

巢东股份(600318.sh)

海螺后院也有空间

黄立图 分析师

电话: 020-87555888-832

eMail: hlt2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210090009

受益合肥经济圈, 水泥主业始发力

我们看好合肥经济圈未来几年的基础设施建设, 该地区水泥市场需求将快速扩容。公司主营业务回归水泥主体, 将立足在巢湖地区做强做大。

盈利预测与估值评级

假设公司 2010 年、2011 年、2012 年分别销售水泥和熟料(累计)共 310、450、500 万吨, 水泥价格从当前 500 元/吨的高位回调 100-150 元。由于安徽省水泥销售存在明显的季节差异, 因为我们对各个季度的水泥销量、价格进行分别估计和计算, 在此基础上形成对全年业绩的预测。我们假设一、二、三、四季度水泥销量分别占到全年销量的 15%、23.5%、26.5%和 35%; 基于供需结构好转, 价格体系更好维护, 假设 2011 年全年均价比 2010 年上涨 120 元左右。

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别达到 0.16、0.61、0.81。考虑到公司 2011 年业绩大增, 公司在巢湖地区(合肥经济圈)水泥市场的规模优势和品牌优势以及政府给予多方的支持, 加之公司凹凸棒资源潜在价值巨大, 给予目标价 16.50 元, 对应于 27 倍市盈率。

关键假设

风险提示

- 1、煤炭价格上涨将压缩水泥企业的营利空间。
- 2、2011 年水泥价格体系维护低于预期, 均价上升不如预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	529.69	602.99	1064.075	1855.350	2253.500
增长率(%)	-10.97%	13.84%	76.47%	74.36%	21.46%
EBITDA(百万元)	-18.79	86.39	186.69	318.59	406.01
净利润(百万元)	-91.26	5.26	39.10	146.43	196.50
增长率(%)	-508.98%	-105.76%	643.14%	274.53%	34.19%
每股收益(元)	-0.377	0.022	0.162	0.605	0.812
市盈率	-10.79	375.12	72.23	19.29	14.37
市净率	2.33	4.57	6.06	4.61	3.49
EV/EBITDA	-75.88	30.39	19.78	12.23	9.49

数据来源: 安徽巢东水泥股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	13.78
目标价格(元)	16.50
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	8.81%	67.65%	61.73%
沪深300	-3.92%	-2.57%	-9.45%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	242.00/242.00
主要股东:	
PROSPERITY MINERALS INVESTMENT LIMITED	
主要股东持股比例	33.06%

财务比率

ROE	1.22%
ROA	2.47%
资产负债率	70.77%
每股净资产(元)	1.78

2009 年报数据

环巢湖经济圈——海螺后院也有一片天

合肥经济圈发展迅速

安徽省环巢湖经济圈，也称之为合肥经济圈。根据规划，该经济圈包括合肥、淮南、六安、巢湖四市及桐城市，土地面积约3.86万平方公里，2009年户籍总人口1978万人。在这个经济圈中，巢湖市作为东翼城市，将着重发展建材、化工等行业，将成为合肥经济圈重化工基地、建材及新材料基地、农副产品加工供应基地、旅游休闲度假基地、劳务基地，合肥经济圈东向发展门户和水上交通门户。

根据《合肥经济圈城镇建设体系规划（2010-2020）》，该地区将迎来较好的发展机遇。

（1）经济规模：到2015年，合肥经济圈的经济规模持续提高，占全省比重由2008年的36.37%提高到45%以上。到2020年，合肥经济圈国内生产总值预期18000亿（合肥9000亿、六安3000亿、巢湖3000亿、淮南2400亿、桐城600亿），年均增长14%以上。

（2）人口规模：预计到2020年，合肥经济圈总人口约为2400万人，城镇人口约为1580万人；2030年，合肥经济圈总人口约为2635万人，城镇人口约为1990万人。

