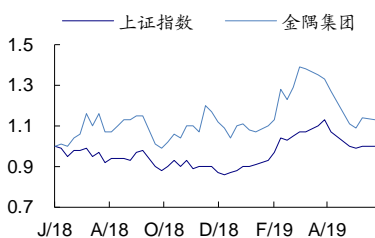


**证券研究报告—深度报告**
**建材**
**其他建材 II**
**金隅集团(601992)**
**买入**

合理估值: 3.05-7.81 元 昨收盘: 3.61 元 (维持评级)

2019年06月19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)	10,678/8,334
总市值/流通(百万元)	38,547/30,086
上证综指/深圳成指	2,890/8,804
12个月最高/最低(元)	4.64/3.04

**相关研究报告:**

《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: 业绩稳健, 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

《金隅股份-601992-2016年年报点评: 土地储备丰富, 水泥业务成为新亮点》——2017-04-06

《金隅股份-601992-2015年年报点评: 送转方案超预期, 维持“买入”评级》——2016-03-24

**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号: 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号: 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。

**深度报告**

## 资产优, 估值低, 重估潜力大

### ● 优质资产集中, 产业协同发展

公司前身是1955年成立的北京市建筑材料工业局, 1992年公司正式成立, 并于2009年和2011年分别登陆香港联交所和上交所。公司主营业务包括水泥及预拌混凝土业务、房地产开发板块业务、物业投资与管理业务和新型建材及商贸物流业务等四大板块, 并形成了纵向一体化的核心产业链优势, 各项主业互相支撑, 相互促进, 综合实力突出,

### ● 地产业务稳步发展, 土地资源丰富, 工业用地重估价值潜力大

公司房地产业务拥有三十多年历史, 是北京地区综合实力最强的房地产开发商之一, 目前已进入北京、上海、天津、重庆等15个城市, 重点布局一二线城市。近年来公司拿地节奏稳健, 土储保持稳定增长, 截至2018年末拥有总土储874.97万平米, 为业绩增长提供良好保障。除商品房用地外, 公司在北京、天津等地还拥有超过1000万平的工业用地储备, 未来若逐步转换成商住开发项目, 该部分资产有望获得重估, 潜力大。

### ● 京津冀格局良好, 水泥业务再起航

2018年7月, 金隅与冀东关于水泥业务的资产重组实施完毕, 重组完成后公司成为全国第三大水泥, 熟料产能约1.1亿吨, 水泥产能约1.7亿吨, 是华北地区和京津冀地区的绝对龙头。在重组冀东后, 公司水泥板块业绩增长显著, 2018年营收和毛利分别为391.2亿和117.6亿, 同比增长25.9%和38.7%。中长期看, 受益于京津冀一体化、雄安新区建设等, 未来华北区域水泥需求增速有望持续优于全国均值, 而随着重组后对区域市场的控制力加强以及内部整合的优化, 公司水泥业务业绩也有望进入稳步上升通道。

### ● 投资建议: 资产优质, 重估潜力大, 给予“买入”评级

公司资产质地优, 未来重估潜力大, 通过对公司现有业务板块拆分, 通过绝对估值和相对估值方法进行重估, 测算可得公司合理估值区间为3.05元/股-7.81元/股之间, 估值下限较低与公司资产周转效率有关。公司现阶段坐拥优质资产, 若未来周转效率能进一步提升, 将有望提升上述估值区间的下限, 且有助于资本市场进一步发掘公司的内在价值。公司目前股价水平处于上述估值区间的较低位置, 给予“买入”评级, 我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.42/0.46/0.51元/股, 对应PE为8.6/7.8/7.0x。

### ● 风险提示: ① 房地产调控超预期; ② 区域建设低于预期; ③ 资产较低速周转

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	63,678	83,117	89,733	98,347	107,002
(+/-%)	33.4%	30.5%	8.0%	9.6%	8.8%
净利润(百万元)	2837	3260	4457	4935	5480
(+/-%)	5.6%	14.9%	36.7%	10.7%	11.1%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.31	0.42	0.46	0.51
EBIT Margin	8.4%	11.0%	11.2%	11.1%	11.1%
净资产收益率(ROE)	5.5%	5.7%	7.4%	7.9%	8.3%
市盈率(PE)	13.6	11.8	8.6	7.8	7.0
EV/EBITDA	21.1	17.0	15.3	15.2	15.1
市净率(PB)	0.75	0.67	0.64	0.61	0.59

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

## 内容目录

<b>优质资产集中，产业协同发展</b> .....	<b>6</b>
协调发展，实力雄厚.....	6
国有控股，股权集中.....	8
多轮驱动，业绩稳增.....	8
<b>地产业务稳步发展，土地资源丰富</b> .....	<b>11</b>
全国布局开发，综合实力强大.....	11
业绩回升明显，盈利能力提高.....	13
拿地节奏稳健，土地储备充足.....	14
<b>京津冀格局良好，水泥业务再启航</b> .....	<b>19</b>
资产重组完成，成就华北水泥龙头.....	19
价格持续上涨，水泥需求优于全国.....	21
供给严控基调不改，环保限产持续中.....	22
雄安新区建设推进，提振区域水泥需求.....	23
<b>地理位置优越，物业投资稳步向上</b> .....	<b>27</b>
<b>新型建材实力突出，多面助力城市建设</b> .....	<b>29</b>
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>30</b>
对公司各业务线分拆，分别以绝对估值法重估：6.72-7.81元/股.....	30
对公司各业务线汇总利润规模，以相对估值法估算：3.05-3.16元.....	35
投资建议：资产优，估值低，重估潜力大，给予“买入”评级.....	36
<b>风险提示</b> .....	<b>37</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>38</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>39</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>39</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>39</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 金隅集团发展历程.....	6
图 2: 公司四大业务板块构成.....	7
图 3: 2018 年水泥熟料产能排名.....	7
图 4: 2018 年水泥上市公司利润总额排名.....	7
图 5: 公司股权结构图.....	8
图 6: 公司营业收入及其增速.....	9
图 7: 公司归母净利润及其增速.....	9
图 8: 公司主营业务收入占比.....	9
图 9: 公司分地区收入占比 (%).....	9
图 10: 公司华北地区营收稳定增长.....	10
图 11: 公司华东地区营收大幅增长.....	10
图 12: 公司毛利率及净利率.....	10
图 13: 公司主营业务毛利率.....	10
图 14: 公司三项费用率有进一步优化空间.....	11
图 15: 公司房地产开发业务已进入全国 15 个城市.....	12
图 16: 公司商品房案例——上海大成郡.....	12
图 17: 公司保障房案例——北京金港嘉园.....	12
图 18: 公司历年房地产结转面积及增速.....	13
图 19: 公司历年商品房签约面积及增速.....	13
图 20: 公司历年销售面积及增速.....	13
图 21: 公司历年房地产销售均价.....	13
图 22: 公司房地产开发营业收入及增速.....	14
图 23: 公司房地产业务毛利及增速.....	14
图 24: 房地产开发利润总额及其增速.....	14
图 25: 房地产开发毛利率.....	14
图 26: 公司历年土地储备情况.....	15
图 27: 公司 2018 年各城市土地储备.....	15
图 28: 重庆市房地产开发投资额及增速.....	16
图 29: 重庆市商品房销售面积及增速.....	16
图 30: 重庆市商品房销售额及增速.....	16
图 31: 重庆市房屋新开工面积及增速.....	16
图 32: 重庆市样本住宅平均价格及同比.....	16
图 33: 北京市房地产开发投资额及增速.....	17
图 34: 北京市商品房销售面积及增速.....	17
图 35: 北京市商品房销售额及增速.....	17
图 36: 北京市房屋新开工面积及增速.....	17
图 37: 北京市样本住宅平均价格及同比.....	17
图 38: 安徽省房地产开发投资额及增速.....	18
图 39: 安徽省商品房销售面积及增速.....	18
图 40: 安徽省商品房销售额及增速.....	18
图 41: 安徽省房屋新开工面积及增速.....	18

图 42: 合肥市样本住宅平均价格及同比增速 .....	18
图 43: 公司重组前后产能情况 .....	20
图 44: 冀东金隅水泥熟料产能分布 .....	20
图 45: 冀东金隅水泥全国生产线覆盖区域.....	20
图 46: 华北地区冀东金隅水泥熟料产能分布 .....	20
图 47: 京津冀地区水泥熟料产能占比.....	20
图 48: 山西省水泥熟料产能占比 .....	20
图 49: 水泥业务营业收入及其增速 .....	21
图 50: 水泥业务毛利及其增速 .....	21
图 51: 水泥业务利润总额及其增速 .....	21
图 52: 水泥业务毛利率 .....	21
图 53: 华北地区及全国水泥价格情况 (元/吨) .....	21
图 54: 华北地区历年水泥价格 (元/吨) .....	21
图 55: 全国历年同期水泥库容比.....	22
图 56: 华北地区历年同期水泥库容比.....	22
图 57: 华北地区及全国水泥产量增速.....	22
图 58: 华北地区水泥需求增速优于全国 .....	22
图 59: 京津冀区域空间格局示意图 .....	24
图 60: 雄安新区大致区位.....	25
图 61: 三县与京津冀地区人均固定资产投资额 .....	26
图 62: 三县与京津冀地区人均 GDP.....	26
图 63: 公司物业投资及管理知名项目 .....	27
图 5: 北京核心区域持有的投资性物业出租单价.....	28
图 6: 北京核心区域持有的投资性物业综合平均出租率 .....	28
图 64: 物业投资及管理业务营业收入及其增速 .....	28
图 65: 物业投资及管理业务毛利及其增速.....	28
图 66: 物业投资及管理业务毛利率 .....	29
图 67: 金隅新型建材产品应用于雄安新区市民服务中心建设.....	29
图 68: 金隅新型建材产品应用于北京大兴机场建设 .....	29
图 69: 新型建材与商贸物流业务营业收入及其增速 .....	30
图 70: 新型建材与商贸物流业务毛利及其增速 .....	30
图 71: 新型建材与商贸物流业务毛利率 .....	30
图 71: 公司 2018 年毛利分业务板块构成.....	35
表 1: 2019 年中国水泥上市公司综合实力排名 .....	7
表 2: 金隅集团获奖情况.....	8
表 3: 公司截至 2018 年末土地储备情况.....	15
表 4: 2019 年华北地区错峰生产及停限产政策及相关部门发言.....	23
表 5: 京津冀协同发展及雄安新区建设推进进程.....	24
表 6: 容城、雄县、安新三县城基本情况.....	26
表 7: 雄安新区启动区和起步区规划情况.....	26
表 8: 2019 年在建及将建交通项目 .....	27
表 10: A 股主要水泥公司产能吨市值估值水平.....	31
表 10: A 股主要水泥公司 PB 估值水平 .....	31

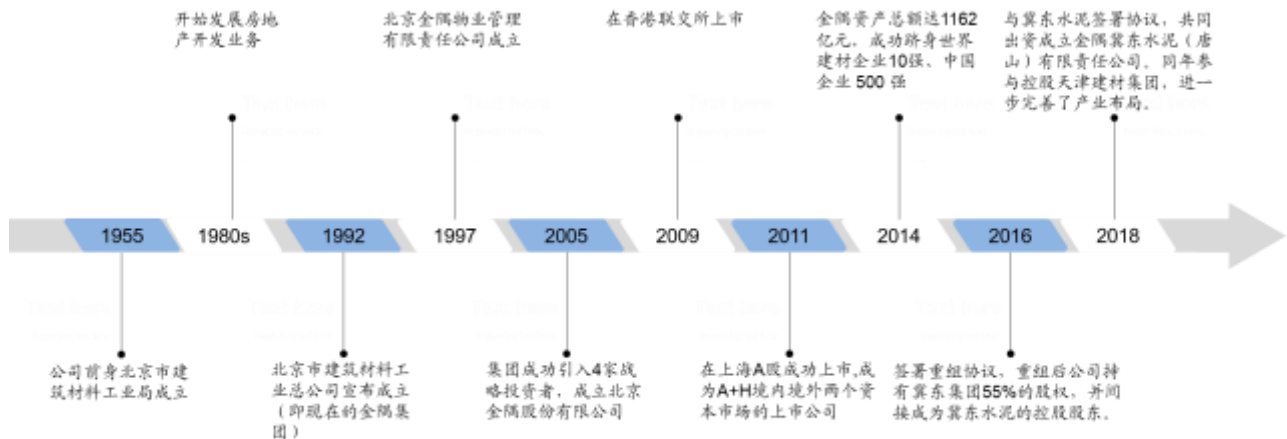
表 11: A 股主要房地产上市公司估值 .....	32
表 5: 北京市基准地价表 (元/平方米) .....	32
表 7: 工业用地转化为自住型商品住房的估值测算 .....	33
表 8: 工业用地估值关于净利润率、转换年限假设的敏感性分析 .....	33
表 9: 工业用地估值关于转化总量、转换年限假设的敏感性分析 .....	34
表 12: 估值汇总表 .....	34
表 9: 水泥板块同类公司估值比较 .....	35
表 10: 房地产板块同类公司估值比较 .....	36

## 优质资产集中，产业协同发展

### 协调发展，实力雄厚

公司前身是 1955 年成立的北京市建筑材料工业局。1992 年北京市建筑材料工业总公司宣布成立，公司正式踏上市场经济新征程。2005 年，公司成功引入 4 家战略投资者，成立北京金隅股份有限公司，并于 2009 年在香港联交所上市，2011 年在上海交易所成功上市，成为 A+H 境内境外两个资本市场的上市公司，为公司发展奠定更加坚实的基础和创建更加宽广的平台。2016 年公司与唐山市国资委、冀东集团签署协议进行股权重组，重组后公司持有冀东集团 55% 的股权，成为冀东集团的控股股东，并间接成为冀东水泥的控股股东。2018 年，与冀东水泥签署协议，共同出资成立金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司，并注入公司水泥资产；同年参与控股天津建材集团，进一步完善了产业布局，促进实现产业协同效益。

图 1：金隅集团发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

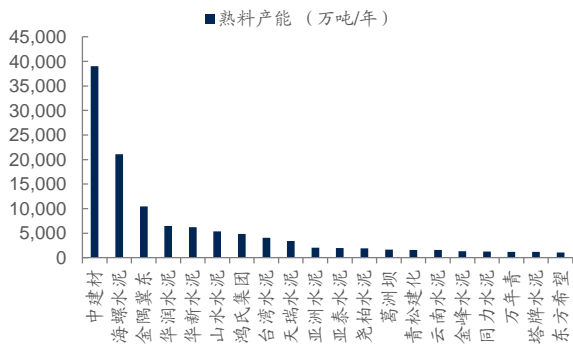
公司主营业务包括水泥及预拌混凝土业务、房地产开发板块业务、物业投资与管理业务和新型建材及商贸物流业务等四大板块，①公司与冀东水泥合计熟料产能约 1.05 亿吨，位居全国第三位，是全国建材行业领军企业和环渤海经济圈绿色环保建材行业的标杆；②房地产开发方面，公司是综合实力位居全国同行业前列的中国房地产百强企业，形成了“立足北京、辐射京津冀、长三角、成渝经济区三大经济圈”的全国化开发格局，具备多品类房地产项目综合开发的能力；③物业投资管理方面，公司是北京最大的投资性物业持有者和管理者之一，专业化能力、品牌知名度、出租率和收益水平多年保持北京乃至全国业内领先水平；④新型建材及商贸物流方面，公司是全国建材行业领军企业和环渤海区域最大的绿色、环保、节能建材生产供应商之一。

