

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 13.00元

当前股价: 11.95元

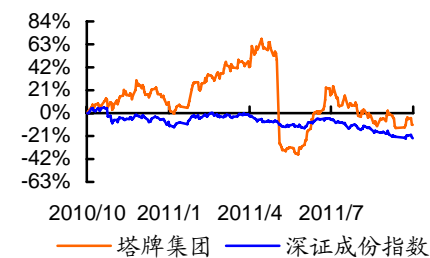
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10105.74
总股本(百万)	895
流通股本(百万)	454
流通市值(亿)	54
EPS (TTM)	0.54
每股净资产(元)	2.60
资产负债率	51.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
塔牌集团	-3.55	-23.25	26.23
深证成份指数	-5.18	-18.38	-21.04



相关报告

- 《塔牌集团-价增量升推动上半年高增长, 同时也将推动下半年高增长》2011-8-9
- 《塔牌集团-价增量升推动业绩增长》2011-8-1
- 《塔牌集团-水泥价格上涨驱动公司业绩爆发式增长》2011-4-22

塔牌集团

002233

推荐

销量增速有所放缓 但吨净利持续创新高

公司公告 2011 年三季报, 前三季度水泥销量 844.70 万吨, 同比增长 15.43%; 实现营业收入 29.36 亿元, 同比增长 43.49%; 归属于母公司净利润 4.48 亿元, 同比增长 142.20%; 全面摊薄每股收益 0.50 元, 符合我们预期。

投资要点:

- **第三季度水泥吨净利高达 55.6 元, 自去年四季度以来连续创新高, 但上升幅度逐渐减小。**去年四季度以来, 公司水泥吨净利分别为 37.0 元、49.3 元、53.5 元和 55.6 元, 持续创出新高, 但上升的幅度逐渐减小。随着水泥价格的回落, 以及管理效率提高后继续改善的难度在增大, 预计水泥吨净利继续创新高的可能性不大。
- **第三季度水泥销量同比增长 9%, 增速有所放缓。**第三季度水泥销量 283.98 万吨, 同比增长 9%, 低于上半年 19% 的同比增速, 主要原因是受需求减弱影响, 第三季度公司对惠州生产线进行了检修, 因此销量增速有所下滑。由于四季度是传统需求旺季, 水泥销量环比会有所增加, 但由于去年四季度需求旺盛, 基数较大, 预计今年四季度公司销量增速可能仍将继续下滑。
- **公司继续加大水泥延伸产品的投资。**公司公告将投资 1800 万元在连城县兴建商品混凝土搅拌站, 同时塔牌混凝土继续投资 4500 万元继续加快投资建设丰顺管桩项目, 虽然长期来看将提高公司业绩, 但短期来看, 由于下游竞争激烈, 业绩贡献相对有限。
- **可转债成功转股后, 公司资金压力大幅减小。**目前公司资产负债率仅为 35.57%, 远低于行业水平, 同时公司经营现金流较为稳定, 加上公司已经过了投资高峰期, 因此资金压力大幅减小。
- **投资评级“推荐”。**预测公司 11-13 年 EPS 为 0.70、0.78、0.93 元, 目前股价对应 17.09 倍 PE, 考虑到公司在粤东的龙头地位, 给予“推荐”评级。

风险提示:

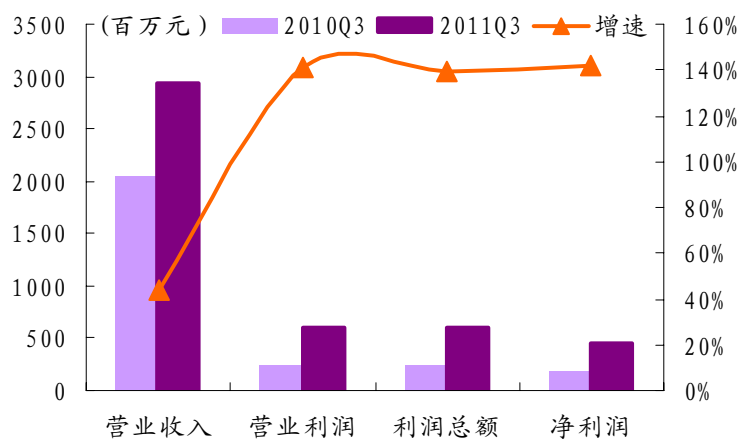
- 粤东固定资产投资增速低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3128	4132	4946	5764
同比(%)	21%	32%	20%	17%
归属母公司净利润(百万元)	308	626	702	828
同比(%)	43%	103%	12%	18%
毛利率(%)	29.2%	31.2%	29.6%	29.5%
ROE(%)	13.3%	20.8%	19.9%	20.0%
每股收益(元)	0.34	0.70	0.78	0.93
P/E	34.71	17.09	15.23	12.92
P/B	4.60	3.55	3.03	2.58
EV/EBITDA	14	10	9	8