（3）城镇化水平：到2020年，城镇化水平为65%-68%；2030年，城镇化水平为75%-78%。

图1：合肥经济圈示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

基础设施建设将引爆建材市场

根据发展规划，构筑以合肥为主枢纽，客运高速化、货运物流化、综合枢纽换乘便捷化的一体化现代综合交通运输体系，形成1小时通勤圈和生活圈。未来几年将努力构建区域交通体系，形成由六合宁区域通道（东西向）、沿江区域通道（东西向）、京福

区域通道（南北向）和合安区域通道（南北向）所构成的四大运输通道基本框架。同时，将合肥、淮南、六安、巢湖、桐城五市中心城区通达运输通道的平均时间控制在20 分钟以内，将肥东、肥西、长丰、凤台、含山、庐江、舒城等县县城中心通达运输通道的平均时间应控制在15分钟以内。

表1：合肥经济圈运输通道规划

名称	方向	途经城镇	主要线路
六合宁区域	东↔西	合肥、六安、肥东、全椒、金寨、叶集镇、三十铺镇	312 国道（含合宁高速）、合六叶高速公路、六合巢高速公路、沪汉蓉客运专线、宁西铁路、六合宁城际等
沿江区域	东↔西	和县、含山、无为、枞阳、二坝、高沟等	扬州—武汉高速公路、沿江高速公路、沿江铁路、宁安城际、长江水运航道等
京福高速	南↔北	合肥、淮南、巢湖、铜陵、蚌埠、肥东、长丰、肥东、双墩、长临河、二坝等	合淮阜高速公路、京福高速公路（徐福高速公路走向）、合巢芜高速公路、合巢马高速公路、合淮快速联络线、淮南线（合淮阜铁路、水蚌铁路）、京福高铁（合蚌客运专线）、华东第二通道（商丘—杭州）高铁、江淮运河、巢湖—裕溪河—长江水运航道等
合安区域	南↔北	合肥、肥西、庐江、舒城、桐城、安庆等	合安高速、合安城际、合九铁路、合铜黄高速、合铜铁路、长江—菜子湖—巢湖水运航道等

数据来源：合肥经济圈城镇建设体系规划（2008-2020）、广发证券发展研究中心

图2：合肥经济圈轨道交通规划图



数据来源：滨湖论坛、广发证券发展研究中心

此外，文件中对重大交通基础设施进行了规划：

（1）机场：规划新建合肥新桥国际机场。2020年旅客吞吐量1100万人次、货运

吞吐量15万吨，2030 年旅客吞吐量2400万人次、货运吞吐量32万吨。

(2) 铁路站场：规划新建合肥高铁站和淮南高铁站。合肥高铁站按高峰集聚人数8000-10000人设置，2020 年设计规模2880万人次。提升合宁高速铁路巢湖北站站场等级。结合新建高速铁路、城际轨道选线和产业基地需求，布置铁路站场、轨道换乘站和专用铁路站。

(3) 港口：加强合裕航道的整治和裕溪口、巢湖复线船闸工程建设。重点建设合肥港南淝河港区、店埠河港区、派河港区，巢湖港巢城港区、和县郑蒲万吨级深水港区、无为土桥深水港区，六安港周集港区、临淮岗港区，淮南新集港、花家湖、泥河港等大型煤炭枢纽港以及桐城孔城港区和鲟鱼港区。

(4) 过江通道：推进过江通道建设，建设马鞍山长江公路大桥、芜湖长江公路二桥（徐州——福州高速公路的过江通道）、芜湖长江三桥（商丘——杭州高速铁路的过江通道）、铜陵公铁两用长江大桥（京福高铁的过江通道）、芜湖戈矾山过江隧道和城南过江隧道、池州长江公路大桥等。全面对接沿江城镇群，推动“沿江联动、跨江合作”。

