33.95% (+2.17pct), 报告期内新增土储 33 万平, 累计达 799.25 万平, 全年合同签订 117.47 万平, 同增 5%。物业投资板块收入为 50.26 亿, 同增 18.73%, 毛利率为 54.39% (-2.64pct), 在北京和天津持有的投资物业面积 178 万平, 同增 31.85%, 平均出租单价 5.7 元/平, 较上年提高 0.8 元/平。

● 纵向一体化产业链优势显现, 维持“买入”评级

公司水泥、房地产、新型建材及物业投资管理四大业务板块已逐渐形成纵向一体化核心产业链优势, 各产业间协同优势明显, 整体综合实力突出, 为京津冀一体化建设提供全方位服务。公司资产质地优, 未来重估潜力大, 我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.40/0.43/0.47 元/股, 对应 PE 为 8.1/7.5/6.9x, 维持“买入”评级。

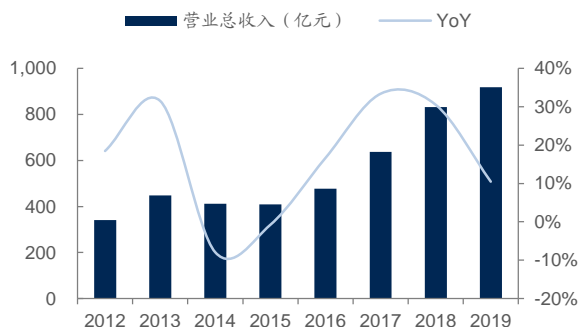
● 风险提示: 经济下行超预期; 区域建设不及预期; 房地产下行超预期。
盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4,173 | 91,829 | 99,359 | 106,911 | 114,181 |
| (+/-%) | -4.2% | 10.5% | 8.2% | 7.6% | 6.8% |
| 净利润(百万元) | 428 | 3694 | 4276 | 4621 | 5022 |
| (+/-%) | 27.0% | 13.3% | 15.8% | 8.1% | 8.7% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.90 | 0.35 | 0.40 | 0.43 | 0.47 |
| EBIT Margin | 14.6% | 11.9% | 12.4% | 12.2% | 12.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 8.8% | 6.0% | 6.7% | 7.0% | 7.3% |
| 市盈率(PE) | 13.9 | 9.4 | 8.1 | 7.5 | 6.9 |
| EV/EBITDA | 7.8 | 15.6 | 13.9 | 13.8 | 13.6 |
| 市净率(PB) | 1.23 | 0.57 | 0.55 | 0.53 | 0.50 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

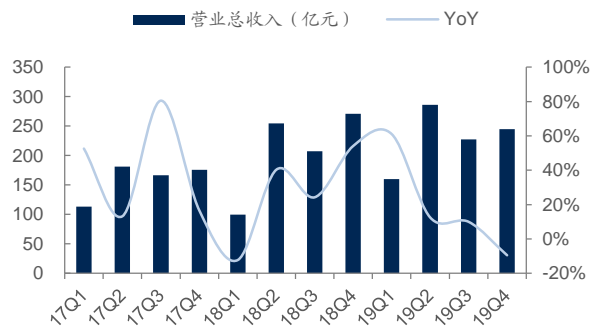
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 金隅集团营业收入及增速



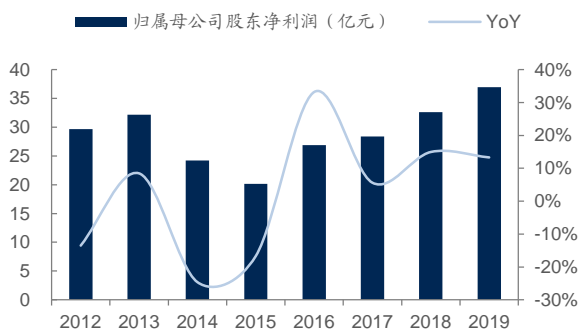
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 金隅集团单季营业收入及增速



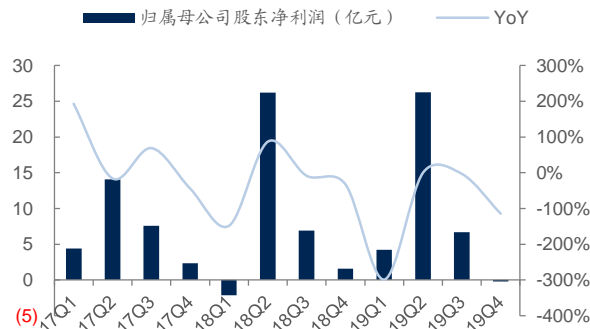
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 金隅集团归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



