

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	2.42
总股本/流通股本(亿股)	106.78 / 83.34
总市值/流通市值(亿元)	258 / 202
52周内最高/最低价	2.86 / 2.33
资产负债率(%)	66.3%
市盈率	22.00
第一大股东	北京国有资本运营管理有限公司
持股比例(%)	44.9%

研究所

分析师: 丁士涛  
SAC 登记编号: S1340522090005  
Email: dingshitao@cnpsec.com  
研究助理: 刘依然  
SAC 登记编号: S1340122090020  
Email: liuyiran@cnpsec.com

金隅集团(601992)

水泥+房地产双主业，低估值优质资产

● 京津冀建材整合引领者，业绩底部修复在即

公司主营业务分为新型绿色建材与地产开发运营两条主线，主要包括水泥及预拌混凝土、房地产开发、物业投资与管理业务和新型建材及商贸物流业务等。2022年及2023Q1，公司实现营业收入1028.22/234.80亿元，同比-16.83%/+1.72%；归母净利润12.13/-3.32亿元，同比下降58.65%/220.30%。公司业绩承压与房地产业务规模收缩，结转和销售面积下滑；水泥价格持续走低，成本端煤炭价格大幅上涨导致水泥吨盈利承压有关。当前来看，随着疫后经济复苏、重大项目开复工提速，提振水泥等建材产品需求；叠加房地产销售端回暖趋势逐渐显现，一二线城市房地产市场率先改善；公司业绩或已走过底部，后续盈利有望修复。

● 华北区域水泥龙头，供需格局改善推动吨毛利修复

截至2022年末，公司具备熟料年产能1.05亿吨、水泥年产能1.78亿吨，居全国水泥企业产能第三位；公司在京津冀地区的水泥熟料年产能约为5205万吨，占京津冀水泥企业总产能的比例约为53.3%。高市占率和品牌知名度以及国资控股背景使得公司在重点项目的订单获取上具备较强的竞争力。2022年，公司水泥及熟料吨售价为339.9元/吨，同比提高19.6(+6.1%)元/吨；吨成本为272.1元/吨，同比提高36.9(+15.7%)元/吨；吨毛利为67.8元/吨，同比下降17.3(-20.3%)元/吨。2023年来看，我们认为随着重大工程项目建设提速以及房地产端降幅边际收敛，华北地区水泥需求将获得支撑。2023Q2起，依托北方地区水泥行业较好的共识自律意识，冀中南等多地水泥企业启动非采暖季错峰生产以消化库存，有望推动华北地区水泥价格修复。成本端来看，2023Q1秦皇岛动力煤(山西优混Q>5500)平仓均价环比下降20.1%；水泥价格有望修复与成本端压力缓解将共同促进水泥吨毛利改善。

● 聚焦高能级城市，房地产业务稳健发展

2020-2022年，公司拿地金额分别为当期签约销售金额的0.29倍、0.59倍和0.36倍；2022年全年新增土地储备规划容积率面积24.3万平方米。截至2022年末，公司权益口径土地储备面积合计660.94万平方米，为公司2022年签约销售面积的7.21倍、结转面积的5.31倍。公司在建项目方面，2023-2025年，公司预计完工项目建筑面积分别为43.87/241.99/152.06万平方米，占2022年签约销售面积的0.48倍、2.64倍和1.66倍；且在建项目主要分布于北京、上海、杭州、南京、重庆、天津等高能级城市，为公司房地产业务发展提供较强的支撑。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为13.58/17.45/22.18亿元，EPS分别为0.13/0.16/0.21元。公司股息率与股利支付率已达到近年高点，核心资产质优低估；首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行，基建、房地产投资增速大幅下降风险；房地产政策端放松力度不及预期；燃料价格大幅上涨风险；水泥供给端整合优化不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	102822	115385	123577	129743
增长率(%)	-16.83	12.22	7.10	4.99
EBITDA(百万元)	8711.69	10119.16	11648.59	12823.79
归属母公司净利润(百万元)	1212.67	1357.73	1745.17	2218.21
增长率(%)	-58.65	11.96	28.54	27.11
EPS(元/股)	0.11	0.13	0.16	0.21
市盈率(P/E)	21.31	19.03	14.81	11.65
市净率(P/B)	0.41	0.44	0.43	0.42
EV/EBITDA	12.96	11.49	9.72	8.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 京津冀建材整合引领者，业绩底部修复在即 .....	7
1.1 国资控股，实力雄厚 .....	7
1.2 “大建材”+“大房地产”，纵向一体化协同发展 .....	8
1.3 业绩底部或已显现，盈利逐步修复可期 .....	11
2 华北区域水泥龙头，供需格局改善推动吨毛利修复 .....	13
2.1 工程开复工加速，提振区域水泥需求 .....	13
2.2 供给整合持续优化，支撑水泥价格中枢上移 .....	15
3 房地产业务稳健发展，高能级土地储备丰厚 .....	19
3.1 聚焦高能级城市，2022 年销售签约单价大幅增长 .....	19
3.2 投资性物业区位优势显著，租金和出租率保持高位 .....	26
4 盈利预测与投资建议 .....	28
4.1 公司分业务盈利预测 .....	28
4.2 可比公司估值与投资建议 .....	30
5 风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	7
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023/03/31) .....	8
图表 3: 公司主要业务图示 .....	8
图表 4: 2022 年全国水泥熟料企业产能排名 TOP 20 (万吨/年) .....	9
图表 5: 公司房地产业务发展历程 .....	10
图表 6: 公司主营业务收入分产品情况 (亿元) .....	10
图表 7: 公司主营业务分产品毛利率 (%) .....	10
图表 8: 2022 年公司主营业务收入分行业情况 (亿元) .....	11
图表 9: 2015-2023 Q1 公司营业收入及同比增速 .....	11
图表 10: 2015-2023 Q1 公司归母净利润及同比增速 .....	11
图表 11: 2015-2023 Q1 公司资产/信用减值损失 (亿元) .....	12
图表 12: 2015-2023 Q1 公司资产负债率/ROE (摊薄) (%) .....	12
图表 13: 2015-2023 Q1 公司毛利率/净利率 (%) .....	12
图表 14: 2015-2022 年公司收/付现比 (%) .....	12
图表 15: 2014-2022 年公司主营业务分行业毛利率 (%) .....	13
图表 16: 2015-2023 Q1 公司各项费用率 (%) .....	13
图表 17: 华北水泥产量及同比增速及华北地区水泥产量占全国水泥产量比例 (万吨, %) .....	13
图表 18: 北京/天津/河北/山西固定资产投资累计同比增速 (%) .....	14
图表 19: 华北地区公路建设固定资产投资及同比增速 (亿元, %) .....	14
图表 20: 华北地区固定资产投资新开工项目计划总投资同比增速 (%) .....	14
图表 21: 华北地区固定资产投资施工项目计划总投资同比增速 (%) .....	14
图表 22: 华北地区水泥发运率 (%) .....	15
图表 23: 全国水泥发运率 (%) .....	15
图表 24: 公司水泥及熟料产能布局 .....	15
图表 25: 京津冀水泥企业水泥熟料产能占比 (%) .....	15
图表 26: 2012-2022 年公司水泥/熟料年产能 (亿吨) .....	16
图表 27: 2012-2022 年公司水泥及熟料销量 (万吨) .....	16
图表 28: 华北地区水泥企业水泥熟料年产能及占比 (万吨, %) .....	16
图表 29: 东北地区水泥企业水泥熟料年产能及占比 (万吨, %) .....	16
图表 30: P. 042.5 散装水泥华北市场均价 (元/吨) .....	17
图表 31: P. 042.5 散装水泥全国市场均价 (元/吨) .....	17
图表 32: 华北地区水泥库容比 (%) .....	17
图表 33: 全国水泥库容比 (%) .....	17
图表 34: 华北地区水泥煤炭价格差 (元/吨) .....	17
图表 35: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨) .....	17

图表 36: 各地区水泥市场均价 (元/吨) .....	18
图表 37: 部分水泥企业水泥及熟料吨收入 (元/吨) .....	18
图表 38: 部分水泥企业水泥及熟料吨成本 (元/吨) .....	18
图表 39: 部分水泥企业水泥及熟料吨毛利 (元/吨) .....	18
图表 40: 公司混凝土销量 (万立方米, %) .....	19
图表 41: 公司混凝土业务毛利率 (%) .....	19
图表 42: 北京商品房销售面积及同比增速 (万平方米, %) .....	19
图表 43: 北京商品房销售额及同比增速 (亿元, %) .....	19
图表 44: 天津商品房销售面积及同比增速 (万平方米, %) .....	20
图表 45: 天津商品房销售额及同比增速 (亿元, %) .....	20
图表 46: 河北商品房销售面积及同比增速 (万平方米, %) .....	20
图表 47: 河北商品房销售额及同比增速 (亿元, %) .....	20
图表 48: 重庆商品房销售面积及同比增速 (万平方米, %) .....	20
图表 49: 重庆商品房销售额及同比增速 (亿元, %) .....	20
图表 50: 各能级城市周度新房成交指数 .....	21
图表 51: 北京/重庆/成都周度新房成交面积 (万平方米) .....	21
图表 52: 公司地产新开工面积及同比增速 (万平方米, %) .....	21
图表 53: 公司地产竣工面积及同比增速 (万平方米, %) .....	21
图表 54: 公司结转面积及同比增速 (万平方米, %) .....	22
图表 55: 公司销售面积及同比增速 (万平方米, %) .....	22
图表 56: 2012-2022 公司商品房与政策/保障性住房结转面积占比 (%) .....	22
图表 57: 2012-2022 公司商品房与政策/保障性住房销售面积占比 (%) .....	22
图表 58: 公司销售签约额及同比增速 (亿元, %) .....	22
图表 59: 公司销售签约单价 (元/平方米) .....	22
图表 60: 2015-2023 Q1 公司购建固定无形长期资产支付的现金及同比增速 (亿元, %) .....	23
图表 61: 2012-2022 年末公司土地储备面积 (万平方米) .....	23
图表 62: 2014-2022 公司拿地情况 .....	23
图表 63: 公司主要已完工未售完项目 .....	24
图表 64: 公司主要在建项目情况 .....	25
图表 65: 公司存续债券情况 .....	26
图表 66: 公司持有的投资性物业 (截至 2022 年末) .....	27
图表 67: 公司投资物业总面积及出租率 (万平方米, %) .....	27
图表 68: 公司在北京的高档投资物业面积及出租率 (万平方米, %) .....	27
图表 69: 公司投资物业平均出租单价及在北京的高档投资物业出租单价 (元/平方米/天) .....	28
图表 70: 北京优质写字楼租金及出租率 (元/平方米/天, %) .....	28
图表 71: 公司分业务收入及毛利率预测 (亿元, %) .....	29
图表 72: 可比公司估值表 .....	30

---

图表 73: 金隅集团/建材/水泥指数(申万)股息率 (%) .....	30
图表 74: 金隅集团/建材/水泥指数(申万)股利支付率 (%) .....	30
图表 75: 金隅集团 P/B-Band .....	31
图表 76: 金隅集团 P/E-Band .....	31

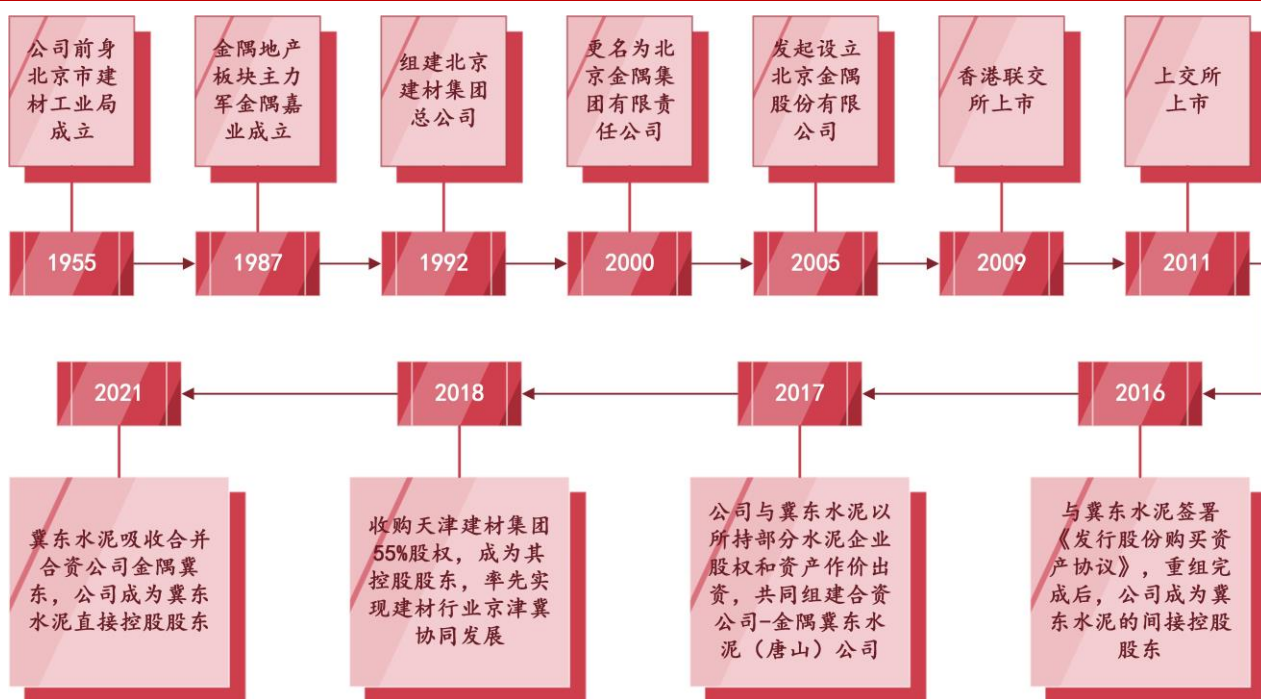


## 1 京津冀建材整合引领者，业绩底部修复在即

### 1.1 国资控股，实力雄厚

公司前身系成立于1955年的北京市建材工业局，1992年设立北京建材集团总公司，2000年更名为北京金隅集团有限责任公司。公司分别于2009年、2011年于香港联交所、上海证券交易所上市，两地同时上市为公司发展奠定更为坚实的基础和创建更加宽广的平台。2016年以来，在地方政府主导下，公司相继完成了对冀东集团的战略重组、收购天津建材股权等重大事项，整体业务规模得到快速扩张，区域竞争力进一步增强。

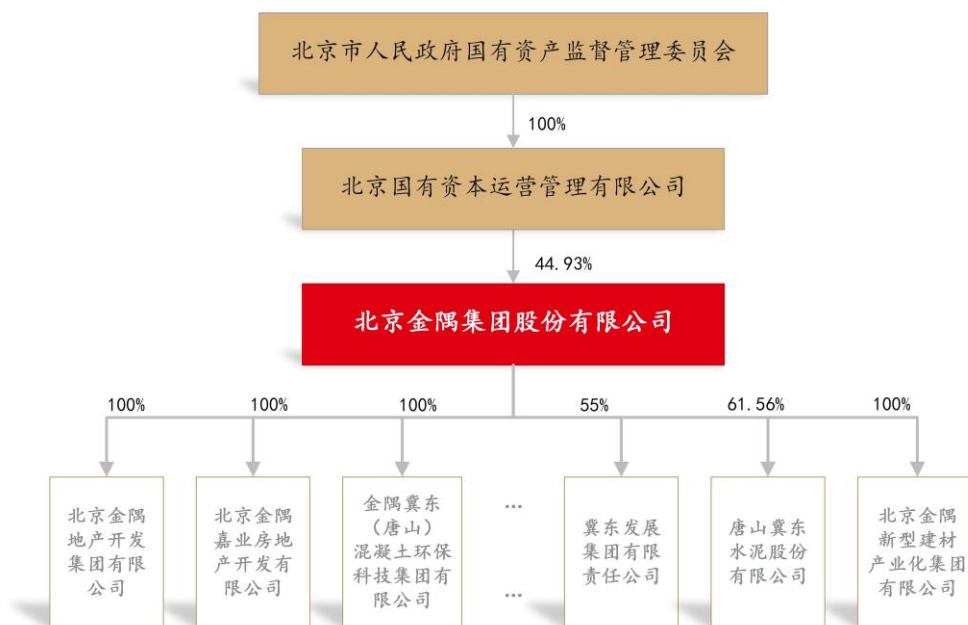
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

