

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: 10.50元

当前股价: 9.59元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	894
流通股本(百万)	453
流通市值(亿)	43
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	-5.89	18.35	-27.71
建筑建材	-2.71	9.84	-12.79
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

- 塔牌集团-12年高景气将延续 但可能前低后高 2012-02-28
- 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-价增量升推动上半年高增长, 同时也将推动下半年高增长 2011-08-09

塔牌集团

002233

推荐

公司将受益区域市场落后产能淘汰

今日公司公告11年年报, 全年实现营业收入41.37亿元, 同比增长32.3%; 归属上市公司股东净利润6.09亿元, 同比增长97.7%; EPS0.69元。分配预案为每10股派现2.2元(含税)。

投资要点:

- **价增量升推动净利润几乎翻番。**业绩增长主要来自水泥销售均价上涨和销量提升, 区域市场高景气带动水泥价格大幅上涨, 公司水泥销售均价从10年的287元/吨上涨至11年的332元/吨; 水泥销量从10年的1068万吨增加至11年的1186万吨, 新增量主要来自10年底投产的福建塔牌二线5000t/d。混凝土板块虽然放量, 但11年依然亏损1138万元, 预计短期之内即使盈利, 对公司业绩贡献也相对有限。
- **11年盈利前高后低, 预计12年前低后高。**11年水泥需求呈现前高后低, 使得公司毛利率以及水泥吨毛利在下半年有所下降; 12年需求整体可能仍偏弱, 但落后产能淘汰进度可能会加快, 供求关系将有所改善, 正常情况下, 下半年的需求量大于上半年, 因此盈利存在回升的可能。
- **未来新增产能主要看万吨线的审批和建设进度。**目前公司没有在建水泥熟料生产线, 公司前期公告计划建2*10000t/d水泥熟料生产线, 因此未来新增产能主要是这两条生产线, 但由于审批进度存在不确定性, 短期来看, 公司新增产能有限。即使今年能获批, 考虑生产线建设周期, 预计到投产最快也要到14年。
- **内生性现金流足以支撑资本开支, 加上可转债转股后, 资金压力不大。**由于需求减弱, 产品库存增加明显, 公司存货周转率有所下降, 因此即使加大应收款的催收力度, 公司经营性现金净流量仅增加6.85%, 为8.73亿元; 但由于公司资本开支也仅为2.42亿元, 因此内生产生的现金流足以支撑资本开支。此外, 11年公司的可转债成功转股, 使得公司资产负债率大幅下降至34.47%, 处于全行业的最低水平, 资金压力不大。即使考虑未来万吨线的建设, 我们认为先建一条的压力不大。
- **投资评级“推荐”。**预测公司12-14年EPS为0.75、0.84、0.99元, 目前股价对应12年12.57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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4137	4520	4920	5940
收入同比(%)	32%	9%	9%	21%
归属母公司净利润	609	675	749	889
净利润同比(%)	98%	11%	11%	19%
毛利率(%)	31.1%	30.3%	30.3%	29.9%
ROE(%)	17.8%	16.5%	16.2%	16.8%
每股收益(元)	0.69	0.75	0.84	0.99
P/E	13.93	12.57	11.32	9.54
P/B	2.48	2.07	1.83	1.60
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