图 2: 公司四大业务板块构成



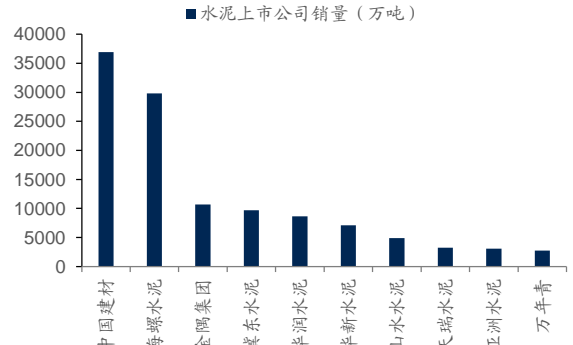
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 2018 年水泥熟料产能排名



资料来源: 中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 4: 2018 年水泥上市公司利润总额排名



资料来源: 中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

表 1: 2019 年中国水泥上市公司综合实力排名

2019 年排名	公司名称	股票代码	总分	2018 排名
1	海螺水泥	A:600585 H:00914	299.29	1
2	中国建材	H:03323	205.44	2
3	华润水泥	H:01313	81.03	4
4	金隅集团	A:601992 H:02009	65.67	3
5	华新水泥	A:600801 B:900933	55	5
6	冀东水泥	A:000401	53.18	6
7	山水水泥	H:00691	31.21	8
8	天瑞水泥	H:01252	25.72	7
9	亚洲水泥	H:00743	25.68	9
10	塔牌集团	A:002233	18.92	11

资料来源: 中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

根据北京市政府相关政策, 金隅集团将下属位于市区的工厂搬迁至北京周边地区。公司充分利用金隅集团在市区内下属企业搬迁余留用地, 进行房地产开发, 进而开发高档写字楼项目, 采购公司生产的新建建材产品, 并延伸出了物业投资管理板块, 形成了水泥及混凝土、房地产开发、物业投资管理和新建建材商贸物流四大业务板块协调发展的产业格局。

公司四大业务板块形成了纵向一体化的核心产业链优势, 有利于发挥协同效应。公司依托新型绿色环保建材制造业发展优势, 向房地产开发、高端物业管理等现代服务业领域发展。通过房地产开发产业带动以水泥为主的新型绿色环保建



材产品的需求、物业管理等相关产业的发展；各项主业之间互为支撑、相互促进，以产业链为核心的规模优势、协同优势、集成优势持续增强。公司在各类评选中多次获奖，如“全国五一劳动奖状”“中华环境奖”“全国企业文化示范基地”“北京十大影响力企业”等，彰显了强大的实力及优秀的品牌形象。

表 2: 金隅集团获奖情况

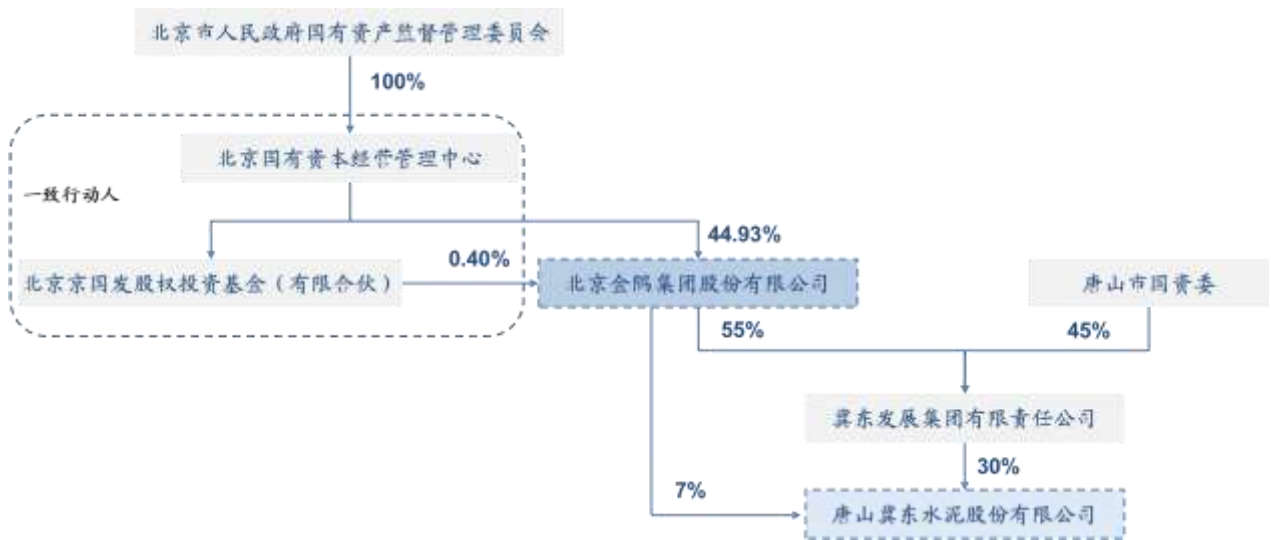
时间	颁发机构	获奖事由
2016/6/22	世界品牌实验室	中国 500 最具价值品牌榜单第 71 位
2017/6/22	世界品牌实验室	2017 年度最具价值品牌榜第 69 位，居全国建材行业第二位
2017/9/8	2017 中国企业 500 强高峰论坛	2017 中国企业 500 强第 204 位，2017 中国制造业企业 500 强第 86 位
2017/12/8	第八届“北京影响力”颁奖晚会	公司党委书记、董事长姜德义荣获“最具影响力十大企业家”大奖
2018/5/31	2018 中国房地产上市公司研究成果发布会暨第十六届中国房地产投融资大会	2018 沪深上市房地产公司综合实力 TOP10
		2018 沪深上市房地产公司财务稳健性 TOP10
		2018 沪深上市房地产公司投资价值 TOP10
2018/6/6	2018 年全国企业家活动日暨中国企业家年会	2018 值得资本市场关注的房地产公司
		党委书记、董事长姜德义荣获第十届“袁宝华企业管理金奖”

资料来源：公开信息、国信证券经济研究所整理

### 国有控股，股权集中

公司实际控制人为北京市国资委，北京国有资本经营管理中心（简称“北京国管中心”）作为控股股东直接持有公司 44.93% 的股权，此外作为北京国管中心一致行动人的京国发基金还持有公司 0.4% 的股权，截至今年一季度末，北京国管中心直接加间接合计持有公司 45.33% 的股权。

图 5: 公司股权结构图



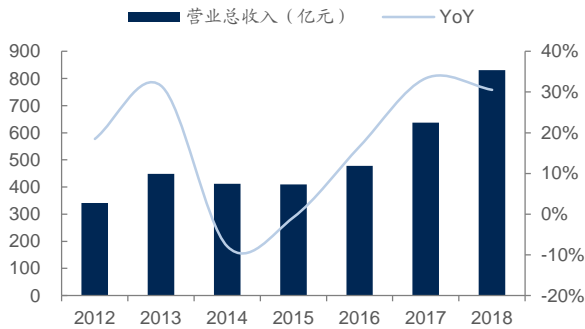
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 多轮驱动，业绩稳增

多年来公司业绩总体保持增长趋势，2015 年以来公司营业收入和归母净利润增速持续回升，2018 年公司实现 831.17 亿，同比增长 30.5%，归母净利润实现 32.6 亿，同比增长 14.9%，主要受益于水泥业务重组冀东水泥，水泥业务量价齐升，以及商品房结转单价提升。

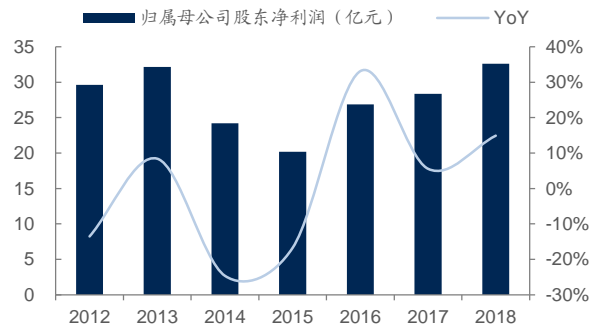


图 6: 公司营业收入及其增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司归母净利润及其增速

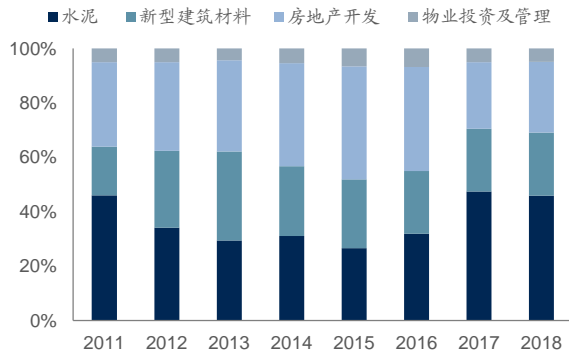


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从公司业务构成来看，水泥和房地产开发是公司主要收入和利润来源，2015 年前，水泥板块业务收入保持稳定，在加大房地产业务开发力度下，水泥业务占比逐渐由 2011 年 45.95% 下降到 2015 年 26.53%；控股冀东水泥后，水泥业务收入占比明显提升。截至 2018 年，公司水泥业务占比 45.85%，成为公司第一大业务板块，房地产开发、新型建筑材料和物业投资及管理板块分别占比 25.96%、23.22% 和 4.96%。

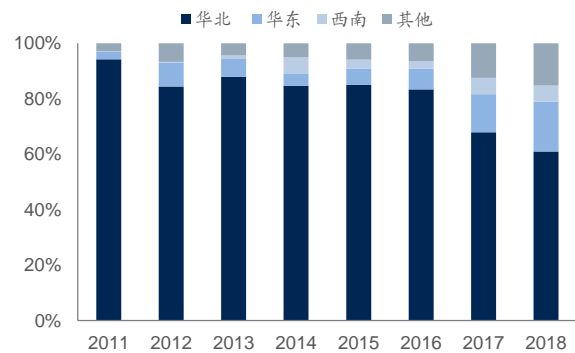
分区域来看，华北地区是公司业务核心区域，区域收入总体不断增长，2018 年实现收入 502 亿，同比增长 18.2%；受房地产业务在华东地区的开拓，近三年华东地区业务占比逐渐提高，2018 年华东地区实现收入 148.42 亿，同比大增 71.2%。截至 2018 年，华北、华东和西南地区收入占比分别为 60.92%、18.01% 和 5.82%。

图 8: 公司主营业务收入占比



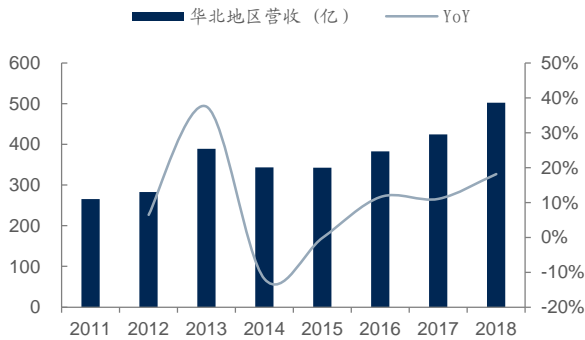
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司分地区收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司华北地区营收稳定增长



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司华东地区营收大幅增长

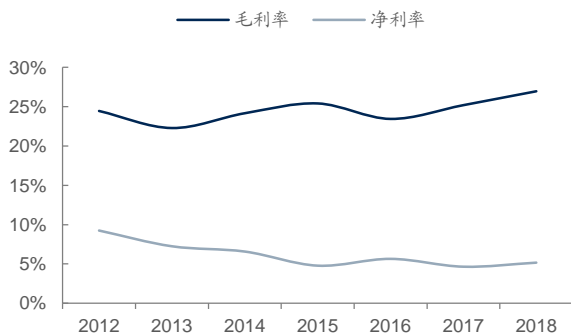


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

受益于供给侧改革及环保限产政策,水泥行业景气度持续回升,企业效益改善明显。2015年以来公司水泥业务毛利率大幅上升,由2015年的13.33%提升到2018年的30.05%,在近几年其他业务毛利率小幅下行的情况下带动公司整体水平实现提升,2018年公司实现综合毛利率26.9%,同比提高1.7个百分点,达到近年来的高位水平。

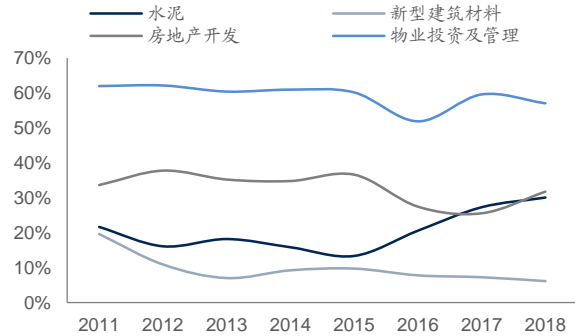
2016年完成与冀东水泥的股权重组后,公司整体管理费用出现一定增长,管理费用率上行相对明显,财务费用率和销售费用率整体保持相对平稳。截至2018年,公司销售、管理、财务费用率分别实现3.51%、3.67%和8.79%,合计三项费用率15.97%。随着与冀东水泥的资产重组部分的完成,以及冀东水泥的业务协同、管理向好,未来费用端有望得到明显改善。截至2018年末,公司净利率水平为5.2%。

图 12: 公司毛利率及净利率



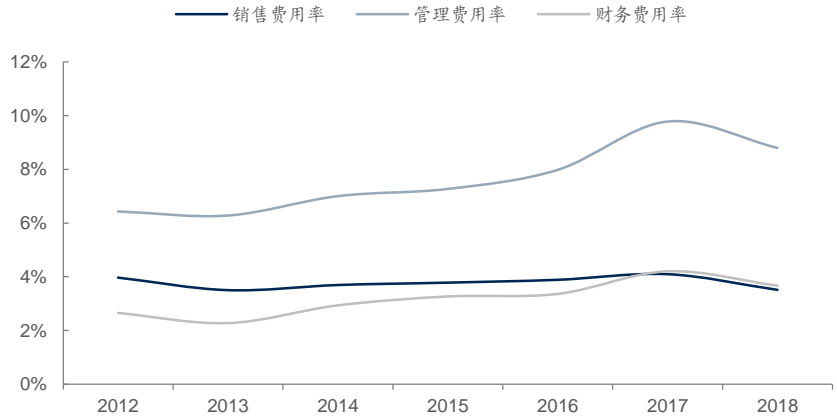
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司主营业务毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司三项费用率有进一步优化空间