公司实控人为北京市国资委，股权稳定、集中度高。截至2023/3/31，北京国有资本运营管理有限公司持有公司44.93%的股份，为公司控股股东；北京国有资本运营管理有限公司由北京市国资委全资控股，北京市国资委为公司的实际控制人。国资控股的背景使公司在重点项目推进、土地转化等方面有获得股东及政府的支持和背书的优势。

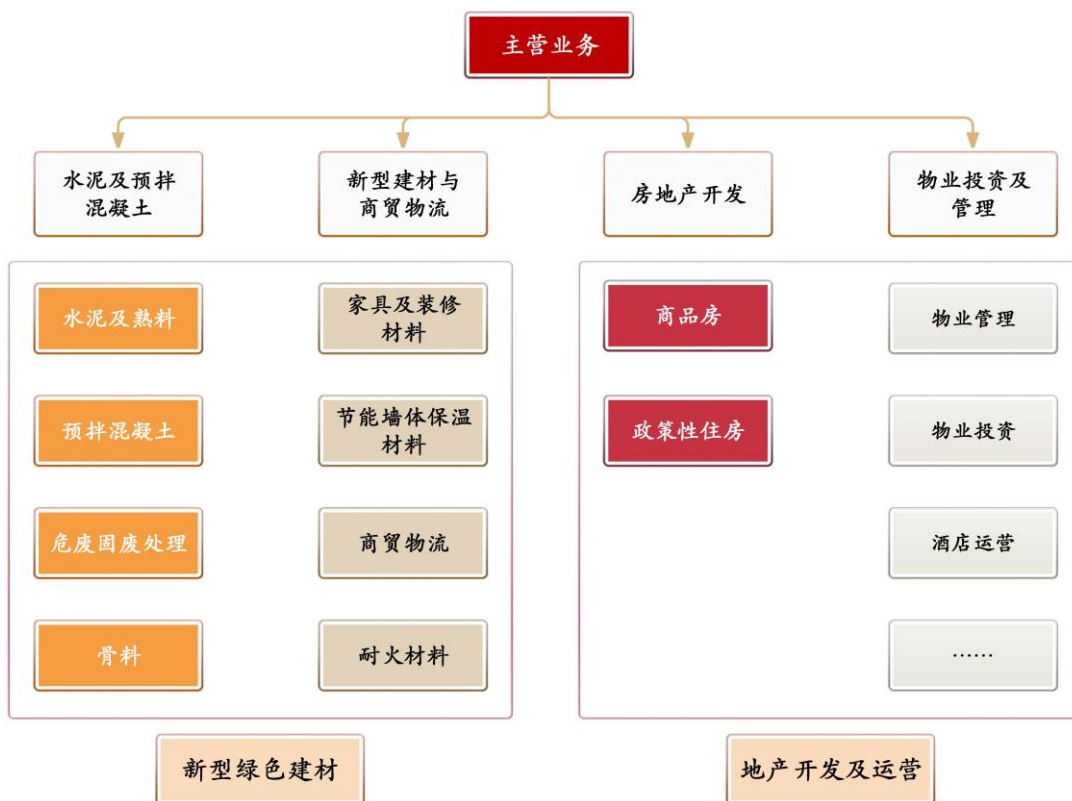
图表 2：公司股权结构（截至 2023/03/31）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 1.2 “大建材”+“大房地产”，纵向一体化协同发展

图表 3：公司主要业务图示

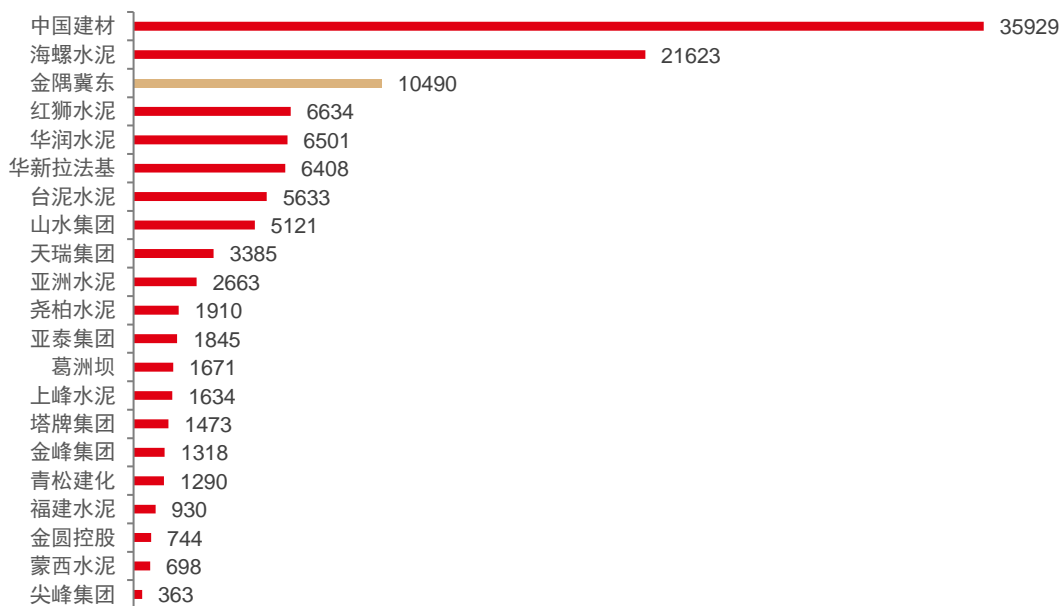


资料来源：公司公告，中邮证券研究所



公司主营业务分为新型绿色建材与地产开发运营两条主线，主要包括水泥及预拌混凝土、房地产开发、物业投资与管理业务和新型建材及商贸物流业务等。在新型绿色建材板块，公司以水泥为核心，形成混凝土、墙体及保温材料、装配式建筑体系及部品、家具木业等上下游配套的完整建材产业链和装饰装修、建筑设计、装配式建筑总承包等产品及服务内在联动机制。截至 2022 年末，公司具备熟料年产能 1.05 亿吨、水泥年产能 1.78 亿吨，居全国水泥企业产能第三位。在产业链上下游配套方面，公司现具备混凝土年产能 5400 万立方米、骨料年产能 6200 万吨、助磨剂、外加剂年产能 24 万吨、危废、固废年处置能力 530 万吨。

图表 4：2022 年全国水泥熟料企业产能排名 TOP 20（万吨/年）



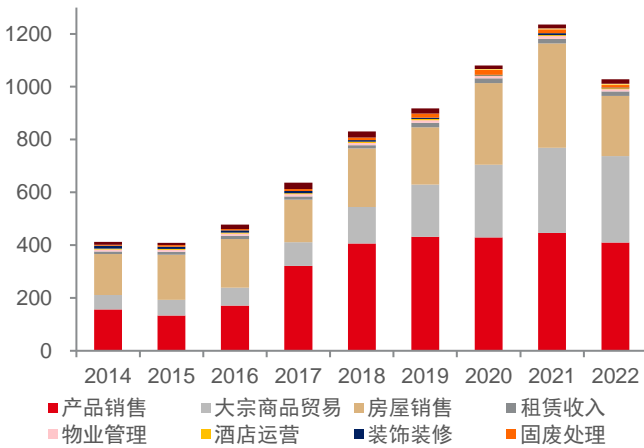
资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

公司房地产业务源于公司在京城区旧工业厂区的搬迁调整，是公司发挥其自有土地资源优势、以房地产业务收益回哺、促进公司建材工业产业升级调整的战略体现。公司自 1987 年设立金隅地产先后开发建设房地产项目约 170 个公司已进入北京、上海、天津、重庆、杭州、南京、成都、合肥、青岛、唐山、海口、常州等 16 个城市，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。

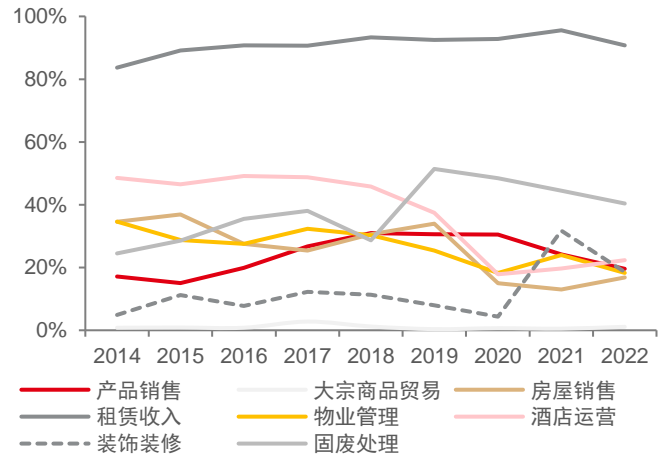
2022 年，公司绿色建材板块实现收入 782.74 亿元，同比下降 4.26%；其中，水泥及相关业务收入 318.92 亿元，同比下降 7.16%；混凝土业务实现收入 46.33 亿元，同比下降 21.53%；商贸物流业务收入 344.79 亿元，同比下降 2.97%；新材料业务收入 107.71 亿元，同比下降 1.89%；服务及其他业务收入 13.43 亿元，同比下降 4.62%；板块抵消-48.44 亿元。地产开发及运营板块实现收入 258.49 亿元，同比下降 40.55%；其中，房地产开发业务收入 230.62 亿元，同比下降 41.95%；物业运营业务 27.86 亿元，同比下降 25.69%；板块抵消 19.04 亿元。

**图表 5：公司房地产业务发展历程**

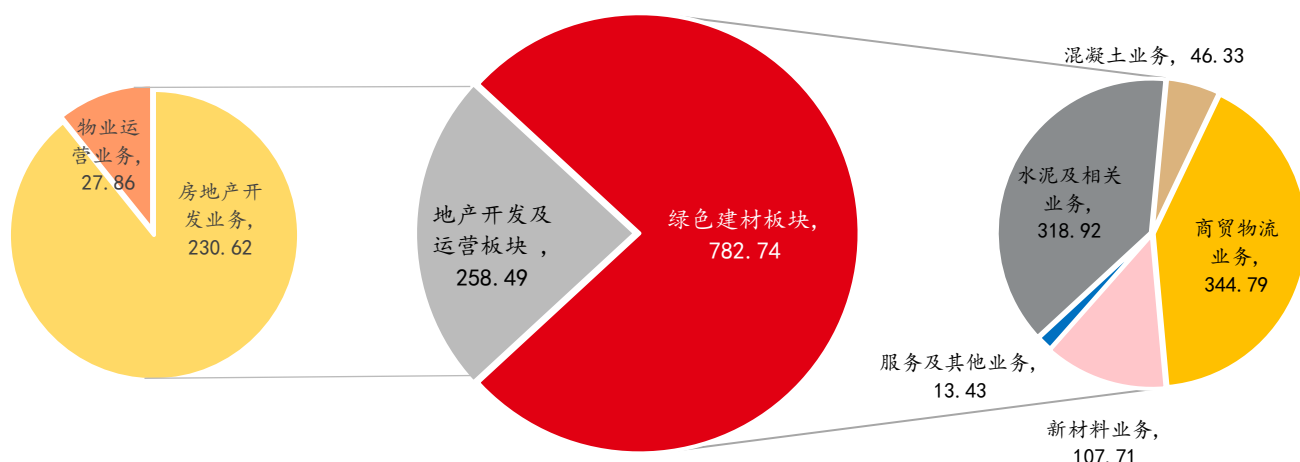

资料来源：公司网站，中邮证券研究所

**图表 6：公司主营业务收入分产品情况（亿元）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 7：公司主营业务分产品毛利率（%）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

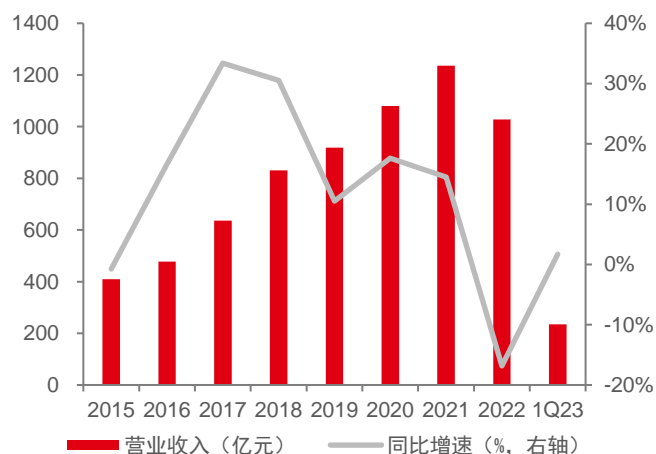
**图表 8：2022 公司主营业务收入分行业情况（亿元）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

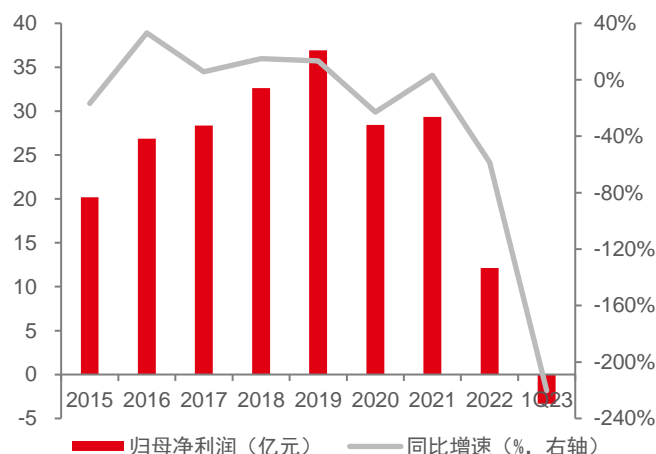
### 1.3 业绩底部或已显现，盈利逐步修复可期

2022 年，公司实现营业收入 1028.22 亿元，同比下降 16.83%；实现归母净利润 12.13 亿元，同比下降 58.65%。公司业绩显著下滑主要由于房地产业务规模收缩，结转和销售面积下滑；水泥业务由于市场需求疲软、水泥价格持续走低，成本端煤炭价格大幅上涨导致水泥吨盈利承压。另外，近年来公司对房地产在建及完工项目计提存货跌价损失对利润形成一定拖累，公司 2022 年计提资产和信用减值损失合计为 12.81 亿元，同比减少 0.83 亿元。

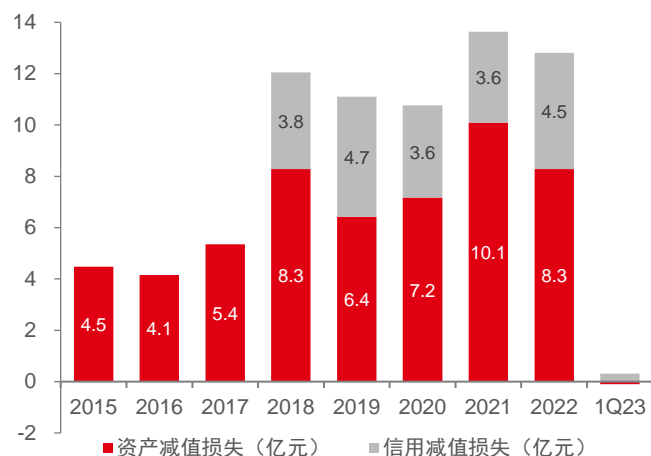
2023 Q1，公司实现营业收入 234.80 亿元，同比增长 1.72%；实现归母净利润-3.32 亿元，同比下降 220.30%。随着疫后经济复苏、重大项目开复工提速，提振水泥等建材产品需求；叠加房地产销售端回暖趋势逐渐显现，一二线城市房地产市场率先改善；公司业绩或已走过底部，后续盈利有望逐步修复。

