

市场调整夯实未来预期

巢东股份 (600318.SH)

推荐 维持评级

分析师: 洪亮 电话: (8610) 6656 8750 邮箱: hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010005

1. 事件

2011 年 11 月 18 日, 巢东股份二级市场股票收盘价 14.51 元, 下跌 3.33%; 盘中出现 14.48 元的最低价, 创出年内新低。

2. 我们的分析与判断

(一) 前三季度维持了上半年的增长势头

2011 年 1-9 月, 公司实现营业收入 10.31 亿元, 同比增长了 117%; 实现归属于上市公司股东的净利润 22767 万元, 同比增长了 1007.8%, 实现 EPS0.94 元, 继续上半年的业绩增长势头。

(二) 目前公司目标市场水泥价格变化不大

进入 10 月以来, 公司目标市场虽然呈现旺季不旺的市场态势, 但水泥价格维持 9 月份的价格不变。合肥市场 10 月份 P C32.5 价格为 355 元/吨, P O42.5 价格为 400 元/吨, 维持了 9 月份的价格。到 11 月上旬, 水泥价格仍然维持。从目前的形势来看, 上述二个水泥品种的价格出现去年年底分别 480 元/吨和 520 元/吨的可能性很小, 但维持目前的水泥价格并有所上涨的概率还是较大的。全年 EPS 超过 1 元应该问题不大。

(三) 区划调整为公司增长提供了现实基础

巢湖融入大合肥经济圈, 基本建设力度加大。合肥将建成一个环巢湖的大城市, 巢湖将变成合肥市的“内湖”。原巢湖地区经济基础相对合肥区域较为落后, 为协调并入的巢湖地区与老合肥之间的经济联系, 需要弥补其间存在的基础设施的差距; 与此同时, 区划调整的最终目的在于: 构筑大合肥经济圈, 擎起振兴皖中经济的大旗。新合肥需要包括轨道交通在内的大交通串联起来, 巢湖的治理将在大合肥的理念下统筹规划, 大合肥经济圈的基本建设力度将进一步加大。

(四) 安徽是水利大省, 水利建设进入施工旺季

安徽省水利投资规模大概占到全国的 1/20, 权重比较大。财政性资金, 政府性投入, 占整个水利基建投资的比重主导地位。安徽省整个“十一五”水利基建投资 200 多亿, 全部加起来有四百多亿。“十二五”提出是 1000 亿, 包括地方的配套投入。基建这块超过 500 亿, 水利主要还是基建这块的, 超过 50%。水利投资具有明显的季节性, 第四季度水利需求的力度将进一步加大。公司与安徽省水利建设有历史渊源, 其“下关”水泥原来是安徽省水利厅的下属企业。

(五) 安徽省保障房建设方兴未艾

今年 1-7 月份, 全省累计完成保障性安居工程建设总投资 214.9 亿元, 开工各类保障性住房和棚户区改造住房 32.13 万套, 占国家与省政府签订目标任务的 84.3%, 全省基本建成各类保障性住房和棚户区改造安置房近 8 万套。保障房建设已开工 40 万套, 年底前要求竣工 20 万套, 占比接近 50%。建设压力较大。

（六）公司产能增长可期

2011 年公司熟料产能达到 435 万吨，水泥产能 380 万吨。今年 6 月公司启动海昌二期第一条 4500t/d 新型干法熟料生产线及其配套水泥粉磨系统和余热发电技术改造项目以及原煤运输码头的建设，公司产能规模将进一步扩大。

（七）风险因素值得注意

煤炭是水泥生产的主要原料，如果 2011~2013 年煤炭价格向上变动幅度超出我的预期假设，影响我们对公司的盈利预测和投资判断。

3. 投资建议

公司目标市场水利建设、保障房建设，以及以合肥经济圈建设高潮的到来，将带来公司水泥需求高速增长。我们预计公司 2011-2013 年公司水泥销量分别为 450 万吨、600 万吨、700 万吨，销售毛利率分别为 33.93%、30.63%、30.61%，毛利率水平高位平稳。我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 1350.00 百万元、1890.00 百万元、2348.01 百万元，未来 3 年收入年均复合增长率超过 42.47%；EPS 分别为 1.25 元、1.81 元、2.28 元，对应当前 PE 分别 11.61 X、8.02X、6.37X。我们认为随着项目的实施，巢东股份的投资价值将进一步凸显。公司安全边际明确。我们看好公司未来的市场发展前景，维持“推荐”投资评级。