一、价增量升推动净利润几乎翻番

11年公司实现营业收入41.37亿元，同比增长32.3%；归属上市公司股东净利润6.09亿元，同比增长97.7%；EPS0.69元。

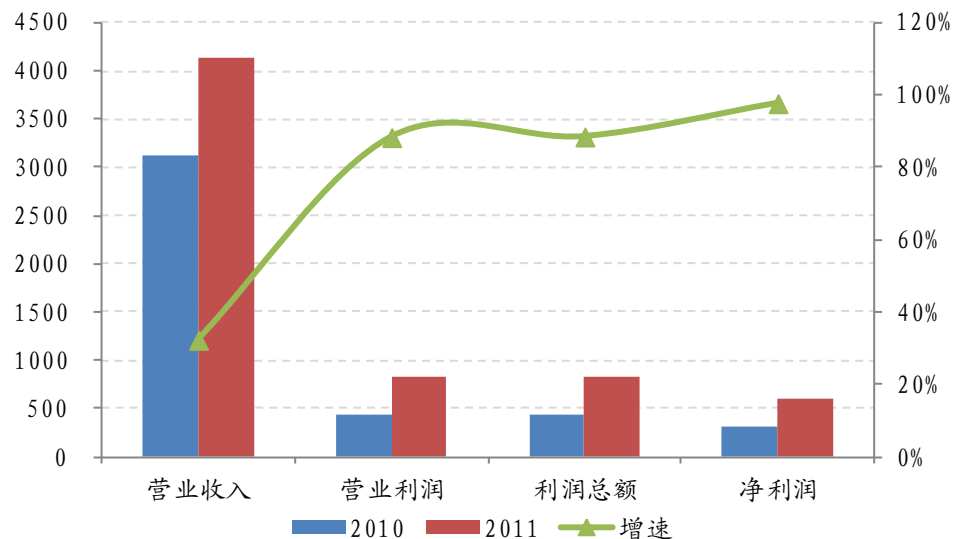
业绩增长主要来自水泥销售均价上涨和销量提升。

(1)水泥销售均价同比上张15.73%，从10年的287元/吨上涨至11年的332元/吨，区域市场高景气带动水泥价格大幅上涨；

(2)销量同比上升11.04%，从10年的1068万吨增加至11年的1186万吨，新增量主要来自10年底投产的福建塔牌二线5000t/d。

此外，公司混凝土板块开始放量，11年产销41.69万方，收入1.14亿元，同比增幅将近8倍；但由于市场竞争激烈，产能利用率不高，加上原材料成本上升，混凝土板块11年依然亏损1138万元，亏损额同比增长29.13%，预计短期之内即使盈利，对公司业绩贡献也相对有限。

图1 公司年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、11年盈利前高后低，预计12年前低后高

第4季度是南方传统的需求旺季，但公司11年4季度水泥销量与09、10年同期相比增幅有限，而11年2季度水泥销量比09、10年同期明显增加，整体需求呈现前高后低，需求的回落使得公司毛利率以及水泥吨毛利在下半年有所下降。

12年需求整体可能仍偏弱，但我们认为下半年盈利能回升的理由是：粤东地区落后产能仍高达600万吨，需求偏弱的情况下，落后产能淘汰进度可能会加快，因此随着落后产能的淘汰，供求关系将有所改善，正常情况下，下半年的需求量大于上半年，因此盈利存在回升的可能。

图 2 公司季度水泥销量情况

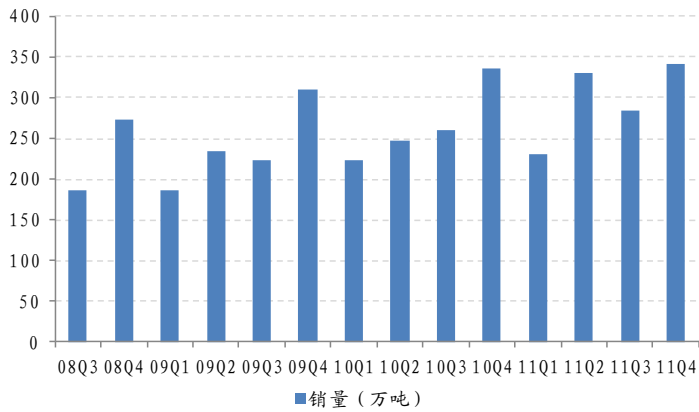
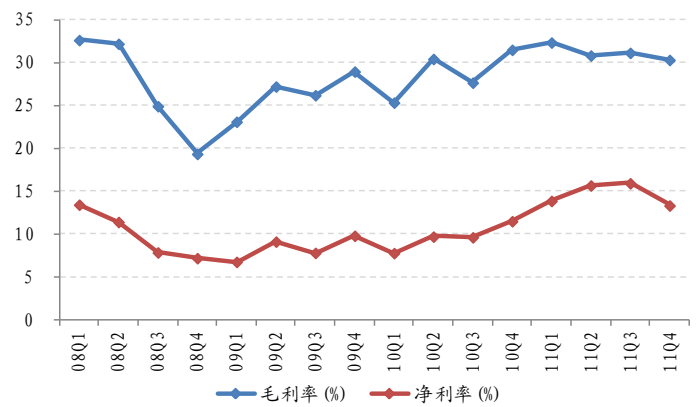


