

## 巢湖融入大合肥经济圈 巢东市场迎来建设高潮

### 投资要点:

- **巢东目标市场迎来基本建设新高潮:** (1) 巢湖融入大合肥经济圈, 基本建设力度加大; (2) 安徽是水利大省, 水利建设进入施工旺季; (3) 安徽省保障房建设方兴未艾。
- 2004年引入海螺水泥作为重要股东以后, 与海螺水泥形成经营同盟, 公司进入良性循环的发展阶段。在海螺水泥的北边皖中区域, 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。
- 2011年公司熟料产能达到435万吨, 水泥产能380万吨, 余热年发电量达16395万度。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。
- 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。
- 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17.13X、11.79X、9.39X。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。
- **主要风险因素:** 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。

### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	602.99	811.89	1350.00	1890.00	2348.01
EBITDA(百万元)	50.48	209.96	399.87	471.25	571.48
净利润(百万元)	5.26	65.04	305.06	443.03	556.34
摊薄EPS(元)	0.02	0.27	1.08	1.57	1.97
PE(X)	852.35	68.94	17.13	11.79	9.39
EV/EBITDA(X)	101.83	25.63	13.07	10.45	7.85
PB(X)	10.44	8.49	3.27	2.56	2.01
ROIC	-0.25%	9.64%	8.99%	8.32%	8.14%
总资产周转率	0.45	0.51	0.59	0.57	0.55

资料来源: 中国银河证券研究部

## 巢东股份 (600318.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师



洪亮

☎: (8610) 6656 8750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

### 市场数据

时间 2011.08.31

A股收盘价(元)	18.52
A股一年内最高价(元)	23.68
A股一年内最低价(元)	7.91
上证指数	2567.34
市净率	6.43
总股本(万股)	24200
实际流通A股(万股)	24200
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	44.82

### 相对指数表现图



### 相关研究

巢东股份(600318): 10年磨剑迎来扩张机遇  
11.07.30

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、巢湖融入大合肥经济圈，基本建设力度加大

合肥分得原巢湖市的最大的板块。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。

#### 2、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，全部加起来有四五百亿。“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。

#### 3、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。保障房建设要做到三个 1/3：即到年底，包括上年结转在内的项目建成 1/3、主体结构完工 1/3、在建 1/3。今年安徽省必须完成 40 万套开工，要求竣工 20 万套，占比接近 50%。建设压力较大。

### 我们与市场不同的观点:

市场普遍认为水泥价格季节性波动等因素不定，因此业绩和股价表现可能难以把握。我们认为区域市场水泥行业销售具有确定性，从年度来看，季节性价格波动因素已经被平滑，并具有可比性；周期性特征明显，既不影响业绩的预测，也有利于投资节奏的把握。

### 估值与投资建议:

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，定向增发 4000 万股后的 EPS 分别为 1.08 元、1.57 元、1.97 元，对应当前 PE 分别 17.13 X、11.79X、9.39X。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。

