

金隅股份 [2009.HK]

正式公布与冀东重组的细节;维持买入评级

金隅股份宣布, 将收购冀东发展55%的股份, 代价为52.25亿元人民币。基于简化的分类加总估值法, 我们认为该收购价格合理。该交易将进一步加强京津冀水泥定价的自律, 因为在金隅股份和冀东重组后, 它们将合共控制当地的57%产能。由于暂时未有合并备考财务报表可供参考, 我们的盈利预测维持不变。我们重申**买入**评级, 基于分类加总估值法所得的目标价为3.58港元(2016年市净率为0.82倍, 2016年市盈率为11.4倍, 已就红股作出调整), 当中已包括冀东发展的应占资产值。

投资亮点

- 该交易的结构:** 金隅股份将以现金形式向冀东发展注资47.5亿元人民币。此外, 金隅股份将收购冀东发展10%现有股份, 代价为4.75亿元人民币。因此, 金隅股份将共斥资52.25亿元人民币来取得冀东发展扩大后股本的55%, 而唐山国资委将持有余下股份。该交易须获股东于股东特别大会批准。
- 若考虑到控股公司的折让, 该交易的估值合理。** 在重组后, 冀东发展主要的资产包括47.5亿元人民币现金(由北京金隅注入)+ 10.23亿元人民币现金+冀东水泥(000401.CH)的30%股份和*ST冀装(000856.CH)的41.52%股份(将减少到30%)。基于简化的分类加总估值法, 冀东发展100%股权的公平值为112.8亿元人民币。因此, 金隅股份支付的代价较公平值折让16%。但是, 如果我们假设上市资产中的控股公司折让为30%, 则金隅股份支付代价的折让接近零。
- 更佳协调的执行是关键。** 在交易之前, 金隅股份和冀东水泥分别控制京津冀地区水泥产能的28.88%和28.08%。在重组完成后, 两家公司控制的市场份额将达到56.96%。目前, 我们预计金隅股份的综合平均售价(水泥和熟料)将从2015年的178元人民币每吨下降到2016年的172元人民币每吨, 因为2016年第一季的基数十分低。如果协调改善使均价较我们预期高10元人民币每吨, 则我们的2016年每股盈利预测将有11%的上行空间(未考虑来自冀东水泥的贡献)。
- 风险:** 冀东水泥在2015年录得亏损17亿元人民币。这方面的风险应是可控的, 因为金隅股份应占的利润/亏损比例仅为16.5%(55%×30%), 但公司自身的水泥业务将可完全受益于水泥定价的自律。

截至12月31日止年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
收入(百万元人民币)	43,204	39,452	38,747	43,025	47,092
经常性净利润(百万元人民币)	2,954	1,942	1,873	2,922	3,247
净利润率(%)	6.8	4.9	4.8	6.8	6.9
每股经常性收盈(人民币元)	0.34	0.20	0.18	0.27	0.30
百分比变动	38	(41)	(14)	56	11
市盈率(倍)	5.5	9.4	11.4	7.7	7.2
市净率(倍)	0.78	0.65	0.56	0.55	0.52

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: 2.46港元 (2016年5月31日)

目标价: 3.58港元 (+45.5%)

股价表现



来源: 彭博

市值	57.99亿美元
发行在外股数	106.78亿股
核数师	Ernst & Young
自由流通量	48.26%
52周交易区间	1.905-4.395港元
三个月日均成交量	910万美
主要股东	北京金隅集团(44.9%)

来源: 公司, 彭博

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

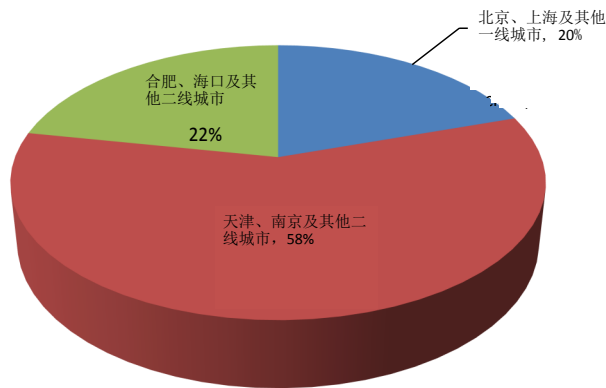
cmwong@chinastock.com.hk

吕宇—研究助理

(852) 3698 6393

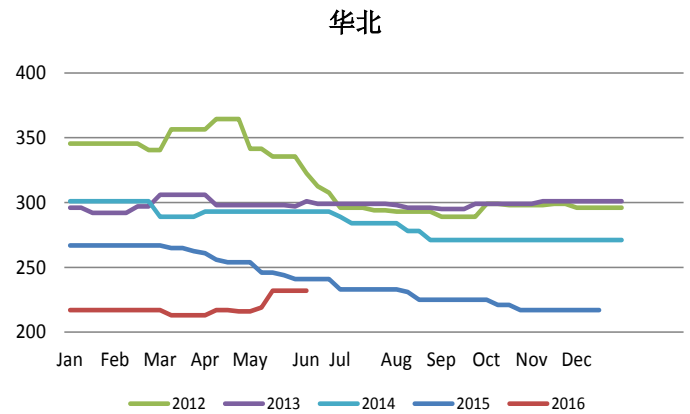
livylyu@chinastock.com.hk

图1: 金隅股份土地储备的区域分布 (2015年年底)



