2010 年 02 月 09 日

塔牌集团（002233.SZ）

——2010 年区域景气将进一步上升

卖出 减持 持有 **买入** 强买

市场数据(人民币)

市价(元)	15.49
已上市流通A股(百万股)	120.25
总市值(百万元)	6,196.00
年内股价最高最低(元)	18.56/10.62
沪深 300 指数	3150.99
中小板指数	5466.08
2008 年股息率	0.00%

相关报告

1 《期待业绩弹性十足的四季度》，2009.10.29

2 《中报点评》，2009.8.11

公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利（元）	0.480	0.487	0.538	0.900	1.202	1.474
净利润增长率	75.71%	35.42%	10.48%	67.26%	33.53%	22.65%
市场EPS预测均值（元）	N/A	N/A	N/A	0.888	N/A	N/A
市盈率（倍）	N/A	15.24	30.54	17.21	12.89	10.51
行业优化平均市盈率（倍）	56.14	25.55	50.09	50.09	50.09	50.09
市场优化平均市盈率（倍）	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	0.00%	0.00%	0.84%	0.84%	0.84%
PE/G（倍）	N/A	0.43	2.91	0.26	0.38	0.46
净资产收益率	23.08%	10.88%	11.20%	16.15%	18.47%	18.77%
每股净资产（元）	2.08	4.47	4.80	5.57	6.51	7.85
市净率（倍）	N/A	1.66	3.42	2.78	2.38	1.97
每股经营性现金（元）	1.37	0.61	1.34	1.78	2.09	2.39
已上市流通A股（百万股）	N/A	100.00	120.25	120.25	120.25	120.25
发行股数（百万股）	300.00	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

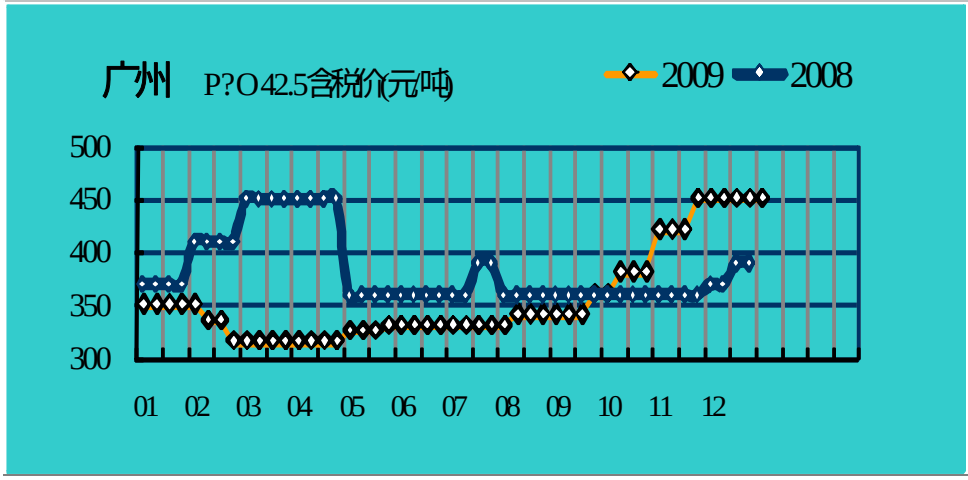
重要事件

- 塔牌集团公布 2009 年年报：公司全年实现营业收入 25.94 亿元，同比增长 16.42%；归属于母公司所有者的净利润 2.15 亿元，同比增长 10.67%，按期末股本摊薄后 EPS 为 0.54 元/股。