### 股价表现的催化剂:

水泥价格上涨及产能释放是公司股票表现的催化剂。

### 主要风险因素:

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。

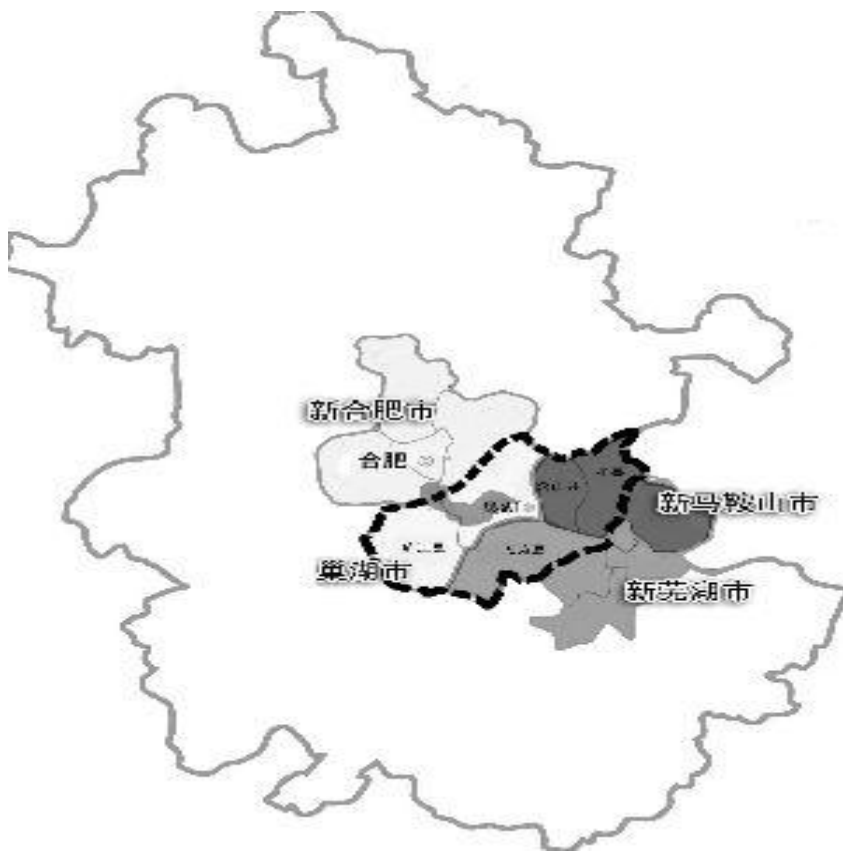
## 目 录

一、巢湖融入大合肥经济圈.....	1
二、水利建设进入施工旺季.....	1
(一) 水利资金方面，以政府投入为主.....	2
(二) 从干渠到农田地头的投入增大.....	2
(三) 随着雨季结束，建设进入旺季.....	2
三、保障房建设方兴未艾.....	2
(一) 保障房建设进度加快.....	2
(二) 建立保障房资金投入机制.....	2
(三) 后期保障房任务依然艰巨发展阶段.....	3
四、巢东股份优势明显.....	3
(一) 公司进入良性循环的.....	3
(二) 未来3年业绩超预期是大概率事件.....	3
(三) 风险因素值得注意.....	3
五、投资建议.....	3
插图目录.....	6
表格目录.....	6

## 一、巢湖融入大合肥经济圈

8月22日，安徽省宣布，撤销地级巢湖市，分别划归合肥、芜湖、马鞍山三市管辖。合肥分得其中最大的板块。巢湖部分区域划入合肥后，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”。调整区划后，新合肥市所辖区县达到至少10个，面积10000平方公里左右，人口800万人，人口占全省比例12%，与全国省会平均水平相仿，成为一个在全国有影响力的大型城市。

图1：巢湖拆分与合肥经济圈图



资料来源：银河证券研究部

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。

## 二、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。今年的中央 1 号文件首次提出

水利来，今年7月初，中央水利工作会议召开，这在新中国水利工作历史上，水利提高到前所未有的高度，这是第一次。

### （一）水利资金方面，以政府投入为主

水利行业相对来说是一个资金密集型行业，建设相对比较成熟，低风险，同时盈利相对较低，一次性投入大，建设周期长。私人资本进入水利建设领域不多，整个投入核心主体是政府。中央、省、市县各级政府的投入，在区域内水利建设中大概占80%，甚至更高。在政府投入中，又占了主导地位。对应今年中央的1号文件，安徽省也将水利建设设想以1号文件的形式推出，提出今后十年全社会的平均投资较2010年高一倍，同时全社会各级财政今后十年的投入比2010年高出一倍。通过投入比例各增长一倍，从逻辑关系上分析，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%。

### （二）从干渠到农田地头的投入增大

这也是水利建设的重要的一块。一个省大概范围，可能地方不一样，有的可能涉及这一块是主要部分，有的可能是大坝防洪是重点。安徽省的特点比较明显，安徽省是一个农业省，从干渠到农田地头水渠建设占有一定的比重。与此同时，随着治理的逐步展开，比如今年治理之后相对而言比重少一点，以前没有治理的地方可能比例多一点，主要是根据现状情况的不同而不同。