表 1: 巢东股份 (600318) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	154.1	34.5	129.5	672.2	1406.8	营业收入	603.0	811.9	1350.0	1890.0	2348.0
应收票据	21.7	170.1	282.9	396.1	492.0	营业成本	518.7	560.9	891.9	1311.0	1629.3
应收账款	0.0	4.3	7.2	10.1	12.5	营业税金及附加	0.0	0.5	0.9	1.3	1.6
预付款项	45.1	37.9	26.5	9.7	-11.2	销售费用	33.7	27.7	46.1	64.5	80.1
其他应收款	22.5	23.1	38.4	53.7	66.7	管理费用	53.4	74.4	123.8	173.3	215.3
存货	48.1	70.6	97.5	143.4	178.2	财务费用	28.5	42.9	40.2	44.8	53.4
长期股权投资	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	资产减值损失	-0.6	77.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	994.3	936.5	1152.1	1335.9	1494.8	投资收益	0.1	31.4	140.6	266.3	338.3
在建工程	111.4	351.9	326.0	313.0	306.5	营业利润	-30.5	59.1	387.8	561.4	706.7
工程物资	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	营业外收支净额	35.2	9.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	56.1	56.8	54.7	52.6	50.5	税前利润	4.7	68.6	387.8	561.4	706.7
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税	-0.6	3.5	85.3	123.5	155.5
资产总计	1469.9	1701.4	2118.0	2989.8	4000.1	净利润	5.3	65.0	302.5	437.9	551.2
短期借款	135.0	235.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	5.3	65.0	302.5	437.9	551.2
应付账款	107.3	149.8	235.0	345.4	429.3	基本每股收益	0.02	0.27	1.25	1.81	2.28
预收款项	13.9	33.6	57.0	89.7	130.4	稀释每股收益	0.02	0.27	1.25	1.81	2.28
应付职工薪酬	5.8	14.3	14.3	14.3	14.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	-2.0	12.7	12.7	12.7	12.7	成长性					
其他应付款	85.5	13.2	13.2	13.2	13.2	营收增长率	13.8%	34.6%	66.3%	40.0%	24.2%
其他流动负债	1.0	0.5	-1.0	-2.4	-3.6	EBIT 增长率	-79.7%	-5515.8%	93.7%	18.3%	24.1%
长期借款	475.0	614.0	814.0	1064.0	1364.0	净利润增长率	-105.8%	1136.3%	365.1%	44.8%	25.9%
负债合计	1040.3	1173.3	1287.5	1721.3	2180.4	盈利性					
股东权益合计	429.6	528.0	830.6	1268.5	1819.7	销售毛利率	14.0%	30.9%	33.9%	30.6%	30.6%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	0.9%	8.0%	22.4%	23.2%	23.5%
净利润	5	65	303	438	551	ROE	1.2%	12.3%	36.4%	34.5%	30.3%
折旧与摊销	53	62	113	131	150	ROIC	-0.25%	9.64%	12.98%	10.98%	10.07%
经营活动现金流	22	14	330	371	450	估值倍数					
投资活动现金流	-192	-198	-159	-34	38	PE	667.4	54.0	11.6	8.0	6.4
融资活动现金流	264	65	-75	205	247	P/S	5.8	4.3	2.6	1.9	1.5
现金净变动	95	-120	95	543	735	P/B	8.2	6.6	4.2	2.8	1.9
期初现金余额	59	154	34	129	672	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	154	35	129	672	1407	EV/EBITDA	82.6	21.0	10.7	8.5	6.2

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，建材行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn