

**评级：强烈推荐（维持）**
**建材**
**公司半年报点评**

证券研究报告

分析师 曹柱 S1080510120012

电话：0755-25832960

邮件：caozhu@fcsc.cn

## 塔牌集团(002233)

### 上半年盈利下滑 看好下半年区域供求恢复

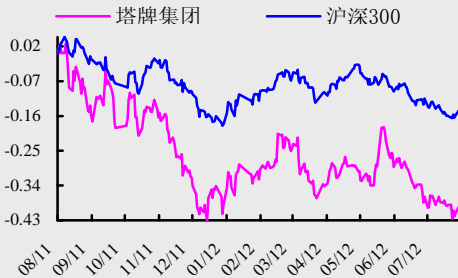
#### 交易数据

上一日交易日股价（元）	8.44
总市值（百万元）	7,551
流通股本（百万股）	454
流通股比率（%）	50.71

#### 资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	3,332
每股净资产（元）	3.72
市净率（倍）	2.27
资产负债率（%）	31.40

#### 公司与沪深300指数比较



#### 相关报告

**事件：**塔牌集团于2012年08月07日对外发布了半年度报告，上半年公司共实现主营收入15.23亿元，同比下降21.70%；实现利润总额1.48亿元，同比下降62.19%；归属母公司净利润1.06亿元，同比下降63.35%。实现基本每股收益为0.12元，同比下降63.46%。

#### 点评：

**量价齐跌 上半年盈利同比大幅下降** 报告期内，受固定资产投资增速放缓的影响，水泥市场需求疲弱，公司区域市场水泥价格持续走低；同时，南方阴雨天气较为频繁，进一步影响了工程开工率和水泥需求量，加剧了报告期水泥供需失衡，导致了公司水泥销售量价双双下滑，盈利能力大幅下降。报告期内，公司实现水泥产量489.78万吨、销量482.15万吨，较上年同期分别下降了15.54%、14.01%；水泥平均售价315.98元/吨，水泥平均售价同比下降了9.65%。在水泥量价齐跌的情况下，公司上半年共实现营业收入15.23亿元、归属于上市公司股东的净利润1.06亿元，较上年同期分别下降21.70%、63.35%；毛利率24.10%，同比下降7.41个百分点。

**季度盈利持续下滑** 由于下游需求不足，公司区域水泥价格逐月下滑。公司二季度水泥的平均销售价格为303.99元/吨，环比一季度的331.37元/吨下降8.26%。分季度看，二季度公司水泥销量271.17万吨，环比一季度增长28.52%；水泥销售收入为82434.29万元，环比一季度增长17.9%；净利润4705.35万元，环比一季度下降20.79%；毛利率22.73%，环比一季度下降2.99个百分点。

**固定资产投资预计将回暖** 6月份我国的CPI为2.2%，同比5月份继续回落。而我们预期未来通胀将会进一步回落，而实体经济增长到目前为止还没有明显的反弹迹象，为了保持经济增长，我们预计政策在三、四季度将表现出更明显的放松倾向。为此，我们认为，M1、M2增速将继续回升。而固定资产投资的同比增速与货币供应量的增速有很强的正相关关系，预计随着货币供应量的回升，固定资产投资增速也将随之回升。

**基建投资预计下半年将启动 公司所在区域有望受益** 在国家“保在建、上必需、重配套”的原则下，基建投资的支持效果正在逐步体现，基建投资已经开始由负转正。为应对经济增速下滑，温总理在调研湖北等地的时候，表明未来将加速重大基建项目审批，而在



5 月份的时候，中央已经集中通过一批重大项目，预计随着这些项目的建设，下半年基建投资将集中启动。而公司产能主要分布在梅州、惠州龙门、福建龙岩三个地区。该区域基建相对来讲还比较落后，随着下半年国家基建投资力度的加大，该区域有望受益

**四季度区域水泥价格有望启动** 公司所处于的粤东地区，属于广东省相对落后的区域，目前该区域机立窑比例在 40%左右。按照国家年初发布的落后产能淘汰规划，今年全国将淘汰 2.19 亿吨落后产能，而广东落后产能占比较高，将是水泥落后产能淘汰的主要区域。按照 7 月 9 日工信部发布的 2012 年 19 个工业行业淘汰落后产能企业名单（第一批），今年 9 月份前，合计淘汰水泥落后产能 2.75 亿吨，其中广东省为 892 万吨，而主要淘汰企业大部分是粤东地区水泥生产企业。随着下半年区域固定资产投资回暖，同时，落后产能淘汰得以有效淘汰，我们认为进入 9 月份行业旺季后，区域水泥价格将会上涨。