### （三）随着雨季结束，建设进入旺季

水利投资具有明显的季节性。随着雨季汛期的结束，第四季度，特别是进入冬季是水利建设的旺季，水利建设一直要持续的来年的一季度。而且年年如此。因此，第四季度水利需求的力度将进一步加大。

## 三、保障房建设方兴未艾

### （一）保障房建设进度加快

保障房建设要做到三个1/3：即到年底，包括上年结转在内的项目建成1/3、主体结构完工1/3、在建1/3。今年安徽省必须完成40万套开工，要求竣工20万套，占比接近50%。

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。

### （二）建立保障房资金投入机制

保障房政府投入的机制相对比较健全，一是中央财政安排钱，省里拿一部分。现在把住房公积金增值税全部纳入进来；土地出让金，原来是土地收益拿一部分，后来为便于操作，今年出台政策，拿出土地出让的 25%。安排事先转在地方政府债券上，很大一部分是以满足保障性住房配套需求。出台了一些优惠政策，包括土地创新优惠政策、税收优惠政策。保障性住房，地方政府感觉有压力，包括市县政府。

### （三）后期保障房任务依然艰巨

安徽省全省人口接近 6000 万，是人口大省，城镇化水平不到 45%，后期保障房任务依然艰巨，保障房建设的压力较大。

## 四、巢东股份优势明显

### （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，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）未来 3 年业绩超预期是大概率事件

前述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。2011 年公司熟料产能达到 435 万吨，水泥产能 380 万吨，22MW 余热发电机组投入运行，余热年发电量达 16395 万度，规模效益进一步显现，产品竞争能力进一步增强。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。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。

### （三）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。

## 五、投资建议

公司预以不低于 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）。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 17.13 X、11.79X、9.39X。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，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	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
应付账款	107.3	149.8	235.0	345.4	429.3	归属于母公司的净利润	5.3	65.0	305.1	443.0	556.3
预收款项	13.9	33.6	57.0	89.7	130.4	基本每股收益	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	稀释每股收益	0.02	0.27	1.08	1.57	1.97
应交税费	-2.0	12.7	12.7	12.7	12.7	<b>财务指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他应付款	85.5	13.2	13.2	13.2	13.2	<b>成长性</b>					
其他流动负债	1.0	0.5	-1.0	-2.4	-3.6	营收增长率	13.8%	34.6%	66.3%	40.0%	24.2%
长期借款	475.0	614.0	814.0	1064.0	1364.0	EBIT 增长率	-79.7%	-5515.8%	93.7%	18.3%	24.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	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	<b>盈利性</b>					
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%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	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	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-192	-198	-159	-34	38	PE	852.3	68.9	17.1	11.8	9.4
融资活动现金流	264	65	693	212	253	P/S	7.4	5.5	3.9	2.8	2.2
现金净变动	95	-120	862	548	740	P/B	10.4	8.5	3.3	2.6	2.0
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	101.8	25.6	13.1	10.5	7.9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### 公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势，公司治理结构合理，经营效率高。	分值：4.5
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值：3.5
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。水泥价格上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	宏观紧缩，市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值：4.5
新进入壁垒	产品销售半径小，抢占成熟市场份额较难。	分值：4.0
客户力量	大部分企业谈判能力弱，客户分散程度高。	分值：4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	产品同质化，以价格竞争为主。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差



## 插图目录

图 1: 巢湖拆分与合肥经济圈 ..... 1

## 表格目录

表 1: 巢东股份（600318）财务报表预测 ..... 4

## 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。**2001 年加入银河证券研究部，先后从事宏观经济与资本市场、金融、建材、城市轨道交通、旅游行业的研究。具有 11 年证券从业经验。经济学博士，管理学博士后。

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 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://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