**图表 9：2015-2023 Q1 公司营业收入及同比增速（亿元，%）**


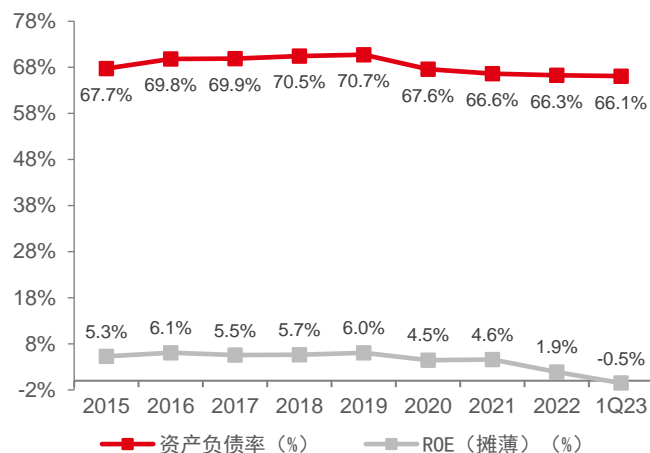
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表 10：2015-2023 Q1 公司归母净利润及同比增速（亿元，%）**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

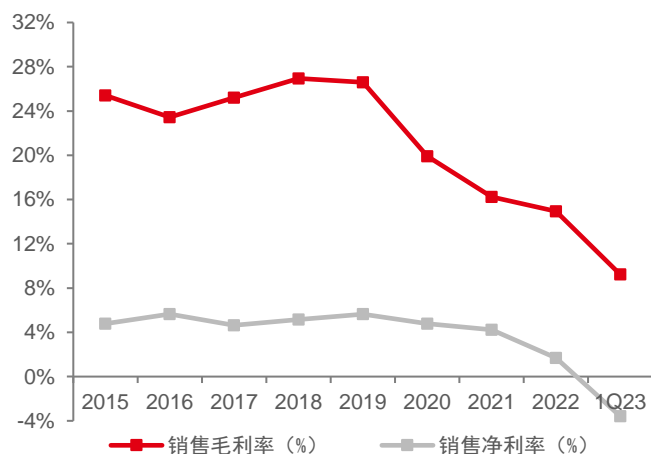
**图表 11: 2015-2023 Q1 公司资产/信用减值损失 (亿元)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

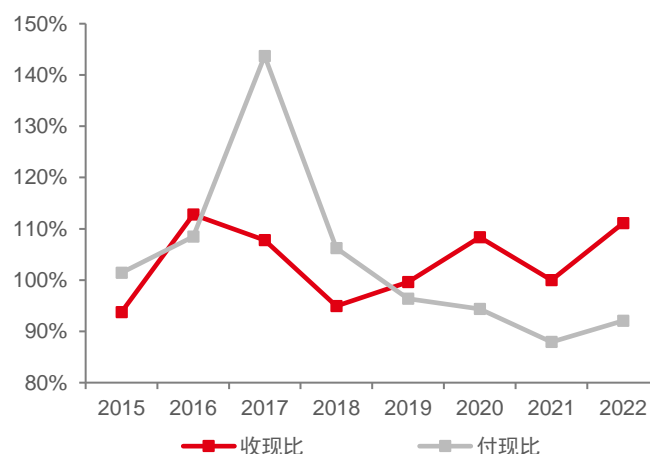
**图表 12: 2015-2023 Q1 公司资产负债率/ROE (摊薄) (%)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

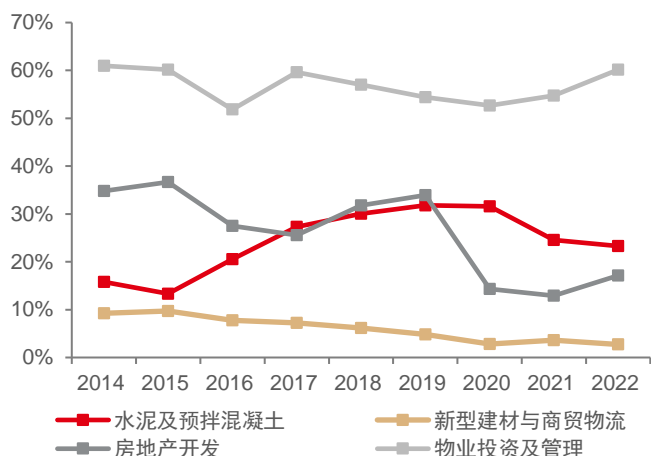
盈利水平方面, 2022 年, 公司销售毛利率/净利率分别为 16.88%/7.28%, 分别同比下降 1.30/3.59 pct。偿债能力方面, 2022 年, 公司资产负债率为 66.29%, 同比下降 0.35 pct; 资产负债水平较为健康。收付现情况来看, 2022 年, 公司收现比/付现比分别为 111.12%/92.03%; 分别同比提高 11.15/4.11 pct。受益于投资性物业等现金流较好的业务规模持续发展, 公司近年来收现情况获得改善。费用率方面, 2022 年, 公司期间费用率为 12.09%, 同比提高 2.20 pct; 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.30%/6.77%/0.40%/2.61%, 分别同比提高 0.15/1.23/0.12/0.70 pct; 收入规模下降使得费用率水平上升, 费用整体规模基本稳定。

**图表 13: 2015-2023 Q1 公司毛利率/净利率 (%)**


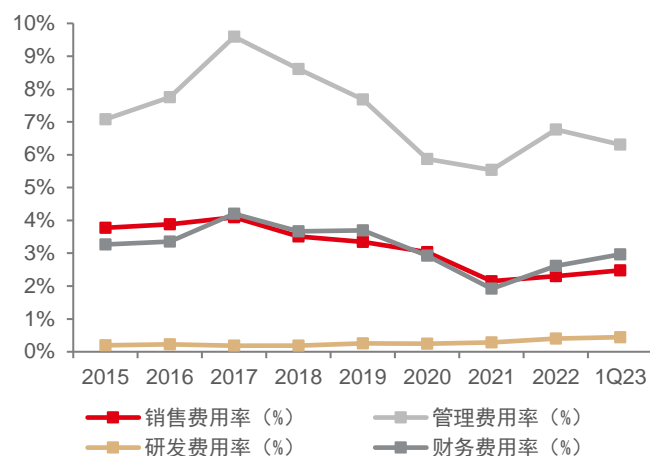
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 14: 2015-2022 公司收/付现比 (%)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 15: 2014-2022 公司主营业务分行业毛利率 (%)**


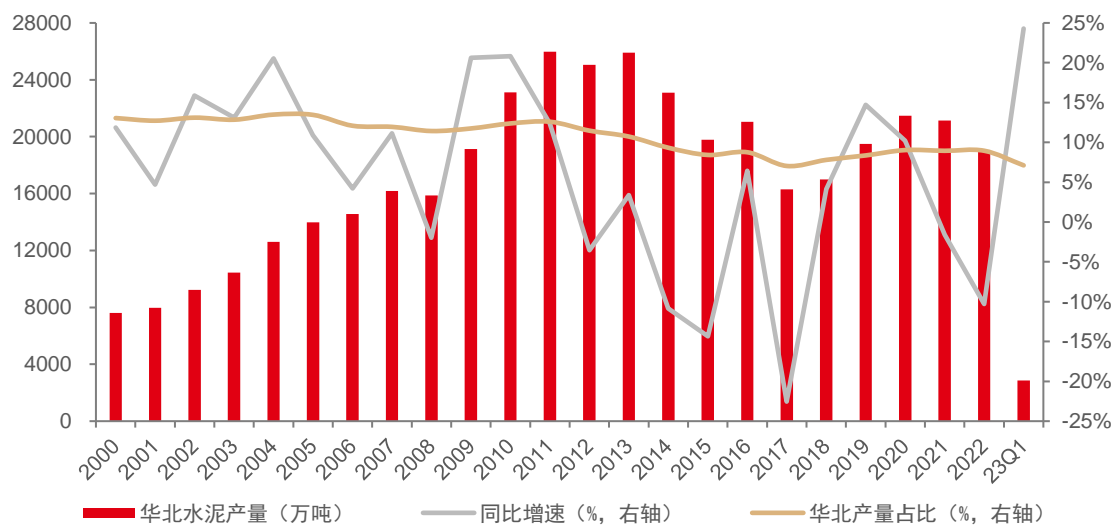
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 16: 2015-2023 Q1 公司各项费用率 (%)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

## 2 华北区域水泥龙头，供需格局改善推动吨毛利修复

### 2.1 工程开复工加速，提振区域水泥需求

**图表 17: 华北水泥产量及同比增速及华北地区水泥产量占全国水泥产量比例 (万吨, %)**


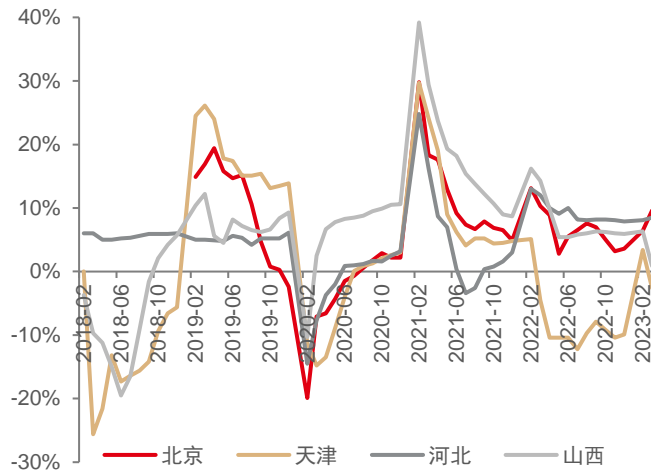
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2023 年 3 月以来，随着北方地区气温回升，重点工程项目开复工提速，带动水泥需求修复。2023 Q1，华北水泥产量为 2863 万吨，同比增长 24.29%；高于全国水泥产量增速 20.19 pct。从水泥发运情况来看，截至 2022/4/28，华北地区水泥发运率平均 46%，同比提高 5 pct。

从投资先行指标来看，2023 Q1，北京/天津/河北/山西/内蒙古新开工项目计划总投资同比增速分别为 149.8%/141.5%/2.9%/-22.5%/107.5%，固定资产施工项目计划总投资同比增速分别为 4.1%/17.3%/19.6%/6.3%/12.0%。随着专项债前置发行、政策性开发性金融工具等稳投资政策相继落实，重大工程项目资金端保障力度加强。从水泥需求量较多的交通建设项目来看，2023 Q1，华北地区公路建设固定资产投资 275.36 亿元，同比增长 55.54%；公路建设项目预

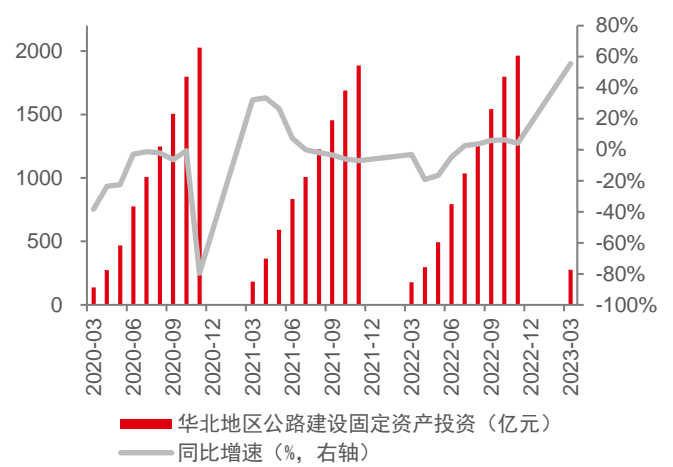
期提速将提振华北区域水泥需求。

**图表 18: 北京/天津/河北/山西固定资产投资累计同比增速 (%)**



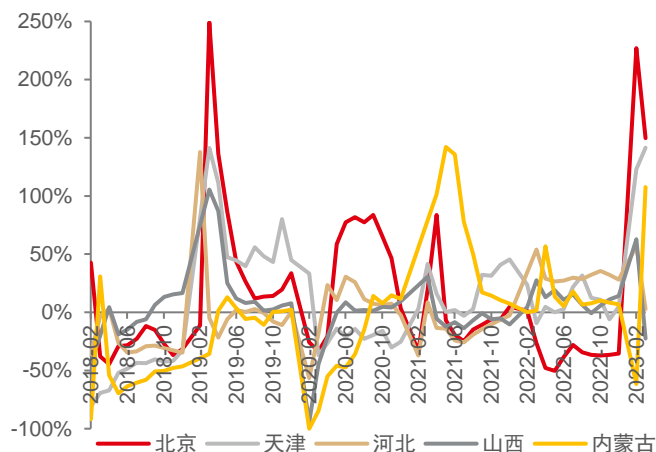
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 19: 华北地区公路建设固定资产投资及同比增速 (亿元, %)**



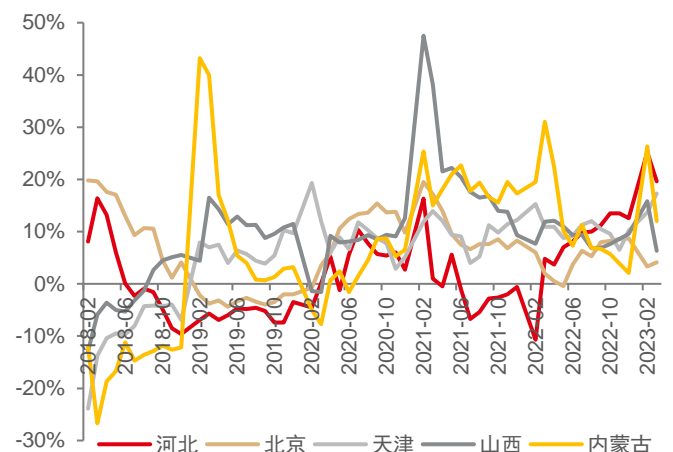
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 20: 华北地区固定资产投资新开工项目计划总投资同比增速 (%)**



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

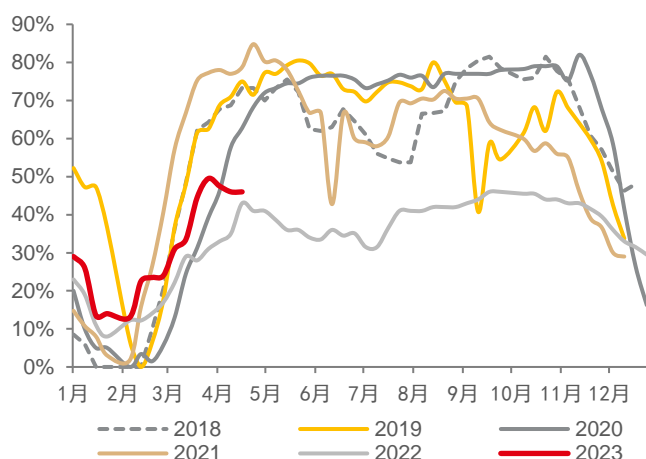
**图表 21: 华北地区固定资产投资施工项目计划总投资同比增速 (%)**



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

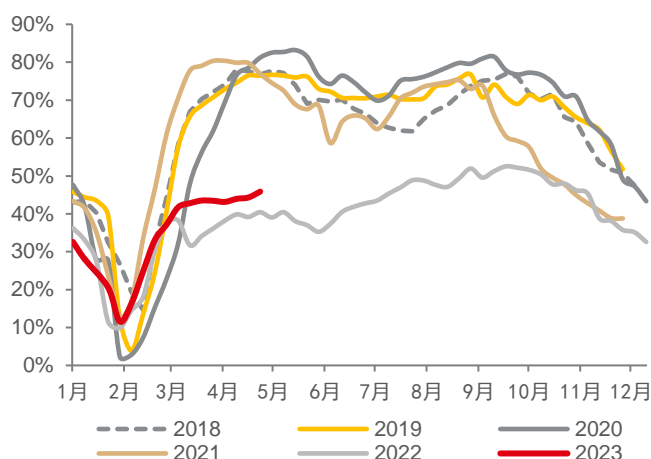


图表 22: 华北地区水泥发运率 (%)