**盈利预测与评级** 我们预计公司 12、13、14 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“强烈推荐”评级。

#### 风险提示

国家下半年货币政策紧缩；

固定资产投资下滑；

水泥价格未能如期上涨。

#### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4137	3516	4219	6751
收入同比(%)	32%	-15%	20%	60%
归属母公司净利润	609	312	549	924
净利润同比(%)	98%	-49%	76%	68%
毛利率(%)	31.1%	24.5%	30.0%	30.0%
ROE(%)	17.8%	8.8%	13.4%	18.5%
每股收益(元)	0.68	0.35	0.61	1.03
P/E	13.81	26.94	15.32	9.10
P/B	2.46	2.38	2.06	1.68
EV/EBITDA	7	10	7	5

数据来源：第一创业研究所、公司公告



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1760	5200	5600	10000
现金	859	5200	5600	10000
应收账款	53	0	0	0
其他应收款	9	0	0	0
预付账款	68	0	0	0
存货	620	0	0	0
其他流动资产	150	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3469	3029	2727	2425
长期投资	181	0	0	0
固定资产	2958	2713	2414	2113
无形资产	298	298	298	298
其他非流动资产	31	17	15	13
<b>资产总计</b>	5229	8229	8327	12425
<b>流动负债</b>	1422	4314	3862	7034
短期借款	550	4314	3862	7034
应付账款	343	0	0	0
其他流动负债	529	0	0	0
<b>非流动负债</b>	380	372	372	372
长期借款	372	372	372	372
其他非流动负债	8	0	0	0
<b>负债合计</b>	1802	4686	4234	7406
少数股东权益	9	10	11	13
股本	895	895	895	895
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	1439	1554	2103	3027
归属母公司股东权益	3417	3533	4082	5006
<b>负债和股东权益</b>	5229	8229	8327	12425

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	873	816	973	1351
净利润	609	313	550	926
折旧摊销	350	301	302	302
财务费用	87	95	121	123
投资损失	6	0	0	0
营运资金变动	-178	180	-0	-0
其他经营现金流	-2	-73	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-292	181	0	0

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	4137	3516	4219	6751
营业成本	2851	2655	2954	4726
营业税金及附加	47	39	47	75
营业费用	110	126	138	228
管理费用	208	172	208	332
财务费用	87	95	121	123
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	818	430	752	1267
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	825	430	752	1267
所得税	216	117	202	341
<b>净利润</b>	609	313	550	926
少数股东损益	-0	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	609	312	549	924
<b>EBITDA</b>	1256	826	1174	1692
<b>EPS (元)</b>	0.68	0.35	0.61	1.03

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.3%	-15.0%	20.0%	60.0%
营业利润	88.3%	-47.5%	74.9%	68.6%
归属于母公司净利润	97.7%	-48.7%	75.8%	68.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.1%	24.5%	30.0%	30.0%
净利率(%)	14.7%	8.9%	13.0%	13.7%
ROE(%)	17.8%	8.8%	13.4%	18.5%
ROIC(%)	19.7%	12.6%	23.3%	41.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	34.5%	56.9%	50.9%	59.6%
净负债比率(%)	58.20%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	1.24	1.21	1.45	1.42
速动比率	0.80	1.21	1.45	1.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.52	0.51	0.65



资本支出	242	0	0	0	应收账款周转率	86	126	-	-
长期投资	-61	-181	0	0	应付账款周转率	10.82	15.49	-	-
其他投资现金									
流	-111	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-474</b>	3343	<b>-573</b>	3049	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.35	0.61	1.03
短期借款	-170	3764	-452	3172	每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.91	1.09	1.51
长期借款	-174	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.82	3.95	4.56	5.60
普通股增加	495	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	23	0	0	0	P/E	13.81	26.94	15.32	9.10
其他筹资现金					P/B	2.46	2.38	2.06	1.68
流	-648	-421	-121	-123	EV/EBITDA	7	10	7	5
<b>现金净增加额</b>	107	4341	400	4400					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

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,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 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

## 第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135