

建材行业

报告原因：公司三季报披露

2011年10月20日

市场数据：2011年10月20日

收盘价(元)	11.52
一年内最高/最低(元)	17.88/6.54
市净率	3.17
市盈率	16
流通A股市值(百万元)	5231

基础数据：2011年9月30日

每股净资产(元)	3.64
资产负债率%	35.57
总股本/流通A股(百万)	45400/89500
流通B股/H股(百万)	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

张小玲

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

电话：0351-8686990

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

塔牌集团 (002233)

吨毛利下降，四季度期待落后产能淘汰执行

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	25.93	16.46	2.22	11.18	0.24	11.24	11.2	47
2010E	31.28	20.59	3.04	41.3	0.34	13.9	13.26	34
2011E	41.67	33.22	6.24	105.9	0.7	20.4	10.4	16
2011E	48.37	16.08	7.59	21.6	0.85	21.3	10.8	14

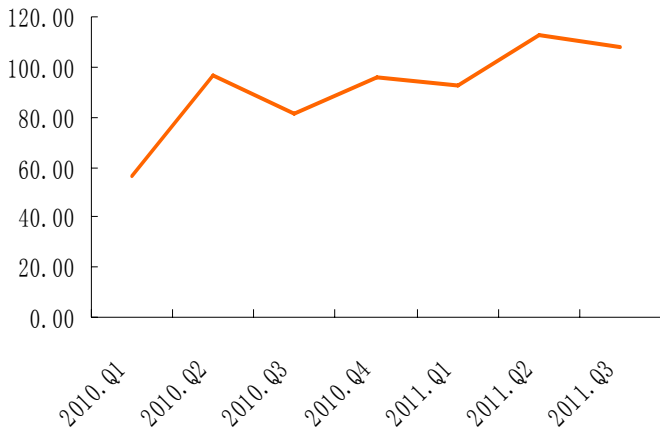
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

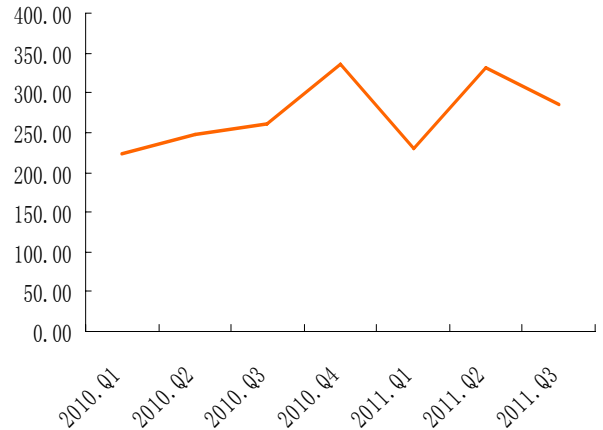
- **三季度净利润环比下降 10.87%**。前三季度公司实现收入 29.36 亿元，同比增长 43.49%，实现净利润 4.48 亿，同比增长 142.2%，每股收益 0.53 元，三季度公司实现收入 9.9 亿元，环比下降 12.3%，净利润 1.57 亿，环比下降 10.87%。
- **三季度销售价格下滑 20 元/吨**。由于去年福建武平二线投产，公司三季度销量 283.98 万吨，同比增长 8.9%，销售价格 345 元/吨，比二季度降低 20 元/吨，吨毛利下降 5 元降至 107 元/吨。
- **负债压力减轻，三季度净利率提高 0.3 个百分点**。今年可转债转股以后，公司目前的资产负债率 35.57%，比去年同期下降 20 个百分点，财务费用率 1.39%，同比下降 1.4 个百分点，净利率 15.94%，环比提高 0.3 个百分点，同比提高 6.3 个百分点，是公司上市以来的最高值。
- **区域供给环境远好于需求**。供给侧：今年前 7 月广东省水泥固定资产投资额同比下降 45%，同时广东省内落后产能最多的地区也集中在公司所在区域粤东地区，占到粤东水泥产能的 50% 以上，预计四季度执行淘汰政策，将会释放一定量的市场空间。需求侧：广东省前 9 月固定资产投资增速仅 17.4%，低于全国平均值 7.5 个百分点，水泥产量增速 15.09%，低于全国平均值 3 个百分点。我们认为粤东地区四季度需求因房地产、基建投资下降而减少，但是由于供给环境相对较好，预计四季度水泥价格保持平稳。
- **盈利预测和投资建议**。公司三季度业绩基本上符合我们预期，对业绩预测保持不变，预计 2011/2012 年公司营收 41.67 亿和 46.17 亿元，EPS 为 0.7 元和 0.77 元，对应 11.52 股价，2011PE 为 16 倍，吨市值 874 元，高于行业平均值，考虑到粤东地区落后产能淘汰规模，公司将明显受益这一淘汰完成，我们给予“增持”评级不变。
- **风险提示**。因不可预期因素，水泥价格大幅下降；区域投资增速下降造成水泥需求萎缩。