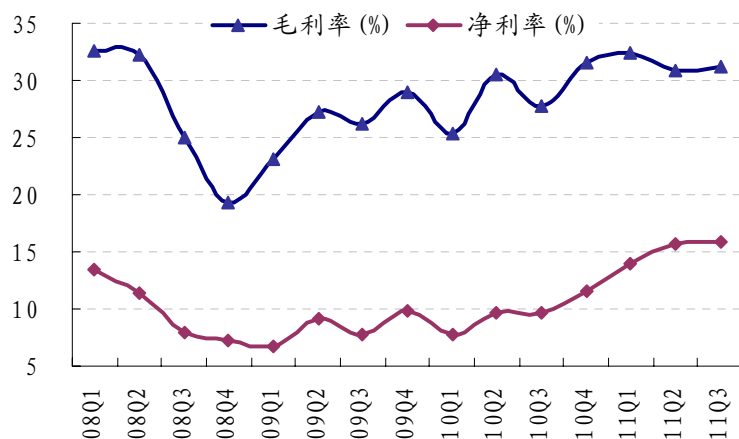
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司三季度经营情况



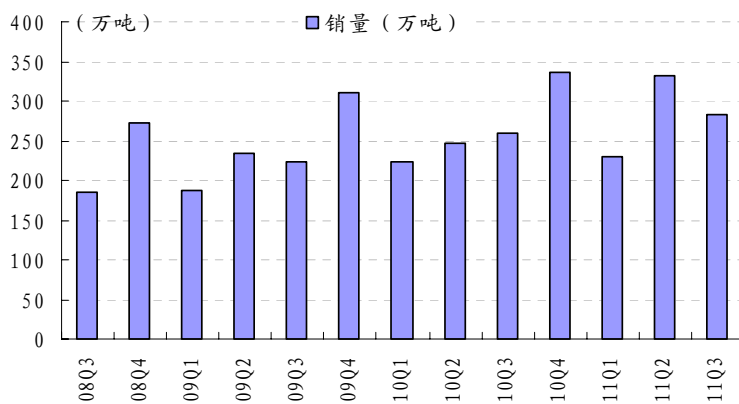
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司单季度毛利率及净利率情况



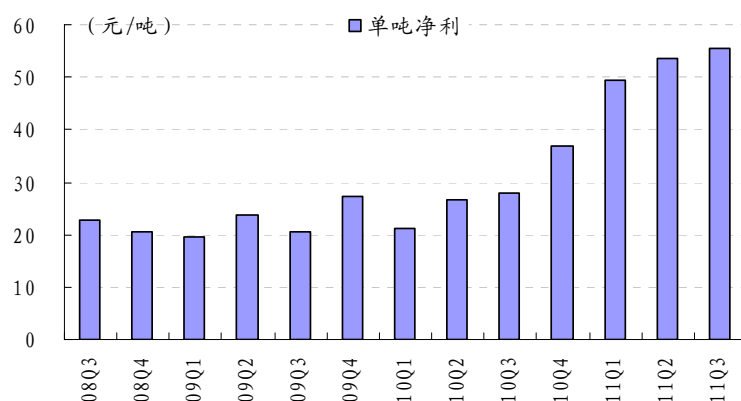
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司单季度水泥销量情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司单季度水泥吨净利情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营数据

	5.41	6.08	5.87	8.58	6.11	6.82	7.53	10.82	8.16	11.30	9.90
收入 (亿元)	-30.1%	12.3%	-3.4%	46.1%	-28.7%	11.6%	10.3%	43.7%	-24.5%	38.4%	-12.3%
环比增速	23.1%	27.2%	26.2%	29.0%	25.4%	30.5%	27.7%	31.5%	32.4%	30.9%	31.2%
毛利率	12.7%	13.9%	14.8%	15.0%	13.7%	16.2%	13.4%	9.2%	12.0%	8.4%	8.3%
费用率	0.37	0.56	0.46	0.84	0.48	0.66	0.73	1.25	1.13	1.77	1.58
净利润 (亿元)	-34.3%	51.6%	-17.3%	83.4%	-43.4%	39.2%	9.4%	71.8%	-9.0%	56.4%	-10.9%
环比增速	6.8%	9.1%	7.8%	9.8%	7.8%	9.7%	9.6%	11.5%	13.9%	15.7%	15.9%
净利率	5.41	6.08	5.87	8.58	6.11	6.82	7.53	10.82	8.16	11.30	9.90

