

10年磨剑迎来扩张机遇

巢东股份 (600318.SH)

推荐 首次评级

分析师: 洪亮 电话: (8610) 6656 8750 邮箱: hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130200010385

1. 事件

2011年07月30日,巢东股份发布定向增发预案:公司预计以不低于19.51元的股价定向增发股票数量合计不超过4,000万股(含4,000万股),拟募集资金不超过58,366.89万元(包括发行费用)。

2. 我们的分析与判断

(一)、公司进入良性循环的发展阶段

公司自从2000年进入资本市场,因多种经营,公司发展曾经走过一段弯路。公司业绩一直处于较低的水平,也失去了扩大企业规模的机会,公司在行业与区域中的地位逐渐下降。2004年引入海螺水泥作为重要股东以后,公司经过剥离非主业,强化经营管理、通过自筹资金扩大产能规模等一系列举措;特别是与海螺水泥形成经营同盟,在海螺水泥的北边皖中区域市场,形成一个相对独立的封闭市场,公司在该市场逐渐享有相对垄断价格。企业业绩不断提高,2011年中报业绩EPS达到0.70元,超出市场预期。经过多年的经营,公司的业绩满足增发的条件,同时也预示着公司进入良性循环的发展阶段。

(二)、募投项目围绕水泥延伸产业链

募投项目包括:9MW余热发电工程项目、专用码头及辅助工程项目和商品混凝土搅拌站项目,募投项目围绕水泥延伸产业链。项目立项的申请全部获得相关政府部门的批准。其中:9MW余热发电工程项目获得环保批准,专用码头及辅助工程项目和商品混凝土搅拌站项目的环评报批手续正在办理中。

(三)、减轻债务压力,降低偿债风险

公司2008年末、2009年末、2010年末,资产负债率(合并报表口径)分别为65.14%、70.77%和68.96%,远高于行业51.04%、53.72%、60.18%的平均水平,存在一定的偿债压力。公司拟用募集资金16,900万元偿还银行贷款,偿还银行贷款金额占本次募集资金净额的29.97%,以减轻债务压力,降低偿债风险。随着公司财务状况的改善,公司的盈利能力将有一定程度的提高,这将有利于公司向银行等金融机构债务融资能力的提高,同时公司有机会以更低的融资成本获得资金,从而拓展公司的发展潜力。

(四)、未来3年业绩超预期是大概率事件

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。预计未来3年收入年均复合增长率超过42.47%,业绩增长明显。

(五)、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

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，增发后的 EPS 分别为 1.08 元、1.57 元、1.97 元，对应当前 PE 分别 18.24 X、12.56X、10.00X。我们认为随着募投项目的实施，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，给予“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	896.8	1444.6	2184.3	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	36.9	38.2	46.9
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	391.1	568.0	713.3
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	391.1	568.0	713.3
资产总计	1469.9	1701.4	2885.4	3762.3	4777.7	减: 所得税	-0.6	3.5	86.0	125.0	156.9
短期借款	135.0	235.0	0.0	0.0	0.0	净利润	5.3	65.0	305.1	443.0	556.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	5.3	65.0	305.1	443.0	556.3
应付账款	107.3	149.8	235.0	345.4	429.3	基本每股收益	0.02	0.27	1.08	1.57	1.97
预收款项	13.9	33.6	57.0	89.7	130.4	稀释每股收益	0.02	0.27	1.08	1.57	1.97
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%	369.0%	45.2%	25.6%
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	1597.9	2040.9	2597.3	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%	22.6%	23.4%	23.7%
净利润	5	65	305	443	556	ROE	1.2%	12.3%	19.1%	21.7%	21.4%
折旧与摊销	53	62	113	131	150	ROIC	-0.25%	9.64%	8.99%	8.32%	8.14%
经营活动现金流	22	14	329	370	448	估值倍数					
投资活动现金流	-192	-198	-159	-34	38	PE	907.5	73.4	18.2	12.6	10.0
融资活动现金流	264	65	693	212	253	P/S	7.9	5.9	4.1	2.9	2.4
现金净变动	95	-120	862	548	740	P/B	11.1	9.0	3.5	2.7	2.1
期初现金余额	59	154	34	897	1445	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	154	35	897	1445	2184	EV/EBITDA	107.6	27.0	13.9	11.2	8.4

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）等

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 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908