(5) 跨淮河通道：增设跨淮河通道，新增凤台淮河二桥、平圩淮河二桥、淮上淮河大桥和孔李淮河大桥，促进淮河南、北两岸经济联系。

目前，京福高速铁路（巢湖市境内约120公里，设计时速350公里/小时。总投资772亿元，平均每公里造价1.3亿元。）已经开工建设。此外，北沿江高速公路（全长约458公里）马鞍山至巢湖段全长35.78公里已于2010年6月开工建设。我们预期，随着安徽省对合肥经济圈的建设投资力度加大，大量高铁、公路和城市新建改造工程的推进，该经济圈将直接拉动建材市场需求的高速扩容，进而直接拉动水泥消费。保守估计，该地区水泥需求保持20%增速增长。

没有海螺介入的水泥市场群雄并起

巢湖地区水泥企业存在明显优势：

(1) 石灰石资源储量丰富。全市已探明的石灰石储量21亿吨，远景储量预计达160亿吨，按日产5000吨生产线需0.6亿吨资源来估算，可供开发的资源充足。

(2) 水泥市场空间相对宽广。水泥消费存在运输半径，公路运输半径200公里，水路运输半径500公里。巢湖市水泥的核心市场为巢湖、合肥、六安三市，外围市场为滁州、皖北及江苏省沿江地区。

在合肥经济圈范围中，全国水泥龙头企业海螺水泥并未涉足该市场。主要的水泥企业都集中在巢湖地区，呈群雄并起的局势。其中，巢东股份、盘景水泥、铁鹏海豹、瀛浦金龙、维新高新等熟料和水泥产能规模相近，分别拥有300万吨左右水泥产能。初步估计，2010年该地区水泥产销量约为3000万吨。

2010年1-8月，巢湖全市共淘汰水泥落后生产线5条，淘汰落后产能48.8万吨，超过安徽省政府下达巢湖的落后产能淘汰任务28.8万吨。至此，巢湖全市前后共淘汰水泥落后生产线45条，淘汰落后产能489.6万吨。

由于国家出台水泥行业准入政策后，安徽省已经停止审批新建生产线，巢湖地区水泥产能的增量将取决于“930”政策之前获得发改委审批通过的生产线规划。据我们统计，安徽瀛浦金龙、巢东股份海昌三线、大江水泥等尚有可能各新增5000t/d的产能规模。由此来看，该地区水泥产量将保持在3000-3600万吨之间。随着合肥经济圈的开发加速，水泥市场的供需结构将不断改善，水泥价格有望保持相对高位。

表2：安徽省巢湖地区水泥产能分布情况（截止2010年底）

企业	熟料-水泥产能 (万吨)	地点	设计产能 (t/d)	年熟料产能 生产线	余热发电	投产日期
盘景水泥	310-356	巢湖和县	5000	155.00	9MW（10年6月）	08年12月
			5000	155.00	9MW（10年6月）	09年08月
安徽铁鹏海豹水泥	279-200	巢湖含山	2500	77.50		05年10月
			1500	46.50		
			5000	155.00	7.5MW（11年）	预计11年
安徽瀛浦金龙水泥 （中材旗下）	310-250 粉磨站11年	巢湖居巢	5000	155.00	9MW（11年）	08年8月
			5000	155.00	9MW（11年）	09年4月
			5000			通过审批
巢东水泥	390-450	巢湖含山	700	21.70	淘汰	
		巢湖含山	700	21.7	淘汰	
		巢湖	1500	46.50	淘汰	
		巢湖	2500	77.50	4.5MW	或搬迁
		海昌一线	5000	155.00	9MW	2009年
		海昌二线	5000	155.00	9MW	2010年底
		海昌三线	5000			通过审批
安徽皖维高新材料	325+100	巢湖	1000	31.00		
			1000	31.00		
			6000	186.00	9MW（09年7月）	05年
大江水泥	150+280	六安	2500	77.50	4.5MW（09年）	05年9月
			2500			
		巢湖庐江	4500	155	8MW	通过审批
安徽乌江水泥	60+	巢湖和县	5000			预计11年
			1500			
巢湖铁道水泥	46.5+	巢湖含山	1500	46.50		
		巢湖含山	5000	155.00		预计11年
安徽润基水泥	155-200	巢湖含山	2500	77.50	9MW（10年）	05年10月
			2500	77.50		08年09月
			5000		9MW	
巢湖威力水泥			5000	155.00		
			2500	77.50		

