

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: 12.00元

当前股价: 11.27元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2447.06
总股本(百万)	894
流通股本(百万)	453
流通市值(亿)	51
EPS	0.77
每股净资产(元)	5.81
资产负债率	51.47%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
塔牌集团	10.49	10.39	-15.85
建筑建材	11.96	-1.47	-15.86
沪深300指数	5.75	2.48	-6.13



相关报告

- 塔牌集团-销量增速有所放缓 但吨净利持续创新高 2011-10-20
- 塔牌集团-价增量推动上半年高增长, 同时也将推动下半年高增长 2011-08-09
- 塔牌集团-价增量推动业绩增长 2011-07-31

塔牌集团

002233

推荐

12年高景气将延续 但可能前低后高

公司公布11年业绩快报, 全年实现营业收入41.36亿元, 同比增长32.25%; 归属母公司净利润6.06亿元, 同比增长96.87%; EPS 0.70元, 符合我们预期。

投资要点:

- 粤东水泥市场高景气度使得公司11年净利润几乎翻番, 四季度水泥吨销售均价和吨毛利环比基本持平。11年公司水泥销量仅增长11%, 水泥价格上涨是业绩翻番的主因。粤东水泥市场全年高景气, 四季度公司水泥销售均价350元/吨, 各季度基本维持在340元/吨以上, 吨毛利基本维持在105元以上, 毛利率30%以上。
- 四季度管理费用同比增加约4000万元, 影响净利润。11年公司淘汰部分落后产能, 产生的设备拆除以及人员安置等费用计入当期管理费用, 导致四季度管理费用同比增加约4000万元, 影响了净利润, 在水泥吨毛利基本持平的情况下, 吨净利有所下滑。不过设备的资产减值损失已经在10年计提, 不影响11年的净利润。
- 12年粤东水泥市场高景气度将延续, 公司水泥吨毛利将提升至110元。12年粤东市场无新增产能, 同时600万吨的落后产能至少淘汰1/3, 因此区域市场供求关系将进一步改善, 高景气度将延续。作为粤东的龙头企业, 公司落后产能仅60万吨, 仅占公司总产能的5%, 将充分受益区域市场高景气, 吨毛利有望提升至110元。不过短期由于需求不旺, 水泥价格存在一定压力, 因此全年水泥价格可能前低后高。
- 全行业最低的资产负债率, 水泥生产线等量置换落后产能一旦放开, 公司优先获批可能性较大, 且新建生产线资金压力不大。截至11年9月30日, 公司资产负债率仅为35.6%, 甚至低于海螺水泥的44.7%, 并且公司账上约有7亿元现金, 因此粤东如果水泥生产线建设等量置换落后产能一旦放开, 公司作为区域龙头企业, 生产线优先获批可能性较大, 并且新建生产线资金压力不大。
- 投资评级“推荐”。预测公司11-13年EPS为0.70、0.78、0.86元, 目前股价对应12年15.41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, 落后产能淘汰低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4222	4946	5586
收入同比(%)	21%	35%	17%	13%
归属母公司净利润	308	622	694	769
净利润同比(%)	43%	102%	12%	11%
毛利率(%)	29.2%	30.5%	29.0%	28.3%
ROE(%)	13.3%	20.7%	19.7%	18.9%
每股收益(元)	0.34	0.70	0.78	0.86
P/E	34.71	17.18	15.41	13.90
P/B	4.60	3.56	3.04	2.62
EV/EBITDA	14	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司年度业绩情况

