

证券研究报告

水泥制造



联系人 陈文 王挺

021-38565950

chenwyf@xyzq.com.cn

推荐 (首次)

分析师 张忆东

SAC:S0190510110012

巢东股份 (600318)

回归主业，成长可期

2011年9月27日

投资要点

我们于9.27拜访了公司董秘，就公司未来发展战略及近期经营状况进行了交流，主要内容如下：

- **回归主业，成长可期。**公司上市后将募集资金用于PVC、凹凸棒等非传统业务上，错过了水泥业务拓展的黄金时机，水泥产能一直徘徊不前。随着公司改制的完成、经营性业务的逐渐剥离，公司重新将业务重心回归到水泥主业。昌兴矿业、海螺的入主使得公司主业竞争力逐渐增强。公司目前拥有3条熟料生产线（巢湖水泥厂2500T/D、海昌水泥公司2*5000T/D，都配有余热发电）、1个粉磨站（东关粉磨站，设计产能约70万吨，但产能发挥不足）。海昌水泥公司第3条5000T/D熟料线已经开工建设，预计2012年中投产。同时，公司将择机动工第4条5000T/D熟料线。届时，公司水泥总产能将接近1000万吨，水泥产能实现翻番式增长。公司的凹凸棒业务目前处于停滞状态，该业务暂无明确的发展规划，处在“食之无味弃之可惜”的状态。
- **成本、费用控制能力仍将持续提升。**公司的管理体系有很深的海螺烙印，大股东昌兴集团参与管理较少。由于落后产能淘汰、5000T/D熟料线的投产，公司的成本控制能力得到很大提升，已经接近海螺的控制水平。公司在改制中剥离了历史包袱，引入了海螺高效的管理体系，费用控制能力亦得到了显著增强。我们认为，随着海昌水泥公司3#、4#线的投产，公司的成本、费用控制能力将持续提升。
- **近期经营状况。**今年以来，公司水泥出厂均价总体比较稳定。在5月份之前，区域水泥需求旺盛，上半年不含税出厂均价达到308元/吨。随着雨季的到来，加之宏观调控的累积效应，下游需求增长放缓。近期公司水泥出厂均价下调了约5元/吨。公司今年开始出售相当比例的商品熟料，预计全年水泥及熟料销量能达到500万吨。我们了解到，公司所在区域房地产投资仍然比较旺盛（保障房建设较少），房地产价格亦稳中有升。基建投资受资金收紧影响较大，而寄予厚望的水利投资一直没有起色。区域内有局部的协同现象，但仅仅是将每年的常规停窑进行时间调配，对全年产量影响不大。
- **首次给以“推荐”投资评级。**短期来看，我们觉得公司ROE、股价仍处在一个相对高位。在宏观政策没有转向之前，水泥价格仍然存在下跌风险。但从长期视角看，公司未来2~3年水泥产能有望实现翻番式增长，且成本、费用控制能力仍将持续改善，竞争力将持续增强。同时，公司所在区域水泥需求仍有很强的增长潜力，我们看好公司的长期发展。预计公司2011~2013年EPS（不考虑增发摊薄）分别为1.42、1.40、2.01元，对应PE分别为11.5、11.7、8.1倍，给以“推荐”投资评级。

