三季度盈利出现低谷，四季度有望大幅上涨

巢东股份（600318.SH）

推荐

核心观点：

1. 事件

巢东股份发布了 2012 年三季度报告，1-9 月份公司实现营业收入 7.35 亿元，同比去年减少了 28.68%，归属于上市公司股东净利润为 3878.50 万元，同比减少了 82.96%，EPS 为 0.16 元。其中三季度实现营业收入 2.38 亿元，同比减少了 31.94%，净利润为 183.23 万元，同比减少了 96.9%，EPS 为 0.01 元。

2. 我们的分析与判断

三季度巢湖地区价格大幅下跌，七八月亏损，九月开始盈利。进入三季度淡季后，公司的水泥熟料综合价格延续二季度的跌势，从不含税 212.33 元/吨跌至三季度的 186.63 元/吨，较去年同期大幅下降了 112.14 元/吨，环比下降了 25.69 元/吨。公司三季度平均吨毛利大约为 26.5 元/吨，较二季度下滑了 12.4 元/吨，吨净利仅 1.5 元/吨。我们预计公司 7-8 月份是亏损的，9 月份价格上扬后，公司吨毛利恢复到了 40 元/吨的水平，吨净利为 16 元/吨左右。

管理费用率和财务费用率较二季度有所上升。公司三季度由于营业收入大幅减少，导致管理费用率和财务费用率较二季度有所上升。公司三季度三项费用率为 12.86%，较二季度的 9.02%上升了 3.86 个百分点，吨三费由二季度的 21.23 元/吨上升至三季度的 24 元/吨。

公司所在区域新增产能接近尾声，明年供需关系将有所改善。公司所在巢湖地区是安徽省产能最多的地区之一，今年巢湖地区有 4 条水泥生产线投产，新增产能达到了 800 万吨，是巢湖市总产能的 28%，而前三季度的需求较去年有所下滑，因此今年至一季度开始，该地区的价格就一直走低。明年该地区的新增产能几乎为零，我们认为供需关系将会有所改善，价格将会提升。

维持公司“推荐”投资评级，看好华东地区明年的走势。虽然公司所在地区目前是安徽市场熟料产能最为集中，价格最低的区域之一，但是我们认为它所在的地域未来也是最有发展，市场空间最大的地区。中建材在巢湖地区加速并购之后，将会提高该地区的集中度，价格有望提升。我们维持原来的盈利预测：12/13/14 年的 EPS 为 0.36/0.55/0.66 元，给予“推荐”投资评级。

分析师

洪亮

☎：010-66568750

✉：hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010005

特此鸣谢

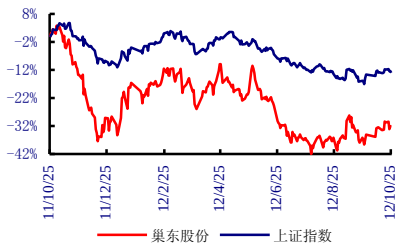
张婧 010-66568757

(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012.10.24
A 股收盘价(元)	10.57
A 股一年内最高价(元)	17.11
A 股一年内最低价(元)	9.00
上证指数	2101.58
市净率	3.13
总股本（万股）	24200.00
实际流通 A 股(万股)	24200.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	25.58

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

表 1：巢东股份分季度盈利情况

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q2012	3Q2012
营业收入	31235.26	36898.21	34956.10	36058.66	21478.00	25479.00	23790.3
环比 yoy	-7.26%	18.13%	-5.26%	3.15%	-40.44%	18.63%	-6.63%
同比 yoy	152.01%	107.21%	101.99%	7.06%	-31.24%	-30.95%	-31.94%
销量	102.31	119.00	117.00	119.69	82.53	120.00	127.47
价格	305.30	310.07	298.77	301.27	260.24	212.33	186.63
营业成本	17466.84	20421.92	23300.25	23210.53	15900.00	20809.00	20,412.80
吨成本	170.72	171.61	199.15	193.92	192.66	173.41	160.14
吨毛利	134.58	138.46	99.62	107.35	67.59	38.92	26.50
净利润	7280.39	9575.72	5910.60	6170.15	2493.51	1201.49	183.23
吨净利	71.16	80.47	50.52	51.55	30.21	10.01	1.44
EPS	0.30	0.40	0.24	0.25	0.10	0.05	0.01

资料来源：中国银河证券研究部

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E	利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	75	973	822	1010	营业收入	1391	1140	1476	1722
应收款项	298	250	333	378	营业成本	844	912	1156	1309
存货净额	131	139	164	196	营业税金及附加	12	6	7	10
其他流动资产	22	52	53	56	销售费用	30	17	30	34
流动资产合计	526	1415	1372	1641	管理费用	76	60	76	90
固定资产	1425	1488	1389	1285	财务费用	53	40	55	81
无形资产及其他	53	52	50	48	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	13	13	13	13	资产减值及公允价值	(5)	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2021	2971	2827	2991	营业利润	372	105	153	197
短期借款及交易性金融负债	281	100	233	205	营业外净收支	7	7	20	11
应付款项	127	179	232	241	利润总额	379	112	173	209
其他流动负债	152	139	171	209	所得税费用	90	26	40	48
流动负债合计	559	419	636	653	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	628	1628	1128	1128	归属于母公司净利润	289	86	133	161
其他长期负债	16	26	31	36					
长期负债合计	644	1654	1159	1164	**现金流量表（百万元）**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
负债合计	1203	2073	1795	1817	净利润	289	86	133	161
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(73)	3	(0)	(0)
股东权益	817	886	993	1121	折旧摊销	73	137	152	157
负债和股东权益总计	2021	2959	2788	2939	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	53	40	55	81
关键财务与估值指标	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**	营运资本变动	(167)	63	(19)	(31)
每股收益	1.20	0.36	0.55	0.66	其它	73	(3)	0	0
每股红利	0.24	0.07	0.11	0.13	经营活动现金流	200	286	265	286
每股净资产	3.38	3.66	4.10	4.63	资本开支	(128)	(201)	(51)	(51)
ROIC	21%	8%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	35%	10%	13%	14%	投资活动现金流	(128)	(201)	(51)	(51)
毛利率	39%	20%	22%	24%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	13%	14%	16%	负债净变化	14	1000	(500)	0
EBITDA Margin	36%	25%	24%	25%	支付股利、利息	(58)	(17)	(27)	(32)
收入增长	71%	-18%	30%	17%	其它融资现金流	56	(181)	133	(28)
净利润增长率	345%	-70%	54%	21%	融资活动现金流	(31)	802	(394)	(60)
资产负债率	60%	70%	64%	62%	现金净变动	41	887	(180)	175
息率	1.9%	0.6%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	34	75	973	822
P/E	10.5	35.3	22.9	19.0	货币资金的期末余额	75	962	794	997
P/B	3.7	3.4	3.1	2.7	企业自由现金流	107	128	277	301
EV/EBITDA	8.5	18.1	13.5	11.2	权益自由现金流	177	916	(125)	226

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，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。

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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn