

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@china-invs.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 9.70元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2334.99
总股本(百万)	894
流通股本(百万)	453
流通市值(亿)	44
EPS	0.68
每股净资产(元)	3.82
资产负债率	34.47%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
塔牌集团	-2.20	2.82	-21.68
建筑建材	1.14	11.31	-11.43
沪深300指数	-0.44	7.51	-3.00



相关报告

- 塔牌集团-公司将受益区域市场落后产能淘汰 2012-03-27
- 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

002233

推荐

盈利回到底部 等待需求复苏

公司今日公布一季报, 实现营业收入7亿元, 同比下滑14.3%; 归属上市公司净利润5940万元, 同比下滑47.6%; EPS 0.07元。且公司预计上半年净利润同比下滑50%-80%。

投资要点:

- 水泥产销量分别为220万吨和211万吨, 同比下滑11.6%和8.2%。一季度广东水泥市场产量增速仅2.7%, 需求处于近三年来最差的水平, 偏弱的水泥需求导致公司一季度产销量均同比出现下滑。
- 价格下降和成本上升同时挤压公司利润。受需求减弱影响, 公司水泥销售均价从去年同期的355元/吨大幅下降至331元/吨, 而随着运转率的下降, 单位成本反而从240元/吨小幅上升至246元/吨, 因此公司净利润出现明显下滑。
- 吨净利跌破30元, 预计已经处于底部区间, 盈利回升等待需求复苏。一季度公司水泥吨净利仅为28元, 跌回到10年4季度前的水平, 预计已经处于底部区间, 未来随着需求复苏, 盈利水平也将随之回升。此外, 由于粤东地区落后产能比重较高, 市场不景气有助于淘汰落后产能, 因此, 若加快淘汰落后产能, 行业复苏的进程可能提前。
- 混凝土业绩贡献有限, 未来增长依然要看新增水泥产能。公司混凝土搅拌站陆续投产, 随着产能利用率提高, 预计12年亏损幅度将会减少, 但由于竞争激烈, 短期之内业绩贡献有限。因此公司未来增长依然主要看拟建的两条万吨线, 但考虑审批以及建设等时间, 预计投产时间最快也要到14年。
- 投资评级“推荐”。预测公司12-14年EPS为0.46、0.58、0.72元, 目前股价对应12年21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:

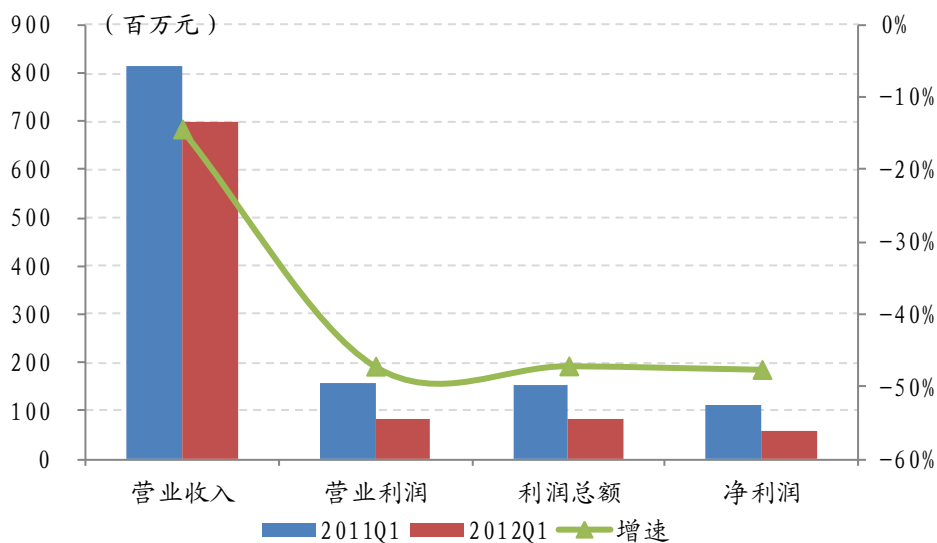
- 粤东固定资产投资低于预期, 落后产能淘汰进度低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4137	3765	4223	5010
收入同比(%)	32%	-9%	12%	19%
归属母公司净利润	609	413	518	642
净利润同比(%)	98%	-32%	25%	24%
毛利率(%)	31.1%	25.4%	26.5%	27.1%
ROE(%)	17.8%	10.8%	12.3%	13.6%
每股收益(元)	0.68	0.46	0.58	0.72
P/E	14.25	21.00	16.76	13.52
P/B	2.54	2.27	2.05	1.84
EV/EBITDA	7	9	8	7