表 1、巢东股份盈利预测及假设

单位	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熟料：年末产能 万吨	167	322	233	233	388	543	698
有效产能 万吨	167	168	277	233	375	453	621
销量：熟料+水泥 万吨	253	199	277	317	500	592	821
销量/熟料有效产能				1.36	1.33	1.31	1.32
吨均价：水泥&熟料 元/t	232	262	202	247	299	288	297
营业收入 万元	58652	52116	55874	78409	149544	170637	243567
吨成本：水泥&熟料 元/t	176	229	171	168	173	179	184
营业成本 万元	44499	45589	47493	53364	86736	105795	151012
综合毛利率	24%	13%	15%	32%	42%	38%	38%
吨毛利 元/t	56	33	30	79	126	109	113
吨营业税金及附加 元/t	0.3	0.0	0.0	0.2	3.6	3.6	3.6
营业税金及附加/营业收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	1.20%	1.25%	1.21%
营业税金及附加 万元	64	2	0	54	1801	2133	2955
吨销售费用 元/t	17.9	18.0	12.2	8.7	6.5	6.4	6.3
销售费用率	7.74%	6.86%	6.03%	3.53%	2.17%	2.22%	2.12%
销售费用 万元	4538	3574	3370	2771	3251	3791	5172
吨管理费用 元/t	18.4	21.9	19.3	23.5	15.0	14.9	14.8
管理费用率	7.95%	8.36%	9.55%	9.49%	5.02%	5.17%	4.99%
管理费用 万元	4662	4357	5336	7443	7503	8826	12150
吨财务费用 元/t	7	11	10	14	9.6	9.3	9.7
财务费用 万元	1783	2110	2849	4292	4815	5538	7978
吨利润总额 元/t	12.3	-17.7	-11.5	33.1	91	75	78
实际所得税率	17%	-10%	-12%	5%	25%	25%	25%
吨净利润 元/t	10.2	-19.5	-12.9	31.4	68	56	59
少数股东损益比率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
归属上市公司股东吨净利 元/t	10.2	-19.5	-12.9	31.4	68	56	59

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	341	684	794	1133
货币资金	34	150	171	244
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	8	9	13
其他应收款	23	42	48	68
存货	71	109	133	190
非流动资产	1361	1765	2411	2678
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	937	1252	1705	2043
在建工程	352	406	579	485
油气资产	0	0	0	0
无形资产	57	77	106	128
资产总计	1701	2449	3204	3810
流动负债	543	926	1102	1046
短期借款	235	441	584	333
应付票据	0	0	0	0
应付账款	150	217	264	378
其他	158	268	254	336
非流动负债	631	652	892	1067
长期借款	614	635	876	1051
其他	17	17	17	17
负债合计	1173	1577	1995	2114
股本	242	242	242	242
资本公积	354	354	354	354
未分配利润	-91	253	591	1077
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	528	872	1210	1696
负债及权益合计	1701	2449	3204	3810

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	65	344	338	487
折旧和摊销	58	77	107	139
资产减值准备	78	56	56	58
无形资产摊销	4	4	7	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	42	48	55	80
投资损失	-31	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-202	118	69	150
经营活动产生现金流量	14	393	498	612
投资活动产生现金流量	-198	-498	-809	-432
融资活动产生现金流量	65	220	332	-107
现金净变动	-120	115	21	73
现金的期初余额	154	34	150	171
现金的期末余额	34	150	171	244

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	812	1495	1706	2436
营业成本	561	867	1058	1510
营业税金及附加	1	18	21	30
销售费用	28	33	38	52
管理费用	74	75	88	121
财务费用	43	48	55	80
资产减值损失	78	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	31	0	0	0
营业利润	59	454	446	643
营业外收入	10	5	6	7
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	69	458	451	649
所得税	4	115	113	162
净利润	65	344	338	487
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	65	344	338	487
EPS（元）	0.27	1.42	1.40	2.01

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.6%	84.2%	14.1%	42.7%
营业利润增长率	94.1%	668.4%	-1.9%	44.3%
净利润增长率	1136.3	428.6%	-1.7%	44.0%
盈利能力(%)				
毛利率	30.9%	42.0%	38.0%	38.0%
净利率	8.0%	23.0%	19.8%	20.0%
ROE	12.3%	39.4%	27.9%	28.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	69.0%	64.4%	62.2%	55.5%
流动比率	0.63	0.74	0.72	1.08
速动比率	0.47	0.60	0.58	0.87
营运能力(次)				
资产周转率	51.2%	72.1%	60.4%	69.4%
应收帐款周转率	3593.9	4358.8	3552.9	3920.2
每股资料（元）				
每股收益	0.27	1.42	1.40	2.01
每股经营现金	0.06	1.62	2.06	2.53
每股净资产	2.18	3.60	5.00	7.01
估值比率（倍）				
PE	60.5	11.5	11.7	8.1
PB	7.5	4.5	3.3	2.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。