

评级：审慎推荐

水泥行业

公司点评报告

第一创业研究所

曹柱 S1080210110001

电话：0755-25832960

邮件：caozhu@fcsc.cn

塔牌集团（002233）**——区域龙头 全年仍将保持高增长****交易数据**

52周内股价区间（元）	8.31-22.47
总市值（百万元）	12785
总股本（百万股）	895
流通股本（百万股）	454
流通股比率（%）	30.86%

资产负债表摘要(09/10)

每股净资产	3.46
市净率	4.08
资产负债率	36.97%

事件：塔牌集团于2011年08月09日对外发布了半年度报告，上半年公司共实现主营收入19.45亿元，同比增长50.40%；实现利润总额3.93亿元，同比增长155.95%；归属母公司净利润2.9亿元，同比增长157.9%。实现基本每股收益为0.35元，同比增长150.00%。

点评

- **量价齐升 上半年盈利同比大幅增长** 报告期内，得益于福建塔牌二线4500吨的生产线的顺利投产，公司生产规模继续扩大，上半年共生产水泥579.88万吨、销售水泥560.72万吨，较上年同期分别增长了16.92%、19.00%。上半年，受益公司所在区域价格上涨的影响，公司水泥平均出厂销售单价达333.17元/吨，较上年同期增长22.45%，在水泥价格大幅上涨的情况下，公司的销售收入、毛利率、净利润同比都出现大幅增长。公司上半年共实现营业收入19.45亿元、归属于上市公司股东的净利润2.9亿元，较上年同期分别增长了50.40%、157.9%；毛利率31.85%，同比上涨3.79个百分点。
- **管理水平改善 期间费用率进一步降低** 报告期内，公司三项费用支出共1.93亿元，同比略有下降。占主营收入的比例为9.89%，同比去年下降5.14个百分点。三项费用率的大幅降低，主要是公司报告期内运输费用大幅减少，导致公司销售费用同比大幅下降所致。
- **公司所在区域高景气度将保持** 公司产能都分布在梅州、惠州龙门、福建龙岩三个地区。其中，公司在粤东水厂的占有率为45%，新型干法水泥市场占有率在70%以上。公司所处的粤东地区，属于广东省相对落后的区域，目前该区域机立窑比例在50%左右，未来仍有很大的发展空间。同时，粤东地区基建相对于广东其他地区来讲还比较落后，未来固定资产投资有望继续保持高增长。国家前期已经出台了水泥企业落后产能淘汰名单，其中广东省涉及淘汰的落后产能达340万吨，而其中大部分集中在公司所在的粤东区域。下半年，随着区域固定资产投资高增长，而落后产能淘汰得以有效实施，我们认为区域水泥价格高为可以保持。特别是四季度，随着施工旺季的到来，以及限电限产的预期，我们认为，价格仍有上涨的可能。



- **延伸水泥产业链 增强公司竞争力** 公司在 10 年发行可转债募集资金，全力打造混凝土产业链。目前，公司已投产、在建的混凝土项目总产能达 1080 万立方米，预计全部实现效益后，可年贡献利润 1.5 亿元以上，未来将成为公司新的利润增长点。
- **盈利预测与评级** 我们预计公司 11、12、13 年的每股收益分别可达 0.73、1.10、1.28 元，对应的市盈率分别为 20.06、13.39、11.49 倍，考虑到公司所在区域的成长性，我们给予公司“审慎推荐”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4223	6334	7601
收入同比(%)	21%	35%	50%	20%
归属母公司净利润	308	585	876	1021
净利润同比(%)	43%	90%	50%	17%
毛利率(%)	29.2%	32.5%	31.5%	31.0%
ROE(%)	13.3%	20.3%	23.4%	21.4%
每股收益(元)	0.38	0.73	1.10	1.28
P/E	38.10	20.06	13.39	11.49
P/B	5.05	4.08	3.13	2.46
EV/EBITDA	17	12	9	8

数据来源：第一创业研究所



资产负债表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	1447	2607	7915
现金	757	1447	2607	7915
应收账款	38	0	0	0
其他应收款	20	0	0	0
预付账款	36	0	0	0
存货	375	0	0	0
其他流动资产	30	0	0	0
非流动资产	3529	3174	2890	2603
长期投资	129	0	0	0
固定资产	2931	2799	2561	2297
无形资产	269	269	269	269
其他非流动资产	200	105	60	37
资产总计	4785	4621	5497	10518
流动负债	1400	1200	1200	5200
短期借款	720	1200	1200	5200
应付账款	184	0	0	0
其他流动负债	496	0	0	0
非流动负债	1062	546	546	546
长期借款	546	546	546	546
其他非流动负债	516	0	0	0
负债合计	2463	1746	1746	5746
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	800	800	800
资本公积	1047	647	647	647
留存收益	866	1419	2295	3316
归属母公司股东权益	2322	2875	3751	4772
负债和股东权益	4785	4621	5497	10518

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	817	860	1221	1384
净利润	311	585	876	1021
折旧摊销	317	278	284	287
财务费用	82	81	61	76
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	51	-20	0	-0
其他经营现金流	52	-63	0	0