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 地产业务稳步发展，土地资源丰富

### 全国布局开发，综合实力强大

公司自 1986 年进入房地产已经拥有三十多年的历史，已经在房地产开发领域形成一定品牌效应和规模优势，成为北京地区综合实力最强的房地产开发商之一。公司通过采用快速周转的方针，重点布局一二线城市，已进入北京、上海、天津、重庆、杭州、南京、成都、合肥、海口等 15 个城市，目前公司年开复工规模达 800 万平米，先后开发建设房地产项目 130 余个，总建筑面积约 3000 万平方米，形成了“立足北京、辐射京津冀、长三角、成渝经济区三大经济圈”的全国化开发格局，具备多品类房地产项目综合开发的能力，被国家住建部授予“国家住宅产业化基地”，是北京市首个获此殊荣的房地产开发企业。自公司资产重组冀东水泥，将水泥资产注入合资公司后，房地产业务成为是今后公司的核心业务。

图 15: 公司房地产开发业务已进入全国 15 个城市



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司房地产业务包含保障性住房开发和商品房开发两部分，其中保障房方面，作为北京市属大型国企，公司多年来引领北京市保障房建设，已累计规划建设保障性住房 700 余万平方米，提供住房 7 万多套。受益于北京市工厂搬迁，公司保障房开发用地多数来自于其在城区大量旧工业厂区的土地，利润空间相对较高。同时，保障性住房需求不受房地产市场增速减缓的影响，降低了普通商品房市场波动对公司经营的影响。

图 16: 公司商品房案例——上海大成郡



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司保障房案例——北京金港嘉园

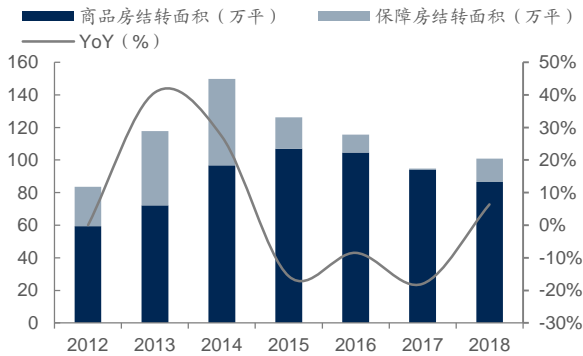


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

2018 年,公司销售面积为 111.40 万平方米,同比降低 19.13%,销售金额为 220.32 亿,同比下降 5.40%,销售均价为 19777 元/平方米,同比增长 17%;竣工面积为 108.55 万平,较上年基本持平。公司去年全年房地产业务结转 100.93 万平方米,同比增加 6.4%,主要是由于保障房业务规模增加所致,其中商品房结转面积 86.57 万平,同比降低 8.15%,保障性住房结转面积 14.36 万平,同比大幅增加 13.75 万平方米,主要由于北京西山甲一号项目有保障房结转,而 2017

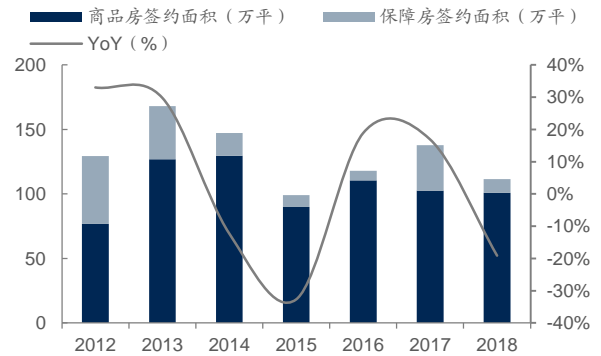
年保障房结转项目较少所致；2018年，公司合同签约面积 111.40 万平方米，同比降低 19.13%，其中商品房合同签约面积 100.94 万平方米，同比降低 1.68%，保障性住房合同签约面积 10.46 万平方米，同比减少 24.64 万平方米。

图 18: 公司历年房地产结转面积及增速



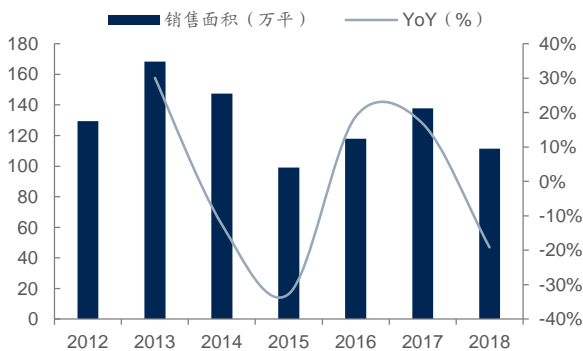
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司历年商品房签约面积及增速



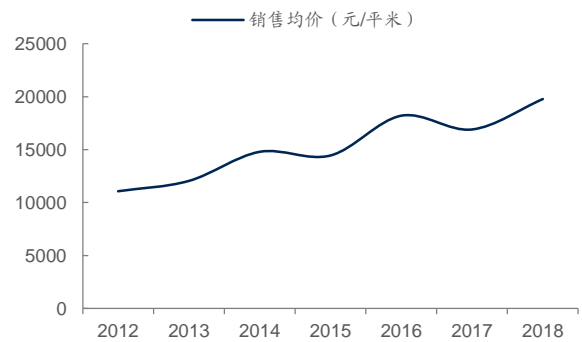
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司历年销售面积及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司历年房地产销售均价

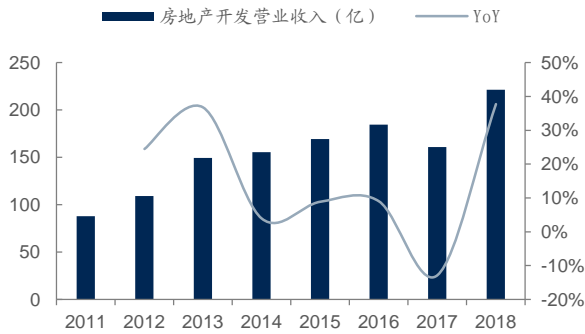


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 业绩回升明显，盈利能力提高

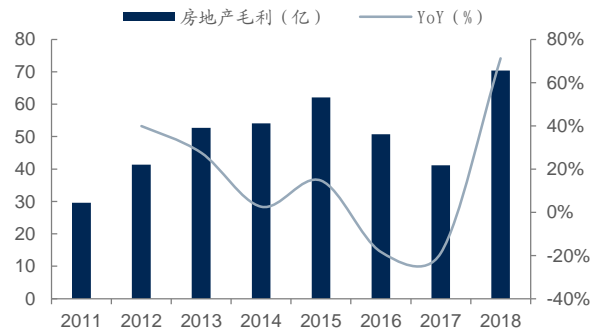
公司房地产业务主要由北京金隅地产开发集团有限公司与北京金隅程远房地产开发有限公司经营，板块业务近年来整体保持增长，其中 2017 年收入出现一定程度下降，主要由于保障房业务规模继续降低及结转的商品房面积亦有所降低所致。自 2011 年起公司房地产业务营收和毛利复合增速分别为 14.13%和 13.19%，截至 2018 年，公司房地产业务营收 221.5 亿元，同比增长 37.75%；毛利实现 70.39 亿元，同比增长 71.18%；利润总额实现 28.51 亿，同比增长 69.03%；毛利率实现 31.78%，同比提高 10.21 个百分点。

图 22: 公司房地产开发营业收入及增速



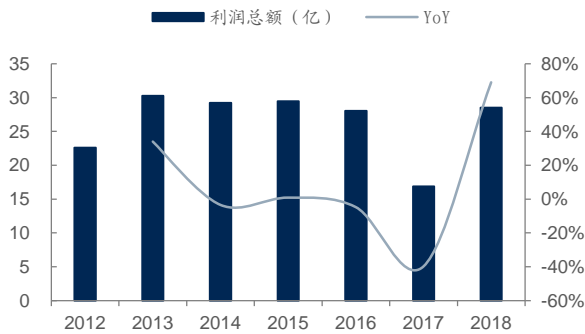
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 公司房地产业务毛利及增速



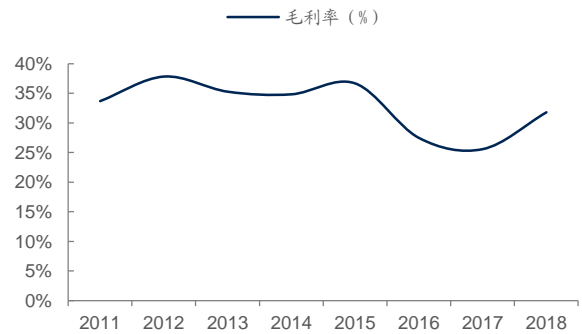
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 房地产开发利润总额及其增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 房地产开发毛利率

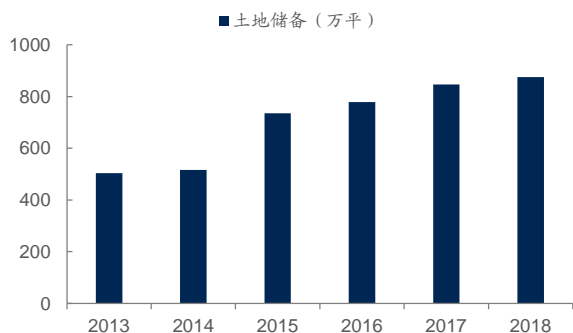


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

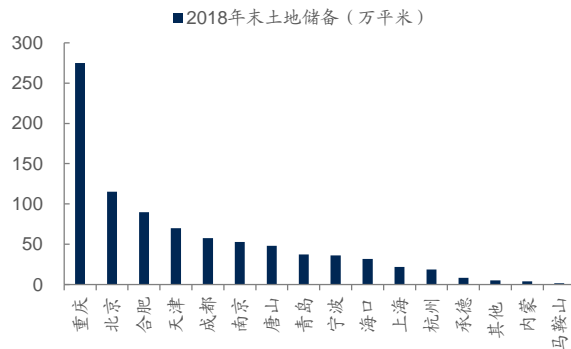
### 拿地节奏稳健，土地储备充足

公司土地储备多年来保持稳定增长，拿地节奏稳健。2018年公司新增土地储备140万平，截至2018年末，公司拥有土地储备总面积874.97万平方米，其中商品房836.19万平方米，保障房38.78万平方米，为公司房地产开发业务做好保障。目前公司土地储备主要分布于重庆、北京、安徽、天津、四川、江苏等地，其中重庆地区土地储备面积占比最大，其次为北京，分别达到总储备面积的31.41%和13.62%。此外，公司的前身是北京市建材工业局，在早期的发展过程中，因工业生产需要，公司通过行政划拨的手段获得了大量的工业用地，若工业用地转性作为商住项目进行房地产开发，将对公司房地产业务起到一定助推作用。



**图 26: 公司历年土地储备情况**


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**图 27: 公司 2018 年各城市土地储备**


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

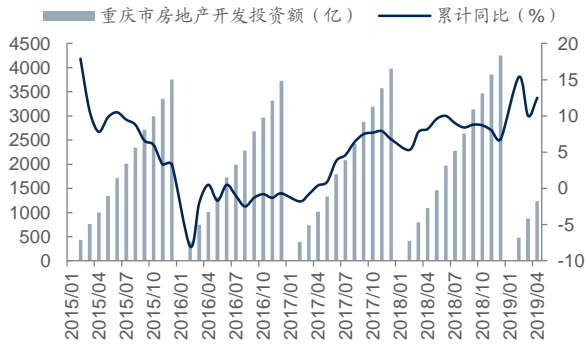
**表 3: 公司截至 2018 年末土地储备情况**

城市	2018 年末土地储备 (万平)
<b>商品房</b>	
重庆	274.87
合肥	89.73
北京	76.66
天津	69.88
成都	57.86
南京	53.00
唐山	48.17
青岛	37.36
宁波	36.20
海口	31.97
上海	21.95
杭州	18.85
承德	8.33
其他	5.41
内蒙	4.27
马鞍山	1.68
<b>保障房</b>	
北京	38.77
总计	874.96

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

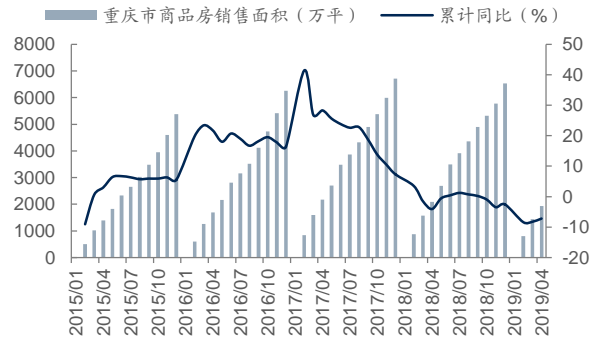
从公司目前土地储备前三的城市/省份来看: (1) **重庆地区**: 2016 年以来重庆市房地产开发投资增速持续提高, 目前仍处于较高位水平, 2019 年 1-4 月房地产开发投资额 1236.6 亿元, 累计同比增长 12.5%, 较上年全年继续增长 5.7 个百分点。商品房销售面积、销售额增速在 2017 年 2 月达到 41.4%、65.7% 的高点后逐渐回落, 今年 1-4 月, 商品房销售面积、销售额分别为 1934.53 万平、1571.6 亿元, 同比增长-7.23%、-0.83%; 新开工面积增速在 2018 年出现较高增长, 全年实现 30% 的快速增长, 目前回落至 0.8%; 价格方面, 2016 年重庆市住宅价格达到 7000 元/平的低点后持续上涨, 今年 5 月均价约 10539 元/平, 同比增长 8.47%, 价格仍然处于上行区间。

图 28: 重庆市房地产开发投资额及增速



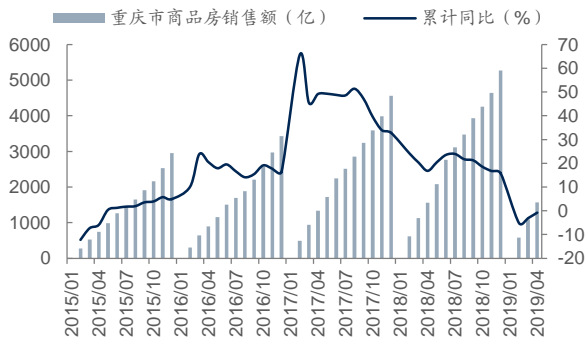
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 重庆市商品房销售面积及增速