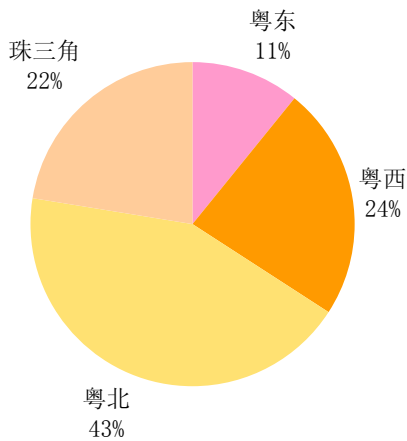
图：公司季度吨毛利



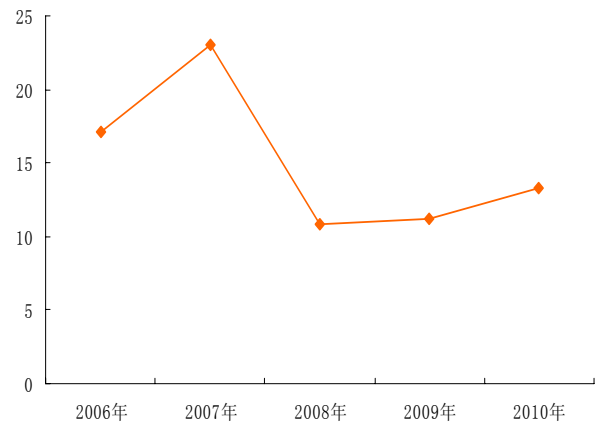
图：公司季度销量



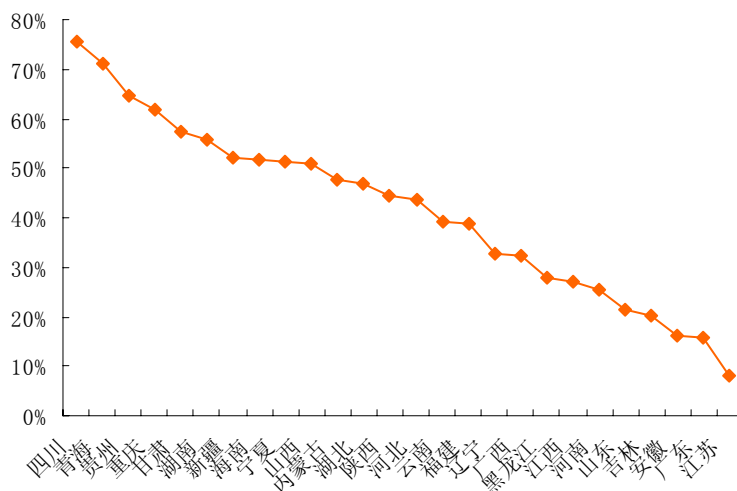
图：广东新型干法熟料产能分布图



图：公司 ROE 比较



图：近 2 年新增产能占比的省份比较



表：盈利预测表（单位：万元）



	2008	2009	2010	2011	2012
吨毛利	75.83	72.04	83.50	126.00	133.00
水泥销售单价	289.55	269.93	284.30	360.00	380
毛利率	26.19%	26.69%	29.37%	35.00%	35.00%
水泥销量	765.97	954.27	1068.26	1100.00	1100
	2008	2009	2010	2011	2012
一、营业总收入	222721.87	259,391.58	312,788.76	416700.00	461700.00
二、营业总成本	196852.68	230840.43	268910.99	332703.90	368791.90
营业成本	164666.01	190,058.62	221,562.57	275616.00	310156.00
营业税金及附加	1078.83	3,176.30	3,289.06	5000.40	5540.40
销售费用	14225.66	17,188.91	16,862.22	22918.50	23085.00
管理费用	8739.24	12,170.31	14,415.47	20001.60	20776.50
财务费用	7840.69	7,483.53	8,235.35	9167.40	9234.00
资产减值损失	302.25	762.76	4,546.32	0.00	0.00
三、其他经营收益		0.00	-417.79	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(27.00)	-129.58	-417.79	0.00	0.00
四、营业利润	25842.19	28421.57	43459.98	83996.10	92908.10
加：营业外收入	1290.40	856.74	698.35	916.74	1015.74
减：营业外支出	163.20	128.43	389.72	0.00	0.00
五、利润总额(元)	26969.40	29149.88	43768.61	84912.84	93923.84
减：所得税	5831.37	6,931.52	12,671.06	21228.21	23480.96
六、净利润	21138.03	22218.36	31097.55	63684.63	70442.88
减：少数股东损益	1780.02	696.63	696.63	1273.69	1408.86
归属于母公司所有者的净利润	19358.01	21521.73	30400.92	62410.94	69034.02
EPS	0.22	0.24	0.34	0.70	0.77

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上  
增持: 相对强于市场表现 5~20%  
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现  
中性: 行业与整体市场表现基本持平  
看淡: 行业弱于整体市场表现

### 免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。