来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图2: 华北水泥价格 (人民币每吨)



来源: 数字水泥, 中国银河国际证券研究部

图3: 分类加总估值法

	百万元人民币	备注
水泥及其他建材	15,537	0.8 倍市净率
投资物业	16,893	30% 估值折让; 资本化率为7%
房地产开发	31,976	30% 估值折让
净负债	(32,389)	
少数股东权益	(4,044)	
冀东水泥的主要资产		
现金	5,773	
冀东水泥 (000401.CH) 的30%股权	3,087	30% 控股公司折让
*ST冀装 (000856.CH) 的41.52%股权 (将会减持至30%)	767	30% 控股公司折让
总额	9,627	
金隅水泥持有的55%	5,295	
股本	33,268	
目标价 (港元)	3.58	

来源: 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

安徽海澜 (914, HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

	2014		2015		2016E		2013	2014	2015	2016E	2017E	
	1H	2H	1H	2H	1H	2H						
截至12月底止年度												
收入	19,819,694	19,632,371	17,050,142	21,696,757	19,449,350	23,575,493	43,203,573	39,452,065	38,746,899	43,024,843	47,091,699	
销货成本	(15,481,691)	(15,791,129)	(13,107,106)	(17,418,935)	(15,504,431)	(18,245,153)	(34,799,884)	(31,272,820)	(30,526,041)	(33,749,583)	(37,155,219)	
毛利润	4,338,003	3,841,241	3,943,036	4,277,822	3,944,919	5,330,340	8,403,690	8,179,244	8,220,858	9,275,259	9,936,480	
运营开支	(2,140,412)	(2,267,761)	(2,169,871)	(2,350,098)	(2,236,675)	(2,322,186)	(4,377,555)	(4,408,173)	(4,519,969)	(4,558,861)	(4,786,115)	
运营利润	2,197,591	1,573,481	1,773,165	1,927,724	1,708,244	3,008,154	4,026,135	3,771,071	3,700,889	4,716,398	5,150,365	
其他收入及收益	296,382	415,257	213,541	454,720	202,273	412,571	662,209	711,639	668,260	614,844	579,150	
EBIT	2,493,973	1,988,737	1,986,706	2,382,444	1,910,517	3,420,725	4,688,344	4,482,710	4,369,150	5,331,243	5,729,515	
净融资成本	(593,340)	(616,097)	(684,185)	(651,361)	(676,583)	(676,583)	(1,017,497)	(1,209,437)	(1,335,546)	(1,353,166)	(1,329,845)	
来自联营公司及合营之利润	1,781	(30,231)	(12,637)	(5,057)	(10,000)	(5,000)	(34,334)	(28,450)	(17,694)	(15,000)	4,000	
非经常性项目	184,248	374,274	234,813	(68,068)	-	-	357,240	558,522	166,745	-	-	
税前收入	2,086,662	1,716,683	1,524,697	1,657,957	1,223,934	2,739,142	3,993,753	3,803,345	3,182,654	3,963,077	4,403,670	
收入所得税	(569,862)	(524,511)	(503,095)	(728,492)	(330,462)	(766,960)	(750,566)	(1,094,373)	(1,231,587)	(1,097,422)	(1,188,991)	
少数股东权益	(136,151)	(150,099)	26,142	40,244	26,804	29,583	(27,974)	(286,250)	66,386	56,387	32,147	
收入净额	1,380,649	1,042,073	1,047,743	969,710	920,276	2,001,765	3,215,213	2,422,722	2,017,453	2,922,041	3,246,826	
经常性收入净额	1,180,300	761,367	852,300	1,020,761	920,276	2,001,765	2,953,706	1,941,667	1,873,061	2,922,041	3,246,826	
每股收益(人民币)	0.289	0.218	0.219	0.182	0.172	0.375	0.751	0.506	0.378	0.547	0.608	
经常性每股收益(人民币)	0.247	0.159	0.178	0.191	0.172	0.375	0.690	0.406	0.351	0.547	0.608	
每股派息(港元)	-	0.064	-	0.036	-	0.063	0.098	0.064	0.036	0.063	0.067	
折旧及摊销	606,028	607,618	656,066	739,819	706,376	796,551	1,100,637	1,213,646	1,395,886	1,502,927	1,604,141	
EBITDA	3,100,001	2,596,355	2,642,772	3,122,263	2,616,893	4,217,277	5,788,981	5,696,356	5,765,035	6,834,170	7,333,655	
水泥及熟料平均售价(人民币元/吨)	219	210	192	167	157	185	234	214	178	172	179	
水泥及熟料平均销量(千吨)	18,350	22,200	17,100	22,160	20,236	23,581	38,900	40,550	39,260	43,817	46,868	
每吨毛利润(人民币元)	35	31	21	15	5	37	42	33	18	23	28	
预售总面积(千平方米)	782	715	398	865	687	840	1,177	1,497	1,263	1,527	1,713	
收入明细: #												
水泥	5,790,500	6,931,500	5,144,100	5,684,600	4,904,278	6,537,162	13,122,000	12,722,000	10,828,700	11,441,440	12,573,362	
现代建材	5,807,000	4,716,000	5,125,000	5,246,700	4,809,330	5,243,790	14,644,500	10,523,000	10,371,700	10,053,120	10,586,967	
房地产投资	1,103,700	1,088,700	1,264,000	1,428,400	1,380,618	1,572,411	1,945,000	2,192,400	2,692,400	2,953,029	3,114,157	
房地产开发	7,937,900	7,598,700	6,493,900	10,427,500	9,378,774	11,462,946	14,953,000	15,536,600	16,921,400	20,841,719	23,295,723	
增长率:												
收入	1%	-17%	-14%	11%	14%	9%	33%	-9%	-2%	11%	9%	
EBIT	34%	-30%	-20%	20%	-4%	44%	21%	-4%	-3%	22%	7%	
EBITDA	30%	-24%	-15%	20%	-1%	35%	19%	-2%	1%	19%	7%	
核心净收入	12%	-60%	-28%	34%	8%	96%	38%	-34%	-4%	56%	11%	
经常性每股收益	0%	-64%	-28%	20%	-3%	96%	38%	-41%	-14%	56%	11%	
利润率及财务比率:												
毛利润率	21.9%	19.6%	23.1%	19.7%	20.3%	22.6%	19.5%	20.7%	21.2%	21.6%	21.1%	
净利润率	6.6%	4.6%	4.8%	4.5%	4.6%	8.4%	6.9%	5.6%	4.7%	6.7%	6.8%	
EBIT利润率	11.1%	8.0%	10.4%	8.9%	8.8%	12.8%	9.3%	9.6%	9.6%	11.0%	10.9%	
EBITDA利润率	15.6%	13.2%	15.5%	14.4%	13.5%	17.9%	13.4%	14.4%	14.9%	15.9%	15.6%	
有效税率	27%	31%	33%	44%	27%	28%	19%	29%	39%	28%	27%	