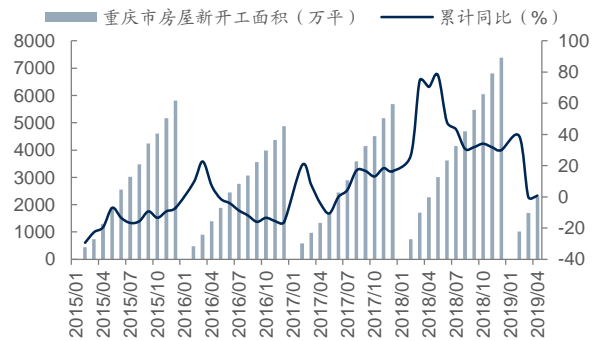
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 30: 重庆市商品房销售额及增速



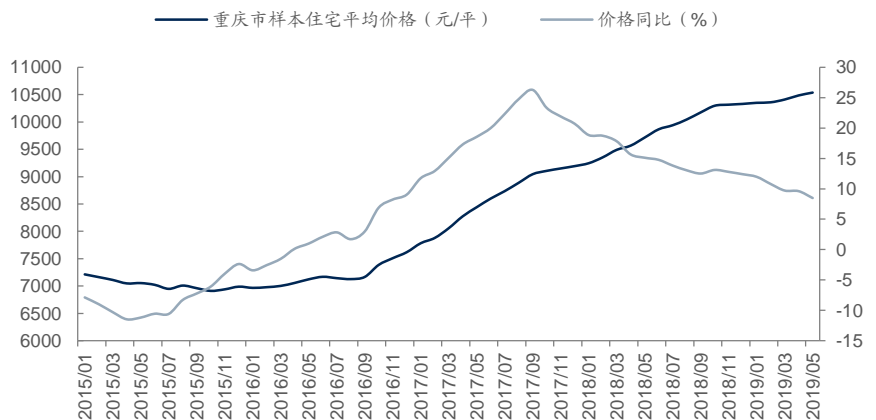
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 重庆市房屋新开工面积及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 重庆市样本住宅平均价格及同比

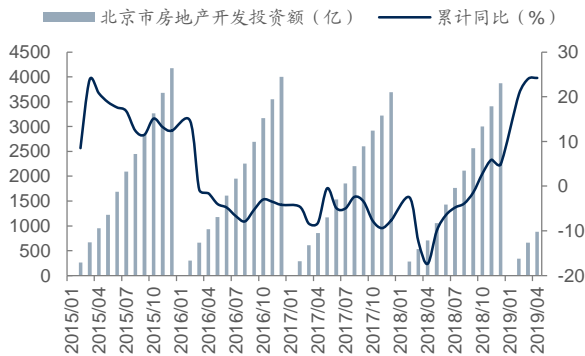


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

(2) 北京地区: 北京市房地产方面多项指标于 2018 年开始触底回升, 其中房地产开发投资增速去年全年实现投资增速 4.9%, 2019 年以来继续大幅增长, 1-4 月累计同比增长 24.2%, 商品房销售面积、商品房销售额、房屋新开工面积增速 1-4 月累计同比增长分别为 104.83%、95.25%、101.2%; 从价格方面来看, 北京市样本住宅平均价格多年增长后目前保持历史高位水平并维持稳定,

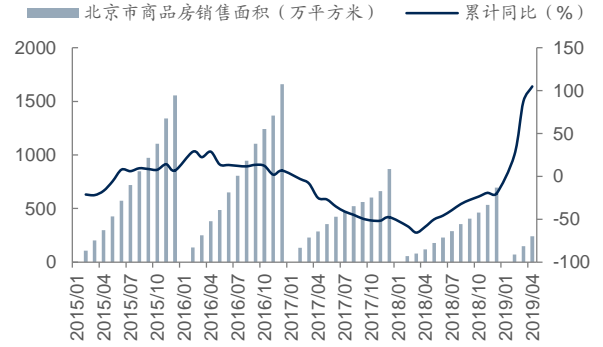
截至 2019 年 5 月，北京市样本住宅平均价格 42682 元/平，同比增长 0.52%。

图 33: 北京市房地产开发投资额及增速



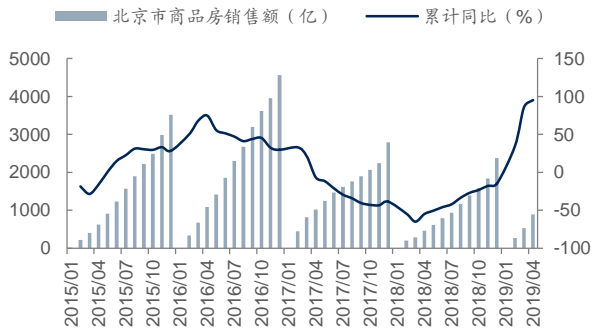
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 北京市商品房销售面积及增速



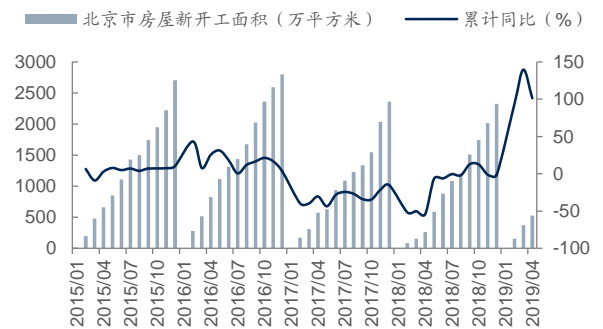
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 北京市商品房销售额及增速



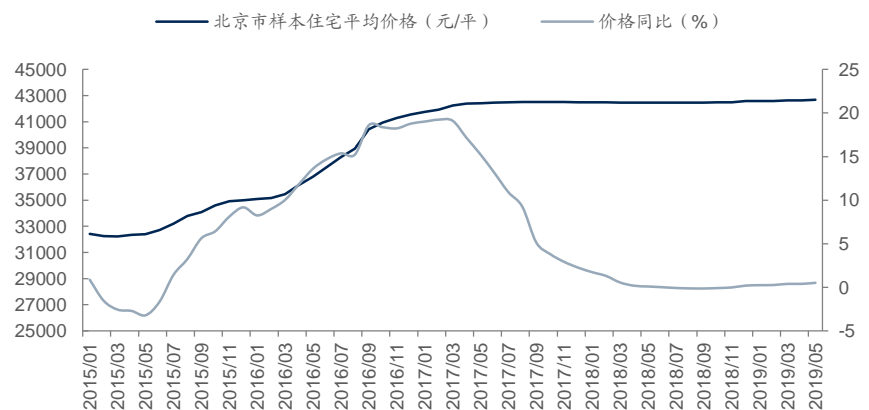
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 北京市房屋新开工面积及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 37: 北京市样本住宅平均价格及同比

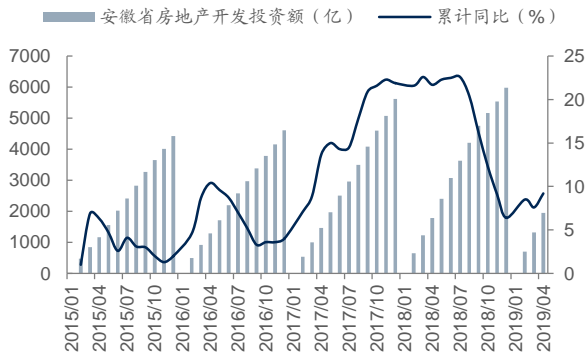


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**(3) 安徽地区:** 安徽省房地产开发投资增速于 2017 年至 2018 年上半年大幅上行，最高达到 22.7%，随后回落至今，目前出现小幅回升，今年 1-4 月累计增速 9.2%；商品房销售面积、商品房销售额增速自 2016 年下半年开始回落，今年 1-4 月累计增速-3.08%、5.2%；房屋新开工面积增速在 2017 年达到 32.8%

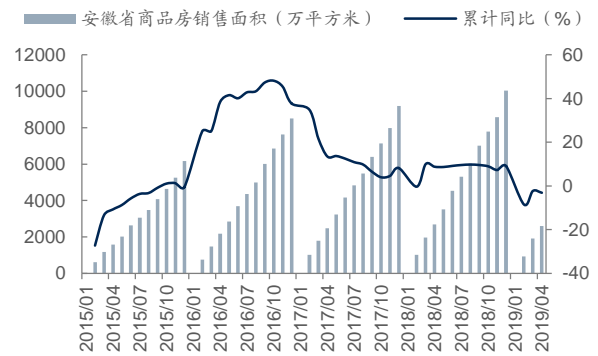
的高位后开始回落，今年开年以来增速由负转正出现一定程度的回升，1-4月累计增速6.7%，较去年末提高11.5个百分点；价格方面，合肥市房价2015年来保持增长，其中2016年至2017年上半年房价增幅明显，现阶段增速有所回落，但价格仍保持高位，今年5月价格约12832元/平，较去年同期增长10.22%。

图 38: 安徽省房地产开发投资额及增速



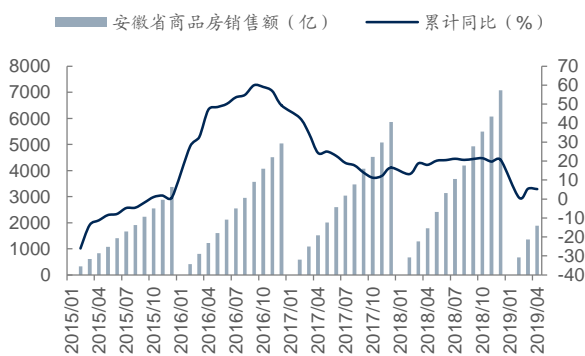
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 安徽省商品房销售面积及增速



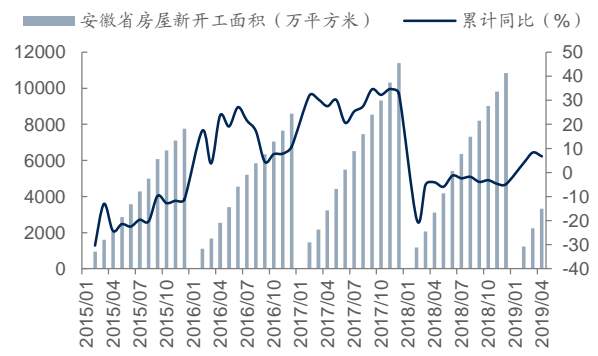
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 40: 安徽省商品房销售额及增速



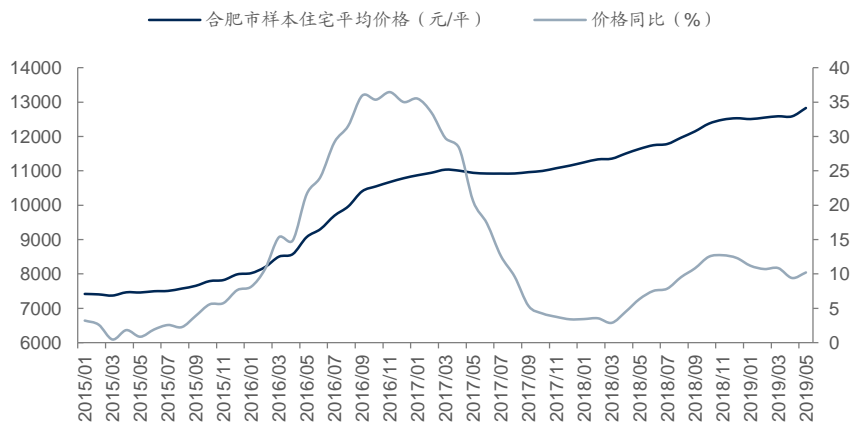
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 41: 安徽省房屋新开工面积及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 42: 合肥市样本住宅平均价格及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 京津冀格局良好，水泥业务再启航

### 资产重组完成，成就华北水泥龙头

2016年4月6日，金隅集团、冀东水泥、ST冀装三家公司同时停牌，京津冀水泥行业供给侧改革、水泥资产整合的大幕从此正式开启。此次整合主要包括两方面，一是股权重组，即金隅集团与冀东集团进行战略重组，二是资产重组，即将金隅股份及/或冀东集团的水泥及混凝土等相关业务注入冀东水泥。

**(1) 股权重组中**，金隅集团于2016年5月31日与唐山市国资委、冀东集团签署了《关于冀东发展集团有限责任公司之增资扩股协议》，与中泰信托有限责任公司签署了《关于冀东发展集团有限责任公司之股权转让协议》。股权重组完成后，**公司持有冀东集团55%的股权，成为冀东集团的控股股东，并间接成为冀东水泥的控股股东。**

**(2) 资产重组方面**，2016年6月29日，冀东水泥拟以发行股份及支付现金的方式购买金隅集团（以及冀东集团、冀东骨料）相应的水泥、混凝土、耐火及节能环保等相关资产，同时募集配套资金。由于内外部环境发生变化，2017年11月20日，公司与冀东水泥双方协商一致意见，拟对“以水泥等业务相关资产认购冀东水泥发行股份”的交易原方案进行重大调整。

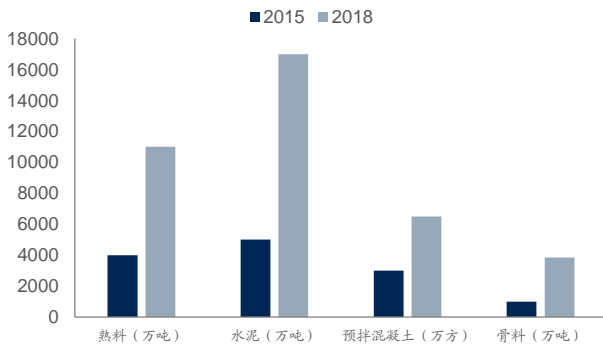
2017年12月28日，公司与冀东水泥签署相关协议终止此前重组方案，同时签署《关于设立金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司的框架协议》等文件，同意将原重组方案变更为公司“以持有的部分水泥企业股权作价出资，冀东水泥以其持有的部分水泥企业股权和资产作价出资，共同组建合资公司”。

2018年2月7日，公司与金隅集团签署《关于共同出资组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司之合资合同》《业绩补偿协议》等，同意公司以20家公司股权及唐山分公司等2家分公司的资产，金隅集团以金隅水泥经贸等10家水泥企业股权共同组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司（以下简称“合资公司”），合资公司由冀东水泥控股。同时，为解决同业竞争，金隅集团将剩余水泥公司股权除所有权、收益权外的权利全部委托公司管理，并承诺在未来三年将剩余14家水泥企业股权以出资、出售或其他法律法规许可的方式注入冀东水泥或合资公司。

2018年5月31日，公司收到证监会对出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易的核准通知，随后7月26日，金隅集团所持有的10家公司股权以及公司持有的20家公司股权完成过户至合资公司，至此重大资产重组实施完毕。