图 3 公司季度毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司水泥吨毛利情况

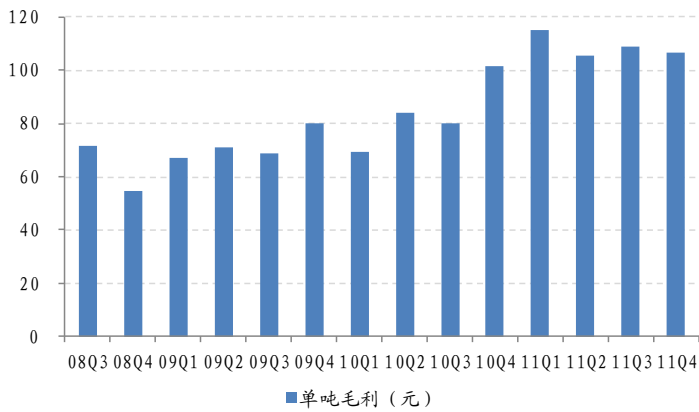
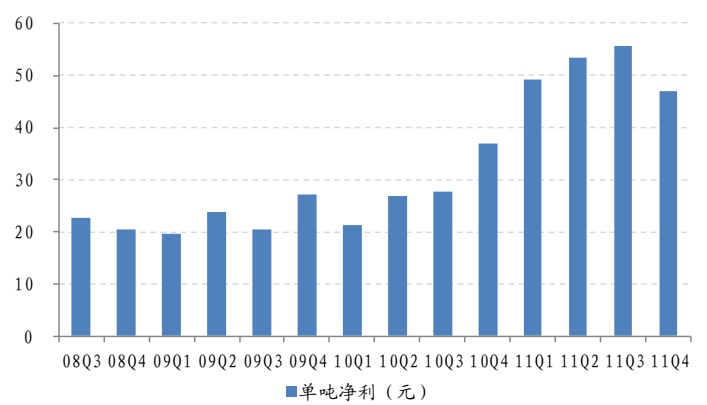


图 5 公司水泥吨净利情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度运营情况

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
收入(亿元)	5.41	6.08	5.87	8.58	6.11	6.82	7.53	10.82	8.16	11.30	9.90	12.01
环比增速	-30.1%	12.3%	-3.4%	46.1%	-28.7%	11.6%	10.3%	43.7%	-24.5%	38.4%	-12.3%	21.2%
毛利率(%)	23.1%	27.2%	26.2%	29.0%	25.4%	30.5%	27.7%	31.5%	32.4%	30.9%	31.2%	30.3%
费用率(%)	12.7%	13.9%	14.8%	15.0%	13.7%	16.2%	13.4%	9.2%	12.0%	8.4%	8.3%	10.9%
归属股东净利润(亿元)	0.37	0.56	0.46	0.84	0.48	0.66	0.73	1.25	1.13	1.77	1.58	1.60
环比增速	-34.3%	51.6%	-17.3%	83.4%	-43.4%	39.2%	9.4%	71.8%	-9.0%	56.4%	-10.9%	1.5%
净利率(%)	6.8%	9.1%	7.8%	9.8%	7.8%	9.7%	9.6%	11.5%	13.9%	15.7%	15.9%	13.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、煤炭采购模式改变导致销售费用下降 5800 万元，资

产减值损失计提减少 3700 万元，管理费用增加 6400 万元

由于公司改变了煤炭采购模式，由统一采购逐渐改由各子公司直接对外采购，因此原负责煤炭采购的子公司华威贸易销售运输费用大幅下降，导致 11 年公司销售费用下降 5800 万元。我们认为销售费用下降只是改变了会计处理方式，原先进费用的项目现在直接进成本了，整体上对盈利影响有限。

11 年管理费用增加 6400 万元，主要是职工薪酬、矿产资源补偿费及土地使用税、堤围费等地方规费增长所致。

资产减值损失计提减少 3700 万元，主要原因是 10 年公司落后产能淘汰力度较大，而 11 年落后产能淘汰力度有所减少，但由于公司落后产能仅 48 万吨，未来资产减值损失计提幅度也已经有限。