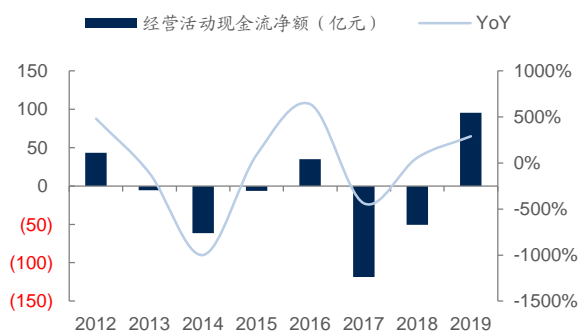
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 金隅集团单季归母净利润及增速



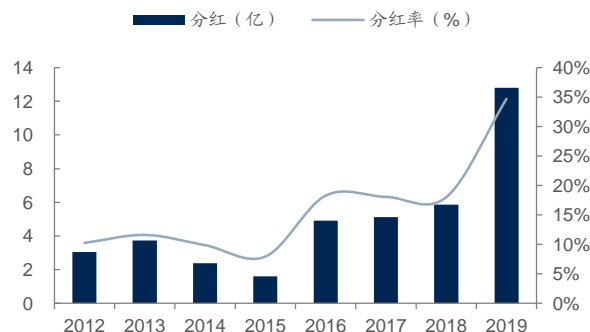
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 金隅集团经营性净现金流及增速



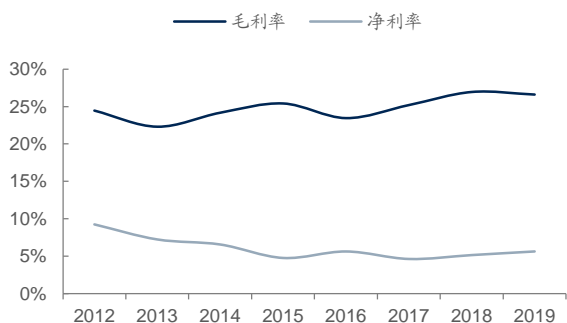
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 金隅集团分红规模及分红率



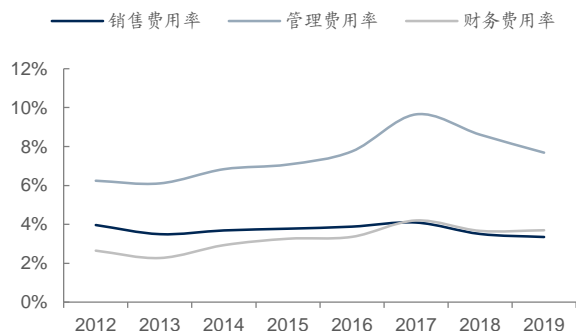
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 金隅集团毛利率和净利率 (%)



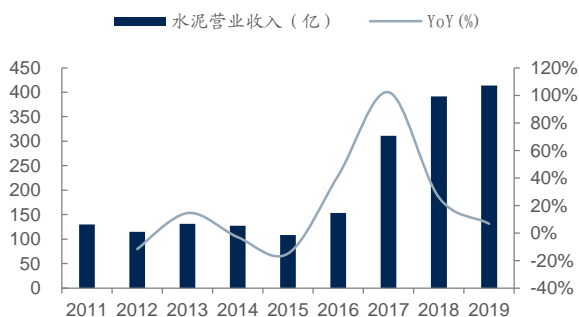
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 金隅集团三项费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 金隅集团水泥板块营收及增速



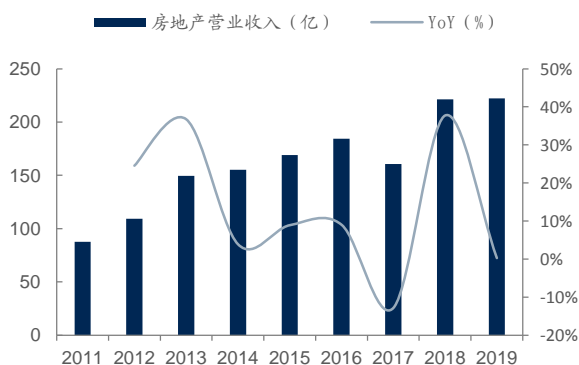
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 金隅集团新型建材板块营收及增速