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

回归水泥主业，专攻环湖市场

暂停凹凸棒矿土和新材料开发

由于技术、管理、人才、市场等多方面因素的影响，公司募投项目所建设的纳米材料企业长年处于亏损状态。公司董事会于2009年决议，决定拟将所持安徽巢东纳米材料科技有限公司100%的股权转让给忠旺公司。

公司全资子公司安徽巢东矿业高新材料有限责任公司拥有1280.68万吨凹凸棒石粘土资源储量（面积约为8.84平方公里）。但自2005年试产以来，遇到技术、工艺、市场

等诸多困难，而连续亏损。由于凹凸棒石粘土具有特殊的物理化学性质和工艺性能，使其在石油、化工、建材、造纸、医药、农业等方面得到广泛应用。但由于凹凸棒矿土的加工难度非常大，国内尚无成熟产业形成，尚处于院校研发阶段，因此，公司该部分业务处于停产阶段。

此外，公司全资子公司巢东新型材料，主要生产PVC发泡门、型材、托盘、装饰材料。该子公司连续六年亏损，目前也处于停产阶段。

我们认为，在当前局势下，公司暂停新型材料的开发业务，专心致志的做大做强巢湖地区水泥业务是明智之举。待时间合适，再重启凹凸棒矿土开发等业务，将为公司带来土地、资源升值等诸多收益。

海螺指导下水泥业务有进步

公司在海螺水泥的指导下，引进了具有丰富经验的管理人员、财务人员和技术人员，生产经营水平逐步提高。2009年以来，公司主动淘汰了能耗较高的2条700t/d的生产线和1500t/d的半干法生产线。公司目前拥有一条2500t/d生产线和两条5000t/d生产线，并配置有22.5MW的余热发电系统。公司拥有熟料产能450万吨，其中熟料90%以上用于水泥生产，对应于水泥产能达到525万吨左右。

公司当前经营水平明显提升，每吨熟料消耗标准煤105kg左右，电耗约为60度/吨。目前公司粉磨站生产自动化还在不断改进，平均每人生产熟料产能为3000-4000吨，与海螺水泥人均10000吨的年产能有较大差距，还有较大的上升空间。我们认为，在海螺的帮助下，巢东股份的生产经营水平还将有较大幅度提高。

2010年前三季度公司，公司实现营业总收入4.75亿元，净利润为-879.84万元。第四季度以来，安徽省水泥价格不断攀升，目前处于500元/吨的高位。尽管公司收到限电等影响，产能没有完全释放。但水泥市场非常活跃，较高的水泥价格，较低的水泥库存（目前库存仅占1/10左右），使得第四季度公司业绩大为好转。预计公司2010年第四季度将实现全年扭亏为盈。

盈利预测与投资评级

由于安徽省水泥销售存在明显的季节差异，因为我们对各个季度的水泥销量、价格进行分别估计和计算，在此基础上形成对全年业绩的预测。我们假设一、二、三、四季度水泥销量分别占到全年销量的15%、23.5%、26.5%和35%，水泥的价格也在各年第四季度达到峰值，在次年一季度明显回落。

假设公司2010年、2011年、2012年分别销售水泥和熟料（累计）共310、450、500万吨，水泥价格在当前500元/吨的高位回调100-150元。据此估算，公司2010年、2011年和2012年EPS分别达到0.16、0.61、0.81。考虑到公司2011年业绩大增，公司在巢湖地区（合肥经济圈）水泥市场的规模优势和品牌优势以及政府给予多方的支持，给予目标价16.50元，对应于27倍市盈率。如果水泥价格在2011年仍然保持500元/吨高位的话，公司的业绩将超预期大幅上扬。

