

建筑建材

报告原因：业绩快报

2012年2月28日

市场数据：2012年2月28日

收盘价(元)	11.2
一年内最高/最低(元)	18.95/7.8
市净率	2.93
市盈率	16
流通A股市值(百万元)	5090

基础数据：2011年12月31日

每股净资产(元)	5.04
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)	-/-

相关研究：

《塔牌集团(002233)调研简报：受益珠三角产业转移和落后产能淘汰，区域绝佳》；  
《塔牌集团(002233)2011年三季报点评：吨毛利下降，四季度期待落后产能淘汰执行》

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

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyfz@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

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

塔牌集团 (002233)

中性

四季度增收不增利，区域内落后产能淘汰是看点

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	主营业利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	25.93	16.46	2.22	11.18	0.24	11.24	11.2	46
2010A	31.27	20.6	3.07	43.11	0.34	13.99	13.8	32
2011E	41.2	31.76	6.06	96.8	0.68	20.11	17.76	16
2011E	45.55	10.5	7.18	18.4	0.8	21.02	17.37	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

事件：公司公告2011年业绩快报。

投资要点：

- **每股收益基本符合我们预期。**公司2011年水泥销量1186.17万吨，同比增长11.04%，销量增长主要来源于武平二期5000T/D生产线投产，实现营业收入41.36亿，同比增长32.25%，实现归属于母公司净利润6.06亿，同比增长96.87%，摊薄后每股收益0.68元，与我们的预期0.7元基本相符。
- **四季度增收不增利，利润率下滑。**从以往业绩看，四季度是水泥消费旺季，是盈利最好的季度。但是去年情况并非如此。公司四季度水泥销售价格320元（不含税），比上季度平均下降20元/吨，降幅5.8%，营业收入12亿，环比三季度增长20%，换言之收入增长全靠量增，营业利润、净利润分别为2.12亿和1.58亿，与三季度相差不大。我们认为在区域内新增供给非常有限背景下，主要原因在于房地产调控政策和基建投资下降导致的水泥需求下降。
- **区域内落后产能淘汰将在今年完成，公司产能市场份额将提高到67%。**广东省内落后产能绝大部分集中在粤东地区，落后产能约800万吨，占到粤东水泥总产能2000万吨的40%以上。淘汰空间非常大。据我们了解，按照广东省政府要求2012年底落后产能全部淘汰，2011年淘汰160万吨，剩余的640万吨将在今年淘汰。公司是粤东地区最大的水泥企业，市场份额在45%，落后产能全部淘汰后，市场份额（按产能估算）将上升到67%，对区域的市场控制能力将得到明显提高。
- **江西南部建设混凝土搅拌站，拓展公司覆盖范围。**公司拥有梅州、惠州、福建武平三大熟料生产基地，区域主要覆盖粤东和福建西部地区。公司2月16公告要在江西省赣州市合资建设4个混凝土搅拌站项目，总产能240万立方，项目所在地均在现有生产线的运输半径范围内。混凝土作为水泥产品的下游，更接近市场，此次项目投产有利于公司在江西南部地区市场拓展，稳定水泥销售。
- **盈利预测和投资建议。**我们认为下半年区域内落后产能全部淘汰后，水泥供给下降34%，区域供需关系将比上半年明显好转，预计公司2012/2013年营业收入分别45.5/47亿，EPS0.8元和0.85元，增长18.4%和6%，2012PE为14倍，吨EV684元，相对其他上市公司估值偏高，调低评级至“中性”。
- **风险提示：**水泥需求下滑；落后产能淘汰低于预期。

核心指标预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
水泥销售单价	289.55	269.93	284.30	330.00	340.00	350.00
水泥销量	765.97	954.27	1068.26	1186.17	1200.00	1200.00
毛利率	26.19%	26.69%	29.37%	35.00%	36.00%	36.00%
收入增长率	26.75%	16.46%	20.59%	31.76%	10.52%	3.18%
净利润增长率	34.57%	11.18%	43.11%	96.88%	18.41%	5.94%

利润表预测（单位：万元）

	2009	2010	2011	2012	2013
一、营业总收入	259,391.58	312,788.76	412,136.10	455,500.00	470,000.00
二、营业总成本	230,840.43	268,910.99	330,142.45	360,768.50	369,610.00
营业成本	190,058.62	221,562.57	272,649.47	302,920.00	311,800.00
毛利率	26.73%	29.17%	33.84%	33.50%	33.66%
营业税金及附加	3,176.30	3,289.06	4,945.63	5,466.00	5,640.00
销售费用	17,188.91	16,862.22	22,667.49	22,775.00	22,560.00
管理费用	12,170.31	14,415.47	19,782.53	20,497.50	20,210.00
财务费用	7,483.53	8,235.35	10,097.33	9,110.00	9,400.00
资产减值损失	762.76	4,546.32	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.00	-417.79	0.00	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	-129.58	-417.79	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	28,421.57	43,459.98	81,993.65	94,731.50	100,390.00
加：营业外收入	856.74	698.35	906.70	1,002.10	1,034.00
减：营业外支出	128.43	389.72	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	29,149.88	43,768.61	82,900.35	95,733.60	101,424.00
减：所得税	6,931.52	12,671.06	20,725.09	23,933.40	25,356.00
六、净利润	22,218.36	31,097.55	62,175.26	71,800.20	76,068.00
归属于母公司所有者的净利润	21,521.73	30,799.00	60,637.32	71,800.20	76,068.00
EPS	0.24	0.34	0.68	0.80	0.85

### 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。