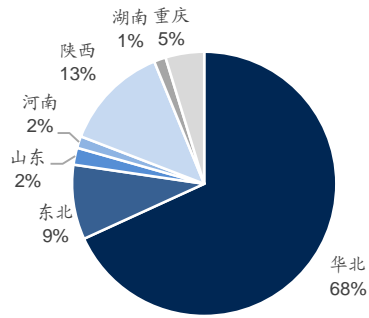
**重组完成后，公司成为全国第三大水泥企业**，主要布局在京津冀、陕西、山西、内蒙、东北、重庆、山东、河南和湖南地区，目前熟料产能约1.1亿吨，水泥产能约1.7亿吨，仅次于中国建材集团和海螺水泥，是华北地区和京津冀地区的绝对龙头。预拌混凝土业务方面，重组后预拌混凝土产能约6500万立方米，预拌砂浆产能约225万吨，骨料产能约3850万吨，助磨剂外加剂产能约34万吨。京津冀地区石灰石总储量近17亿吨。

图 43: 公司重组前后产能情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 44: 冀东金隅水泥熟料产能分布



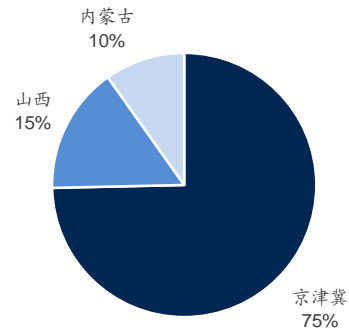
资料来源: 水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 45: 冀东金隅水泥全国生产线覆盖区域



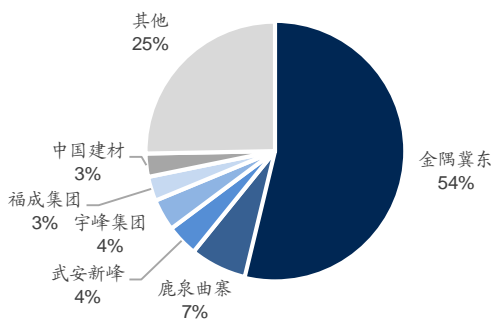
资料来源: 水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 46: 华北地区冀东金隅水泥熟料产能分布



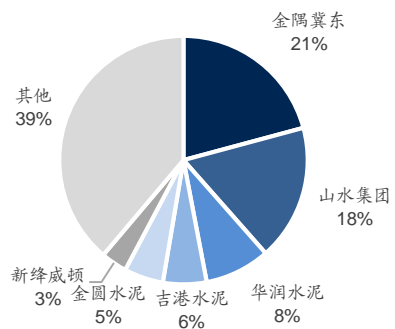
资料来源: 水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 47: 京津冀地区水泥熟料产能占比



资料来源: 水泥地理、国信证券经济研究所整理

图 48: 山西省水泥熟料产能占比

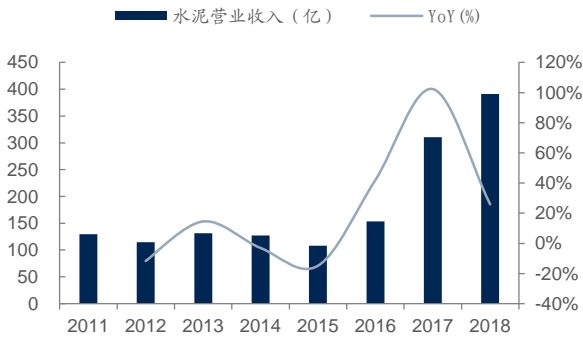


资料来源: 水泥地理、国信证券经济研究所整理

2016 年重组冀东水泥后, 公司水泥板块营业收入增长明显, 2018 年实现营收 391.2 亿元, 同比增长 25.9%, 毛利方面整体趋势一致, 去年全年实现 117.6 亿元, 同比增长 38.7%, 利率增长至 30.05%。利润总额方面, 2011 年至今仅 2015 年出现亏损, 主要由于水泥行业景气度原因; 受益于供给侧改革、错峰限产等因素, 行业景气度持续回升, 2018 年利润总额实现 32.84 亿, 同比大幅增长 219.46%。

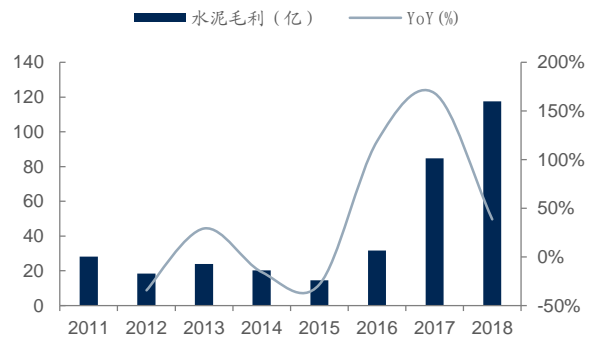


图 49: 水泥业务营业收入及其增速



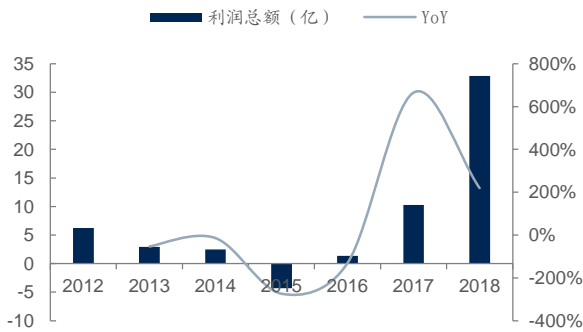
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 50: 水泥业务毛利及其增速



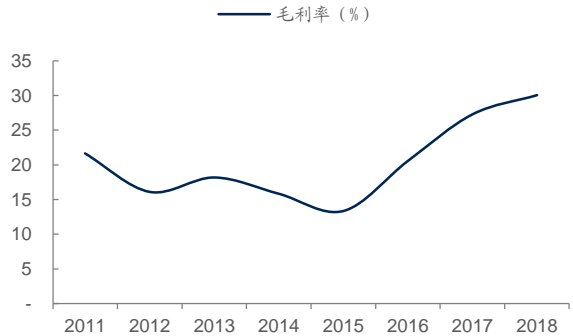
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 51: 水泥业务利润总额及其增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 52: 水泥业务毛利率

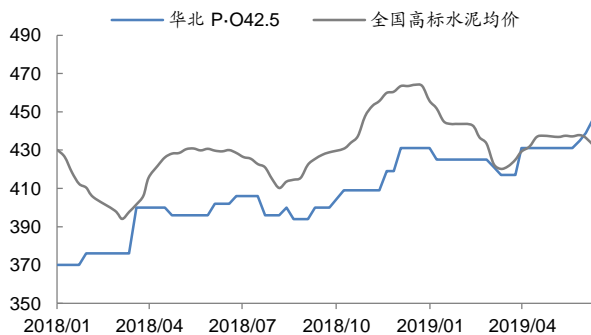


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 价格持续上涨，水泥需求优于全国

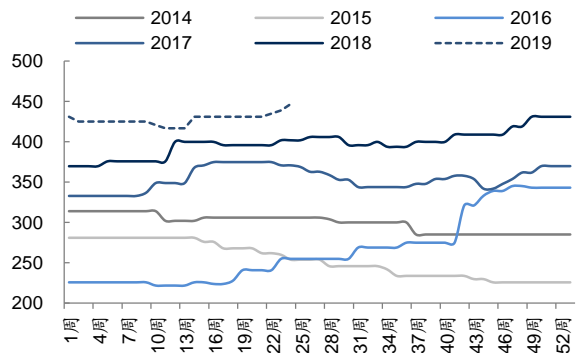
2018年以来华北地区及全国水泥均价持续向上，在华北区域良好的需求支撑下，今年5月华北区域水泥价格较去年首次超越全国均价，今年开年以来，华北地区水泥均价上涨16元，涨幅3.71%，且目前淡季受环保限产影响库存下行，价格仍呈现上涨趋势，相比之下全国水泥年初至今下跌31.3元。截至6月14日，华北地区高标水泥报价447元/吨，同比上涨11%，处于历史同期高位水平，库存目前以下行至55.9%，较全国水平低2.9个百分点，达到历史同期最低水平。

图 53: 华北地区及全国水泥价格情况 (元/吨)



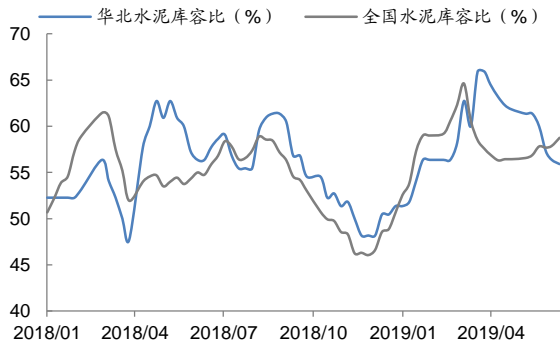
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 54: 华北地区历年水泥价格 (元/吨)



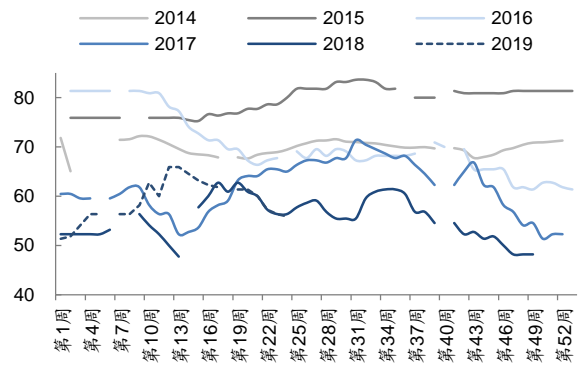
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 55: 全国历年同期水泥库容比



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

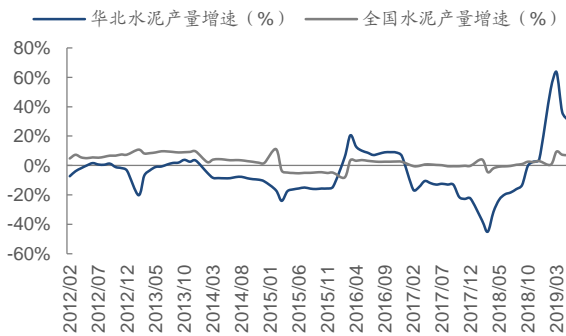
图 56: 华北地区历年同期水泥库容比



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

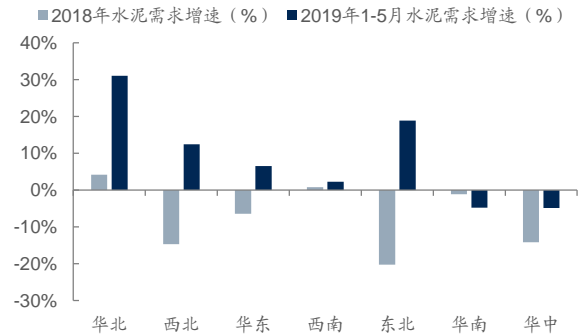
在众多区域建设项目的支持下, 如雄安新区建设、北京大兴机场建设等, 去年下半年以来华北地区水泥需求快速回升, 去年全年增速排名全国各大区域之首, 今年上半年延续良好需求, 1-5 月水泥需求增速实现 31.05% 的增长, 继续稳居全国区域需求首位。公司作为华北区域水泥龙头, 将明显受益。

图 57: 华北地区及全国水泥产量增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 58: 华北地区水泥需求增速优于全国



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 供给严控基调不改, 环保限产持续中

华北地区的环保问题近年来备受重视, 中央和河北省政府给予高度重视。2018 年以来, 蓝天攻坚战延续, 多项环保政策密集出台, 环保执行决心有增无减。去年 1 月 16 日, 环保部印发《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》; 随后 7 月 3 日, 国务院正式印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》; 去年三季度陆续印发《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《汾渭平原 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》和《长三角地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》进一步明确各区域秋冬季大气污染综合治理的各项工作。

2019 年上半年以来, 中央环保部门和省级政府进一步加强大气污染防治工作部署, 统筹工业发展, 加大工业企业生产调控力度, 开年以来, 多次印发涉及水泥行业的停限产相关政策和通知, 以期降低污染物排放总量, 促进空气质量改善。目前河北唐山、山西省错峰限产正在进行中。