资料来源: 中国水泥网, 中邮证券研究所

图表 23: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: 中国水泥网, 中邮证券研究所

## 2.2 供给整合持续优化, 支撑水泥价格中枢上移

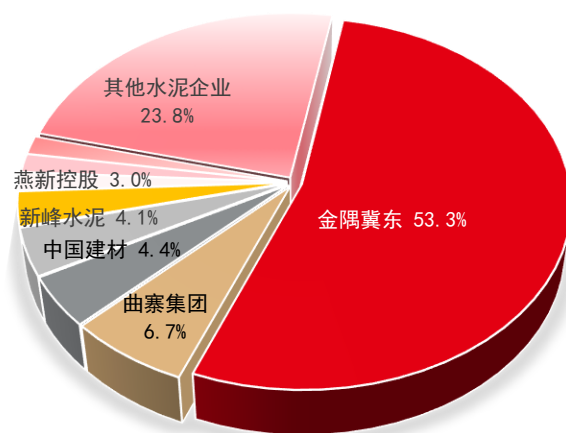
2016年4月, 金隅冀东战略重组启动, 重组方案包括股权重组和两次资产重组。股权重组中, 金隅集团以增资和存量股权收购的方式控股冀东集团, 并间接控制冀东水泥, 股权重组于2016年10月实施完毕。首批资产重组中, 金隅集团以10家水泥子公司股权出资, 本公司以22家水泥子公司股权、分公司资产出资, 双方共同组建由本公司控股的合资公司, 同时金隅集团将剩余14家水泥企业股权除所有权、收益权之外的权利委托本公司管理, 2018年7月首次资产重组实施完毕。二批资产重组中, 双方通过共同向合资公司增资以及冀东水泥直接现金收购相结合的方式, 将金隅集团剩余14家水泥企业股权注入合资公司, 二批资产重组于2019年3月实施完毕。2021年4月冀东水泥公告, 通过向公司发行股份的方式, 购买公司所持合资公司47.09%股权并吸收合并合资公司。两批资产重组后, 公司全部水泥资产的控制权和日常经营管理均已交由冀东水泥负责; 同时, 公司合并口径资产规模和经营业绩得到大幅度提升, 为公司进一步做强做优做大打下坚实基础。

图表 24: 公司水泥及熟料产能布局

所在区域	熟料生产线数量 (条)	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
北京	4	316	560
天津	1	66	471
河北	37	5148	6921
山西	11	1677	2529
河南	2	166	200
内蒙古	6	771	1530
陕西	7	1212	1955
东北地区	6	920	2010
川渝地区	4	545	901
其他	2	405	752
合计	80	11227	17828

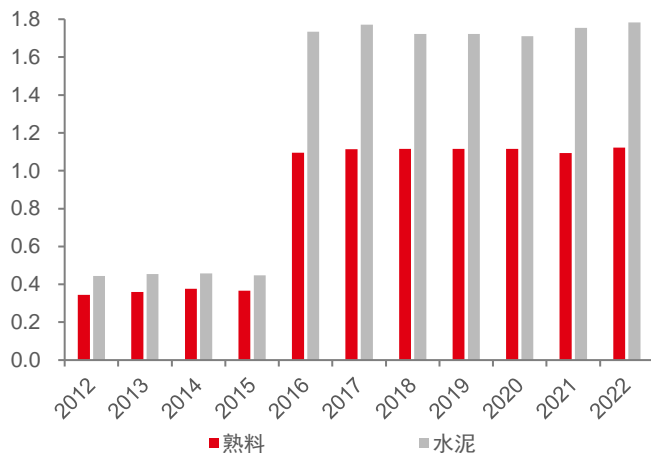
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 25: 京津冀水泥企业水泥熟料产能占比 (%)

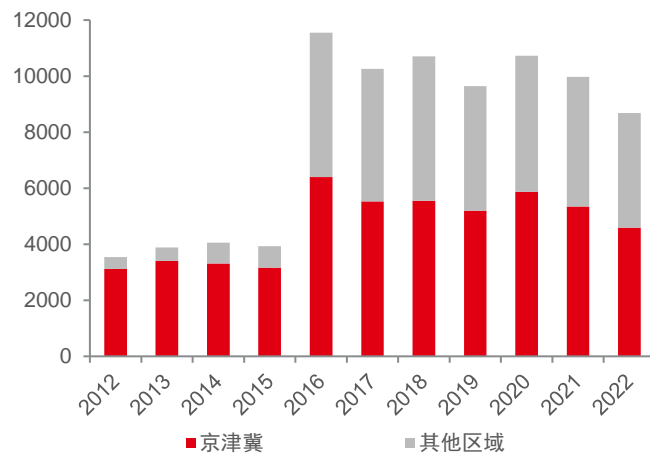


资料来源: 中国水泥网, 中邮证券研究所

重组完成后，金隅冀东在京津冀市占率超过 50%。根据中国水泥网统计，截至 2022 年末，金隅冀东在京津冀地区的水泥熟料年产能约为 5205 万吨，占京津冀水泥企业总产能的比例约为 53.3%，市占率稳居第一。高市占率和品牌知名度以及公司的国资控股背景使得公司在重点项目的订单获取上具备较强的竞争力。2022 年，公司水泥及熟料销售量合计为 8688 万吨，其中，在京津冀地区销售量占比约为 53%。

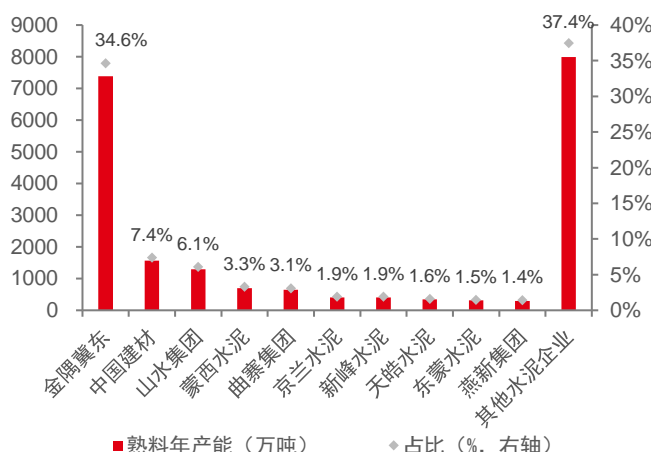
**图表 26：2012-2022 公司水泥/熟料年产能（亿吨）**


注：2016 年公司水泥及熟料产能包含冀东集团产能  
 资料来源：公司公告，中邮证券研究所

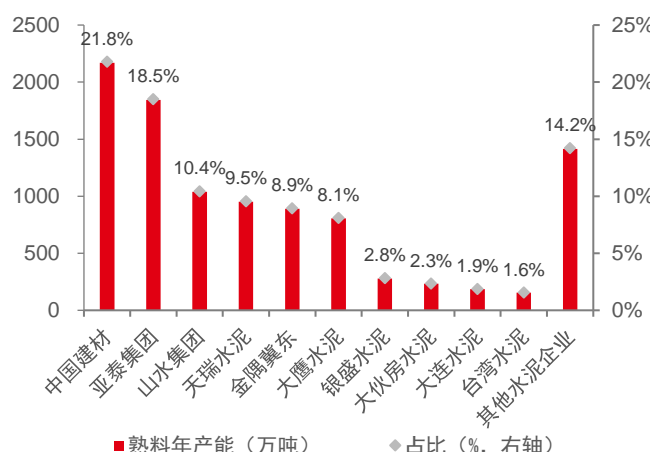
**图表 27：2012-2022 公司水泥及熟料销量（万吨）**


注：2016 年公司水泥及熟料销量包含冀东集团销量  
 资料来源：公司公告，中邮证券研究所

携手天山整合辽宁水泥市场，提升东北区域市占率。公司 2022/12/8，公司公告与天山股份成立合资公司，首先整合公司及中国建材在辽宁的水泥资产，提升企业经营效率。中长期来看，公司将持续深化辽宁乃至东北区域的水泥市场整合，改善行业生态，进而推动东北地区水泥市场的效益优化。截至 2022 年底，公司在黑龙江/吉林/辽宁的水泥熟料产能占比分别为 16.09%/11.09%/3.63%，公司在东北区域市占率仍有广阔的提升空间。

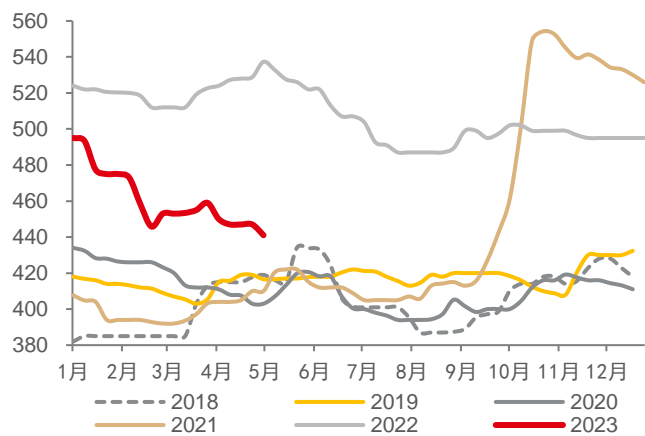
**图表 28：华北地区水泥企业水泥熟料年产能及占比（万吨，%）**


资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

**图表 29：东北地区水泥企业水泥熟料年产能及占比（万吨，%）**


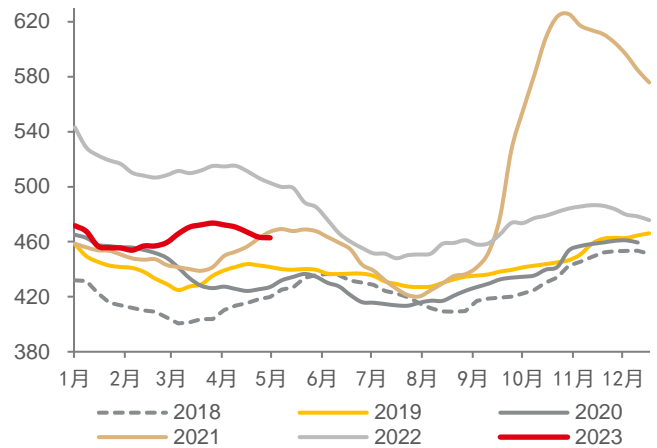
资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

图表 30: P.042.5 散装水泥华北市场均价 (元/吨)



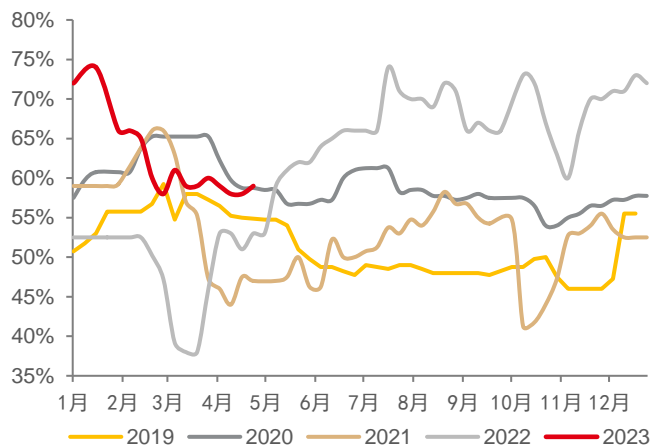
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 31: P.042.5 散装水泥全国市场均价 (元/吨)



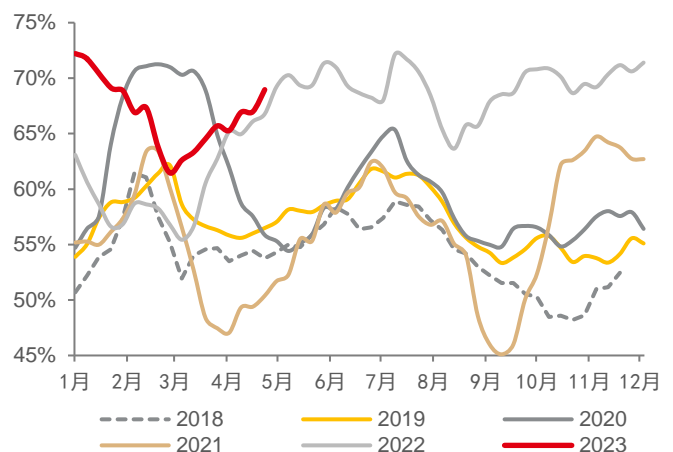
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 32: 华北地区水泥库容比 (%)



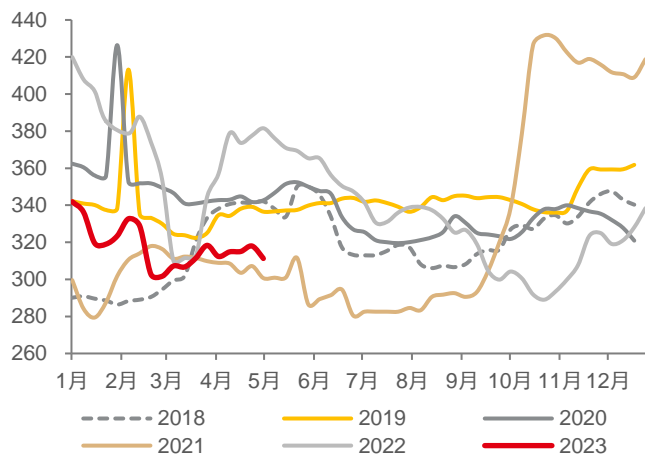
资料来源: 中国水泥网, 中邮证券研究所

图表 33: 全国水泥库容比 (%)



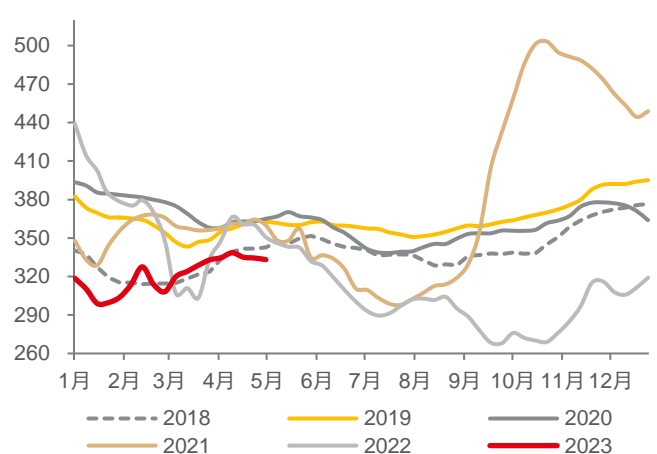
资料来源: 中国水泥网, 中邮证券研究所

图表 34: 华北地区水泥煤炭价格差 (元/吨)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

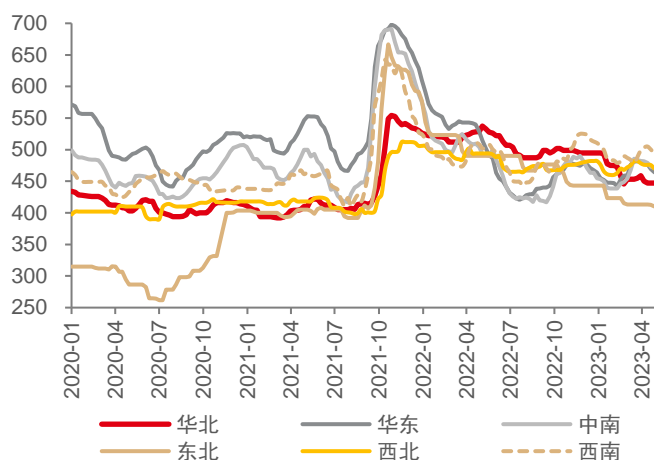
图表 35: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

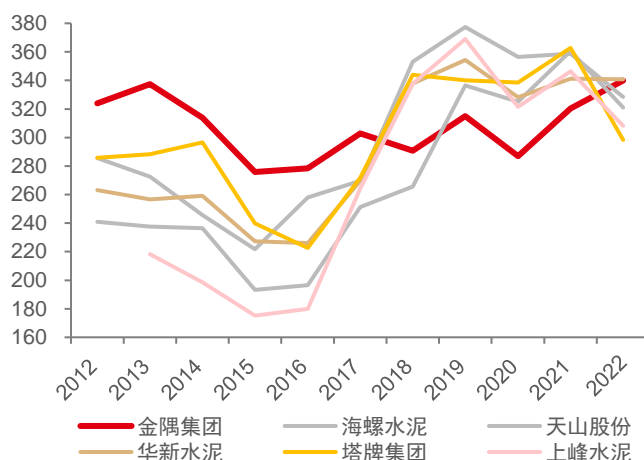
2022年，公司水泥及熟料吨售价为339.9元/吨，同比提高19.6(+6.1%)元/吨；吨成本为272.1元/吨，同比提高36.9(+15.7%)元/吨；其中，原材料/燃料及动力/折旧/人工及其他单位成本分别为82.3/132.7/17.6/39.5元/吨，同比提高3.8(+4.9%)/24.1(+22.2%)/2.9(+19.4%)/6.1(+18.4%)元/吨；吨毛利为67.8元/吨，同比下降17.3(-20.3%)元/吨。2023年来看，我们认为随着重大基建工程项目建设提速以及房地产端降幅边际收敛，华北地区2023年水泥需求将获得支撑。2023 Q2起，依托北方地区水泥行业较好的共识自律意识，冀中南等多地水泥企业启动非采暖季错峰生产以消化库存，有望推动华北地区水泥价格修复。成本端来看，动力煤价格同环比下降，2023 Q1秦皇岛动力煤(山西优混 Q>5500)平仓均价为1134元/吨，同比下降1.8%，环比2022 Q4下降20.1%；水泥价格有望修复与成本端压力缓解将共同促进水泥吨毛利修复。