由于披露形式变动, 商业统计及自2012年以来的数据

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

主要财务数据

安豐海關(914, HK)
 资产负债表
 (千元人民币, 每股数据除外)

12月31日	2013	2014	2015	2016E	2017E
存货	37,602,014	48,853,159	54,007,187	60,000,000	65,000,000
贸易应收款项	5,337,443	5,785,423	7,387,536	8,600,000	10,000,000
应收票据	1,373,660	2,651,028	2,197,924	2,300,000	2,400,000
其他	7,248,598	6,749,024	7,373,104	7,424,233	7,449,233
银行结余及现金	8,595,510	10,980,172	18,369,881	13,100,526	11,845,209
流动资产	60,157,225	75,018,806	89,335,633	91,424,759	96,694,442
物业、厂房及设备净额	18,633,539	18,856,086	19,390,359	20,030,474	20,226,333
预付土地租赁款	-	-	-	-	-
其他	20,048,785	21,810,079	22,020,713	23,188,016	24,117,470
非流动资产总额	38,682,323	40,666,165	41,411,072	43,218,490	44,343,803
总资产	98,839,549	115,684,971	130,746,704	134,643,249	141,038,245
贸易应付款项	9,022,805	9,534,764	9,062,191	9,500,000	9,800,000
其他应付款项	3,154,941	3,696,216	3,626,299	3,700,000	3,800,000
银行贷款及其他借款	13,516,500	11,635,636	16,805,996	17,000,000	18,000,000
其他	26,365,726	34,647,039	35,692,087	39,198,268	41,303,268
流动负债总额	52,059,971	59,513,656	65,186,574	69,398,268	72,903,268
银行贷款及其他借款	6,879,920	6,779,500	6,888,600	4,000,000	4,000,000
其他	9,874,344	13,144,427	16,489,656	16,489,656	16,489,656
非流动负债总额	16,754,264	19,923,927	23,378,256	20,489,656	20,489,656
负债总额	68,814,236	79,437,583	88,564,830	89,887,924	93,392,924
股东权益	26,280,140	31,107,268	38,082,973	40,712,810	43,634,953
少数股东权益	3,745,173	5,140,120	4,098,901	4,042,514	4,010,368