点评

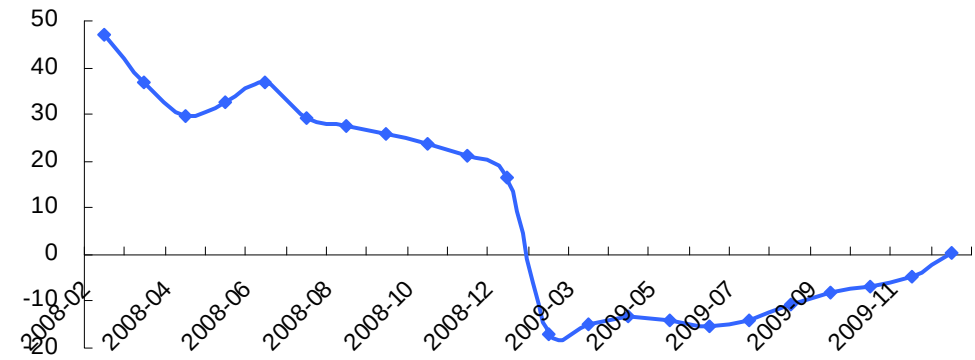
- 广东是我们 2009 年一直比较看好的区域，主要的逻辑在于落后产能存在较大淘汰空间，且广东具备加速淘汰的良好环境，以及基建和房地产领域的水泥需求会逐渐回升，从 2009 年该区域的价格等基本面指标的表现来看，基本符合我们的预期。

图表1：广州水泥价格的表现



来源：国金证券研究所

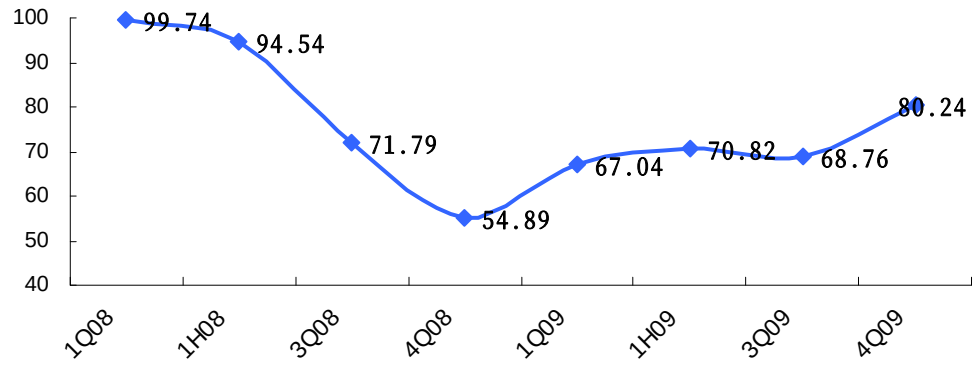
图表2：广东地区房地产开发投资增速逐步筑底回升 (%)



来源：CEI、国金证券研究所

- 从公司公布的单季度吨毛利指标看，09 年四季度较三季度提高 11.5 元/吨，旺季提价导致吨毛利指标上升趋势明显，但上升幅度略微低于我们的预期。

图表3：2008~2009 年公司吨毛利变化情况图 (元/吨)