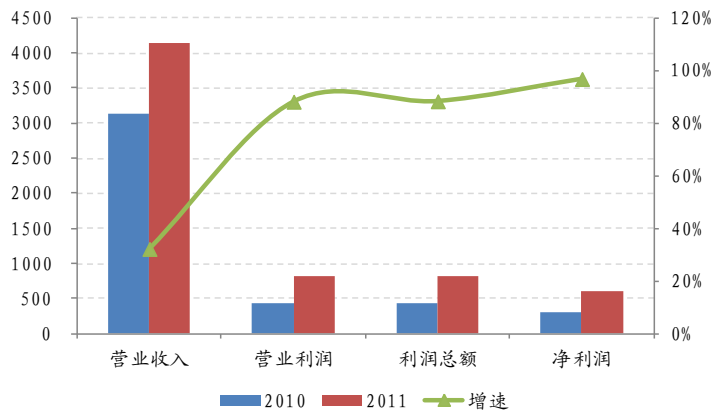
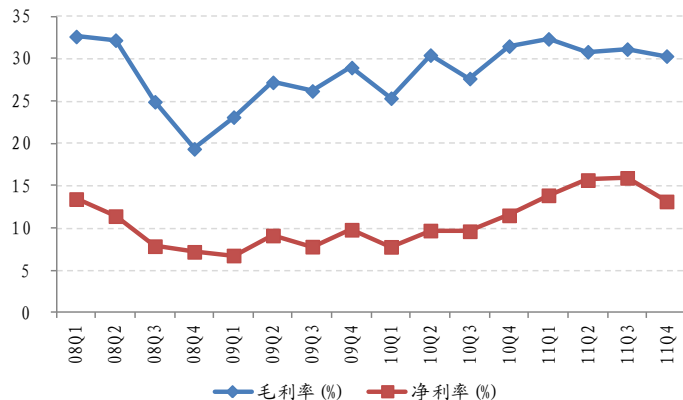


图 2 公司季度毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司季度水泥销量情况

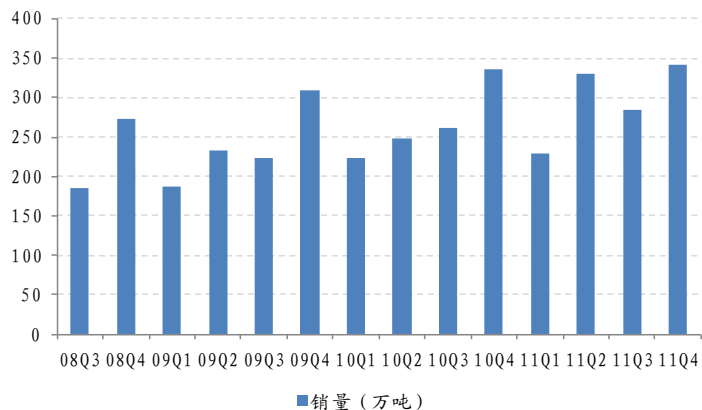
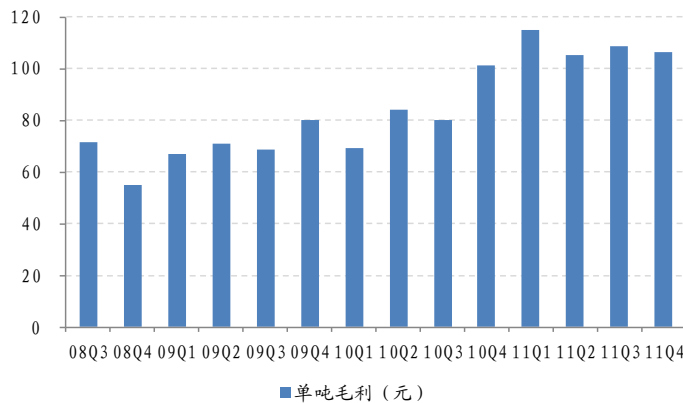
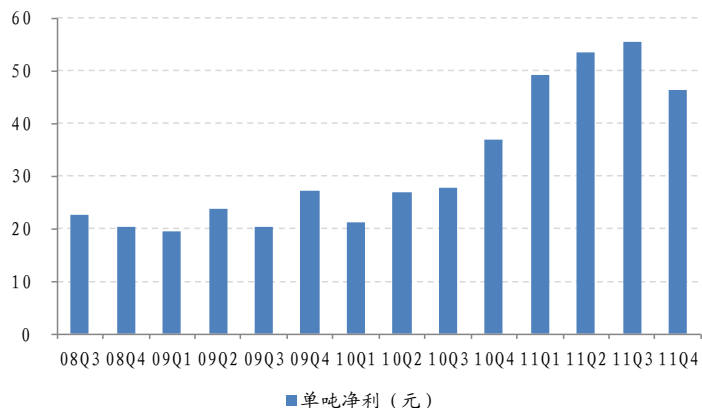