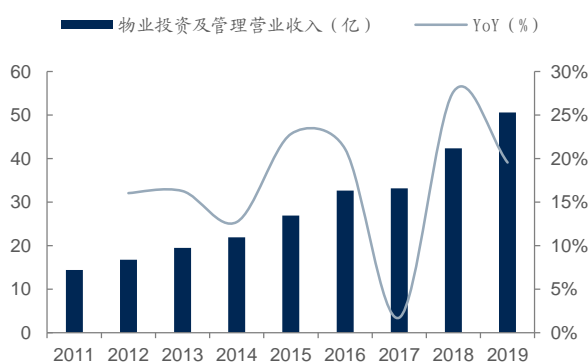
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 金隅集团房地产板块营收及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 金隅集团物业投资板块营收及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 21325 | 22391 | 23511 | 24686 | 营业收入 | 91829 | 99359 | 106911 | 114181 |
| 应收款项 | 22184 | 25204 | 28475 | 31932 | 营业成本 | 67402 | 72334 | 78045 | 83352 |
| 存货净额 | 121531 | 130077 | 141345 | 152116 | 营业税金及附加 | 3405 | 3756 | 4003 | 4296 |
| 其他流动资产 | 8440 | 8082 | 9262 | 9590 | 销售费用 | 3076 | 3378 | 3635 | 3882 |
| 流动资产合计 | 174496 | 186769 | 203608 | 219339 | 管理费用 | 7056 | 7620 | 8149 | 8658 |
| 固定资产 | 46791 | 49274 | 52353 | 56111 | 财务费用 | 3397 | 3511 | 3639 | 3806 |
| 无形资产及其他 | 16626 | 15961 | 15296 | 14631 | 投资收益 | 260 | 350 | 400 | 500 |
| 投资性房地产 | 40222 | 40222 | 40222 | 40222 | 资产减值及公允价值变动 | 1402 | (300) | (350) | (400) |
| 长期股权投资 | 3989 | 4895 | 5825 | 6743 | 其他收入 | (1209) | 250 | 300 | 350 |
| 资产总计 | 282124 | 297122 | 317303 | 337046 | 营业利润 | 7945 | 9060 | 9790 | 10637 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 57537 | 62187 | 74642 | 84465 | 营业外净收支 | (11) | (17) | (17) | (17) |
| 应付款项 | 19678 | 21270 | 23342 | 25369 | 利润总额 | 7934 | 9043 | 9772 | 10620 |
| 其他流动负债 | 50491 | 56270 | 59127 | 63774 | 所得税费用 | 2756 | 3075 | 3323 | 3611 |
| 流动负债合计 | 127706 | 139727 | 157111 | 173608 | 少数股东损益 | 1485 | 1692 | 1829 | 1987 |
| 长期借款及应付债券 | 63248 | 63248 | 63248 | 63248 | 归属于母公司净利润 | 3694 | 4276 | 4621 | 5022 |
| 其他长期负债 | 8638 | 8942 | 8852 | 8959 | | | | | |
| 长期负债合计 | 71886 | 72190 | 72100 | 72207 | | | | | |
| 负债合计 | 199592 | 211918 | 229211 | 245815 | | | | | |
| 少数股东权益 | 21400 | 21721 | 22067 | 22444 | | | | | |
| 股东权益 | 61131 | 63483 | 66025 | 68787 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 282124 | 297122 | 317303 | 337046 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 3694 | 4276 | 4621 | 5022 |
| 资产减值准备 | (95) | 90 | 49 | 76 |
| 折旧摊销 | 4167 | 5522 | 6076 | 6653 |
| 公允价值变动损失 | (1402) | 300 | 350 | 400 |
| 财务费用 | 3397 | 3511 | 3639 | 3806 |
| 营运资本变动 | (12450) | (3442) | (10832) | (7698) |
| 其它 | (1665) | 231 | 298 | 300 |
| 经营活动现金流 | (7752) | 6978 | 562 | 4753 |
| 资本开支 | (4066) | (7730) | (8889) | (10223) |
| 其它投资现金流 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (4998) | (8637) | (9818) | (11141) |
| 权益性融资 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 5281 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (8074) | (1924) | (2080) | (2260) |
| 其它融资现金流 | 20861 | 4649 | 12455 | 9823 |
| 融资活动现金流 | 15300 | 2725 | 10376 | 7563 |
| 现金净变动 | 2551 | 1066 | 1120 | 1176 |
| 货币资金的期初余额 | 18774 | 21325 | 22391 | 23511 |
| 货币资金的期末余额 | 21325 | 22391 | 23511 | 24686 |
| 企业自由现金流 | (5242) | 2450 | (5012) | (2032) |
| 权益自由现金流 | 20901 | 4782 | 5041 | 5278 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 每股收益 | 0.35 | 0.40 | 0.43 | 0.47 |
| 每股红利 | 0.76 | 0.18 | 0.19 | 0.21 |
| 每股净资产 | 5.73 | 5.95 | 6.18 | 6.44 |
| ROIC | 4% | 4% | 4% | 4% |
| ROE | 6% | 7% | 7% | 7% |
| 毛利率 | 27% | 27% | 27% | 27% |
| EBIT Margin | 12% | 12% | 12% | 12% |
| EBITDA Margin | 16% | 18% | 18% | 18% |
| 收入增长 | 10% | 8% | 8% | 7% |
| 净利润增长率 | 13% | 16% | 8% | 9% |
| 资产负债率 | 78% | 79% | 79% | 80% |
| 息率 | 23.3% | 5.5% | 6.0% | 6.5% |
| P/E | 9.4 | 8.1 | 7.5 | 6.9 |
| P/B | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 15.6 | 13.9 | 13.8 | 13.6 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032