图表 36: 各地区水泥市场均价 (元/吨)



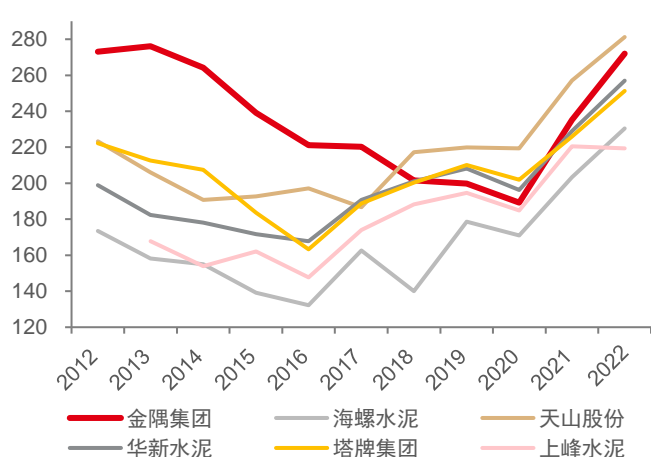
资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表 37: 部分水泥企业水泥及熟料吨收入 (元/吨)



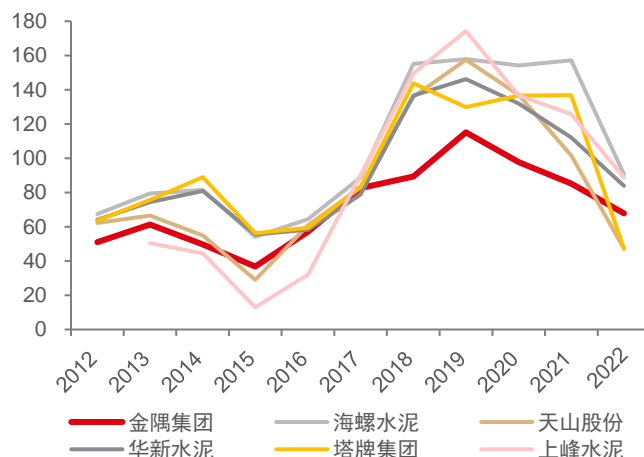
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 38: 部分水泥企业水泥及熟料吨成本 (元/吨)



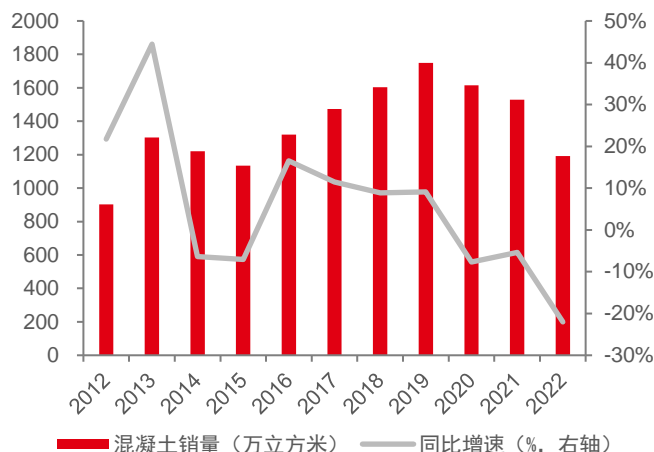
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 39: 部分水泥企业水泥及熟料吨毛利 (元/吨)



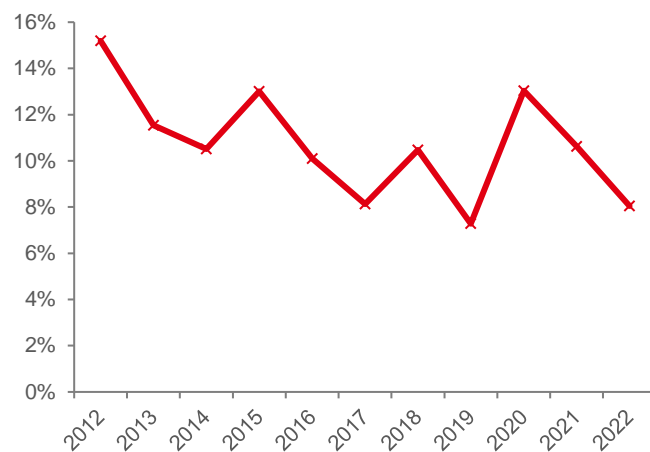
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 40: 公司混凝土销量 (万立方米, %)



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 41: 公司混凝土业务毛利率 (%)



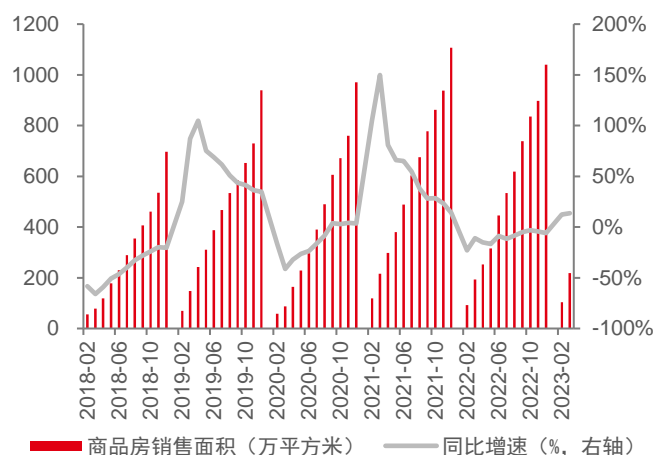
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

### 3 房地产业务稳健发展, 高能级土地储备丰厚

#### 3.1 聚焦高能级城市, 2022 年销售签约单价大幅增长

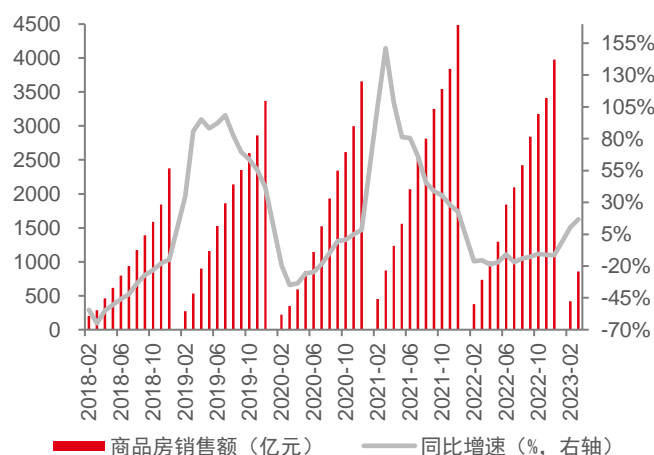
2023 年, 受益于房地产政策端的持续放松, 部分高能级城市房地产销售获得率先回暖。2023 Q1, 北京商品房销售面积/销售金额分别同比增长 13.5%/16.6%; 天津商品房销售面积/销售金额分别同比增长 84.5%/97.8%。河北地区房地产销售亦有所回暖, 河北销售面积/销售金额分别同比增长 9.9%/12.6%。

图表 42: 北京商品房销售面积及同比增速 (万平方米, %)

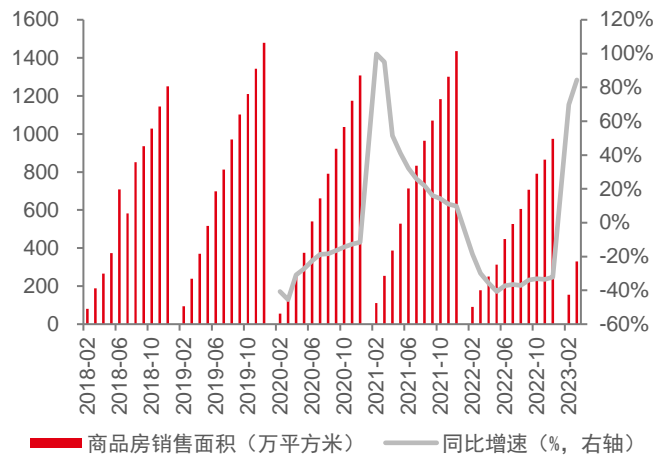


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

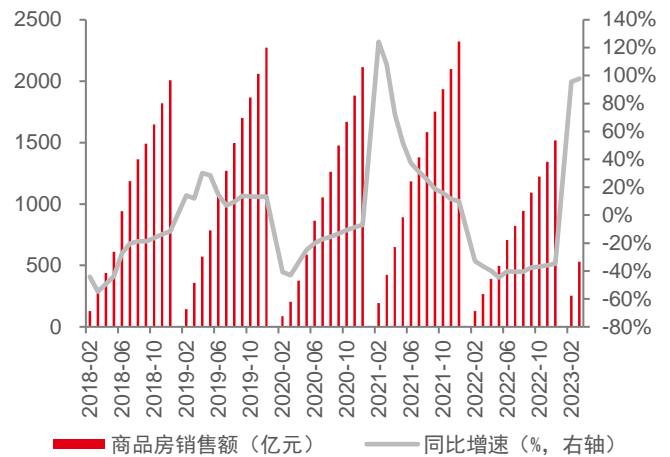
图表 43: 北京商品房销售额及同比增速 (亿元, %)



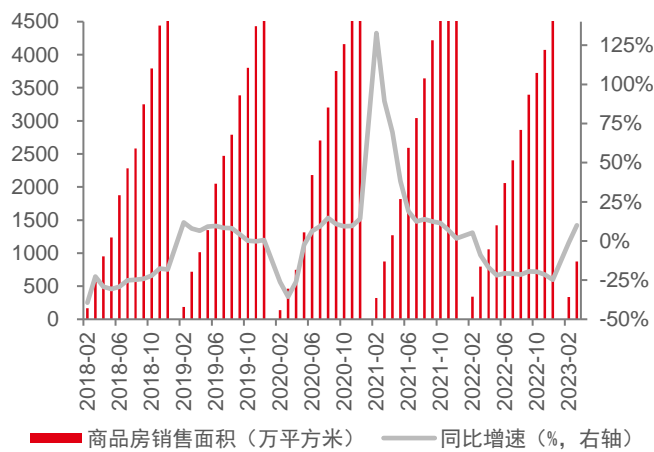
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 44: 天津商品房销售面积及同比增速(万平方米, %)**


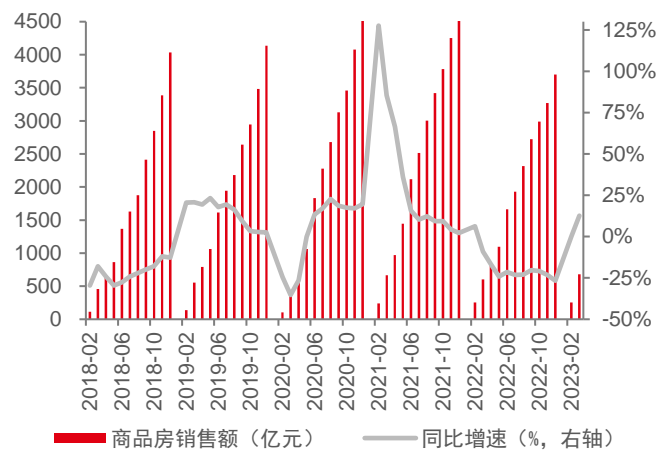
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 45: 天津商品房销售额及同比增速(亿元, %)**


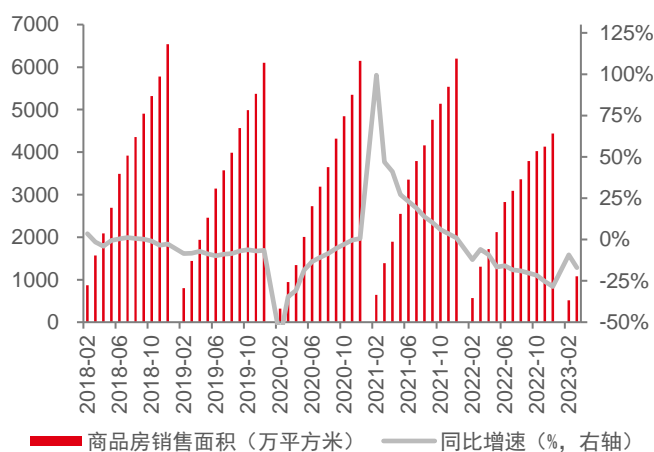
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 46: 河北商品房销售面积及同比增速(万平方米, %)**


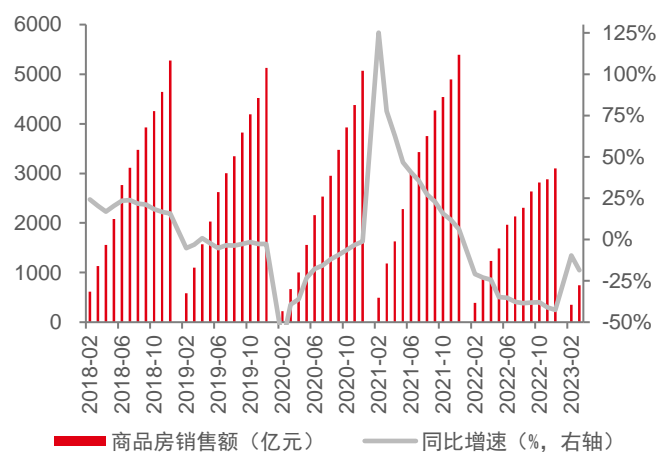
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 47: 河北商品房销售额及同比增速(亿元, %)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

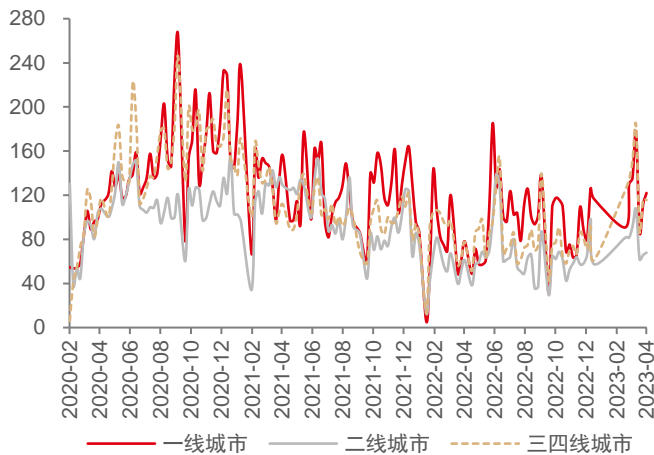
**图表 48: 重庆商品房销售面积及同比增速(万平方米, %)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

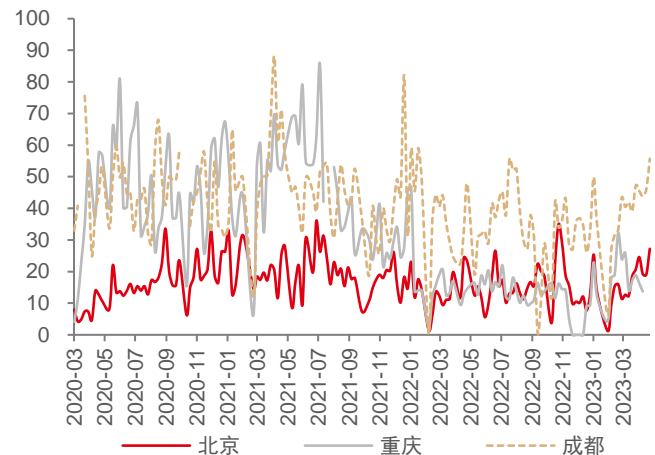
**图表 49: 重庆商品房销售额及同比增速(亿元, %)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所