图 4 公司季度水泥吨毛利情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司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	-	
	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	-	-	
新型干法	蕉岭鑫达水泥 5000t/d	200	200	200	200	200	200	200	200	2003 年 6 月
	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	1150	1100	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥							
产能 (万吨)	720	920	1120	1320	1150	1100	1100
销量 (万吨)	692.71	765.94	954.27	1068.26	1186	1200	1200
+/-		10.6%	24.6%	11.9%	11.0%	1.2%	0.0%
单位价格 (元/吨)	247.2	289.6	269.9	287.1	345.0	350.0	355.0
+/-		17.1%	-6.8%	6.4%	20.2%	1.4%	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	31.01	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 (%)					15.00	15.00	15.00
预应力管桩							
销量 (万米)						96.00	156.00
价格 (元/米)						100.00	100.00
毛利率 (%)						15.00	15.00

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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	1589	1911	2841
现金	757	700	936	1733
应收账款	38	70	82	89
其他应收款	20	31	34	39
预付账款	36	194	169	196
存货	375	547	632	722
其他流动资产	30	48	59	63
非流动资产	3529	3552	3549	3428
长期投资	129	84	93	96
固定资产	2931	3052	3068	2939
无形资产	269	295	317	341
其他非流动资产	200	121	71	52
资产总计	4785	5142	5461	6269
流动负债	1400	1763	1522	1718
短期借款	720	915	600	700
应付账款	184	310	354	399
其他流动负债	496	537	568	619
非流动负债	1062	372	422	472
长期借款	546	372	422	472
其他非流动负债	516	0	0	0
负债合计	2463	2135	1944	2190
少数股东权益	0	0	2	4
股本	400	895	895	895
资本公积	1047	647	647	647
留存收益	866	1456	1963	2524
归属母公司股东权益	2322	3007	3514	4075
负债和股东权益	4785	5142	5461	6269

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	817	767	1104	1164
净利润	311	622	696	771
折旧摊销	317	306	340	366
财务费用	82	83	74	66
投资损失	4	6	0	-1
营运资金变动	51	-214	-20	-39
其他经营现金流	52	-37	13	1
投资活动现金流	-585	-302	-347	-241
资本支出	481	300	300	200
长期投资	-106	-45	9	3
其他投资现金流	-210	-47	-38	-38
筹资活动现金流	221	-522	-521	-126
短期借款	-423	195	-315	100
长期借款	-35	-174	50	50
普通股增加	0	495	0	0
资本公积增加	111	-400	0	0
其他筹资现金流	568	-638	-256	-276
现金净增加额	453	-57	236	797

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4222	4946	5586
营业成本	2216	2934	3514	4007
营业税金及附加	33	46	54	61
营业费用	169	118	173	196
管理费用	144	203	208	235
财务费用	82	83	74	66
资产减值损失	45	9	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	-6	0	1
营业利润	435	823	922	1022
营业外收入	7	12	13	13
营业外支出	4	6	7	7
利润总额	438	830	928	1028
所得税	127	207	232	257
净利润	311	622	696	771
少数股东损益	3	0	2	2
归属母公司净利润	308	622	694	769
EBITDA	834	1212	1336	1454
EPS (元)	0.77	0.70	0.78	0.86

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.6%	35.0%	17.1%	12.9%
营业利润	52.9%	89.4%	12.0%	10.8%
归属于母公司净利润	43.1%	102.0%	11.5%	10.8%
获利能力				
毛利率	29.2%	30.5%	29.0%	28.3%
净利率	9.8%	14.7%	14.0%	13.8%
ROE	13.3%	20.7%	19.7%	18.9%
ROIC	11.1%	18.9%	20.7%	23.2%
偿债能力				
资产负债率	51.5%	41.5%	35.6%	34.9%
净负债比率	57.71	66.86%	60.02	60.06%
流动比率	0.90	0.90	1.26	1.65
速动比率	0.63	0.59	0.84	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.85	0.93	0.95
应收账款周转率	58	74	62	62
应付账款周转率	10.67	11.87	10.57	10.64
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.70	0.78	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.86	1.23	1.30
每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.36	3.93	4.55
估值比率				
P/E	34.71	17.18	15.41	13.90
P/B	4.60	3.56	3.04	2.62
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

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-20	塔牌集团-销量增速有所放缓 但吨净利持续创新高
2011-08-09	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
2011-07-31	塔牌集团-价增量升推动业绩增长
2011-04-22	塔牌集团-水泥价格上涨驱动公司业绩爆发式增长
2011-02-28	塔牌集团-公司未来发展主要看粤东

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, 7 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, 2 年证券从业经验。

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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

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

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