**表 4: 2019 年华北地区错峰生产及停限产政策及相关部门发言**

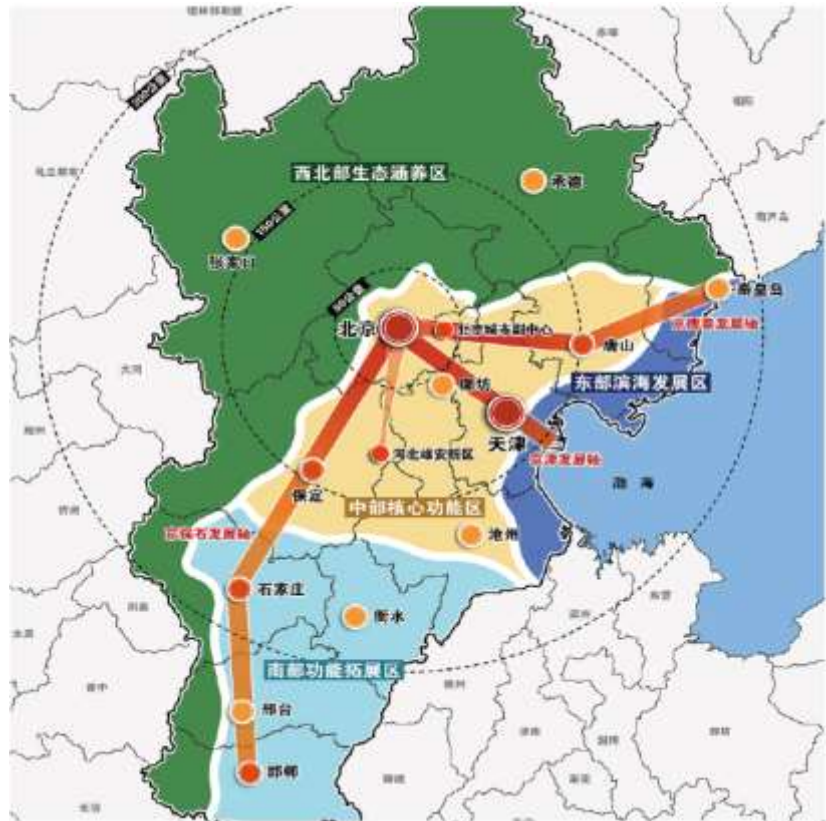
时间	政策文件	发布机构	主要内容
<b>中央</b>			
2019 年 4 月 29 日		生态环境部	生态环境执法局局长曹立平表示将持续深入开展重点区域强化监督，计划从 5 月 8 日开展新一轮的强化监督工作，工作范围包括京津冀及周边、汾渭平原 39 个城市。
2019 年 5 月 21 日	《关于开展 2019 年生态环境保护统筹强化监督(第一轮)工作的通知》	生态环境部	新一轮的生态环境大督查从 5 月 14 日正式开始!《通知》指出，近期将对全国 25 个省和直辖市开展 2019 年生态环境保护统筹强化监督(第一轮)工作，涉及 7 个专项内容。
<b>河北</b>			
2019 年 1 月 7 日		生态环境厅	河北省将坚决压减和严禁新增钢铁、焦化、水泥、平板玻璃、煤炭等过剩产能，2019 年压减钢铁产能 1400 万吨、煤炭 900 万吨、水泥 100 万吨、平板玻璃 660 万重量箱、焦炭 300 万吨，淘汰火电 50 万千瓦(或调整为应急电源)任务。
2019 年 1 月 17 日	《2019 年二三季度重点行业错峰生产方案征求意见稿》	唐山市政府	方案将分为两个阶段实施三月全月、四月到九月。第一阶段包括：除涉及居民供热，处置生活污水的水泥窑外全部停产。第二阶段包括：4、8、9 月份，轮流停产，每家停产时间不少于 45 天；5、6、7 月份，每家停产时间不少于 46 天。
2019 年 3 月 29 日	《关于印发 4 月大气污染防治强化管控措施实施方案的通知》	唐山市人民政府办公室	4 月 1 日至 30 日，特殊情况外水泥窑企业和粉磨站停产时间不少于 15 天。
2019 年 4 月 12 日	《关于印发改善大气环境质量实施区域差别化环境准入的指导意见的通知》	河北省生态环境厅	邯郸、邢台、石家庄、保定、廊坊、唐山、定州、辛集划定为大气传输通道一级红线区。在此行政辖区内(除退城搬迁产能外)，禁止新建和扩建(等量置换除外)水泥等工业项目。
2019 年 4 月 29 日	《5 月份全市大气污染防治强化管控方案》	唐山市政府	2019 年 5 月 1 日至 31 日，4 家企业因承担居民供暖任务 2018、2019 年秋冬季未停产，5 月份实施全月停产；其他水泥熟料生产企业允许连续生产 15 天，其余时段停产。
2019 年 5 月 31 日	《6 月份大气污染防治强化管控实施方案》	唐山市生态环境保护工作领导小组办公室	管控时间为 2019 年 6 月 1 日至 30 日。古冶区和滦州市水泥熟料生产企业分别在上下月允许连续生产 15 天，其余时段停产，允许生产的水泥企业必须达到超低排放标准。
<b>山西</b>			
2019 年 4 月 15 日	《非采暖季重点区域差异化生产管控的通知》	临汾市大气污染防治行动指挥部办公室	从 2019 年 4 月 15 日到 9 月 30 日，对一城三区相关企业实施差异化生产管控。重点对焦化、水泥(不含粉磨站)、铸造其他涉 VOCs 行业分类实施差别化管控。
2019 年 5 月 7 日	《山西省建材工业 2019 年行动计划》	山西省工信厅	对于水泥工业发展方向的主要内容要求，重点推动金隅、山水、华润等企业整合水泥熟料线，推进企业兼并重组，引导行业由产能过剩向特种化、多品种、多用途发展。
2019 年 5 月 24 日	《关于 2019 年水泥熟料企业夏秋季错峰生产工作的指导意见》	山西省工信厅和生态环境厅	6 月 5 日-9 月 13 日期间分地区分阶段进行错峰生产，总计停产时间 120 天。
<b>内蒙古</b>			
2018 年 11 月 7 日	《关于 2018-2019 年度采暖季水泥企业错峰生产的通知》	内蒙古自治区经信委和环保厅	呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市四盟市的水泥熟料生产企业原则上从 2018 年 11 月 15 日至 2019 年 4 月 15 日全面实行错峰生产；其他地区水泥熟料生产企业原则上自 2018 年 11 月 15 日至 2019 年 3 月 15 日全面实行错峰生产。

资料来源：政府官网、国信证券经济研究所整理

### 雄安新区建设推进，提振区域水泥需求

2015 年 4 月，京津冀一体化协同发展正式成为国家级重大战略，并提出了有序疏解北京非首都功能，实现京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破的核心方针，随后围绕此项战略的相关政策陆续发布，国家领导人多次在各种场合强调其重要性，**2017 年 4 月，雄安新区应运而生，成为京津冀一体化协同发展战略持续推进的关键一环，也标志着京津冀世界级城市群正式由“一核双城”步入“一核三城”的时代。**

图 59: 京津冀区域空间格局示意图



资料来源:《北京城市总体规划(2016年-2035年)》、国信证券经济研究所整理

为推进雄安新区建设发展,新区设立后中共中央、国务院在2018-2019年陆续发布了《中共中央、国务院关于对《河北雄安新区规划纲要》的批复》、《国务院关于河北雄安新区总体规划(2018—2035年)的批复》、《中共中央国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》等重要文件。今年5月7日,雄安新区征迁安置工作正式启动实施,6月1日,《河北雄安新区启动区控制性详细规划》与《河北雄安新区起步区控制性规划》对外公示,雄安新区的建设正稳步加快推进中。

表 5: 京津冀协同发展及雄安新区建设推进进程

时间	机关	事件
2015.4.30	中共中央政治局	《京津冀协同发展规划纲要》审议通过,成为国家重大战略
2015.9.15	天津市委	《天津市贯彻落实<京津冀协同发展规划纲要>实施方案(2015-2020年)》获通过
2015.12.9	发改委、交通运输部	《京津冀协同发展交通一体化规划》发布
2015.12.30	发改委、环保部	《京津冀协同发展生态环境保护规划》发布
2016.2.15	发改委	《“十三五”时期京津冀国民经济和社会发展规划》印发实施
2016.2.18	最高人民法院	《最高人民法院关于为京津冀协同发展提供司法服务和保障的意见》发布
2016.5.19	水利部	《京津冀协同发展水利专项规划》印发
2016.6.29	工信部、北京市政府、天津市政府、河北省政府	《京津冀产业转移指南》发布
2016.7.22	京津冀三地食药监部门	《深化京津冀食品药品安全区域联动协作机制建设协议》签署
2016.10.24	京津冀三地旅游局(委)	《京津冀旅游协同发展行动计划(2016-2018年)》发布
2016.10.26	京津冀三地民政部门	《京津冀智能化居家养老合作备忘录》签署
2016.10.27	河北省人社厅、北京市人社局	《推动人力资源和社会保障深化合作协议(2017年—2019年)》签署
2016.11.3	京津冀三地人社部门	《专业技术人员职业资格互认协议》签署
2016.11.13	京津冀三地民政部门	《京津冀民政事业协同发展合作框架协议》启动
2016.11.28	发改委	《京津冀城际铁路网规划》发布
2016.12.17	京津冀三地体育局	《深入推进京津冀体育协同发展议定书》签署
2016.12.10	北京市委、河北省委	《全面深化京津冀对口帮扶合作框架协议》签署

2017.4.1	国务院	设立河北雄安新区
2017.6.21	河北省委、省政府	中国共产党河北雄安新区工作委员会、河北雄安新区管理委员会获批设立
2018.4.14	中共中央、国务院	中共中央、国务院关于对《河北雄安新区规划纲要》的批复
2018.12.25	国务院	国务院关于河北雄安新区总体规划（2018—2035年）的批复
2019.1.24	中共中央、国务院	中共中央国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见
2019.5.7	雄安新区党工委	雄安新区征迁安置工作正式启动实施
2019.6.1	雄安新区党工委、管委会	《河北雄安新区启动区控制性详细规划》与《河北雄安新区起步区控制性规划》公示

资料来源：中国雄安官网、国信证券经济研究所整理

雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显、交通便捷通畅、生态环境优良、资源环境承载能力较强，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。

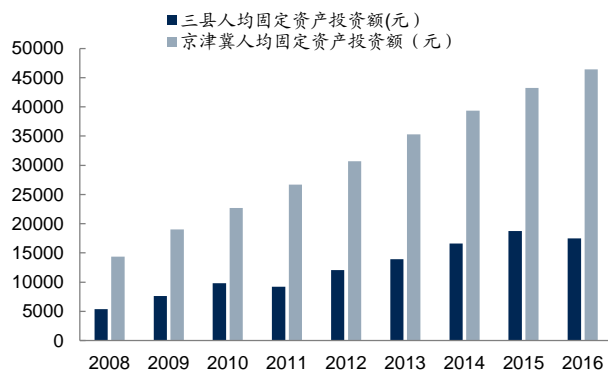
图 60：雄安新区大致区位



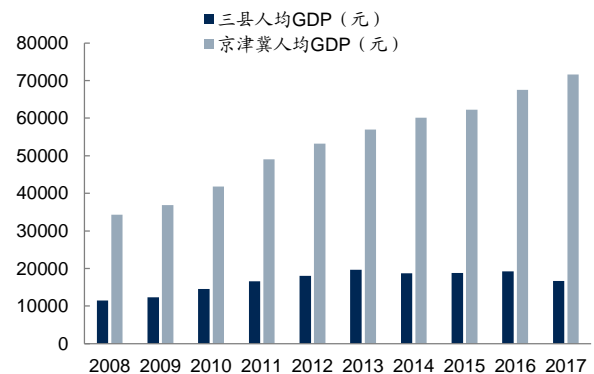
资料来源：新华网、国信证券经济研究所整理

容城、安新、雄县三地人均固定资产投资额和人均 GDP 在过去一直远低于京津冀地区，截至 2016 年，三县人均固定资产投资额为 17504.7 元，京津冀人均达 46395 元；截至 2017 年，三县人均 GDP 为 16646.8 元，京津冀人均 GDP 高达 71645.6 元，未来发展空间巨大。



**图 61: 三县与京津冀地区人均固定资产投资额**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 62: 三县与京津冀地区人均 GDP**


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表 6: 容城、雄县、安新三县城基本情况**

城市	位置	面积 (平方公里)	人口 (万)	2017GDP (亿)	特色
容城	距北京、天津均为 120 公里, 距保定 50 公里	314	27.18	53.12	纺织业、箱包毛绒玩具产业、旅游业
雄县	北距北京 108 公里, 东距天津 100 公里, 西南距保定 70 公里, 南倚白洋淀, 北靠“中国北方购物天堂”——白沟	524	39.60	79.95	温泉之乡、古地道文化之乡、仿古石雕文化之乡、古玩交易、塑料包装产业、压延制革、乳胶制品、电气电缆等
安新	北距首都北京 162 公里, 西距保定市 45 公里, 西南距省会石家庄 187 公里	738.6	39.60	56.09	白洋淀、华北最大鞋业生产基地、羽绒生产基地、废旧有色金属加工业

资料来源: 地方统计局、国信证券经济研究所整理

根据今年 6 月最新公示的《河北雄安新区启动区控制性详细规划》与《河北雄安新区起步区控制性规划》显示, 启动区规划建设用地 26 平方公里, 人口规模按照规划建设区 1 万人/平方公里控制, 地上总建设规模控制在 2860 万平方米, 整体路网密度 12 公里/平方公里, 核心区路网密度 15 公里/平方公里; 起步区规划面积 198 平方公里, 城市建设用地 100 平方公里, 城市地上建设规模 1 亿平方米左右, 路网密度 10-15 公里/平方公里。到 2020 年, 起步区对外骨干交通路网基本建成, 部分能源、水利和内部市政、交通设施开工建设; 启动区基础设施建设全面展开, 部分重点项目和公共服务设施建成运营。到 2022 年, 起步区重大基础设施全面建设, 对外交通骨干路网、防洪骨干工程和部分基础性能源、水利、市政基础设施建成投运; 启动区基础设施基本建成、城区雏形初步显现。

**表 7: 雄安新区启动区和起步区规划情况**

	启动区	起步区
规划面积 (平方公里)	38	198
规划城市建设用地 (平方公里)	26	100
人口规模 (万人/平方公里)	1	
地上总建设规模 (万平)	2860	10000
整体路网密度 (公里/平方公里)	12	10-15
核心区路网密度 (公里/平方公里)	15	
到 2020 年建设目标	基础设施建设全面展开, 部分重点项目和公共服务设施建成运营	对外骨干交通路网基本建成, 部分能源、水利和内部市政、交通设施开工建设
到 2022 年建设目标	基础设施基本建成、城区雏形初步显现	重大基础设施全面建设, 对外交通骨干路网、防洪骨干工程和部分基础性能源、水利、市政基础设施建成投运

资料来源: 雄安新区党工委、管委会、国信证券经济研究所整理

根据《河北雄安新区规划纲要》显示, 高速铁路方面将构建“四纵两横”区域高



**速铁路交通网络:**“四纵”分别为京广高铁、京港台高铁京雄-雄商段、京雄-石雄城际、新区至北京新机场快线,“两横”为津保铁路、津雄城际-京昆高铁忻雄段,实现 20 分钟到北京新机场,30 分钟到北京、天津,60 分钟到石家庄。**高速公路方面将构建“四纵三横”区域高速公路网:**“四纵”为京港澳高速、大广高速、京雄高速(含新机场北线高速支线)、新机场至德州高速,“三横”为荣乌高速新线、津雄高速、津石高速,实现新区 60 分钟到北京、天津,90 分钟到石家庄。目前多个交通项目正持续进行中,区域水泥需求有望得到持续。

**表 8: 2019 年在建及将建交通项目**

项目名称	里程(公里)	投资额(亿元)
<b>高铁</b>		
京港台高铁京雄-雄商段	639	1010.2
石雄城际	161.48	294.4
京雄城际铁路	92.4	335.3
津雄城际-京昆高铁忻雄段	300	
<b>高速</b>		
京雄高速	108	187(北京段)
新机场至德州高速	87	224.51
荣乌高速新线	73	219
津石高速	220	240(京冀界至保石段)

资料来源:地方政府网站、国信证券经济研究所整理

## 地理位置优越, 物业投资稳步向上

公司是北京地区最大的投资性物业持有者与管理者之一,专业化能力、品牌知名度、出租率和收益水平多年保持北京乃至全国业内领先水平。目前公司在北京及天津持有的高档写字楼、商业、产业园区等投资物业面积约 135 万平方米,其中在北京核心区的高档投资性物业约 72 万平方米,包括北京环球贸易中心、金隅大厦、建材经贸大厦等;物业管理面积(包括住宅小区和底商)近 1300 万平方米,包括金隅高新产业园、金隅智造工场等。同时,以八达岭温泉度假村、凤山温泉度假村等为代表的度假休闲产业,已形成较大的产业规模和良好的社会知名度。

公司现有高档物业管理面积超过 100 万平方米,主要分布在北京的长椿街、西直门、安贞桥等地段,地理位置优越;中低档物业管理面积较大,其中住宅小区物业约 360 万平方米,自管宿舍区约 80 万平方米。

