

熟料毛利率接近50%，盈利能力再创新高

2011年7月26日

推荐/维持

巢东股份

财报点评

——巢东股份（600318）半年度财报点评

俞鹏程

建筑材料行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

yupc@dxzq.net.cn 010-66554035

事件：

巢东股份发布 2011 年半年度报告，公司 11 年上半年实现营业收入 6.81 亿元，较上年同期增长 125.6%；实现归属于上市公司股东的净利润为 16856 万元，较上年同期实现扭亏，每股收益 0.7 元，略超预期。

公司半年度财务指标

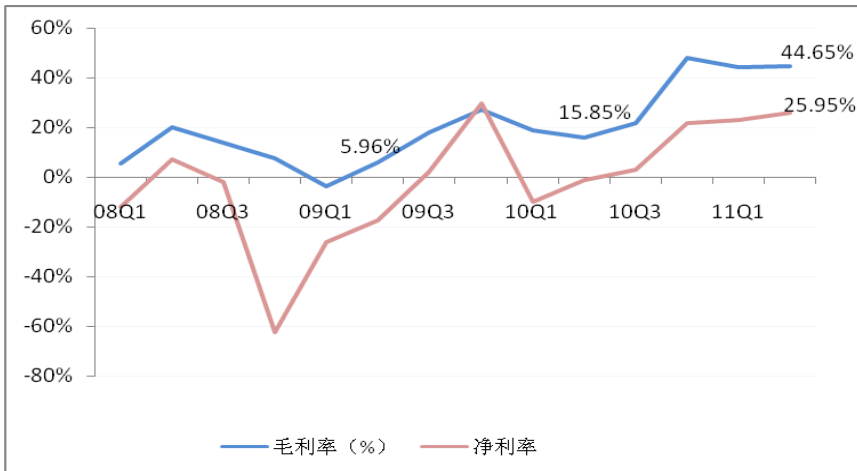
指标	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	10H2	11H1
营业收入（百万元）	234.14	295.55	262.60	340.39	302.02	509.87	681.33
(+/-,%)	-14.38%	-8.06%	12.15%	15.17%	15.01%	49.79%	125.59%
毛利率（%）	14.45%	10.83%	2.30%	23.00%	17.08%	39.12%	44.39%
期间费用率（%）	20.20%	17.97%	24.33%	15.18%	18.68%	17.39%	10.26%
销售费用率（%）	7.12%	6.45%	6.71%	4.73%	4.30%	2.89%	2.07%
管理费用（%）	8.85%	7.73%	12.40%	6.11%	8.07%	9.82%	4.50%
财务费用（%）	4.22%	3.79%	5.22%	4.34%	6.31%	4.68%	3.70%
营业利润率（%）	-4.22%	-31.44%	-21.93%	7.97%	-5.65%	14.95%	32.97%
实际税率	95.45%	-1.42%	1.19%	0.12%	-1.48%	4.04%	26.16%
净利润（百万元）	0.34	-91.61	-53.65	58.91	-14.13	79.18	168.56
(+/-,%)	-176.50%	-505.97%	-15657.60%	-164.31%	-73.66%	34.40%	1292.60%
每股盈利（季度，元）	0.00	-0.38	-0.22	0.24	-0.06	0.33	0.70
资产负债率（%）	45.78%	65.14%	71.58%	70.77%	72.79%	68.96%	61.64%
净资产收益率（%）	0.07%	-21.59%	-14.42%	13.71%	-3.17%	14.99%	24.20%
总资产收益率（%）	0.04%	-7.53%	-4.10%	4.01%	-0.86%	4.65%	9.28%

评论：

积极因素：

- 公司上半年实现水泥和熟料销量221万吨（财务口径），较去年同期增长52.87%；销售均价方面，得益于销售价格的大幅上涨，公司上半年水泥及熟料销售均价约308元，较10年同期大幅上涨约100元，同比增长近48%；由于单位生产成本相比去年同期还略有下降，因而今年上半年吨毛利大幅上涨超过100元至接近137元，毛利率高达44.39%，净利率创新高至24.7%。

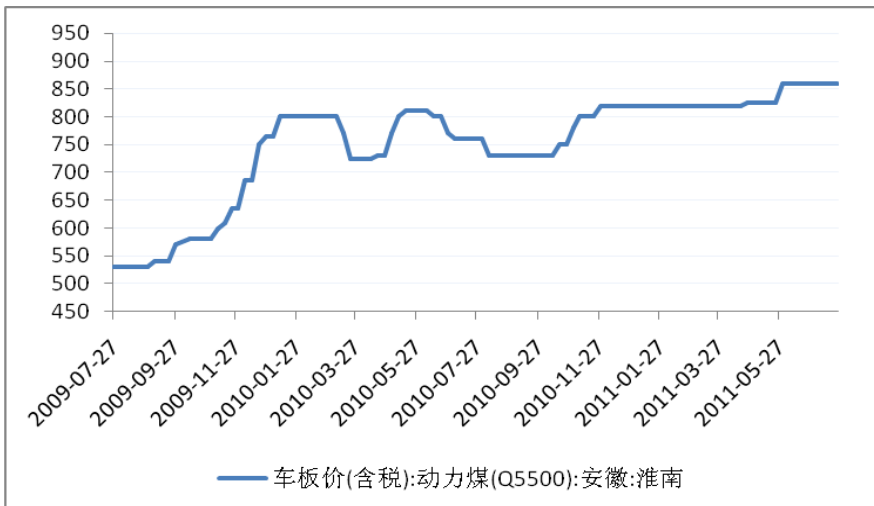
图 1、公司单季度毛利率和净利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