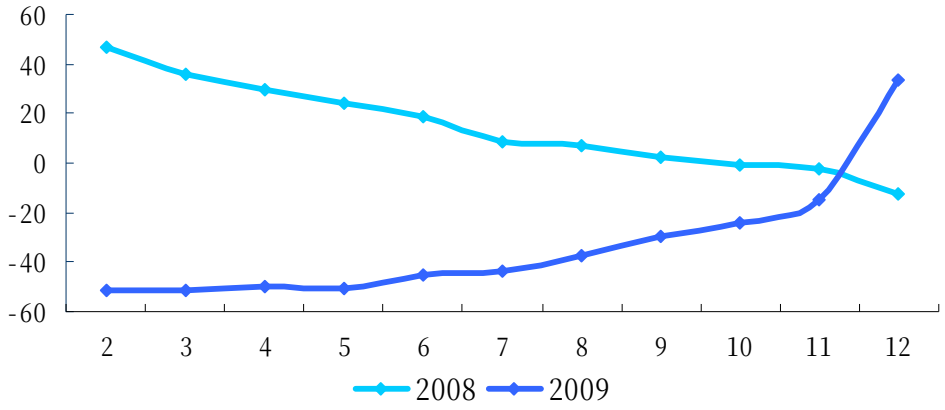


来源：公司年报、国金证券研究所

- 展望 2010 年，我们认为广东地区水泥景气仍将比 2009 年继续回升，一方面房地产领域的需求将继续体现为一定的增量（基于 2009 年下半年不断上

升的房地产新开工数据），而广东地区的供给面相对于其他区域比较优势也明显，尤其在国家新的淘汰政策背景下，拥有较大落后产能比例的广东地区水泥价格将受益明显。

图表4：09 年四季度新开工面积快速回升预示着未来地产水泥用量的（%）



来源：国金证券研究所

- 而公司产能方面的增量主要体现为：公司于去年 8 月份在福建武平基地新投产了一条日产 5000 吨水泥生产线，而该线全部贡献产能将在 2010 年，这是确定性的增量；我们还认为，作为广东地区的龙头企业之一，在行业结构调整的大背景下，塔牌将在未来通过区域整合来进一步扩大自身规模。

图表5：公司产能情况统计

存量产能	单线规模(t/d	投产时间	2007	2008	2009	2010E
公司总部梅州基地	12条立窑	1972-1994年	200	200	200	200
	1×2500t/d	2005年	100	100	100	100
	1×5000t/d	2003年	200	200	200	200
龙门基地	1×5000t/d	2006 年	200	200	200	200
	1×5000t/d	2008 年		200	200	200
武平基地	1×5000t/d	2009年8月			200	200
规划新建产能						
武平基地二期		规划中				
梅州基地	2×5000t/d					

来源：国金证券研究所

- 我们对于公司的盈利预测：2010 年～2012 年 EPS 分别为 0.900、1.202、1.474 元/股，在行业目前受地产和信贷收紧政策的预期下，建议投资者逢低买入。
- 另外，我们需要提示：在国家目前彻底淘汰落后产能的背景下，公司目前 200 万吨左右的落后产能在 2012 年底之前面临淘汰的风险。

图表6：三张报表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**1,757**	**2,228**	**2,594**	**3,070**	**3,925**	**4,600**
增长率		*26.8%*	*16.4%*	*18.4%*	*27.9%*	*17.2%*
主营业务成本	-1,296	-1,647	-1,901	-2,120	-2,710	-3,175
% 销售收入	*73.8%*	*73.9%*	*73.3%*	*69.0%*	*69.0%*	*69.0%*
毛利	461	582	693	950	1,216	1,425
% 销售收入	*26.2%*	*26.1%*	*26.7%*	*31.0%*	*31.0%*	*31.0%*
营业税金及附加	-7	-11	-32	-15	-20	-23
% 销售收入	*0.4%*	*0.5%*	*1.2%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-108	-142	-172	-184	-236	-276
% 销售收入	*6.1%*	*6.4%*	*6.6%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
管理费用	-48	-87	-122	-154	-196	-230
% 销售收入	*2.7%*	*3.9%*	*4.7%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
息税前利润（EBIT）	297	341	368	597	764	896
% 销售收入	*16.9%*	*15.3%*	*14.2%*	*19.5%*	*19.5%*	*19.5%*
财务费用	-76	-78	-75	-106	-112	-99
% 销售收入	*4.3%*	*3.5%*	*2.9%*	*3.5%*	*2.9%*	*2.2%*
资产减值损失	-3	-3	-8	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*n.a*	*n.a*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	218	260	284	491	652	797
营业利润率	*12.4%*	*11.7%*	*11.0%*	*16.0%*	*16.6%*	*17.3%*
营业外收支	0	11	7	8	8	8
税前利润	**219**	**271**	**291**	**499**	**660**	**805**
利润率	*12.5%*	*12.2%*	*11.2%*	*16.2%*	*16.8%*	*17.5%*
所得税	-52	-58	-69	-125	-165	-201
所得税率	*23.7%*	*21.5%*	*23.8%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	167	213	222	374	495	604
少数股东损益	23	18	7	14	14	14
归属于母公司的净利	**144**	**195**	**215**	**360**	**481**	**590**
净利率	*8.2%*	*8.7%*	*8.3%*	*11.7%*	*12.2%*	*12.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	213	222	374	495	604
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	187	284	241	265	279
非经营收益	0	76	77	123	124	111
营运资金变动	0	-234	-47	-25	-49	-38
经营活动现金净流	**0**	**242**	**536**	**713**	**835**	**955**
资本开支	-419	-889	-588	-900	-101	-702
投资	-54	-58	-128	-1	0	0
其他	0	-3	-1	0	0	0
投资活动现金净流	**-473**	**-950**	**-716**	**-901**	**-101**	**-702**
股权募资	0	976	0	0	-54	0
债权募资	162	12	311	780	-429	-83
其他	-49	-53	-181	-120	-184	-171
筹资活动现金净流	**113**	**935**	**130**	**660**	**-667**	**-253**
现金净流量	**-360**	**228**	**-51**	**472**	**67**	**0**