**图 63: 公司物业投资及管理知名项目**



北京环球贸易中心



金隅高新产业园

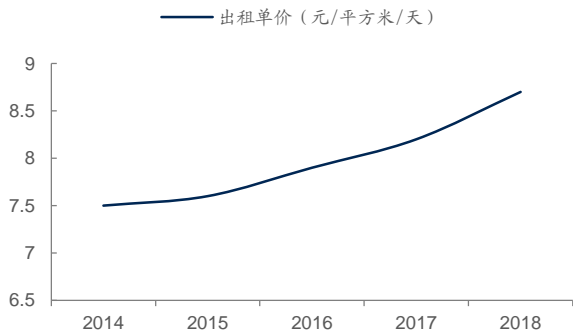


八达岭温泉度假村

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

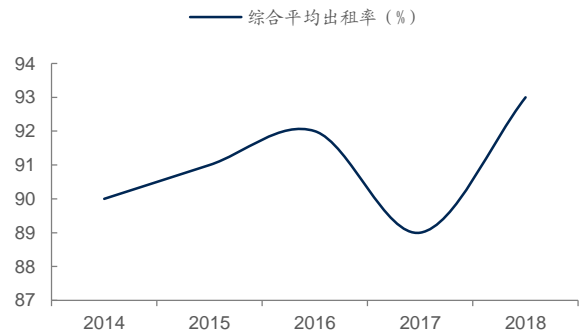
2018年，公司投资物业综合平均出租率88%，综合平均出租单价4.9元/平方米/天；其中在北京核心区域持有的高档投资性物业综合平均出租率93%，同比提高4个百分点，综合平均出租单价8.7元/平方米/天，同比提高0.5元/平方米/天。多年来公司在北京核心区域持有的投资性物业出租单价稳定增长，由2014年7.5元/平方米/天提升至2018年8.7元/平方米/天；综合平均出租率整体提升明显，2018年达到93%的高水平。

图 64: 北京核心区域持有的投资性物业出租单价



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

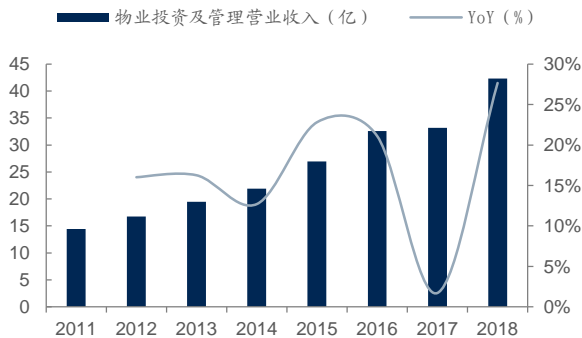
图 65: 北京核心区域持有的投资性物业综合平均出租率



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

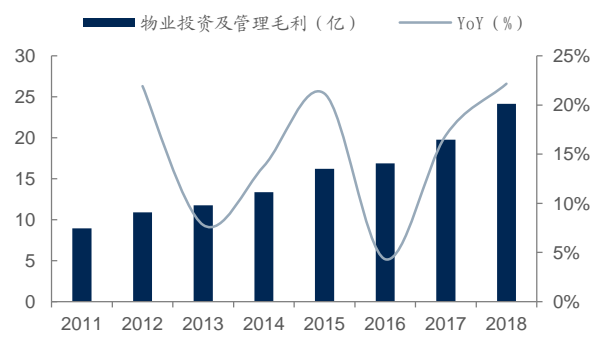
受益于出租和物业收入的平稳增长，2018年物业投资管理板块实现营业收入42.33亿元，同比增长27.65%，毛利实现24.14亿，同比增长22.17%，2011年至近营收和毛利复合增速分别达16.63%和15.25%。板块盈利能力较强，过去整体保持平稳，2018年实现毛利率57.03%。

图 66: 物业投资及管理业务营业收入及其增速



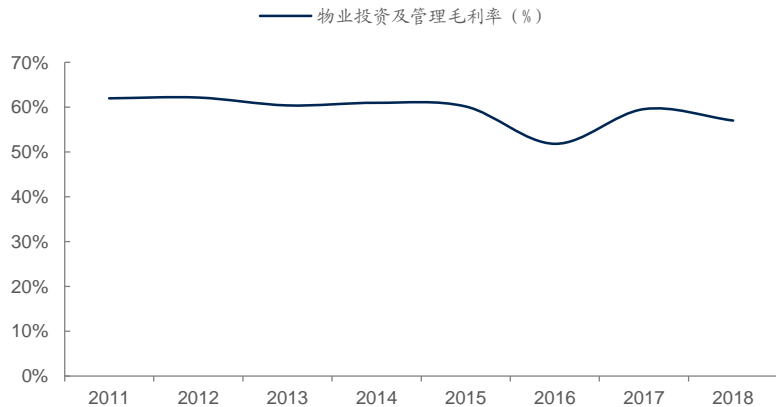
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 67: 物业投资及管理业务毛利及其增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 68: 物业投资及管理业务毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 新型建材实力突出，多面助力城市建设

作为北京环渤海经济圈最大的建筑材料生产企业和建材行业的引领者，也是全国最大的建筑材料生产企业之一，公司拥有家具木业、节能保温材料、装饰装修材料、耐火材料和商贸物流五大重点业务，其中：金隅加气产品产销规模行业排名第三，金隅防火涂料产能及综合实力位列国内三甲，天坛家具是全国家具行业领先企业，星牌优时吉矿棉板单线产能全球第一、规模亚洲最大、中高端销量国内第二。

通过大力实施结构调整和产业升级，公司分别在河北大厂投资建设了金隅现代工业园区、在北京房山规划改造完成窦店循环经济园区，园区化集中生产模式基本形成，金隅国际物流园建设仍在继续推进，产业协同效应逐步显现。

根据北京城市副中心建设需要，公司主动承担城市副中心项目建设所需建筑材料的主供任务。2018年，公司在新型建材与商贸物流业务方面按照“保质、保量、保时”的要求，完成北京城市副中心行政办公区一期工程建材保障供应，得到北京城市副中心建设办公室和参建单位的好评，作为是北京市属唯一从事新型建材制造业的大型国有企业，公司在新型建材和商贸物流方面有望能够继续得到北京市政府的大力支持。此外，公司以其多样化的新型建材产品和优良的产品品质，为北京大兴机场、冬奥会场馆、雄安新区市民服务中心等项目，提供大量绿色、节能、环保建材产品和优质服务。

图 69: 金隅新型建材产品应用于雄安新区市民服务中心建设



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 70: 金隅新型建材产品应用于北京大兴机场建设

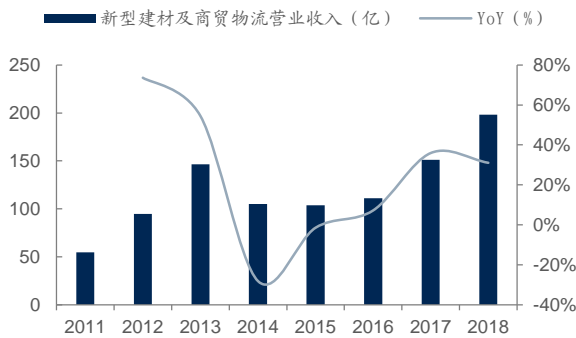


资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

为了实现建材京津冀一体化，同时推动新型建材与商贸物流板块的发展，2018年公司以43亿元收购天津建材55%股权成其控股股东，进一步巩固公司在环渤海经济圈建材行业的引领地位，为地产和建材服务业打开新的增长点。

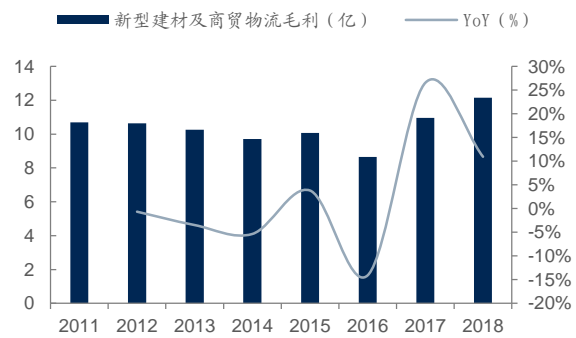
受益于天津建材的并表以及商贸物流业务规模的扩大，2018年板块营业收入实现历史新高198.13亿元，同比大幅增长31.05%，毛利达到12.16亿，同比增长10.95%，毛利率实现6.14%，同比下降1.11个百分点。随着未来节能环保和低碳经济需求的不断增长，以及公司本身在新型建材领域的实力和各业务板块之间的协同效应，未来板块业绩有望进一步提高。

图 71：新型建材与商贸物流业务营业收入及其增速



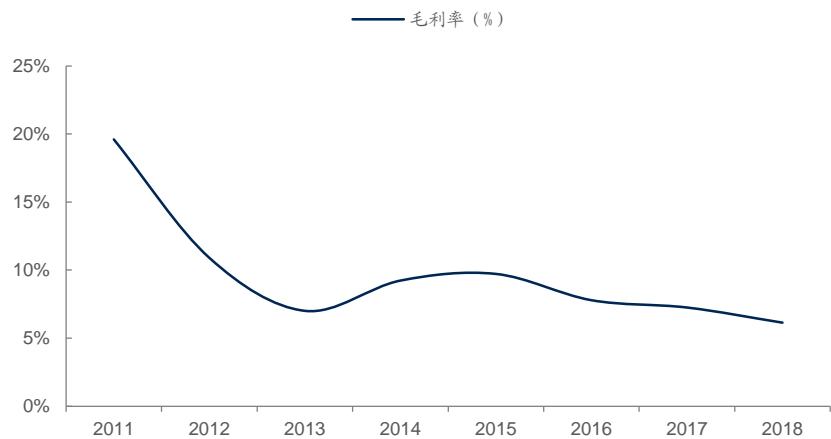
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 72：新型建材与商贸物流业务毛利及其增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 73：新型建材与商贸物流业务毛利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 估值与投资建议

根据公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 对公司各业务线分拆，分别以绝对估值法重估：6.72-7.81 元/股

公司主营业务包括水泥及预拌混凝土业务、房地产开发板块业务、物业投资与管理业务和新型建材及商贸物流业务等四大板块，考虑到公司业务板块较多，且行业属性、特点不一，若采用传统的FCFE和FCFF的绝对估值法恐随着年

限推移，现金流预测将造成较明显的偏差，因此我们根据各板块业务特点，通过对各业务板块资产重估的方式，估算公司的合理价值区间。

### 水泥板块估值

(1) 对于水泥行业，我们采用产能吨市值法对上述估值进行重估：公司目前水泥权益产能约为 4765 万吨/年，目前 A 股上市的主要水泥公司的产能吨市值约为 585.6 元/吨，根据该比例，估算公司水泥资产约合 279 亿元估值；因公司水泥资产已与冀东水泥完成重组，合并为统一经营管理的主体，根据现阶段区域行业情况及冀东水泥的盈利情况，市场给予冀东水泥的产能吨市值相对于行业均值以 0.72 的折扣，若考虑此折扣，公司水泥板块估值约为 200 亿元。

表 9: A 股主要水泥公司产能吨市值估值水平

证券代码	证券简称	最新市值(亿元)	产能吨市值(元/吨)
600585	海螺水泥	2,167	860
600801	华新水泥	364	634
000401	冀东水泥	230	420
600720	祁连山	66	360
000877	天山股份	112	374
000789	万年青	76	539
002233	塔牌集团	135	911
均值			586

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

(2) 通过相对估值进行验证绝对估值的合理性：我们按照 PB 估值法对水泥业务进行估值，参照目前 A 股上市的主要水泥公司，平均 PB 水平为 1.68 倍，根据公司最新账面净资产情况估算，取 1.68 倍 PB，水泥业务应给与市值为 253 亿元，在上述绝对估值 200 亿至 279 亿的估值区间内。

表 10: A 股主要水泥公司 PB 估值水平

证券代码	证券简称	最新价格	PB
600585	海螺水泥	40.79	1.82
600801	华新水泥	18.64	2.21
000401	冀东水泥	16.96	2.06
600720	祁连山	8.50	1.14
000877	天山股份	10.77	1.32
000789	万年青	9.61	1.80
002233	塔牌集团	11.18	1.42
均值			1.68

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

因此我们估算公司目前水泥业务价值为 200-279 亿元，均值为 240 亿元。

### 房地产板块估值

我们采用 NAV 法对公司房地产板块进行估值。公司目前权益土地储备约为 840 万方，假设未来公司商品房成交均价、净利润率水平无明显大波动，销售进度整体保持平稳。按 8-12% 销售净利率，根据目前 A 股房地产上市公司平均股价对 NAV 的 45.5% 折让幅度进行修正，测算可得公司房地产 NAV 约为 208.5-241.96 亿元，均值约为 225 亿元。

检验：根据 WIND 终端 2019 年 6 月 18 日最新数据显示 A 股房地产开发类上市公司 19 年动态 PE 估值为 7.43 倍，在 10% 的净利率假设和 20% 结算收入增长假设下，上述估值对应 2019 年动态 PE 约为 8.4 倍，与现阶段行业均值相近，基本合理。



综合分析，我们估算公司房地产板块估值为 208.5-241.96 亿元，均值约为 225 亿元。

**表 11: A 股主要房地产上市公司估值**

证券代码	证券简称	最新价格	PE	NAV	NAV 相对股价折让
000002	万科 A	27.7	9.3	32.5	14.7%
600048	保利地产	12.8	8.1	29.6	56.7%
600383	金地集团	11.8	6.6	36.0	67.2%
601155	新城控股	39.7	8.5	91.4	56.6%
000042	中洲控股	9.8	14.6	14.4	32.1%
002244	滨江集团	4.1	10.5	7.62	46.1%
	均值		7.43		45.5%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 投资性物业估值

公司在北京及天津持有的高档写字楼、商业、产业园区等投资物业总面积为 135 万平方米，综合平均出租率 88%，综合平均出租单价 4.9 元/平方米/天；其中在北京核心区域持有的高档投资性物业总面积 72 万平方米，综合平均出租率 93%，综合平均出租单价 8.7 元/平方米/天，2018 年贡献收入水平约 42.33 亿元，毛利额 24.14 亿元。按资产收益率法估算公司投资性物业价值约为 253 亿元。公司 2018 年年末公司持有物业账面公允价值为 224 亿元，与上述估值接近。

### 工业用地板块估值

公司的前身是北京市建材工业局，在早期的发展过程中，因工业生产需要，公司通过新政划拨的手段获得了大量的工业用地。目前公司仍有工业用地储备超过 1000 万方，主要分布在北京、天津、河南、河北省，其中在北京的工业用地就有约 550 万方，天津地区亦约有近 500 万方工业用地储备。