**图表 50: 各能级城市周度新房成交指数**


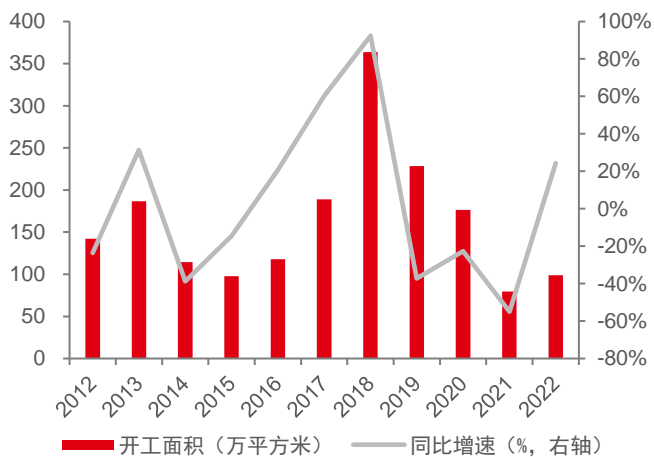
资料来源: CRIC, 中邮证券研究所

**图表 51: 北京/重庆/成都周度新房成交面积(万平方米)**


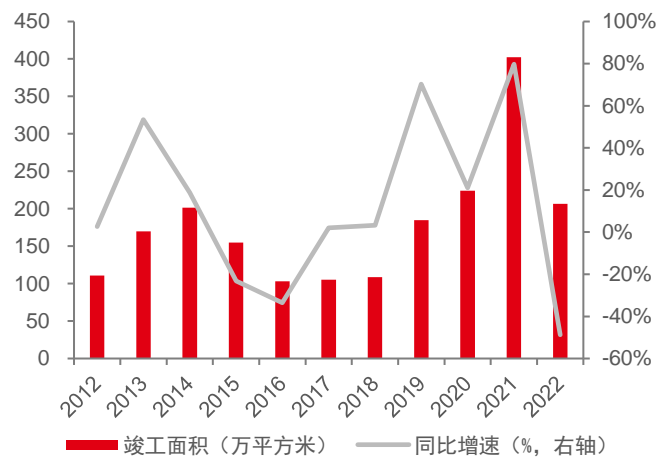
资料来源: CRIC, 中邮证券研究所

2022 年, 受房地产市场持续疲软等因素影响, 公司签约销售面积和销售金额有所下滑。公司房地产全年实现结转面积 124.42 万平方米, 同比下降 32.14%; 其中, 商品房结转面积为 119.94 万平方米, 同比下降 30.67%; 政策性住房结转面积为 4.47 万平方米, 同比下降 56.89%。

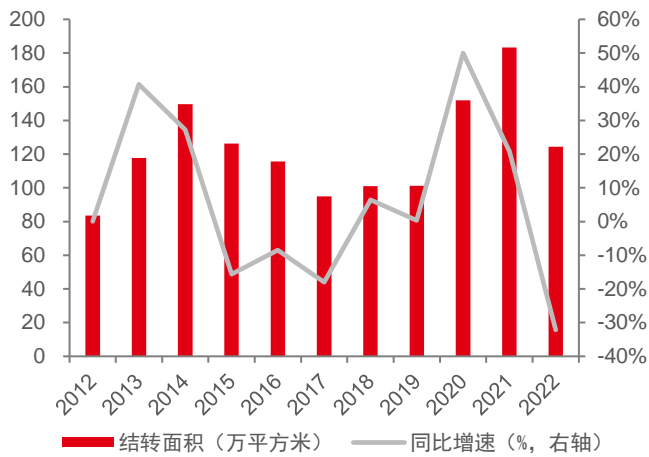
2022 年, 公司累计合同签约金额为 325.33 亿元, 同比下降 12.77%; 其中, 商品房累计合同签约额 323.18 亿元, 同比下降 11.00%, 政策性住房累计合同签约额 2.15 亿元, 同比下降 78.19%。公司全年累计合同签约面积 91.63 万平方米, 同比下降 38.02%; 其中, 商品房累计合同签约面积 91.35 万平方米, 同比下降 37.32%; 政策性住房合同签约面积为 0.28 万平方米, 同比下降 86.67%。

**图表 52: 公司地产新开工面积及同比增速(万平方米, %)**


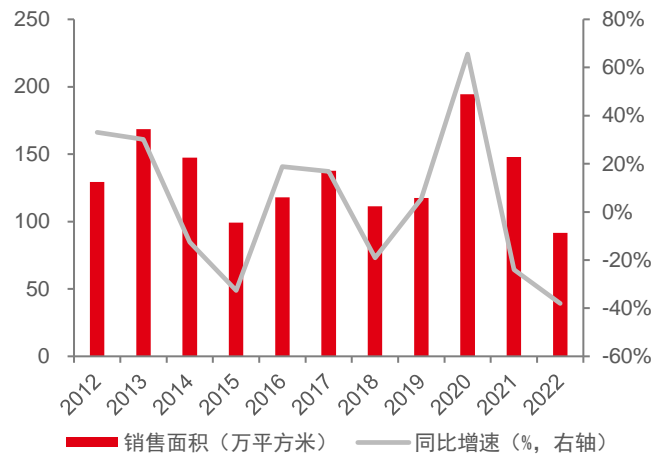
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

**图表 53: 公司地产竣工面积及同比增速(万平方米, %)**


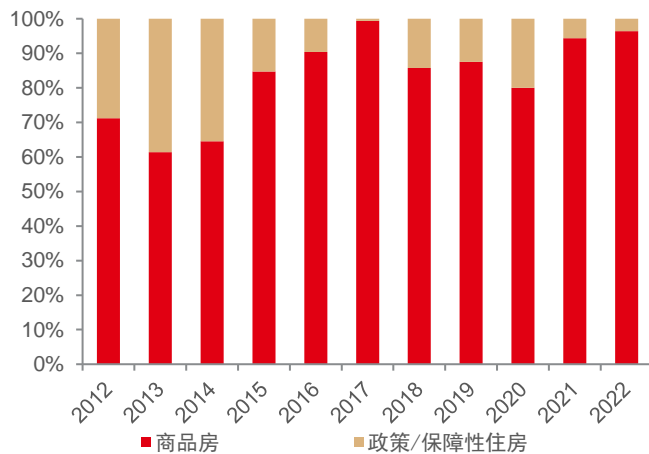
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

**图表 54：公司结转面积及同比增速（万平方米，%）**


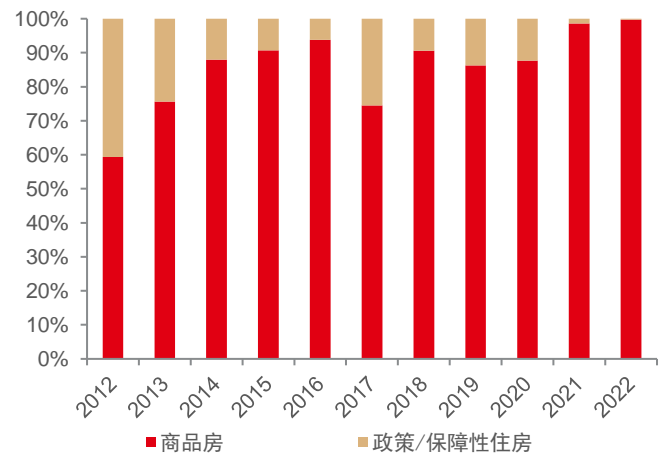
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 55：公司销售面积及同比增速（万平方米，%）**


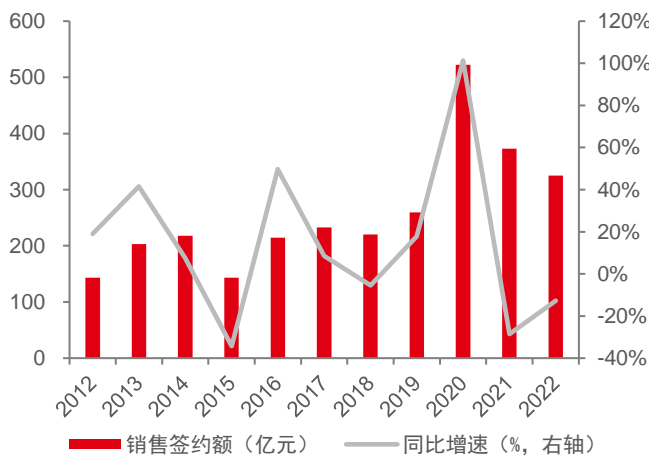
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 56：2012-2022 公司商品房与政策/保障性住房结转面积占比 (%)**


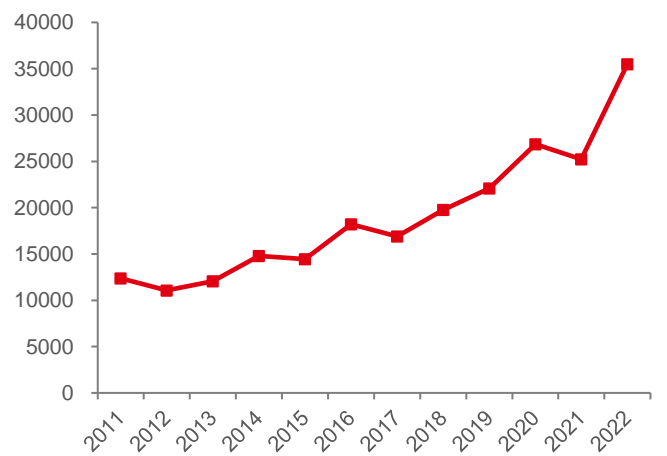
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 57：2012-2022 公司商品房与政策/保障性住房销售面积占比 (%)**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 58：公司销售签约额及同比增速（亿元，%）**


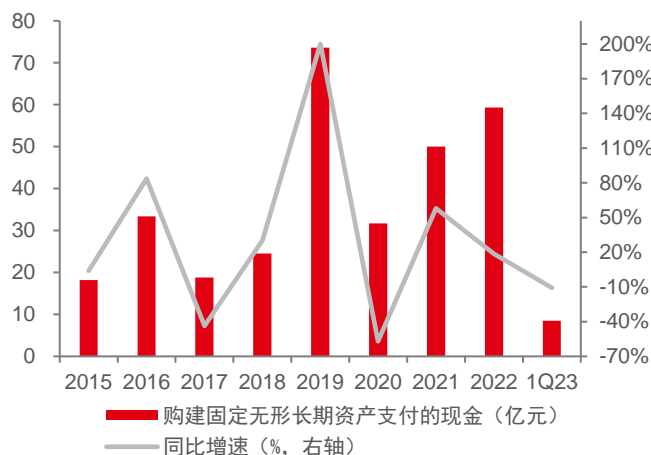
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 59：公司销售签约单价（元/平方米）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

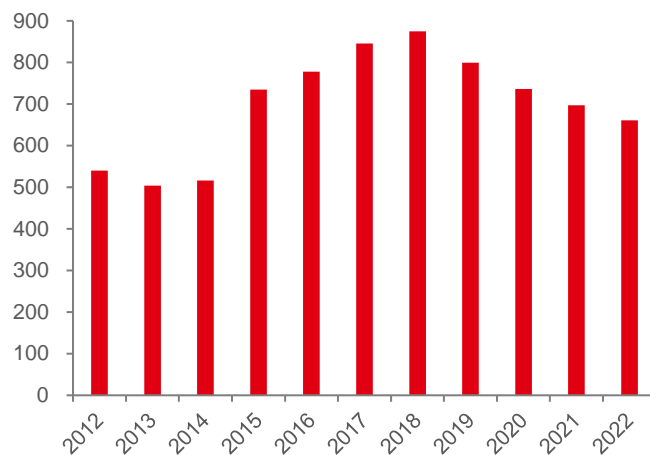
从销售签约均价来看，随着公司政策性住房项目签约量缩减、商品房销售面积占比提升，且公司完工销售项目主要集中于北京、上海、杭州等房价高的一线城市，公司销售签约均价获得大幅提升，2022年，公司签约销售均价为3.55万元/平方米，同比增长40.74%。

**图表 60: 2015-2023 Q1 公司购建固定无形长期资产支付的现金及同比增速 (亿元, %)**



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 61: 2012-2022 年末公司土地储备面积 (万平方米)**



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

公司房地产开发业务以“保交用、抓销售、去库存”为发展思路，近年来公司新项目开盘周期缩短，非宅库存产品去化显著。在新增土地方面，公司坚持审慎发展，2020-2022年，公司拿地金额分别为当期签约销售金额的0.29倍、0.59倍和0.36倍；2022年全年新增土地储备规划容积率面积24.3万平方米。截至2022年末，公司权益口径土地储备面积合计660.94万平方米，为公司2022年签约销售面积的7.21倍、结转面积的5.31倍。公司在建项目方面，2023-2025年，公司预计完工项目建筑面积分别为43.87/241.99/152.06万平方米，占2022年签约销售面积的0.48倍、2.64倍和1.66倍；且在建项目主要分布于北京、上海、杭州、南京、重庆、天津等高能级城市，为公司房地产业务发展提供较强的支撑。

**图表 62: 2014-2022 公司拿地情况**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
新增土地数量 (宗)	7	3	7	14	13	4	8	9	3
新增土地面积 (万平方米)	63.00	70.55	61.51	60.79	77.96	16.56	39.23	48.84	12.23
规划容积率面积 (万平方米)	125.97	222.39	118.59	136.05	142.48	33.11	88.40	105.80	24.35
土地金额 (亿元)	141.14	101.03	227.22	235.21	152.63	84.09	150.83	218.8	116.12
平均楼面价 (元/平方米)	11205	4543	19160	17288	10712	25397	17061	20680	47692

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

**图表 63：公司主要已完工未售完项目**

项目	位置	土地面积 (万㎡)	建筑面积 (万㎡)	去化率 (%)	经营业态
金成裕雅苑项目	北京顺义区后沙峪镇	7.98	20.95	95.18%	住宅/商业
金麟府项目	北京市经济技术开发区	3.77	12.29	62.76%	住宅/配套商业/ 幼儿园
金港嘉园项目	北京市顺义区临空经济核心区	4.51	17.75	69.91%	住宅/配套商业/ 幼儿园
金林嘉苑项目	北京市房山区阎村镇	7.3	25.14	26.62%	住宅/公共配套/ 幼儿园
金隅学府项目	北京市经济技术开发区	3.81	15.91	80.31%	住宅/商业
金辰府项目	北京市昌平区北七家镇	7.1	28.01	48.28%	住宅
西郊砂石厂西区项目	北京市海淀区田村山	8.46	35.87	99.81%	住宅/商业/公租
房山项目	北京市房山区长阳	7.81	26.41	100%	住宅/商业
金隅·时代城(含金隅环球金融中心)	呼和浩特市赛罕区敕勒川大街与腾飞路交汇处	15.01	60.69	97.31%	住宅/商业
长辛店项目(张郭庄)	北京市丰台区长辛店张郭庄地区	8.94	32.73	99.64%	住宅/办公/配套 商业/车位
成都大成郡	成都市双流县西航港街道星月路69号	7.65	36.19	80.95%	住宅/商业
成都珑熙郡	成都市武侯区聚龙路999号	3.38	15.12	79.48%	住宅/商业
成都珑熙中心	成都市武侯区万兴路477号	3.65	16.83	90.11%	商业
成都上熙府	成都市郫都区郫筒长清路333号	2.9	9.39	49.97%	住宅/商业
成都金成东府	成都市高新区崇和二街599号	5.5	18.23	99.21%	住宅
成都上城郡	成都市新都区大丰蚕丛路181号	4.77	13.71	55.44%	住宅/商业
成都金成西府	成都市高新区崇和一街555号	6.1	19.87	7.02%	住宅
海口西溪里	海南省海口市美兰区海甸一东路	10.78	28.23	97.66%	住宅/商业
海口阳光郡	海口市秀英区长滨路	11.72	32.41	84.15%	住宅/商业
杭州观澜时代2-F/G	杭州市钱塘新区江平路	2.22	9.37	67.66%	商业
金隅中铁诺德·都会森林	杭州市江干区景芳三堡	6.48	25.79	99.94%	住宅
杭州-笕桥42号地块	杭州市上城区笕桥板块	4.17	12.26	99.93%	住宅
杭州-笕桥52号地块	杭州市上城区笕桥板块	3.37	11.4	99.91%	住宅
马鞍山项目	安徽省马鞍山市花山区佳山东麓	8.29	10.88	99.08%	住宅/商业
南七花园项目	安徽省合肥市金寨路和望江西路交口	15.89	66.08	94.77%	住宅/商业
宁波-高新区GX03-01-07地块	宁波市高新区翔云路	3.61	10.56	89.44%	住宅
宁波-高新区GX03-02-15地块	宁波市高新区百合路	4.28	13.67	90.74%	住宅
宁波-高新区GX03-02-16地块	宁波市高新区百合路	4.43	13.89	91.63%	住宅
宁波-姚江船闸	宁波市江北区姚江大桥东南侧	2.37	7.06	40.36%	商业
上海-菊园项目	上海市嘉定区菊园新区	11.23	35.7	90.42%	住宅/商业
上海-徐行项目	上海市嘉定区徐行镇	4.03	10.15	87.94%	住宅/自持租赁
南京G20(九龙湖)	江苏省南京市江宁区诚信大道与长亭街交界处	5.74	21.79	86.00%	居住/商业
南京奶牛场项目G37	南京市江浦镇	4.46	10.42	89.00%	住宅
南京奶牛场项目	南京市江浦镇	13.93	32.96	73.00%	住宅/配套商业
青岛镇江路项目	山东省青岛市市北区镇江路12号	5.4	28.47	86.27%	住宅/商业/公寓
桥湾苑项目	天津市红桥区红旗北路与邵公庄大街交口东北侧	0.79	5.35	92.77%	住宅/商业
迎顺大厦项目	天津市南开区迎水道与苑中路交口	1.23	6.95	15.77%	住宅/商业/办公
唐山-金岸红堡A02项目	唐山市路南区	7.51	20.96	28.00%	住宅/商业
唐山-曹妃甸E-02-02项目	河北省唐山市曹妃甸区	6.91	12.51	49.27%	住宅/商业
西三旗建材城中路地块(鸡场)	北京市海淀区	1.47	4.64	88.13%	共有产权房
承德-金隅府	承德鹰手营子矿区	4.89	11.32	60.00%	住宅/商业
<b>合计</b>		<b>253.84</b>	<b>847.91</b>		