风险提示

- 1、煤炭价格上涨将压缩水泥企业的营业空间。
- 2、2011年第一季度，水泥价格可能出现明显降低。

资产负债表

单位：百万元

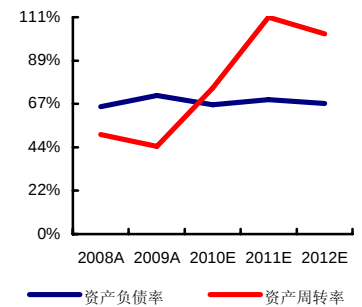
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	197	292	0	157	433
货币资金	59	154	-263	-266	-73
应收及预付	91	89	178	285	342
存货	47	48	84	139	164
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,020	1,178	1,381	1,806	2,004
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	442	994	1,209	1,402	1,477
在建工程	502	111	111	341	461
无形资产	59	56	58	60	62
其他长期资产	14	13	0	0	0
资产总计	1,217	1,470	1,381	1,964	2,437
流动负债	393	548	307	543	670
短期借款	100	135	0	0	0
应付及预收	270	210	307	543	670
其他流动负债	23	202	0	0	0
非流动负债	400	493	605	805	955
长期借款	400	475	605	805	955
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	18	0	0	0
负债合计	793	1,040	912	1,348	1,625
股本	242	242	242	242	242
资本公积	351	351	351	351	351
留存收益	-168	-166	-126	20	216
归属母公司股东权益	424	427	466	613	809
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,217	1,468	1,378	1,961	2,434

利润表

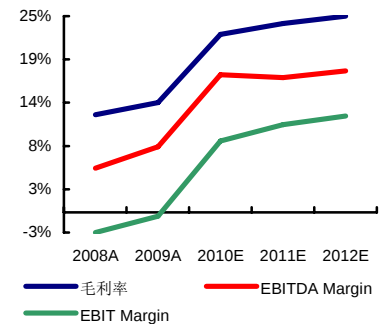
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	530	603	1064.075	1855.350	2253.500
营业成本	464	519	823	1410	1690
营业税金及附加	0	0	0	2	4
销售费用	36	34	57	96	115
管理费用	44	53	87	140	167
财务费用	21	28	37	45	56
资产减值损失	69	-1	31	15	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-103	-30	29	148	211
营业外收入	20	35			
营业外支出	0	0			
利润总额	-83	5	38	163	231
所得税	9	-1	-1	16	35
净利润	-91	5	39.10	146.43	196.50
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-91	5	39	146	197
EBITDA	30	50	186.69	318.59	406.01
EPS (元)	-0.38	0.02	0.162	0.605	0.812

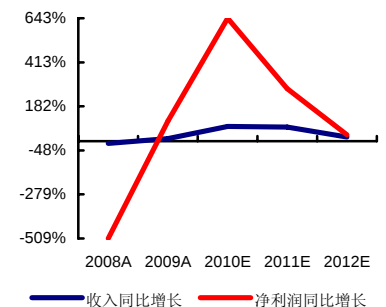
资产负债率趋势



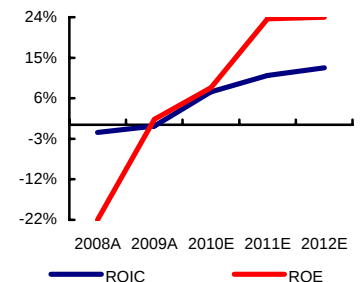
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

