

塔牌集团 (002233.SZ) 水泥行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

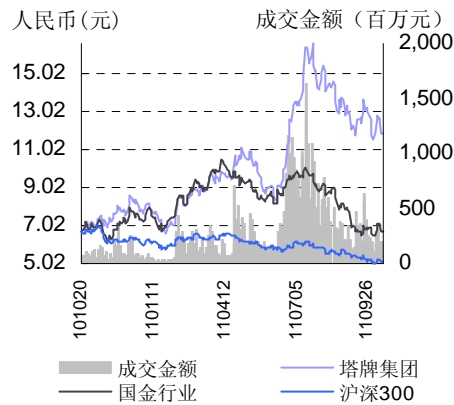
市价(人民币): 11.95元

塔牌集团 2011年3季报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	453.66
总市值(百万元)	10,691.14
年内股价最高最低(元)	16.66/6.65
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《年报暨一季度业绩点评》, 2011.4.22

黄诗涛

联系人
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.538	0.770	0.704	0.778	0.898
每股净资产(元)	4.80	5.81	7.30	8.96	10.89
每股经营性现金流(元)	1.34	2.04	1.75	2.63	2.85
市盈率(倍)	30.54	21.10	17.00	15.37	13.32
行业优化市盈率(倍)	51.00	43.22	37.61	37.61	37.61
净利润增长率(%)	10.48%	43.11%	104.38%	10.56%	15.39%
净资产收益率(%)	11.20%	13.26%	21.56%	19.42%	18.44%
总股本(百万股)	400.00	400.00	894.66	894.66	894.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2011年1-9月, 公司实现营业收入 293,614.09 万元, 较上年同期增长了 43.49%; 实现归属于上市公司股东的净利润 44,840.37 万元, 较上年同期增长了 142.20%。

经营分析

- 水泥销售价格量齐升, 公司前 3 季度销售水泥 844.70 万吨, 同比增长 15.43%, 其中 3 季度销售 284 万吨, 同比增长 9%。3 季度吨售价为 284 元/吨, 同比上涨 60 元/吨, 吨毛利为 109 元/吨, 同比上涨 28.7 元/吨。
- 期间费用率持续下降, 公司加强内部管理, 期间费用控制良好; 前三季度, 销售费用率下降 3.6 个百分点, 期间费用率下降了 5.1 个百分点。
- 4 季度旺季不旺, 价格或仍将维持高位震荡, 4 季度华南地区进入自然性的旺季, 加上 11 月之后的广西西江进入枯水期, 对广东水泥价格将起到支撑作用。
- 区域内发展空间大, 扩张还看新线审批政策。公司所在的粤东和福建龙岩地区未来的经济发展将保持较快的发展。区域内的落后产能较多, 新增产能比较少, 供需关系较好。但受制于新线审批尚未放开, 公司产能今年没有增量。

投资建议

- 公司所处地区具有较大的落后产能淘汰空间, 而且广东具备加速淘汰的良好环境, 海西经济区和粤东地区的发展带来快速增长的水泥需求。我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.70、0.78 元、0.9 元, 对应 PE 分别为 17、15、13 倍, 维持“买入”评级。

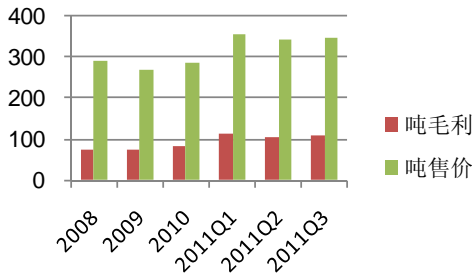
经营分析

水泥销售量价齐升

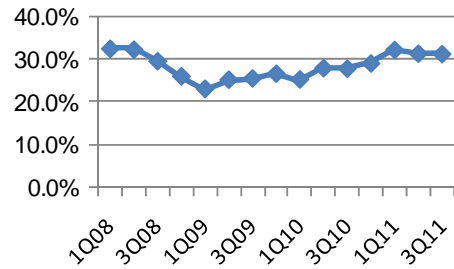
- 去年 12 月份武平 2 期生产线投产，公司产能有所增加。前 3 季度销售水泥 844.70 万吨，同比增长 15.43%，其中 3 季度销售 284 万吨，同比增长 9%。

有别于华东地区 9 月的低迷，9 月份广西限电，引起两广地区水泥价格上涨。3 季度公司吨售价为 284 元/吨，同比上涨 60 元/吨，吨毛利为 109 元/吨，同比上涨 28.7 元/吨。

图表 1：吨售价和吨毛利变化



图表 2：水泥毛利率变化



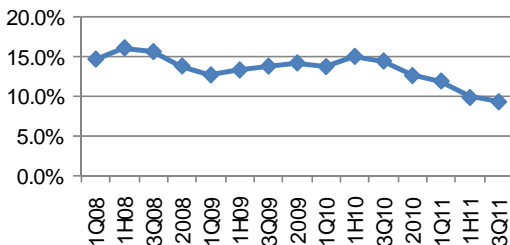
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

