

龚玉策

执业证书编号: S0270511080001

联系人: 石峰

电话: 020-37865096

shifeng@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

电话: 021-60883487

发布日期: 2012年3月27日

落后水泥产能淘汰提升成长空间

——塔牌集团 (002233) 2011 年年报点评

研究报告-点评报告

增持 (维持)

事件:

公司公布了2011年年报: 2011年度公司实现营业总收入41.37亿元,同比增长32.25%;归属于母公司股东的净利润6.09亿元,同比增长97.67%;摊薄后每股收益0.68元。

点评:

- **四季度盈利能力下滑,导致业绩略低于预期。**2011年全年水泥销售总量1186万吨,同比增加11.04%;平均销售价格为337元/吨,同比增加50元/吨;吨净利为47元/吨,同比增长20元/吨,增长幅度为76%,净利率为14.71%,盈利能力处于行业平均水平。四季度由于需求下滑,平均销售价格环比下降20元/吨,虽然营业收入环比增加21.25%,但净利润环比仅增加1.70%,净利率为13.35%,环比下降2.6个百分点,导致全年业绩略低于预期。另外,2012年一季度广东水泥平均价格同比下降38元/吨,意味着公司2012年一季度业绩将负增长。
- **粤东落后水泥产能淘汰空间较大,公司市场控制力将进一步提升。**粤东水泥市场相对独立,公司控制了当地主要的石灰石资源,来自其他水泥巨头的竞争压力较小。根据广东省的要求,当地超过600万吨的落后水泥产能将于2012年底全部淘汰(梅州市政府出具的《关于等量淘汰立窑水泥生产线的承诺函》承诺淘汰落后水泥产能603万吨,而公司仅余48万吨落后水泥产能),如果淘汰顺利实施,公司市场份额将从45%提升至60%以上,当地水泥市场会出现供不应求的局面,这为两条万吨线的获批提供了前提条件。公司两条万吨线审批申请已由广东省发改委上报至国家发改委,如果获批,公司将增加熟料产能620万吨,水泥产能745万吨,水泥产能增幅为65%,从而解决产能瓶颈的问题。
- **混凝土产能释放,盈利能力仍待提升。**公司混凝土搅拌站逐渐投入运营,2011年全年实现混凝土销售42万方,收入同比增加769.90%,但亏损额也增长29.13%,混凝土业务仍处于增收不增利的阶段。公司最近公告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,显示公司大力发展混凝土业务的决心,公司目前参股的合营搅拌站已经达28个,均分布在水泥销售区域,有利于控制水泥销售渠道以及稳定水泥价格,综合收益远远高于混凝土业务的直接收益。
- **盈利预测与投资建议:**公司目前盈利仍处于下滑的通道中,盈利拐点的来临有待需求的恢复和落后产能的淘汰,预计公司2012-2013年的EPS分别为0.76元、0.89元,对应的目前股价为12.47倍、10.65倍,熟料产能吨市值为930元,与同行相比偏高,暂维持“增持”评级。
- **风险因素:**需求恢复低于预期,落后产能淘汰低于预期,新线审批未通过。

图 1：2010 年以来分季度销售收入

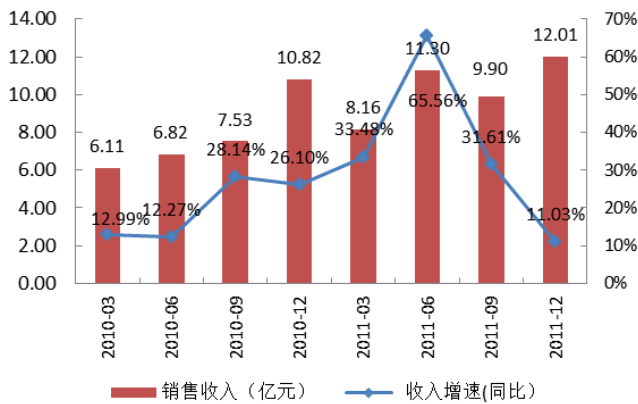
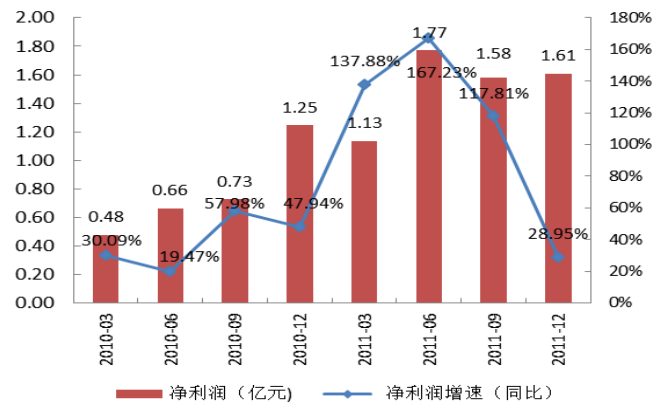