利润表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4223	6334	7601
营业成本	2216	2850	4339	5245
营业税金及附加	33	47	69	83
营业费用	169	245	359	434
管理费用	144	196	293	352
财务费用	82	81	61	76
资产减值损失	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	0	0	0
营业利润	435	804	1214	1411
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	438	804	1214	1411
所得税	127	219	337	390
净利润	311	585	876	1021
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	308	585	876	1021
EBITDA	834	1162	1558	1774
EPS (元)	0.77	0.73	1.10	1.28

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%	50.0%	20.0%
营业利润	52.9%	84.9%	51.0%	16.2%
归属于母公司净利润	43.1%	89.9%	49.8%	16.6%
获利能力				
毛利率(%)	29.2%	32.5%	31.5%	31.0%
净利率(%)	9.8%	13.9%	13.8%	13.4%
ROE(%)	13.3%	20.3%	23.4%	21.4%
ROIC(%)	11.1%	20.3%	31.8%	41.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.5%	37.8%	31.8%	54.6%
净负债比率(%)	57.71	100.00	100.00	100.00
流动比率	0.90	1.21	2.17	1.52
速动比率	0.63	1.21	2.17	1.52
营运能力				



投资活动现金流	-585	129	0	0
资本支出	481	0	0	0
长期投资	-106	-129	0	0
其他投资现金流				
流	-210	0	0	0
筹资活动现金流	221	-299	-61	3924
短期借款	-423	480	0	4000
长期借款	-35	0	0	0
普通股增加	0	400	0	0
资本公积增加	111	-400	0	0
其他筹资现金流				
流	568	-779	-61	-76
现金净增加额	453	690	1160	5308

总资产周转率	0.70	0.90	1.25	0.95
应收账款周转率	59	220	-	-
应付账款周转率	10.67	31.00	-	-

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.38	0.73	1.10	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.08	1.53	1.73
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.59	4.69	5.97

估值比率

P/E	38.10	20.06	13.39	11.49
P/B	5.05	4.08	3.13	2.46
EV/EBITDA	17	12	9	8

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	1447	2607	7915
现金	757	1447	2607	7915
应收账款	38	0	0	0
其他应收款	20	0	0	0
预付账款	36	0	0	0
存货	375	0	0	0
其他流动资产	30	0	0	0
非流动资产	3529	3174	2890	2603
长期投资	129	0	0	0
固定资产	2931	2799	2561	2297
无形资产	269	269	269	269
其他非流动资产	200	105	60	37
资产总计	4785	4621	5497	10518
流动负债	1400	1200	1200	5200
短期借款	720	1200	1200	5200
应付账款	184	0	0	0
其他流动负债	496	0	0	0
非流动负债	1062	546	546	546
长期借款	546	546	546	546
其他非流动负债	516	0	0	0
负债合计	2463	1746	1746	5746
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积	1047	1047	1047	1047
留存收益	866	1419	2295	3316
归属母公司股东权	2322	2875	3751	4772

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4223	6334	7601
营业成本	2216	2850	4339	5245
营业税金及附加	33	47	69	83
营业费用	169	245	359	434
管理费用	144	196	293	352
财务费用	82	81	61	76
资产减值损失	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	0	0	0
营业利润	435	804	1214	1411
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	438	804	1214	1411
所得税	127	219	337	390
净利润	311	585	876	1021
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	308	585	876	1021
EBITDA	834	1162	1558	1774
EPS (元)	0.77	1.46	2.19	2.55

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%	50.0%	20.0%
营业利润	52.9%	84.9%	51.0%	16.2%
归属于母公司净利	43.1%	89.9%	49.8%	16.6%



益					润				
负债和股东权益	4785	4621	5497	10518	获利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	29.2%	32.5%	31.5%	31.0%
单位:百万元					净利率 (%)	9.8%	13.9%	13.8%	13.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE (%)	13.3%	20.3%	23.4%	21.4%
经营活动现金流	817	860	1221	1384	ROIC (%)	11.1%	20.3%	31.8%	41.3%
净利润	311	585	876	1021	偿债能力				
折旧摊销	317	278	284	287	资产负债率 (%)	51.5%	37.8%	31.8%	54.6%
财务费用	82	81	61	76					100.00
投资损失	4	0	0	0	净负债比率 (%)	57.71%	100.00%	100.00%	%
营运资金变动	51	-20	0	-0	流动比率	0.90	1.21	2.17	1.52
其他经营现金					速动比率	0.63	1.21	2.17	1.52
流	52	-63	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-585	129	0	0	总资产周转率	0.70	0.90	1.25	0.95
资本支出	481	0	0	0	应收账款周转率	59	220	-	-
长期投资	-106	-129	0	0	应付账款周转率	10.67	31.00	-	-
其他投资现金					每股指标 (元)				
流	-210	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.77	1.46	2.19	2.55
筹资活动现金流	221	-299	-61	3924	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.04	2.15	3.05	3.46
短期借款	-423	480	0	4000	每股净资产 (最新摊薄)	5.81	7.19	9.38	11.93
长期借款	-35	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	28.03	14.76	9.85	8.45
资本公积增加	111	0	0	0	P/B	3.72	3.00	2.30	1.81
其他筹资现金					EV/EBITDA	12	8	6	6
流	568	-779	-61	-76					
现金净增加额	453	690	1160	5308					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120