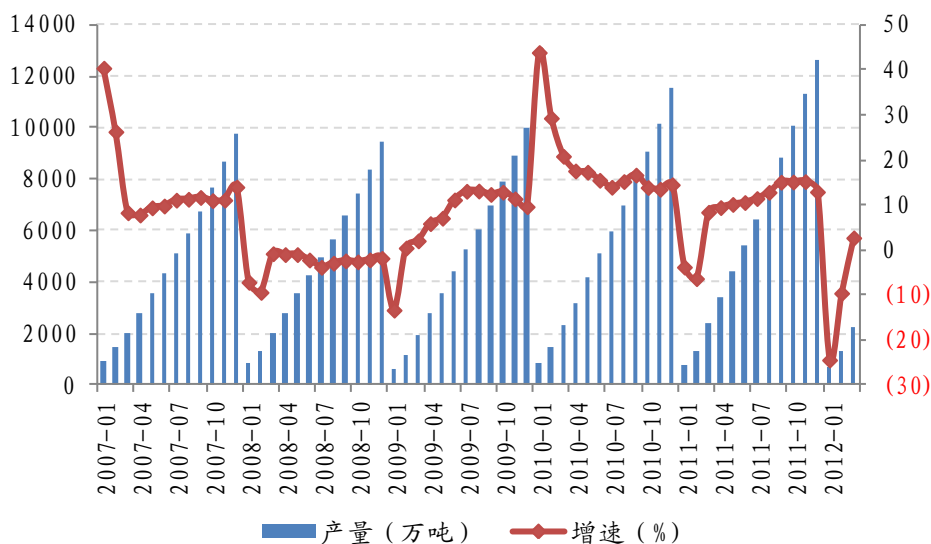
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司季度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 广东水泥产量及增速



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

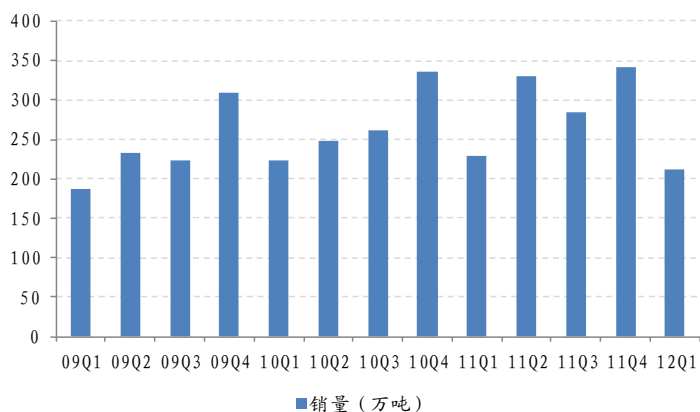
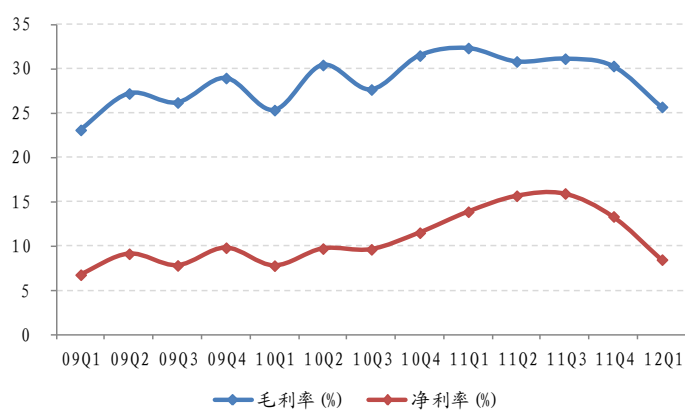


图 4 公司季度毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司水泥吨毛利情况

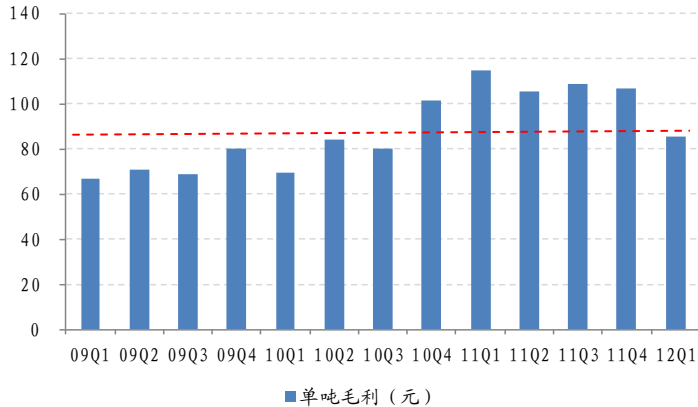
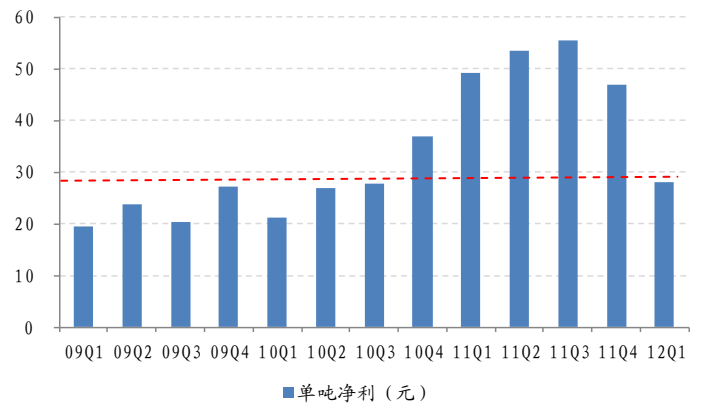