图 2：2010 年以来分季度净利润



数据来源：公司公告 wind 资讯 万联证券研究所

图 3：2008 年以来水泥销量

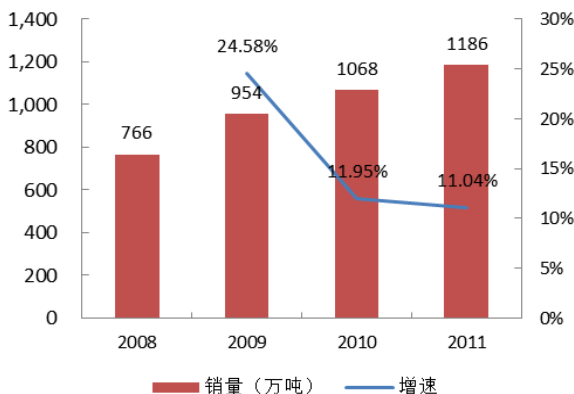
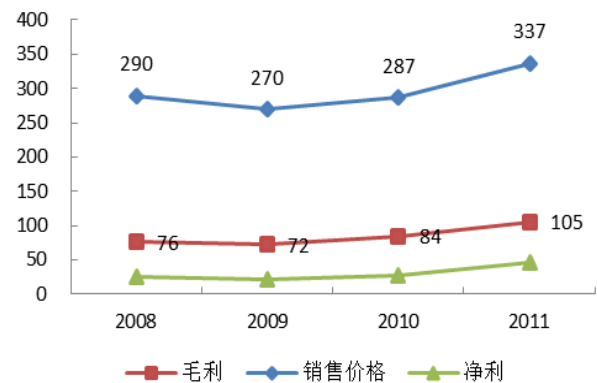


图 4：2008 年水泥销售价格及盈利（元/吨）



数据来源：公司公告 wind 资讯 万联证券研究所

表 1：公司熟料生产线

| 生产线名称 | 省份 | 县市 | 类型 (吨/日) | 熟料产能 (万吨/年) | 投产时间 |
|-------|----|----|----------|--------------|-------------|
| 已投产 | | | | | |
| 鑫达一线 | 广东 | 梅州 | 5000 | 155 | 2003 年 6 月 |
| 金塔二线 | 广东 | 梅州 | 2500 | 77.5 | 2005 年 6 月 |
| 龙门一线 | 广东 | 惠州 | 4500 | 139.5 | 2006 年 10 月 |
| 龙门二线 | 广东 | 惠州 | 4500 | 139.5 | 2008 年 8 月 |
| 武平一线 | 福建 | 武平 | 4500 | 139.5 | 2009 年 8 月 |
| 武平二线 | 福建 | 武平 | 4500 | 139.5 | 2010 年 12 月 |
| 共计 | | | | 790.5 | |
| 待淘汰 | | | | | |
| 机立窑 | 广东 | 梅州 | | 48 | 预计 2012 年淘汰 |
| 拟建 | | | | | |

| | | | | | |
|-----------|----|----|-------|------------|----------|
| 蕉岭一线 | 广东 | 蕉岭 | 10000 | 310 | 待批 |
| 蕉岭二线 | 广东 | 蕉岭 | 10000 | 310 | 待批 |
| 共计 | | | | 620 | - |

数据来源：公司公告 万联证券研究所

盈利预测

| | 2010年 | 2011年 | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 31.28 | 41.37 | 45.60 | 52.04 |
| 增长比率 (%) | 20.59 | 32.25 | 10.23 | 14.12 |
| 净利润 (亿元) | 3.08 | 6.09 | 6.80 | 7.96 |
| 增长比率 (%) | 43.11 | 97.67 | 11.68 | 17.11 |
| 每股收益 (元) | 0.34 | 0.68 | 0.76 | 0.89 |
| 市盈率 (倍) | 27.54 | 13.93 | 12.47 | 10.65 |

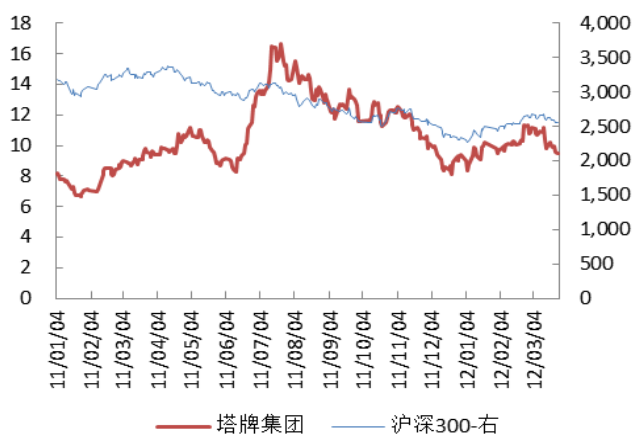
市场数据

| | |
|--------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 9.48 |
| 一年内最高/最低 (元) | 22.78/7.8 |
| 沪深300指数 | 2555.44 |
| 市净率 (倍) | 2.48 |
| 流通市值 (亿元) | 43.01 |

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 每股净资产 (元) | 3.82 |
| 每股经营现金流 (元) | 0.98 |
| 毛利率 (%) | 31.08 |
| 净资产收益率 (%) | 17.82 |
| 资产负债率 (%) | 34.47 |
| 总股本/流通股 (万股) | 89466/45366 |
| B股/H股 (万股) | 0/0 |

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。