四、未来新增产能主要看万吨线的审批和建设进度

目前公司没有在建水泥熟料生产线，公司前期公告计划建 2*10000t/d 水泥熟料生产线，因此未来新增产能主要是这两条生产线，但由于审批进度存在不确定性，短期来看，公司新增产能有限。即使今年能获批，考虑生产线建设周期，预计到投产最快也要到 14 年。

表 2 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

五、内生性现金流足以支撑资本开支，加上可转债转股后，

资金压力不大

经营层面看，虽然净利润增幅几乎翻番，但由于需求减弱，产品库存增加明显，公司存货周转率有所下降，因此即使加大了应收款的催收力度，公司经营性现金净流量仅增加 6.85%，为 8.73 亿元；但由于公司资本开支也仅为 2.42 亿元，因此内生产生的现金流足以支撑资本开支。此外，11 年公司的可转债成功转股，使得公

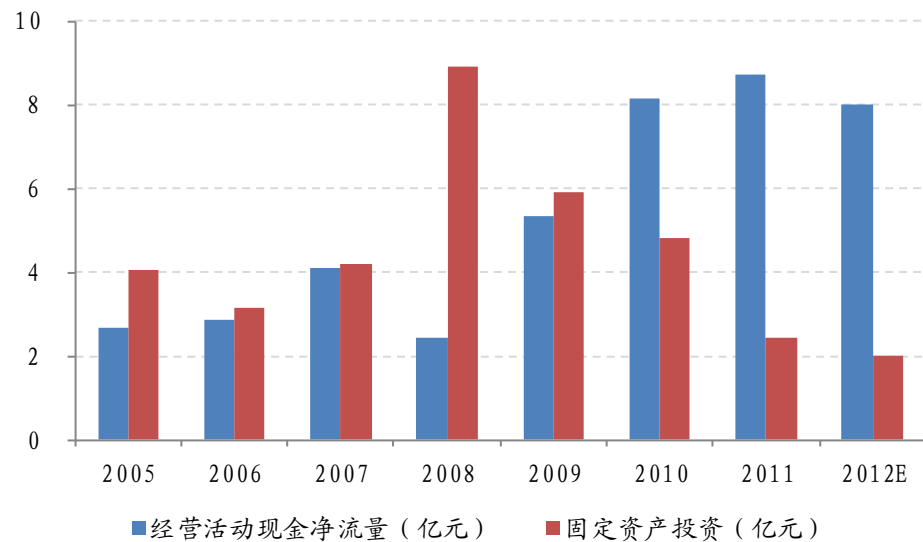
司资产负债率大幅下降至 34.47%，处于全行业的最低水平，资金压力不大。即使考虑未来万吨线的建设，我们认为先建一条的压力不大。

表 3 公司年度运营情况

单位: 亿元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
存货周转率(次)	4.15	3.85	4.16	4.49	5.12	6.15	5.73
应收账款周转率(次)	41.08	31.89	43.48	74.26	54.96	60.94	90.67
资产负债率(%)	75.59	72.67	71.72	51.16	54.04	51.47	34.47
经营活动现金净流量(亿元)	2.67	2.85	4.12	2.42	5.36	8.17	8.73
增长率(%)		6.72	44.51	(41.21)	121.25	52.37	6.85
固定资产投资(亿元)	4.05	3.14	4.19	8.91	5.90	4.81	2.42
增长率(%)		(22.50)	33.57	112.72	(33.82)	(18.43)	(49.69)

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6 公司经营活动现金净流量和固定资产投资对比情况



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

六、盈利预测假设

表 4 公司盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥							
产能(万吨)	920	1120	1320	1150	1100	1100	1500
销量(万吨)	765.94	954.27	1068.26	1186	1200	1200	1400
+/-	10.6%	24.6%	11.9%	11.0%	1.2%	0.0%	16.7%
单位价格(元/吨)	289.6	269.9	287.1	332.3	335.0	340.0	340.00
+/-	17.1%	-6.8%	6.4%	15.7%	0.8%	1.5%	0.0%
单位成本(元/吨)	213.7	197.9	202.8	228.0	228.0	228.0	228.0
+/-	17.8%	-7.4%	2.5%	12.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率(%)	26.19	26.69	29.37	31.39	31.94	32.94	32.94
混凝土							