- 在水泥市场景气度大幅提升的同时，公司强化生产成本管控和考核，取得明显成效。生产成本方面，在煤炭价格持续上涨（公司部分采用价格较低的海煤来降低生产成本）以及人工成本涨幅超20%的情况下，上半年单位生产成本相比10年同期略有下降，二季度环比一季度仅提高约1元/吨；同时，10年底投产的海昌三线在今年上半年的充分运营以及熟料收入占比较高也显著降低了公司单位生产成本。

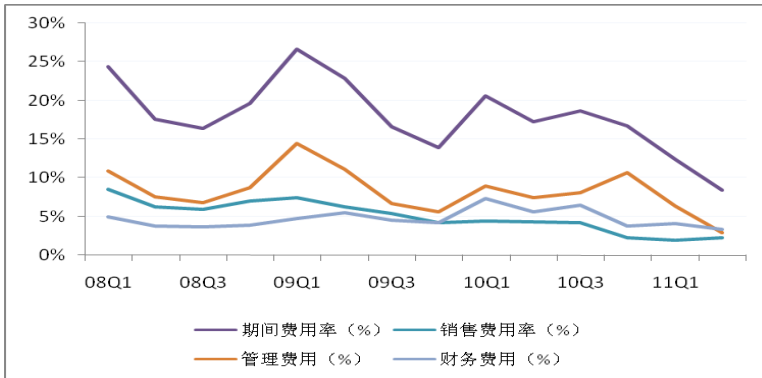
图 3、煤炭价格变化情况



资料来源：东兴证券研究所

- 公司期间费用方面延续明显的下降趋势，上半年三项费用率降至10.06%（二季度期间费用率更是降低至8.46%的较低水平），接近海螺10年全年9.5%的水平（行业最低），较公司去年同期大幅下降8.42个百分点；其中，上半年管理费用率降至4.5%（相比海螺10年全年3.63%的水平仍有一定差距），较去年同期大幅下降3.57个百分点。

图 4、公司费用率变化情况



资料来源：东兴证券研究所

消极因素：

- 公司10年底投产的海昌三线在今年充分释放产能，但暂无配套粉磨能力，因而上半年熟料收入占比显著提高至41.77%，预计全年熟料销量占比较大。而上半年熟料毛利率高达49.58%，显著拉高了公司整体的毛利率水平，我们认为熟料这么高的毛利率水平全年可能难以持续。
- 目前公司经营区域进入销售淡季，持续的雨水令需求显著减少，公司目前的库容比超过60%，水泥销售接近最全年困难时期，近期价格有下跌风险。

业务展望与盈利预测

公司地处安徽中部，主要目标区域市场为巢湖，合肥和六安，受益《皖江城市带承接产业转移示范区》，周边城市水泥需求旺盛；同时安徽省内新建线减少（2010年安徽省内共建成3条生产线，公司的海昌三线为其中一条位于安徽中部，其它两条分别位于安徽北部和东部）以及淘汰落后产能较大，区域内供需持续改善。

公司所在区域没有绝对的龙头企业，但经历去年下半年拉闸限电下的利润暴涨，企业心态发生明显变化，区域协同已成主流。随着主汛期的深入，预计区域内水泥企业将以停窑检修应对，水泥价格淡季跌幅有限。

今年以来，公司仅在5月份被实施限电两天，且以压负荷为主，上半年生产经营情况基本未受影响（10年四季度公司日产2000吨的线被限电一个月未能生产，海昌一线压负荷，生产影响较大），预计全年巢湖地区限电影响有限。

表 1、公司生产线情况

生产线	设计产能	年产能（熟料，万吨）	状态	粉磨能力	余热发电	备注
海昌一线	5000	155	建成	220	9MW	2009
海昌二线	5000	155	建成		9MW	2010 年底
海昌三线	5000	155	在建			2012 年年中投产
海昌四线	5000	155	拟建			已获环评批文
巢湖水泥厂	2500	90	建成	100	4.5MW	
东关水泥厂				60		

资料来源：东兴证券研究所

预计2011年至2012年公司实现EPS分别为1.455和1.769元，对应PE分别为13.9倍和11.5倍，维持“推荐”评级。

表 2：盈利预测与估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入（百万元）	602.99	811.89	1,426.00	1,732.50
主营收入增长率	13.84%	34.64%	75.64%	21.49%
EBITDA（百万元）	51.24	163.67	611.63	714.70
EBITDA 增长率	-231.88%	219.42%	273.69%	16.85%
净利润（百万元）	5.26	65.04	352.06	428.03
净利润增长率	-105.76%	1136.34%	441.26%	21.58%
ROE	1.22%	12.32%	59.06%	62.79%
EPS（元）	0.020	0.270	1.455	1.769
P/E	1,014.00	75.11	13.94	11.47
P/B	11.42	9.29	8.23	7.20

资料来源：东兴证券

风险提示：

- 1、宏观经济调控超预期风险
- 2、三季度水泥销售淡季遭遇价格大幅下跌风险

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分

析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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。

我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。