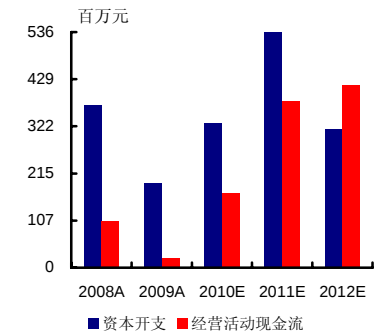
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	106	22	170	378	416
净利润	-91	5	39	146	197
折旧摊销	43	53	90	111	129
营运资金变动	71	-44	-31	76	44
其它	83	7	72	45	46
投资活动现金流	-367	-192	-328	-536	-316
资本支出	-371	-193	-328	-536	-316
投资变动	0	0	0	0	0
其他	3	1	0	0	0
筹资活动现金流	222	264	-259	155	94
银行借款	350	410	-5	200	150
债券融资	-100	-100	-218	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-28	-46	-37	-45	-56
现金净增加额	-39	95	-417	-3	193
期初现金余额	98	59	154	-263	-266
期末现金余额	59	154	-263	-266	-73

主要财务比率

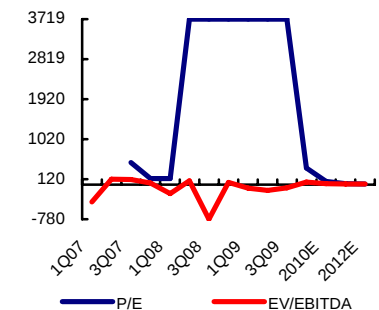
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-11.0%	13.8%	76.5%	74.4%	21.5%
营业利润	-517.0%	70.4%	196.0%	404.9%	43.0%
归属于母公司净利润	-509.0%	105.8%	643.1%	274.5%	34.2%
获利能力					
毛利率	12.4%	14.0%	22.7%	24.0%	25.0%
净利率	-17.2%	0.9%	3.7%	7.9%	8.7%
ROE	-21.5%	1.2%	8.4%	23.9%	24.3%
ROIC	-1.7%	-0.3%	7.4%	11.1%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	70.9%	66.2%	68.8%	66.8%
净负债比率	103.9%	153.5%	186.2%	174.8%	127.0%
流动比率	0.50	0.53	0.00	0.29	0.65
速动比率	0.22	0.36	-0.54	-0.24	0.13
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.45	0.75	1.11	1.02
应收账款周转率	771.47	4775.02	(210.28)	(295.61)	(280.33)
存货周转率	11.03	10.87	10.17	10.30	10.26
每股指标 (元)					
每股收益	-0.38	0.02	0.16	0.61	0.81
每股经营现金流	0.44	0.09	0.70	1.56	1.72
每股净资产	1.75	1.77	1.93	2.53	3.34
估值比率					
P/E	-10.8	374.4	72.23	19.29	14.37
P/B	2.3	4.6	6.06	4.61	3.49
EV/EBITDA	47.9	52.0	19.78	12.23	9.49

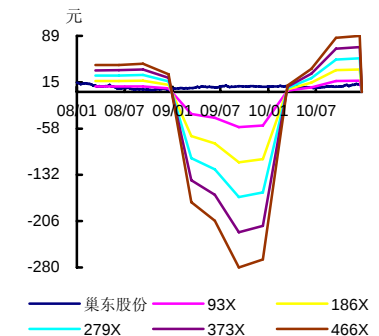
资本支出与经营活动现金流



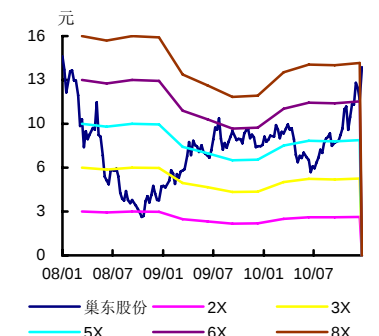
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发建材行业研究小组

黄立图，分析师，中山大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

程振江，研究助理，清华大学材料科学与工程专业博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：czj8@gf.com.cn，020-87555888-650。

2010 年，研究小组入围《新财富》最佳分析师，《中国证券报》金牛分析师建筑建材行业第四名。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。