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

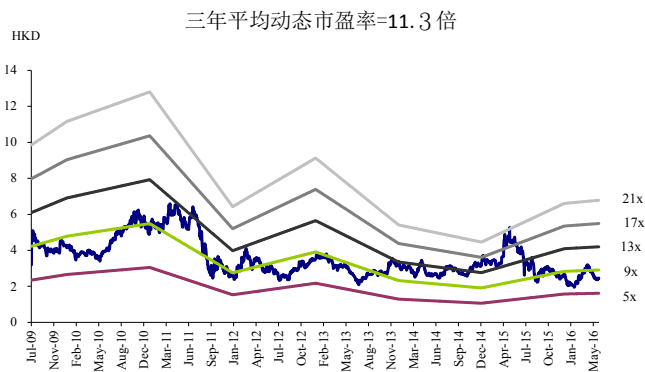
现金流量表

截至12月底止年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
税前利润	3,993,753	3,803,345	3,182,654	3,963,077	4,403,670
折旧及摊销	1,169,655	1,291,784	1,395,886	1,502,927	1,604,141
营运资金变动	(3,791,176)	(7,521,294)	(8,477,792)	(6,886,503)	(6,200,000)
其他/调整	(1,932,069)	(1,201,652)	(846,452)	1,133,220	256,555
营运现金流净额	(559,837)	(3,627,817)	(4,745,703)	(287,280)	64,366
资本开支	(3,437,698)	(3,473,151)	(680,623)	(2,000,000)	(2,000,000)
其他	(280,583)	(127,391)	1,169,447	-	-
投资现金流	(3,718,281)	(3,600,542)	488,824	(2,000,000)	(2,000,000)
负债变动	4,253,226	(1,970,954)	5,279,212	(2,689,871)	1,005,000
股息	(668,263)	(478,464)	(320,333)	(292,204)	(324,683)
其他	3,002,653	26,774,080	3,591,993	-	-
净融资成本	6,587,616	24,324,662	8,550,872	(2,982,075)	680,317
现金增加/减少	2,689,412	2,384,661	7,389,709	(5,269,354)	(1,255,317)
现金净额/(负债净额)	(21,106,510)	(23,104,876)	(23,324,716)	(27,899,474)	(30,154,791)

财务比率

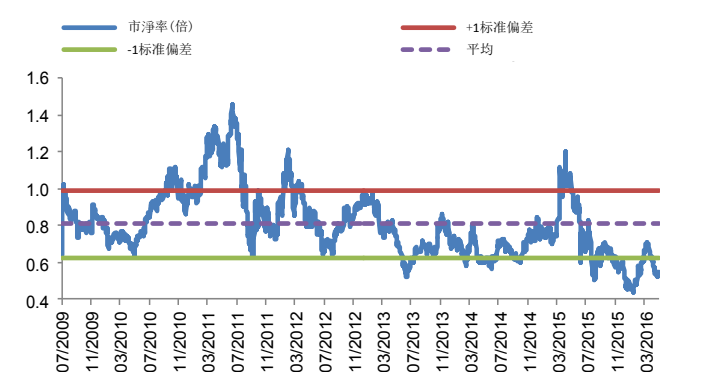
	2013	2014	2015	2016E	2017E
估值					
市盈率(倍)	5.5	9.4	11.4	7.7	7.2
每股收益增长(%)	38	41	14	56	11
收益率(%)	5.1	3.3	1.8	1.5	1.5
市盈增长率(倍)	0.14	-0.23	-0.84	0.14	0.65
EV/EBITDA(倍)	8.6	8.7	8.6	7.3	6.8
市净率(倍)	0.78	0.65	0.56	0.55	0.52
经营性					
收入增长(%)	33	9	2	11	9
毛利率(%)	19.5	20.7	21.2	21.6	21.1
净利润率(%)	6.9	5.6	4.7	6.7	6.8
应收账款周转天数	41	51	62	68	72
应付账款周转天数	84	108	111	100	95
存货周转天数	367	505	615	616	614
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
资产/净资产(倍)	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0
净负债/净资产(%)	70	64	55	62	63
EBITDA利息覆盖倍数	5.7	4.7	4.3	5.1	5.5
核心净资产收益率(%)	12.0	6.8	5.4	7.4	7.7

图4:金隅股份的市盈率区间



来源: 中国银河国际证券研究部

图5:金隅股份的市净率区间



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)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

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)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888