将上述工业用地按北京市和天津市工业用地基准地价均价测算，这些土地市值已超过 218 亿元。若工业用地转性作为商住项目进行房地产开发，将有望进一步提升其价值。

**表 12: 北京市基准地价表 (元/平米)**

土地级别	地价类型	工业	商业	办公	居住
一级	平均熟地价	11600	29980	29080	28720
二级	平均熟地价	8330	25350	24780	24520
三级	平均熟地价	5660	20920	20570	20390
四级	平均熟地价	3870	16660	16450	16330
五级	平均熟地价	2670	13020	12890	12810
六级	平均熟地价	1870	10160	10070	10010
七级	平均熟地价	1330	7420	7350	7300
八级	平均熟地价	970	5150	5090	5050
九级	平均熟地价	730	3480	3430	3400
十级	平均熟地价	560	2270	2230	2200
十一级	平均熟地价	440	1430	1400	1380
十二级	平均熟地价	350	900	870	850

资料来源: 北京市国土局、国信证券经济研究所整理

### 盘活工业用地提升公司估值

近几年，在盘活存量工业用地方面，公司也有相应的成功案例，我们下面将按假设开发法估算公司工业用地价值，假设：

- 1、**开发总量和开发进度：**仅考虑北京工业用地储备 550 万方，天津工业用地 8000 亩（约合 533.6 万方），为简化计算，在不扩大总量的基础上，假设公司未来有 1000 万方工业用地转化为自住型商品住房，且分 10 年完成；



- 2、**容积率**：即使不考虑土地集约节约使用，城市核心地段商品住宅项目容积率达到 2 仍在合理范围内，考虑到审慎性原则，我们给予公司土地平均容积率 1.5 的假设；
- 3、**成交均价**：公司 2016-2018 年房地产销售结算均价分别为 15955 元/平方米，16962 元/平方米，21942 元/平方米，现阶段房地产行业调控一直是中央政府工作重点之一，因此我们假设未来房价在现价基础上或有一定的调整空间，虽然过去三年公司结算价格呈现持续上涨态势，出于审慎原则，我们以过去三年公司结算均价作为未来公司工业用地转化为自主性商品房后的销售均价，且未来每年价格上涨 2%（整体保持较为稳定，与 CPI 水平相当）。
- 4、**净利润率水平**：房地产行业多数上市公司净利润率水平落在 11-18%之间，公司房地产开发中承担了部分保障房建设工作，如 2016 和 2018 年公司保障房结算面积约占公司房地产结算面积的 10%，因此我们出于审慎原则，假设公司工业用地转化后获得的净利率水平约为 12%（公司工业用地均为早期行政划拨获得，成本极低，且目前物业形态主要以工业厂房、仓库、工业办公楼等为主，拆迁并不困难；因此，公司土地转性后开发实际净利润率水平应该比公司目前普通商品住宅开发的净利润率水平要高几个百分点，但考虑到估值的审慎原则，以及转化过程中公司或将继续承担部分保障性住房的建设工作，从而拉低项目整体盈利水平，我们依旧以 12%作为公司工业用地转化为自住型商品住房开发的净利润率水平假设）。

综上，我们测算得公司工业用地转化为自住型商品住房开发可贡献净现值约为 233 亿元。

**表 13：工业用地转化为自住型商品住房的估值测算**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
转换土地面积（万方）	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
可售房屋面积（万方）	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
销售价格（元/平方米）	18652	19025	19406	19794	20190	20593	21005	21425	21854	22291
收入（亿元）	280	285	291	297	303	309	315	321	328	334
净利润（亿元）	34	34	35	36	36	37	38	39	39	40
净现值	31	29	27	25	24	22	21	19	18	17
<b>总计（亿元）</b>	<b>233</b>									
<b>股本（亿股）</b>	<b>106.8</b>									
<b>每股价值提升（元/股）</b>	<b>2.18</b>									

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 敏感性分析

针对上述测算过程，因价格和容积率假设已经十分保守，我们将对工业用地转化总量、最终转化完成实现年限以及净利润率水平进行敏感性分析，结果如下：

**表 14：工业用地估值关于净利润率、转换年限假设的敏感性分析**

		净利润率						
		8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
<b>转化年限</b>	8	194	218	242	267	291	315	339
	10	155	174	194	213	<b>233</b>	252	271
	12	129	145	162	178	194	210	226
	14	111	125	138	152	166	180	194
	16	97	109	121	133	145	158	170

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**表 15: 工业用地估值关于转化总量、转换年限假设的敏感性分析**

		转化总量				
		500	600	700	800	900
转化年限	8	145	174	204	233	262
	9	129	155	181	207	233
	10	116	140	163	186	209
	11	106	127	148	169	190
	12	97	116	136	155	174

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

公司业务还涉及新型建材板块和物流等其他板块, 鉴于目前公司该板块基本处于盈亏平衡状态, 出于审慎原则, 暂不给该业务估值。

综合上述测算结果, 若不考虑公司 1000 万方工业用地价值, 公司资产重估价值可得 717 亿元, 公司总股本 106.72 亿股, 对应股价 6.72 元/股, 相对于当前公司股价约有 86% 的溢价空间; 若考虑公司持有的 1000 万方工业用地价值(考虑到开发节奏不可控, 仅考虑一半估值), 公司合理估值约在 826 亿元至 834 亿元之间, 对应股价为 7.74 元/股~7.81 元/股, 相对于当前公司股价约有 115% 左右的溢价空间。

**表 16: 估值汇总表**

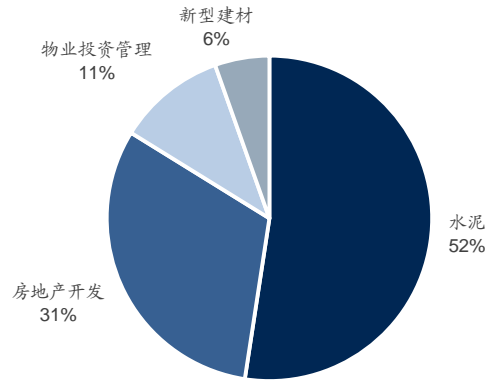
业务板块	估值方法	最终估值结果(亿元)	验证
房地产	NAV 估值法	225	估值对应 2019 年该业务动态 PE 约为 8.4 倍
水泥	吨市值估值法	240	用产能市值法估算公司水泥产能对应估值应为 200-279 亿元 用 PB 法验证, 估算对应价值为 253 亿元
物业投资	资产收益率法	253	2018 年年报公司持有物业账面公允价值为 223.9 亿元
新型建材和贸易	暂不估值		
工业用地	基准地价评估	218	参照北京、天津最新基准地价标准
	假设开发	233	
公司合理估值(不包含工业用地估值)		717	相对于当前公司股价有 97% 的上涨空间
公司合理估值(包含工业用地估值)		826-834	相对于当前公司股价约有 126% 的上涨空间

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**对公司各业务线汇总利润规模，以相对估值法估算：3.05-3.16 元**

在公司的四大业务板块中，水泥和房地产开发业务为盈利核心组成部分。根据 2018 年年报数据，公司水泥板块和房地产开发板块的毛利占比分别达到 52% 和 31%，合计占比超过 80%。

**图 74：公司 2018 年毛利分业务板块构成**



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

若从水泥行业角度进行衡量，根据 WIND 一致预测显示，当前水泥板块龙头企业 2019 年动态 PE 均值约为 7.53 倍；若从房地产行业角度衡量，根据 WIND 一致预测显示，当前房地产板块龙头企业 2019 年动态 PE 为 7.43 倍。

从相对估值角度出发，我们取市场对金隅股份 2019 年度 EPS 一致预测 0.41 元为基数，参照现阶段水泥和房地产行业平均动态 PE 区间 7.43-7.53 倍，测算公司现阶段各业务线汇总净利润规模的合理相对估值区间为 3.05 元/股~3.09 元/股。

我们认为公司绝对估值与相对估值差异较大与公司资产周转率有关，若公司提高现有资产的周转水平，加速存量资产盘活，有望获得更高的盈利规模。

**表 17：水泥板块同类公司估值比较**

证券代码	证券简称	收盘价 (6月18日)	市值(亿)	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601992.SH	金隅集团	3.61	385.26	0.3100	0.41	0.43	11.65	8.90	8.41
<b>水泥行业同类公司：</b>									
600585.SH	海螺水泥	40.76	2167.21	5.6300	6.00	6.09	7.24	6.80	6.70
600801.SH	华新水泥	18.82	363.64	3.4600	2.75	2.88	5.44	6.85	6.54
000401.SZ	冀东水泥	17.10	230.43	1.1010	1.91	2.19	15.53	8.95	7.79
002233.SZ	塔牌集团	11.29	134.61	1.4457	1.79	2.03	7.81	6.31	5.56
000877.SZ	天山股份	10.68	112.00	1.1835	1.50	1.60	9.02	7.14	6.66
600720.SH	祁连山	8.48	65.83	0.8435	1.10	1.23	10.05	7.71	6.90
600449.SH	宁夏建材	8.30	39.69	0.8956	0.93	1.02	9.27	8.95	8.15
<b>均值</b>							<b>9.18</b>	<b>7.53</b>	<b>6.90</b>

资料来源：WIND 一致预期、国信证券经济研究所整理

**表 18: 房地产板块同类公司估值比较**

证券代码	证券简称	收盘价 (6月18日)	市值(亿)	EPS(元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601992.SH	金隅集团	3.61	350.23	0.3100	0.41	0.43	11.65	8.90	8.41
<b>房地产行业同类公司:</b>									
000002	万科 A	27.70	3098.37	3.0600	3.63	4.28	9.05	7.64	6.48
600048	保利地产	12.80	1522.56	1.5900	1.95	2.37	8.05	6.55	5.41
600383	金地集团	11.81	533.17	1.7900	2.15	2.53	6.60	5.49	4.67
601155	新城控股	39.72	896.37	4.6600	6.04	7.76	8.52	6.58	5.12
000042	中洲控股	9.80	65.15	0.6719	0.93	1.20	14.59	10.51	8.15
002244	滨江集团	4.11	127.88	0.3900	0.53	0.65	10.54	7.83	6.35
<b>均值</b>								7.43	6.03

资料来源: WIND 一致预期、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: 资产优, 估值低, 重估潜力大, 给予“买入”评级

综合分析, 我们认为公司资产质地优, 未来重估潜力大, 通过绝对估值和相对估值方法, 测算可得公司合理估值区间为 3.05 元/股-7.81 元/股之间, 估值下限较低与公司资产周转效率有关。公司现阶段坐拥优质资产, 若未来周转效率能进一步提升, 将有望提升上述估值的估值下限。公司目前股价水平处于上述估值区间较低位置, 估值低廉, 给予“买入”评级, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.42/0.46/0.51 元/股, 对应 PE 为 8.6/7.8/7.0x。

## 风险提示:

- (1) 宏观经济失速;
- (2) 房地产调控超预期;
- (3) 区域建设低于预期;
- (4) 资产持续保持较低周转水平。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	18774	20081	20699	21734	营业收入	83117	89733	98347	107002
应收款项	28553	32367	37248	42552	营业成本	60721	65325	71793	78111
存货净额	114913	123388	137341	151367	营业税金及附加	3151	3392	3723	4048
其他流动资产	5883	6869	7245	8037	销售费用	2916	3141	3442	3745
<b>流动资产合计</b>	<b>169158</b>	<b>183740</b>	<b>203568</b>	<b>224724</b>	管理费用	7155	7819	8512	9196
固定资产	47622	45629	43856	42365	财务费用	3047	3694	3811	4010
无形资产及其他	16692	16024	15356	14689	投资收益	629	650	680	700
投资性房地产	31767	31767	31767	31767	资产减值及公允价值变动	(351)	200	250	300
长期股权投资	3037	3438	4070	4587	其他收入	165	170	195	220
<b>资产总计</b>	<b>268276</b>	<b>280598</b>	<b>298618</b>	<b>318132</b>	营业利润	6569	7381	8190	9112
短期借款及交易性金融负债	58424	58424	67802	74360	营业外净收支	(124)	152	152	152
应付款项	20438	22163	24914	27730	<b>利润总额</b>	<b>6445</b>	<b>7534</b>	<b>8342</b>	<b>9264</b>
其他流动负债	50340	59277	62166	69503	所得税费用	2163	1883	2085	2316
<b>流动负债合计</b>	<b>129202</b>	<b>139864</b>	<b>154882</b>	<b>171593</b>	少数股东损益	1021	1193	1322	1468
长期借款及应付债券	50737	50737	50737	50737	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3260</b>	<b>4457</b>	<b>4935</b>	<b>5480</b>
其他长期负债	9122	8105	8143	7653					
<b>长期负债合计</b>	<b>59859</b>	<b>58842</b>	<b>58880</b>	<b>58390</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>189062</b>	<b>198706</b>	<b>213761</b>	<b>229983</b>	净利润	3260	4457	4935	5480
少数股东权益	21549	21775	22026	22304	资产减值准备	671	12	(44)	(43)
股东权益	57665	60117	62831	65845	折旧摊销	4230	5425	5696	5909
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>268276</b>	<b>280598</b>	<b>298618</b>	<b>318132</b>	公允价值变动损失	351	(200)	(250)	(300)
					财务费用	3047	3694	3811	4010
					营运资本变动	(20794)	(3618)	(13577)	(10502)
					其它	(1874)	214	294	322
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(14156)</b>	<b>6289</b>	<b>(2945)</b>	<b>866</b>
					资本开支	(2775)	(2576)	(2962)	(3406)
					其它投资现金流	(988)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(4625)</b>	<b>(2977)</b>	<b>(3594)</b>	<b>(3923)</b>
					权益性融资	953	0	0	0
					负债净变化	4835	0	0	0
					支付股利、利息	(7103)	(2006)	(2221)	(2466)
					其它融资现金流	23235	0	9378	6558
					<b>融资活动现金流</b>	<b>19651</b>	<b>(2006)</b>	<b>7157</b>	<b>4092</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>871</b>	<b>1307</b>	<b>618</b>	<b>1035</b>
					货币资金的期初余额	17904	18774	20081	20699
					货币资金的期末余额	18774	20081	20699	21734
					企业自由现金流	(13245)	6772	(2686)	927
					权益自由现金流	14825	4002	3833	4478

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.31	0.42	0.46	0.51
每股红利	0.67	0.19	0.21	0.23
每股净资产	5.40	5.63	5.88	6.17
ROIC	4%	4%	5%	5%
ROE	6%	7%	8%	8%
毛利率	27%	27%	27%	27%
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	16%	17%	17%	17%
收入增长	31%	8%	10%	9%
净利润增长率	15%	37%	11%	11%
资产负债率	79%	79%	79%	79%
息率	18.4%	5.2%	5.8%	6.4%
P/E	11.8	8.6	7.8	7.0
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	17.0	15.3	15.2	15.1

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