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	75	398	428	900	967	967
应收款项	61	64	128	131	168	196
存货	337	398	345	406	520	609
其他流动资产	27	370	110	214	273	320
流动资产	499	1,230	1,012	1,651	1,927	2,092
% 总资产	*19.7%*	*32.3%*	*24.0%*	*30.0%*	*34.2%*	*33.6%*
长期投资	4	24	49	50	49	49
固定资产	1,881	2,365	2,904	3,572	3,419	3,852
% 总资产	*74.4%*	*62.1%*	*68.9%*	*64.8%*	*60.7%*	*61.9%*
无形资产	137	179	239	236	234	232
非流动资产	2,030	2,576	3,204	3,860	3,704	4,135
% 总资产	*80.3%*	*67.7%*	*76.0%*	*70.0%*	*65.8%*	*66.4%*
资产总计	**2,529**	**3,806**	**4,216**	**5,512**	**5,631**	**6,226**
短期借款	768	1,328	1,253	2,044	1,615	1,531
应付款项	470	401	405	524	669	785
其他流动负债	55	59	28	104	118	130
流动负债	1,294	1,788	1,687	2,671	2,402	2,445
长期贷款	510	150	581	581	581	582
其他长期负债	10	10	11	0	0	0
负债	**1,814**	**1,947**	**2,278**	**3,252**	**2,983**	**3,027**
普通股股东权益	623	1,790	1,921	2,229	2,603	3,141
少数股东权益	92	69	17	31	45	59
负债股东权益合计	**2,529**	**3,806**	**4,216**	**5,512**	**5,631**	**6,226**

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.480	0.487	0.538	0.900	1.202	1.474
每股净资产	2.077	4.475	4.802	5.572	6.508	7.852
每股经营现金净流	1.374	0.606	1.340	1.783	2.088	2.389
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	23.08%	10.88%	11.20%	16.15%	18.47%	18.77%
总资产收益率	5.69%	5.12%	5.11%	6.53%	8.54%	9.47%
投入资本收益率	11.38%	8.03%	7.44%	9.17%	11.83%	12.65%
增长率						
主营业务收入增长率	39.40%	26.82%	16.40%	18.35%	27.85%	17.20%
EBIT增长率	55.41%	14.88%	7.80%	62.35%	27.91%	17.23%
净利润增长率	75.71%	35.42%	10.48%	67.26%	33.53%	22.65%
总资产增长率	16.67%	50.49%	10.76%	30.74%	2.17%	10.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.4	4.9	6.6	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	87.7	81.4	71.3	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	61.1	52.4	44.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	285.4	341.6	403.5	408.9	286.9	263.3
偿债能力						
净负债/股东权益	168.23%	58.12%	72.57%	76.33%	46.39%	35.81%
EBIT利息保障倍数	3.9	4.4	4.9	5.6	6.8	9.1
资产负债率	71.72%	51.16%	54.04%	59.01%	52.98%	48.62%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	8	8
买入	0	0	0	20	20
持有	0	0	0	6	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.00**	**1.00**	**1.86**	**1.90**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入 ； 2.01~3.0=持有

3.01~4.0=减持 ； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-06-01	买入	15.83	17.32～18.50
2	2009-08-11	买入	16.49	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；

持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；

卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。