图 6 公司水泥吨净利情况



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	1100	1150	1300
+/-	10.6%	24.6%	11.9%	11.0%	-7.3%	4.5%	13.0%
单位价格 (元/吨)	289.6	269.9	287.1	332.3	315.0	325.0	330.0
+/-	17.1%	-6.8%	6.4%	15.7%	-5.2%	3.2%	1.5%
单位成本 (元/吨)	213.7	197.9	202.8	228.0	233.0	235.0	235.0
+/-	17.8%	-7.4%	2.5%	12.4%	2.2%	0.9%	0.0%
毛利率 (%)	26.19	26.69	29.37	31.39	26.03	27.69	28.79
混凝土							
销量 (万方)				41.69	100	150	200
价格 (元/方)				273.88	260	270	280
毛利率 (%)				20.41	18	18	18
预应力管桩							
销量 (万米)					40	80	160
价格 (元/米)					100	100	100
毛利率 (%)					15	15	15

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	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1760	2144	2508	3135
现金	859	1357	1635	2088
应收账款	53	55	57	69
其他应收款	9	15	16	18
预付账款	68	76	75	92
存货	620	549	615	732
其他流动资产	150	92	109	136
非流动资产	3469	3359	3531	3659
长期投资	181	142	153	154
固定资产	2958	2859	3009	3112
无形资产	298	313	328	343
其他非流动资产	31	46	42	49
资产总计	5229	5503	6039	6793
流动负债	1422	1392	1482	1698
短期借款	550	550	600	700
应付账款	343	304	335	402
其他流动负债	529	538	547	596
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	1664	1804	2070
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	1852	2246	2732
归属母公司股东权益	3417	3831	4225	4711
负债和股东权益	5229	5503	6039	6793

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	873	836	895	1040
净利润	609	413	520	644
折旧摊销	350	327	362	412
财务费用	87	52	48	52
投资损失	6	6	0	-1
营运资金变动	-178	69	-51	-70
其他经营现金流	-2	-32	16	3
投资活动现金流	-292	-197	-542	-531
资本支出	242	200	500	500
长期投资	-61	-40	11	1
其他投资现金流	-111	-37	-30	-29
筹资活动现金流	-474	-142	-75	-57
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	-42	-175	-207
现金净增加额	107	497	278	453

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4137	3765	4223	5010
营业成本	2851	2810	3103	3650
营业税金及附加	47	41	46	55
营业费用	110	113	127	150
管理费用	208	188	211	251
财务费用	87	52	48	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	545	687	852
营业外收入	12	13	13	13
营业外支出	6	7	7	7
利润总额	825	551	693	858
所得税	216	138	173	215
净利润	609	413	520	644
少数股东损益	0	0	2	2
归属母公司净利润	609	413	518	642
EBITDA	1256	924	1097	1316
EPS (元)	0.68	0.46	0.58	0.72

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.3%	-9.0%	12.2%	18.7%
营业利润	88.3%	-33.4%	26.1%	24.0%
归属于母公司净利润	97.7%	-32.1%	25.3%	23.9%
获利能力				
毛利率	31.1%	25.4%	26.5%	27.1%
净利率	14.7%	11.0%	12.3%	12.8%
ROE	17.8%	10.8%	12.3%	13.6%
ROIC	19.7%	13.8%	15.9%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	30.2%	29.9%	30.5%
净负债比率	58.20	57.60%	58.50	58.28%
流动比率	1.24	1.54	1.69	1.85
速动比率	0.80	1.15	1.28	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.70	0.73	0.78
应收账款周转率	86	66	71	75
应付账款周转率	10.82	8.69	9.72	9.91
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.46	0.58	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.93	1.00	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.28	4.72	5.27
估值比率				
P/E	14.25	21.00	16.76	13.52
P/B	2.54	2.27	2.05	1.84
EV/EBITDA	7	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-27	塔牌集团 - 公司将受益区域市场落后产能淘汰
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, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士, 4 年行业从业经验, 2 年证券从业经验。

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