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 64：公司主要在建项目情况**

项目名称	区域分布	土地面积 (万㎡)	建筑面积 (万㎡)	经营业态	总投资额 (亿元)	预计完工时间
<b>商品房</b>						
上城郡项目	北京市	29.72	40.15	住宅	93.61	2025年5月
云筑家园	北京市	2.73	10.29	住宅	52.25	2024年8月
永丰(汇德里)	北京市	5.91	14.44	住宅	67.00	2024年9月
平坊村项目(怡朗佳园)	北京市	7.97	28.89	住宅	64.20	2025年1月
金住项目(云筑二期)	北京市	3.45	13.85	住宅	59.49	2025年5月
望京之星	北京市	0.73	2.19	商业	9.26	2023年9月
杭州-彭埠项目	杭州市	5.23	12.56	住宅	52.07	2024年12月
合肥市南七文创项目	合肥市	3.7	15.75	商业、办公	27.03	2023年9月
合肥包河 S1606 地块	合肥市	15.18	50.4	住宅、商业	82.55	2023年6月
合肥-包河 S1802 地块	合肥市	9.66	26.22	住宅、商业、办公	31.82	2023年5月
合肥-山湖云筑项目	合肥市	7.56	18.59	住宅、商业	27.03	2024年11月
宁波东部新城项目	宁波市	3.69	12.29	住宅、商业	35.89	2023年11月
杨浦 R-09 项目	上海市	3.4	12.88	住宅	95.00	2024年3月
重庆南山郡	重庆市	45.08	57.42	住宅、商业	59.74	2023年10月
重庆时代都汇	重庆市	19.86	91	住宅、商业	54.98	2023年8月
重庆新都会项目	重庆市	38.1	220.44	住宅、商业	201.17	2027年12月
青岛-金玉府	青岛市	18.98	41.72	住宅、商业	47.54	2024年4月
南京 G79 项目	南京市	2.96	10.77	居住用地	21.00	2023年11月
常州钟棣项目	常州市	5.89	16.11	住宅、配套商业	27.69	2024年8月
紫京四季 G88	南京市	6.92	19.5	住宅	48.50	2024年5月
天津空港地块	天津市	13.23	28.91	住宅	85.46	2023年12月
天津金钟地块	天津市	19.01	53.37	住宅、商业	64.80	2025年12月
天津津辰项目(水泥厂二分厂)	天津市	4.67	11.14	住宅、商业	16.21	2024年6月
天津津辰项目(水泥厂三分厂)	天津市	8.2	23.1	住宅、商业	30.80	2024年12月
天津津辰项目(O13号地)	天津市	5.88	18.08	住宅	27.87	2024年6月
唐山金隅乐府项目	唐山市	16.59	30.46	住宅、商业	34.48	2023年12月
唐山-启新 C01 项目	唐山市	4.81	17.14	住宅、商业	19.01	2023年8月
唐山-启新 C02 项目	唐山市	4.22	14.6	住宅、商业	15.57	2024年9月
唐山-启新 C04 项目	唐山市	0.78	0.68	服务设施用地	0.64	2023年11月
唐山-冀东水泥集团水机技校	唐山市	1.26	2.76	商业	1.98	2023年6月
唐山-冶金矿山 A01	唐山市	4.59	15.8	住宅	17.20	2025年6月
<b>商品房小计</b>		<b>319.96</b>	<b>931.5</b>		<b>1471.84</b>	
<b>保障房</b>						
康惠园定向安置房项目 7、21 号楼	北京市	-	6.05	定向安置房	8.28	2023年6月
油毡厂项目	北京市	7.08	28.98	定向安置房	38.86	2024年12月
清河安宁庄地块(北陶)	北京市	6.89	19.22	共有产权房	55.13	2023年9月
清河安宁庄地块(东陶)	北京市	4.51	15.84	共有产权房	42.51	2023年9月
<b>保障房小计</b>		<b>18.48</b>	<b>70.09</b>		<b>144.78</b>	
<b>合计</b>					<b>338.44</b>	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司作为涵盖多元化业务的大型综合性企业集团，公司一直以来都能够得到银行等金融机构的大力支持，充足的授信额度为公司各类业务开展奠定了良好基础。公司作为北京国管旗下 A+H 股上市公司，下属子公司冀东水泥和冀东装备亦为 A 股上市公司，拥有多重股权融资渠道。此外，公司先后在银行间、交易所市场公开发行多期中期票据、短期融资券、公司债等多个品种的直接债务融资工具，债务融资能力较强，为业务的持续发展提供有力保障。

**图表 65：公司存续债券情况**

债券简称	债券类别	发行日期	到期日	发行规模 (亿元)	利率类型	当期票面 利率 (%)
金隅 KY02	一般公司债	2023/4/19	2026/4/21	20	固定利率	3.45
23 金隅 SCP003	超短期融资券 (SCP)	2023/4/11	2023/12/15	20	固定利率	2.43
23 金隅 SCP002	超短期融资券 (SCP)	2023/3/22	2023/11/23	20	固定利率	2.35
23 金隅 MTN001	中期票据	2023/3/13	2025/3/15	20	固定利率	3.4
23 金隅 SCP001	超短期融资券 (SCP)	2023/2/7	2023/10/26	30	固定利率	2.38
22 金隅 Y5	一般公司债	2022/8/19	2025/8/23	20	累进利率	2.95
22 金隅 Y6	一般公司债	2022/8/19	2027/8/23	5	累进利率	3.35
22 金隅 Y4	一般公司债	2022/1/14	2027/1/18	15	累进利率	3.87
22 金隅 Y2	一般公司债	2022/1/5	2027/1/7	5	累进利率	3.87
22 金隅 Y1	一般公司债	2022/1/5	2025/1/7	10	累进利率	3.39
21 金隅 Y2	一般公司债	2021/12/17	2024/12/21	15	累进利率	3.4
21 金隅 01	一般公司债	2021/11/18	2026/11/22	20	累进利率	3.17
21 金隅 Y1	一般公司债	2021/11/11	2023/11/15	15	累进利率	3.28
20 金隅 04	一般公司债	2020/8/12	2025/8/14	15	累进利率	3.64
20 金隅 MTN002	中期票据	2020/6/17	2023/6/19	15	累进利率	3.98
20 金隅 03	一般公司债	2020/6/12	2025/6/16	20	累进利率	3.24
20 金隅 02	一般公司债	2020/1/9	2027/1/10	45	累进利率	3.99
19 金隅 MTN003	中期票据	2019/11/12	2024/11/14	20	固定利率	4.13
19 金隅 MTN002	中期票据	2019/8/7	2024/8/9	20	固定利率	3.94
19 金隅 MTN001	中期票据	2019/3/7	2024/3/11	25	固定利率	4.35
19 金隅 02	一般公司债	2019/1/8	2026/1/9	15	累进利率	4.07
18 金隅 MTN003	中期票据	2018/8/9	2023/8/13	25	固定利率	4.7
18 金隅 02	一般公司债	2018/7/11	2025/7/12	15	累进利率	5
18 金隅 01	一般公司债	2018/7/11	2023/7/12	15	累进利率	3.35
17 金隅 02	一般公司债	2017/5/18	2024/5/19	5	累进利率	2.95

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 3.2 投资性物业区位优势显著，租金和出租率保持高位

公司是北京地区最大、业态最丰富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。公司在北京拥有环贸中心、腾达大厦以及金隅大厦等优质投资性物业，主要分布在北京三环以内市区，地理位置优势凸显。

截至 2022 年末，公司在北京、天津地区持有的高档写字楼、商业、产业园区等投资性物业面积合计为 217.9 万平方米，除部分自用外其余均用于对外出租，可出租面积为 165.4 万平



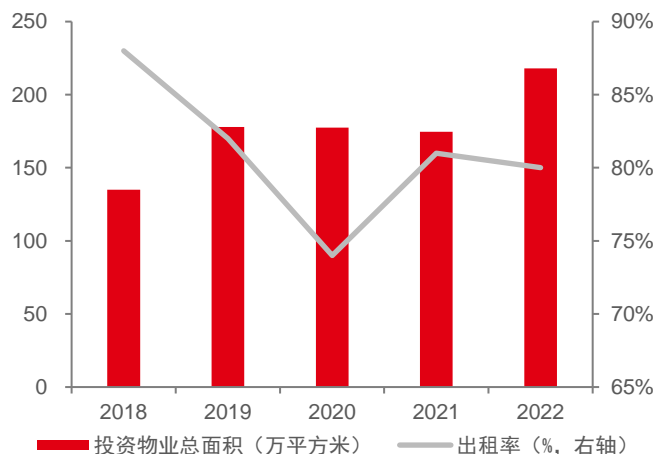
平方米。2022年，公司投资性物业综合平均出租率为80%，综合平均出租单价为5.8元/平方米/天，同比提高0.9元/平方米/天。公司在北京核心区域的高档投资性物业121.5万平方米，综合平均出租率为80.56%，综合平均出租单价为7.24元/平方米/天，同比提高0.24元/平方米/天。

**图表 66：公司持有的投资性物业（截至 2022 年末）**

物业	可出租面积（万平方米）	出租率（%）	出租单价（元/平方米/天）
环贸一期	8.8	89%	11.8
环贸二期	10.1	96%	9.9
环贸三期	3.1	75%	9.5
腾达大厦	6.1	91%	10.1
金隅大厦	3.9	91%	12.3
建材经贸、建达大厦	2.4	72%	6.4
环渤海金岸卖场	18.5	95%	1.5
高新产业园一期	12	100%	2.3
高新产业园二期	8.5	31%	2.4
智造工场一期	7.5	99%	5.9
智造工场二期	3.3	95%	6.4
其他	81.1	68%	6.9
合计	165.4	80%	5.8

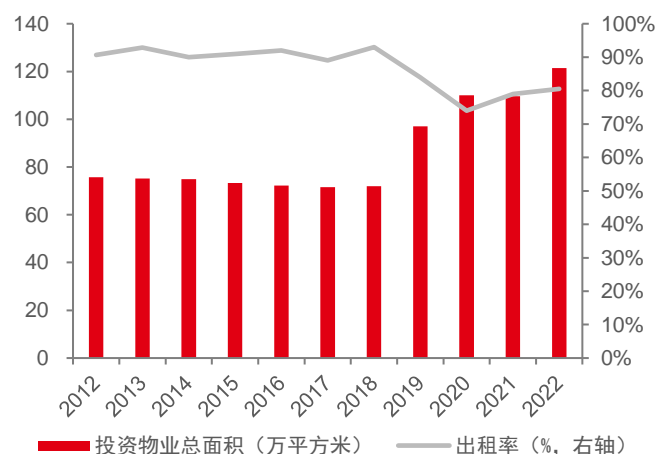
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 67：公司投资物业总面积及出租率（万平方米，%）**



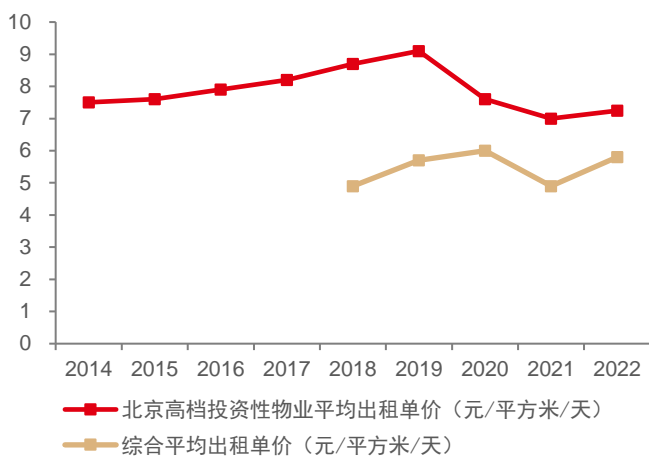
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 68：公司在北京的高档投资物业面积及出租率（万平方米，%）**



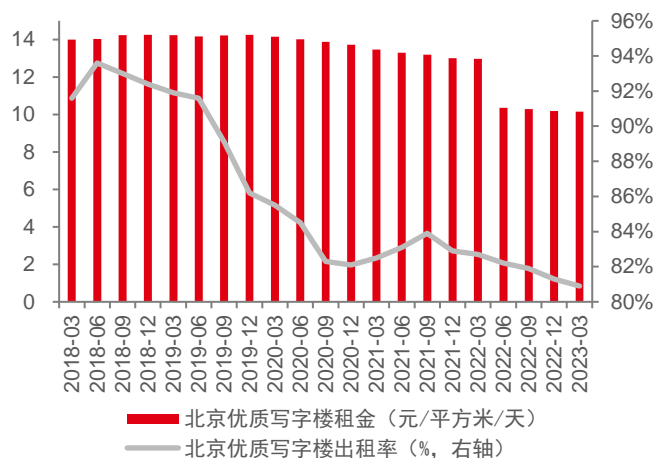
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 69: 公司投资物业平均出租单价及在北京的高档投资物业出租单价 (元/平方米/天)



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 70: 北京优质写字楼租金及出租率 (元/平方米/天, %)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 公司分业务盈利预测

假设:

1) 水泥及熟料业务: 我们认为随着雄安新区重点工程等重大基建工程项目建设提速以及房地产端降幅边际收敛, 华北地区水泥需求将获得支撑。同时, 依托北方地区水泥行业较好的共识自律意识, 华北地区水泥价格有望保持韧性。我们预计 2023-2025 年公司水泥及熟料销量增速分别为 5%/3.5%/3%; 吨收入分别为 337/337/337 元/吨、吨成本分别为 266.5/264.5/264 元/吨、吨毛利分别为 70.5/72.5/74.0 元/吨。

2) 混凝土业务: 随着疫情因素消散, 项目开复工提速, 混凝土需求有望获得改善, 混凝土单方收入及毛利率也将有所修复。我们预计 2023-2025 年公司混凝土实现销量分别为 1300/1400/1450 万立方米, 单方收入分别为 392/394/394 元/立方米, 毛利率分别为 9.0%/9.5%/9.5%。