销量(万方)	41.69	150.00	250.00	350.00
价格(元/方)	273.88	280.00	280.00	280.00
毛利率(%)	20.41	18.00	18.00	18.00
预应力管桩				
销量(万米)		80.00	140.00	200.00
价格(元/米)		100.00	100.00	100.00
毛利率(%)		15.00	15.00	15.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

七、投资建议：推荐

根据上述分析，我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.75、0.84、0.99 元，目前股价对应 12 年 12.57 倍 PE，考虑到公司作为粤东龙头企业，给予推荐的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1760	2353	2677	3305
现金	859	1452	1695	2093
应收账款	53	66	67	82
其他应收款	9	24	24	28
预付账款	68	85	83	105
存货	620	615	680	835
其他流动资产	150	110	127	161
非流动资产	3469	3493	3853	4193
长期投资	181	142	153	154
固定资产	2958	2986	3315	3622
无形资产	298	320	343	367
其他非流动资产	31	45	42	50
资产总计	5229	5846	6531	7497
流动负债	1422	1473	1559	1809
短期借款	550	550	600	700
应付账款	343	340	370	458
其他流动负债	529	583	589	651
非流动负债	380	272	322	372
长期借款	372	272	322	372
其他非流动负债	8	0	0	0
负债合计	1802	1745	1881	2181
少数股东权益	9	9	11	13
股本	895	895	895	895
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	1439	2114	2660	3325
归属母公司股东权益	3417	4092	4639	5304
负债和股东权益	5229	5846	6531	7497

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	873	931	937	1054
净利润	609	675	751	891
折旧摊销	0	161	177	201
财务费用	87	52	47	52
投资损失	6	6	0	-1
营运资金变动	0	30	-47	-88
其他经营现金流	170	7	9	-3
投资活动现金流	-292	-197	-541	-530
资本支出	242	200	500	500
长期投资	-61	-40	11	1
其他投资现金流	-111	-36	-30	-29
筹资活动现金流	-474	-141	-153	-126
短期借款	-170	0	50	100
长期借款	-174	-100	50	50
普通股增加	495	0	0	0
资本公积增加	23	0	0	0
其他筹资现金流	-648	-41	-253	-276
现金净增加额	107	593	243	398

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4137	4520	4920	5940
营业成本	2851	3148	3429	4166
营业税金及附加	47	50	54	65
营业费用	110	136	148	178
管理费用	208	226	246	297
财务费用	87	52	47	52
资产减值损失	9	9	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-6	-6	0	1
营业利润	818	893	996	1183
营业外收入	12	13	13	13
营业外支出	6	7	7	7
利润总额	825	899	1002	1189
所得税	216	225	250	297
净利润	609	675	751	891
少数股东损益	0	0	2	2
归属母公司净利润	609	675	749	889
EBITDA	906	1106	1220	1436
EPS (元)	0.69	0.75	0.84	0.99

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.3%	9.3%	8.8%	20.7%
营业利润	88.3%	9.2%	11.4%	18.8%
归属于母公司净利润	97.7%	10.8%	11.1%	18.7%
获利能力				
毛利率	31.1%	30.3%	30.3%	29.9%
净利率	14.7%	14.9%	15.2%	15.0%
ROE	17.8%	16.5%	16.2%	16.8%
ROIC	19.4%	20.6%	20.3%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	29.8%	28.8%	29.1%
净负债比率	58.20	54.92%	56.10	55.31%
流动比率	1.24	1.60	1.72	1.83
速动比率	0.80	1.18	1.28	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.82	0.80	0.85
应收账款周转率	89	75	72	78
应付账款周转率	10.82	9.22	9.65	10.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.75	0.84	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.04	1.05	1.18
每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.57	5.19	5.93
估值比率				
P/E	13.93	12.57	11.32	9.54
P/B	2.48	2.07	1.83	1.60
EV/EBITDA	9	8	7	6

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
2012-02-28	塔牌集团 - 12 年高景气将延续 但可能前低后高
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

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