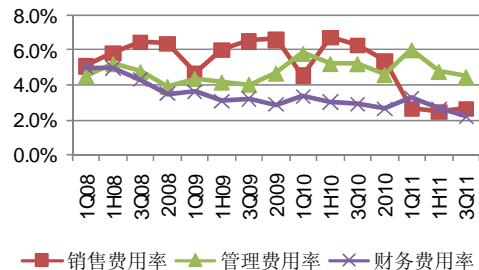
管理费用率下降明显

- 公司加强内部管理，期间费用控制良好；前三季度，销售费用率下降 3.6 个百分点，期间费用率下降了 5.1 个百分点。

图表 3：期间费用率变化



图表 4：三项费用率变化



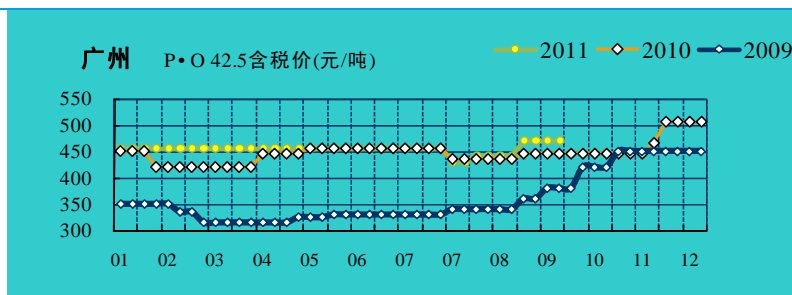
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

4 季度旺季不旺，价格或仍将维持高位震荡

- 宏观持续紧缩的背景下，4 季度水泥需求增速将逐渐回落。4 季度华南地区进入自然性的旺季，加上 11 月之后的广西西江进入枯水期，对广东水泥价格或将起到支撑作用。

图表 5：广州水泥价格走势

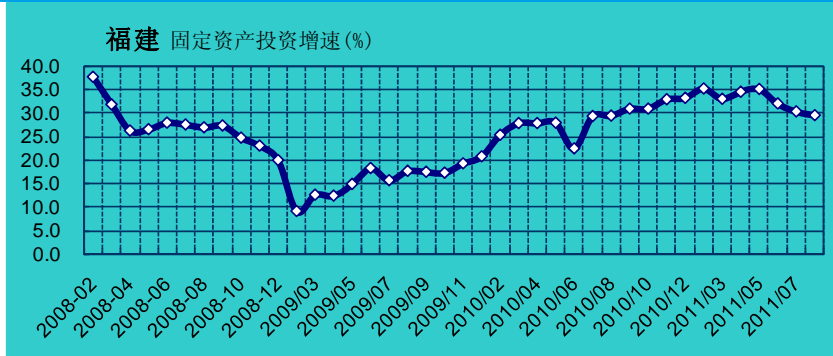


来源：DC、国金证券研究所

区域内发展空间大，扩张还看新线审批政策

- 粤东地区是十二五期间广东重点发展的地区，固定资产投资和水泥需求将保持较高的增速。随着海西经济区规划的实施，福建水泥需求将达到一个新的高度。

图表 6：福建固定资产投资增速



来源：统计局、国金证券研究所

- 粤东地区落后产能大约有 700 多万吨，新型干法产能在 1600 万吨左右。每年淘汰 300 万吨，对于该地区供给是较大的减量。根据在建生产线的跟踪，2011 年粤东地区只有 2 条生产线在建并投产，新增 400 万吨产能。

投资建议

- 公司所处地区具有较大的落后产能淘汰空间，而且广东具备加速淘汰的良好环境，海西经济区和粤东地区的发展带来快速增长的水泥需求。我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.70、0.78 元、0.9 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍，维持“买入”评级。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	12	17
买入	0	0	0	10	12
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.52	1.49

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-10-29	买入	7.17	N/A
2 2010-02-09	买入	7.11	N/A
3 2011-04-22	买入	10.74	N/A

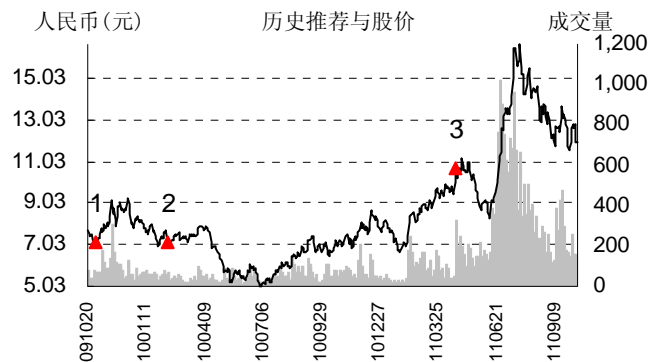
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；
- 持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；
- 卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B