3) 骨料及危废固废处置: 预计公司 2023-2025 年骨料及危废固废处置业务营收增速分别为 10%/7.5%/5%, 毛利率保持在 38.5%。

4) 新型建材与商贸物流: 预计公司 2023-2025 年新型建材与商贸物流营收增速分别为 5%/3%/2%, 保持稳健发展, 毛利率小幅改善, 预计分别为 2.85%/2.95%/3.0%。

5) 地产开发及运营业务: 2023-2025 年, 公司预计完工项目建筑面积分别为 43.87/241.99/152.06 万平方米, 分别占 2022 年签约销售面积的 0.48 倍、2.64 倍和 1.66 倍; 且在建项目主要分布于北京、上海、杭州、南京、重庆、天津等高能级城市, 为公司房地产业务发展提供较强的支撑。我们预计公司 2023-2025 年地产开发及运营业务营收增速分别为 25%/15%/10%, 毛利率分别为 16.5%/18.0%/18.5%。

图表 71：公司分业务收入及毛利率预测（亿元，%）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>水泥及熟料</b>						
销量（万吨）	10733	9972	8688	9122	9442	9725
同比增速（%）	11.34%	-7.09%	-12.88%	5.0%	3.5%	3.0%
吨收入（元/吨）	287.00	320.31	339.90	337	337	338
收入（亿元）	308.04	319.41	295.30	307.42	318.18	328.70
同比增速（%）	1.46%	3.69%	-7.55%	4.11%	3.50%	3.31%
吨成本（元/吨）	189.22	235.16	272.08	266.5	264.5	264.0
成本（亿元）	203.09	234.50	236.38	243.11	249.73	256.74
吨毛利（元/吨）	97.78	85.15	67.82	70.5	72.5	74.0
毛利（亿元）	104.95	84.91	58.92	64.31	68.45	71.96
毛利率（%）	34.07%	26.58%	19.95%	20.92%	21.51%	21.89%
<b>骨料及危废固废处置</b>						
收入（亿元）	26.94	24.10	23.62	25.98	27.93	29.32
同比增速（%）	10.50%	-10.54%	-2.02%	10.0%	7.5%	5.0%
成本（亿元）	14.62	13.32	14.22	15.98	17.18	18.04
毛利（亿元）	12.32	10.79	9.40	10.00	10.75	11.29
毛利率（%）	45.72%	44.76%	39.81%	38.5%	38.5%	38.5%
<b>混凝土</b>						
销量（万立方米）	1615	1528	1192	1300	1400	1450
单方收入（元/立方米）	395	387	389	392	394	394
收入（亿元）	63.79	59.04	46.33	50.96	55.16	57.13
成本（亿元）	55.48	52.77	42.61	46.37	49.92	51.70
毛利（亿元）	8.31	6.27	3.72	4.59	5.24	5.43
毛利率（%）	13.03%	10.62%	8.04%	9.0%	9.5%	9.5%
<b>新型建材与商贸物流</b>						
收入（亿元）	329.46	389.08	398.45	418.37	430.92	439.54
同比增速（%）	24.43%	18.10%	2.41%	5%	3%	2%
成本（亿元）	320.17	374.88	387.60	406.45	418.21	426.36
毛利（亿元）	9.29	14.20	10.86	11.92	12.71	13.19
毛利率（%）	2.82%	3.65%	2.72%	2.85%	2.95%	3.0%
<b>地产开发及运营</b>						
收入（亿元）	360.92	442.50	258.49	323.11	371.58	408.73
同比增速（%）	16.36%	22.60%	-41.58%	25%	15%	10%
成本（亿元）	290.83	366.47	202.23	269.80	304.69	333.12
毛利（亿元）	63.63	71.83	56.25	53.31	66.88	75.62
毛利率（%）	18.89%	16.23%	14.65%	16.5%	18.0%	18.5%
<b>板块抵消及其他业务</b>						
收入（亿元）	-9.10	2.21	6.03	28	32	34
成本（亿元）	-19.03	-6.30	-8.36	12	14	14
毛利（亿元）	9.92	8.51	14.39	16	18	20
<b>合计</b>						
收入（亿元）	1080.05	1236.34	1028.22	1153.85	1235.77	1297.43
同比增速（%）	17.61%	14.47%	-16.83%	12.22%	7.10%	4.99%
成本（亿元）	865.16	1035.65	874.67	993.71	1053.73	1099.95
毛利（亿元）	214.89	200.70	153.56	160.14	182.04	197.48
毛利率（%）	19.90%	16.23%	14.93%	13.88%	14.73%	15.22%

资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

## 4.2 可比公司估值与投资建议

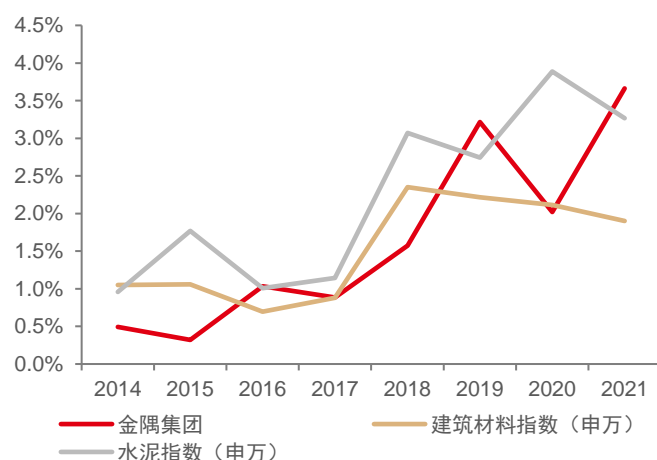
公司是华北区域水泥龙头，水泥产能位居全国第三。短期来看，随着华北水泥市场景气度逐渐复苏，公司水泥吨毛利有望逐季修复。中长期来看，公司积极推进东北、西北地区水泥市场格局优化，公司在北方地区市占率有望进一步提升。房地产业务方面，未来3年公司预计完工项目建筑面积为2022年签约销售面积的4.8倍，且项目主要分布于高能级城市，为公司房地产业务发展提供较强的支撑。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为13.58/17.45/22.18亿元，EPS分别为0.13/0.16/0.21元。公司股息率与股利支付率已达到近年高点，核心资产质优低估；首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 72：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E			EPS (元)			P/B		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600585.SH	海螺水泥	1360.98	177.73	199.78	220.28	8.07	7.18	6.51	3.36	3.77	4.16	0.73	0.68	0.64
000877.SZ	天山股份	746.79	72.19	79.16	91.97	10.35	9.43	8.12	0.83	0.91	1.06	10.35	9.43	8.12
600801.SH	华新水泥	250.68	36.56	43.12	48.66	8.45	7.16	6.35	1.74	2.06	2.32	8.45	7.16	6.35
000401.SZ	冀东水泥	225.42	18.67	22.75	25.25	12.07	9.91	8.93	0.70	0.86	0.95	12.07	9.91	8.93
000672.SZ	上峰水泥	107.99	14.07	15.71	17.69	7.67	6.87	6.11	1.45	1.62	1.82	7.67	6.87	6.11
002233.SZ	塔牌集团	97.89	7.71	9.05	10.05	12.70	10.81	9.74	0.65	0.76	0.84	12.70	10.81	9.74
	均值	-	54.49	61.60	68.98	9.89	8.56	7.62	1.46	1.66	1.86	8.66	7.48	6.65
000002.SZ	万科A	1747.80	234.50	244.79	257.09	7.91	7.57	7.21	1.97	2.05	2.16	0.68	0.63	0.60
600048.SH	保利发展	1706.99	217.93	246.35	261.82	7.83	6.93	6.52	1.82	2.06	2.19	0.78	0.71	0.67
600383.SH	金地集团	379.23	73.95	74.53	72.01	5.13	5.09	5.27	1.64	1.65	1.59	0.52	0.48	0.46
002244.SZ	滨江集团	308.34	45.52	54.81	61.00	6.77	5.63	5.05	1.46	1.76	1.96	1.01	0.87	0.72
	均值	-	142.98	155.12	162.98	6.91	6.30	6.01	1.72	1.88	1.97	0.75	0.67	0.61
601992.SH	金隅集团	223.02	13.58	17.45	22.18	19.03	14.81	11.65	0.13	0.16	0.21	0.44	0.43	0.42

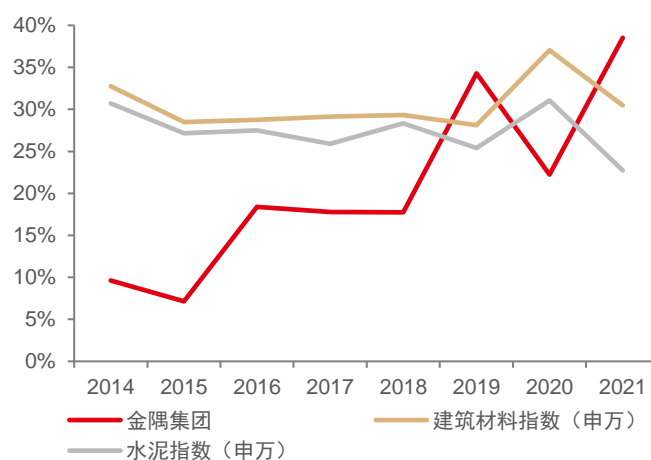
注：可比公司盈利预测来自 iFind 的一致预期；资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 73：金隅集团/建材/水泥指数(申万)股息率 (%)

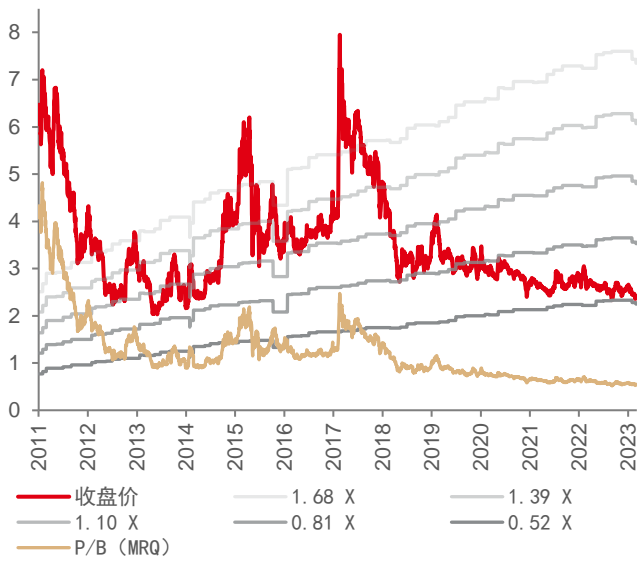


资料来源：iFind，中邮证券研究所

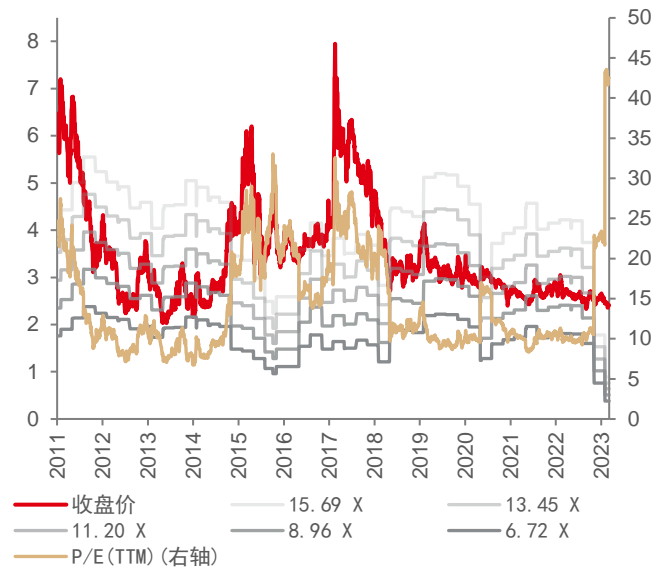
图表 74：金隅集团/建材/水泥指数(申万)股利支付率 (%)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表 75: 金隅集团 P/B-Band**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表 76: 金隅集团 P/E-Band**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

## 5 风险提示

宏观经济下行, 基建、房地产投资增速大幅下降风险; 房地产政策端放松力度不及预期; 燃料价格大幅上涨风险; 水泥供给端整合优化不及预期。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	102822	115385	123577	129743	营业收入	-16.8%	12.2%	7.1%	5.0%
营业成本	87467	99371	105373	109995	营业利润	-56.3%	-12.4%	30.5%	28.3%
税金及附加	1274	1429	1531	1607	归属于母公司净利润	-58.7%	12.0%	28.5%	27.1%
销售费用	2370	2481	2657	2789	<b>获利能力</b>				
管理费用	6958	6808	7291	7590	毛利率	14.9%	13.9%	14.7%	15.2%
研发费用	410	288	309	324	净利率	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%
财务费用	2688	2977	3040	2975	ROE	1.9%	2.3%	2.9%	3.6%
资产减值损失	-828	-300	-350	-400	ROIC	1.0%	1.9%	2.4%	2.7%
<b>营业利润</b>	<b>3129</b>	<b>2742</b>	<b>3579</b>	<b>4591</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	373	380	390	400	资产负债率	66.3%	68.1%	68.1%	67.8%
营业外支出	177	190	200	200	流动比率	1.32	1.27	1.27	1.29
<b>利润总额</b>	<b>3325</b>	<b>2932</b>	<b>3769</b>	<b>4791</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1585	993	1276	1622	应收账款周转率	13.58	14.89	15.42	15.64
<b>净利润</b>	<b>1740</b>	<b>1940</b>	<b>2493</b>	<b>3169</b>	存货周转率	0.90	1.03	1.08	1.11
<b>归母净利润</b>	<b>1213</b>	<b>1358</b>	<b>1745</b>	<b>2218</b>	总资产周转率	0.36	0.41	0.43	0.45
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	<b>0.16</b>	<b>0.21</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.11	0.13	0.16	0.21
货币资金	15996	12388	15125	18100	每股净资产	5.96	5.47	5.58	5.73
交易性金融资产	1117	1117	1117	1117	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	8040	8338	8648	8962	PE	21.31	19.03	14.81	11.65
预付款项	1705	1789	1897	1969	PB	0.41	0.44	0.43	0.42
存货	111184	112983	116087	118395	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>156824</b>	<b>156312</b>	<b>163218</b>	<b>169145</b>	净利润	1740	1940	2493	3169
固定资产	43654	42276	40712	38993	折旧和摊销	4904	4566	4673	4877
在建工程	3605	3284	3027	2822	营运资本变动	5396	955	334	-445
无形资产	15887	15359	14744	14029	其他	1926	2661	3142	3133
<b>非流动资产合计</b>	<b>124696</b>	<b>126040</b>	<b>125977</b>	<b>124710</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>13965</b>	<b>10121</b>	<b>10643</b>	<b>10733</b>
<b>资产总计</b>	<b>281520</b>	<b>282352</b>	<b>289195</b>	<b>293855</b>	资本开支	-4611	-1563	-1793	-1771
短期借款	25483	25483	25283	25283	其他	-2122	-3292	-2133	-1121
应付票据及应付账款	22660	22855	24236	25299	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6732</b>	<b>-4855</b>	<b>-3926</b>	<b>-2891</b>
其他流动负债	70701	75057	78780	80874	股权融资	1022	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>118845</b>	<b>123396</b>	<b>128299</b>	<b>131455</b>	债务融资	-3981	970	-230	-1000
其他	67779	68749	68719	67719	其他	-9706	-3624	-3750	-3867
<b>非流动负债合计</b>	<b>67779</b>	<b>68749</b>	<b>68719</b>	<b>67719</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-12665</b>	<b>-2654</b>	<b>-3980</b>	<b>-4867</b>
<b>负债合计</b>	<b>186624</b>	<b>192145</b>	<b>197018</b>	<b>199175</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-5471</b>	<b>2613</b>	<b>2737</b>	<b>2975</b>
股本	10678	10678	10678	10678					
资本公积金	5432	5432	5432	5432					
未分配利润	27652	22177	23137	24357					
少数股东权益	31266	31848	32596	33546					
其他	19868	20072	20334	20666					
<b>所有者权益合计</b>	<b>94896</b>	<b>90207</b>	<b>92177</b>	<b>94680</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>281520</b>	<b>282352</b>	<b>289195</b>	<b>293855</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048