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司水泥生产线情况

生产线		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	投产日期
机立窑	华山水泥 6 条窑	100	100	100	100	100	100	50	50	
	华山水泥熟料分厂 3 条窑	60	60	60	60	60	60	-	-	
	蕉岭恒基建材 3 条窑	60	60	60	60	60	60	60	-	
	蕉岭鑫达水泥 5000t/d	200	200	200	200	200	200	200	200	2003 年 6 月
新型干法	梅州金塔水泥 2500t/d	100	100	100	100	100	100	100	100	2005 年 6 月
	惠州龙门分公司一期 4500t/d	-	200	200	200	200	200	200	200	2006 年 10 月
	惠州龙门分公司二期 4500t/d	-	-	-	200	200	200	200	200	2008 年 8 月
	福建武平塔牌一期 4500t/d	-	-	-	-	200	200	200	200	2009 年 8 月
	福建武平塔牌二期 4500t/d	-	-	-	-	-	200	200	200	2010 年 12 月
	合计	520	720	720	920	1120	1320	1210	1150	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥							
产能 (万吨)	720	920	1120	1320	1210	1150	1200
销量 (万吨)	692.71	765.94	954.27	1068.26	1150	1200	1250
+/-		10.6%	24.6%	11.9%	7.7%	4.3%	4.2%

单位价格 (元/吨)	247.2	289.6	269.9	287.1	348.0	350.0	355.0
+/-		17.1%	-6.8%	6.4%	21.2%	0.6%	1.4%
单位成本 (元/吨)	181.5	213.7	197.9	202.8	238.0	240.0	240.00
+/-		17.8%	-7.4%	2.5%	17.4%	0.8%	0.0%
毛利率 (%)	26.59	26.19	26.69	29.37	31.61	31.43	32.39
混凝土							
销量 (万方)					50.00	250.00	450.00
价格 (元/方)					260.00	260.00	260.00
毛利率 (%)					20.00	20.00	20.00
预应力管桩							
销量 (万米)						96.00	156.00
价格 (元/米)						100.00	100.00
毛利率 (%)						17.00	17.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	1748	2354	3211	营业收入	3128	4132	4946	5764
现金	757	885	1387	2083	营业成本	2216	2841	3480	4065
应收账款	38	69	82	91	营业税金及附加	33	45	54	63
其它应收款	20	30	34	40	营业费用	169	186	223	259
预付账款	36	188	167	198	管理费用	144	174	208	242
存货	375	530	626	733	财务费用	82	52	48	33
其他	30	47	59	65	资产减值损失	45	0	0	0
非流动资产	3529	3552	3549	3428	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	129	84	93	96	投资净收益	-4	-1	-0	1
固定资产	2931	3052	3068	2939	营业利润	435	833	933	1100
无形资产	269	295	317	341	营业外收入	7	10	13	13
其他	200	121	71	52	营业外支出	4	6	7	7
资产总计	4785	5301	5904	6639	利润总额	438	837	939	1106
流动负债	1400	1632	1819	2035	所得税	127	209	235	277
短期借款	720	800	900	1000	净利润	311	628	704	830
应付账款	184	301	351	405	少数股东损益	3	2	2	2
其他	496	532	568	631	归属母公司净利润	308	626	702	828
非流动负债	1062	656	556	456	EBITDA	834	1190	1321	1500
长期借款	546	656	556	456	EPS (元)	0.77	0.70	0.78	0.93
其他	516	0	0	0					
负债合计	2463	2288	2375	2491	主要财务比率				
少数股东权益	0	2	4	6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	400	895	895	895	成长能力				
资本公积	1047	647	647	647	营业收入	20.6%	32.1%	19.7%	16.5%
留存收益	866	1459	1974	2591	营业利润	52.9%	91.6%	12.0%	18.0%
归属母公司股东权益	2322	3010	3525	4142	归属于母公司净利润	43.1%	103.1%	12.2%	17.9%
负债和股东权益	4785	5301	5904	6639	获利能力				
					毛利率	29.2%	31.2%	29.6%	29.5%
					净利率	9.8%	15.1%	14.2%	14.4%
					ROE	13.3%	20.8%	19.9%	20.0%
					ROIC	11.1%	18.5%	20.5%	24.2%
					偿债能力				
					资产负债率	51.5%	43.2%	40.2%	37.5%
					净负债比率	57.71	69.75%	67.42	64.20%
					流动比率	0.90	1.07	1.29	1.58
					速动比率	0.63	0.75	0.95	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.82	0.88	0.92
					应收账款周转率	58	73	62	63
					应付账款周转率	10.67	11.73	10.68	10.76
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.70	0.78	0.93
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.84	1.21	1.32
					每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.36	3.94	4.63
					估值比率				
					P/E	34.71	17.09	15.23	12.92
					P/B	4.60	3.55	3.03	2.58
					EV/EBITDA	14	10	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434