

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.80元

当前股价: 15.52元

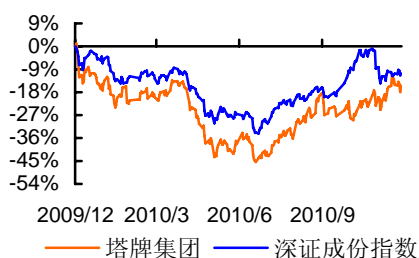
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|-----------|----------|
| 深证成份指数 | 12460.46 |
| 总股本(百万) | 400 |
| 流通股本(百万) | 120 |
| 流通市值(亿) | 19 |
| EPS (TTM) | 0.67 |
| 每股净资产(元) | 4.84 |
| 资产负债率 | 54.0% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|------|-------|
| 塔牌集团 | 2.24 | 5.01 | 34.37 |
| 深证成份指数 | -9.09 | 8.06 | 21.90 |



相关报告

塔牌集团

002233

推荐

未来业绩增长还是取决于粤东的水泥

塔牌集团主营业务为生产和销售各类硅酸盐水泥, 现有梅州、惠州龙门、福建武平三大水泥生产基地, 总产能 1240 万吨, 是粤东最大的水泥制造商。

投资要点:

- 珠三角水泥需求增速可能回落, 粤东水泥需求有望保持高速增长。近两年由于亚运会工程拉动, 珠三角投资增速明显上升, 随着亚运会工程的结束, 预计珠三角固定资产投资增速将回落。而粤东基础设施仍然相对薄弱, 城镇化水平依然不高, 固定资产投资仍有较大的发展空间, 我们预计粤东水泥需求有望保持高速增长。
- 主营产品 42.5 级水泥约占公司业务的 3/4。公司是一家纯粹的水泥企业, 水泥业务占公司收入和利润的比重将近 100%, 其它附属产品电力、石灰石和熟料在收入和利润中占比不到 1%。近年来国家大力推广高标号水泥的使用, 公司 42.5 级水泥的销量、收入、利润占比约占公司的 3/4。
- 差别电价可能推动广东水泥价格上涨。限制类水泥企业的差别电价在取消峰谷电价的基础上, 逐年提高加价标准, 2011 年提高到每千瓦时 0.2 元, 从 2012 年起提高到每千瓦时 0.3 元, 预计广东水泥价格整体上可能出现上涨。
- 公司近两年业绩由珠三角贡献, 未来两年业绩将由粤东贡献。07-09 年公司在珠三角的水泥销量年均复合增长率仅实现 39% 的情况下, 营业收入却实现了 45% 的年均复合增长率, 充分享受珠三角水泥市场繁荣带给公司的效益。随着武平 2*4500t/d 新型干法水泥熟料生产线近两年陆续投产, 在粤东固定资产投资有望保持高速增长的前提下, 我们预计未来两年粤东将成为公司业绩增长的主要区域。
- 业绩增速依然主要由水泥贡献, 混凝土和预应力管桩短期业绩贡献有限。武平二线今年未投产, 明年新增业绩主要由该生产线贡献。而混凝土和预应力管桩, 由于房地产宏观调控的原因, 短期内对公司业绩贡献有限。
- 投资评级“推荐”。预测公司 10-12 年 EPS 为 0.72、0.99、1.09 元, 对应目前股价 15.47 倍 PE, 考虑到粤东水泥需求存在比较明确的成长性, 给予推荐评级。

风险提示:

- 粤东固定资产投资增速低于预期。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2594 | 2800 | 3645 | 3933 |
| 同比(%) | 16% | 8% | 30% | 8% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 215 | 287 | 397 | 435 |
| 同比(%) | 11% | 34% | 38% | 10% |
| 毛利率(%) | 26.7% | 28.6% | 28.4% | 28.3% |
| ROE(%) | 11.2% | 13.1% | 15.9% | 15.5% |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.72 | 0.99 | 1.09 |
| P/E | 28.51 | 21.35 | 15.47 | 14.11 |
| P/B | 3.19 | 2.80 | 2.46 | 2.18 |
| EV/EBITDA | 12 | 12 | 10 | 9 |

资料来源: 中投证券研究所

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、公司简介：粤东最大的水泥制造商 | 4 |
| 二、广东水泥行业处于稳定增长期的阶段性景气高点..... | 5 |
| 2.1 广东水泥行业目前处于阶段性景气高点..... | 5 |
| 2.2 珠三角水泥需求增速可能回落，粤东水泥需求有望保持高增长..... | 5 |
| 2.3 广东是水泥输入大省， | 6 |
| 三、粤东的水泥龙头企业 | 6 |
| 3.1 主营产品 42.5 级水泥约占公司业务的 3/4 | 6 |
| 3.2 公司近两年业绩由珠三角贡献，未来两年业绩将由粤东贡献..... | 7 |
| 3.3 差别电价可能推动水泥价格上涨 | 8 |
| 3.4 煤电占生产成本的 60%，高煤价将推动公司成本上升 | 9 |
| 3.5 公司在建水泥熟料生产线已全部投产 | 10 |
| 3.6 商品混凝土和预应力管桩短期对公司业绩贡献不大..... | 11 |
| 3.7 盈利预测假设 | 11 |
| 四、投资建议：推荐 | 12 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1 公司股权结构及控股子公司全景图 | 4 |
| 图 2 广东水泥产量及同比增速 | 5 |
| 图 3 广东各区域固定资产投资比例 | 6 |
| 图 4 粤东地区 2009 年底主要企业新型干法产能占比 | 6 |
| 图 5 公司各等级水泥销量占比 | 7 |
| 图 6 公司各等级水泥毛利率 | 7 |
| 图 7 公司各区域水泥销量占比 | 8 |
| 图 8 公司在珠三角的水泥销量及增速 | 8 |
| 图 9 近两年广州 P.O42.5 水泥价格走势 | 9 |
| 图 10 公司各区域的水泥销售均价 | 9 |
| 图 11 公司水泥的成本构成 | 10 |
| 图 12 秦皇岛山西优混 5500 大卡车板价走势 | 10 |

表 目 录

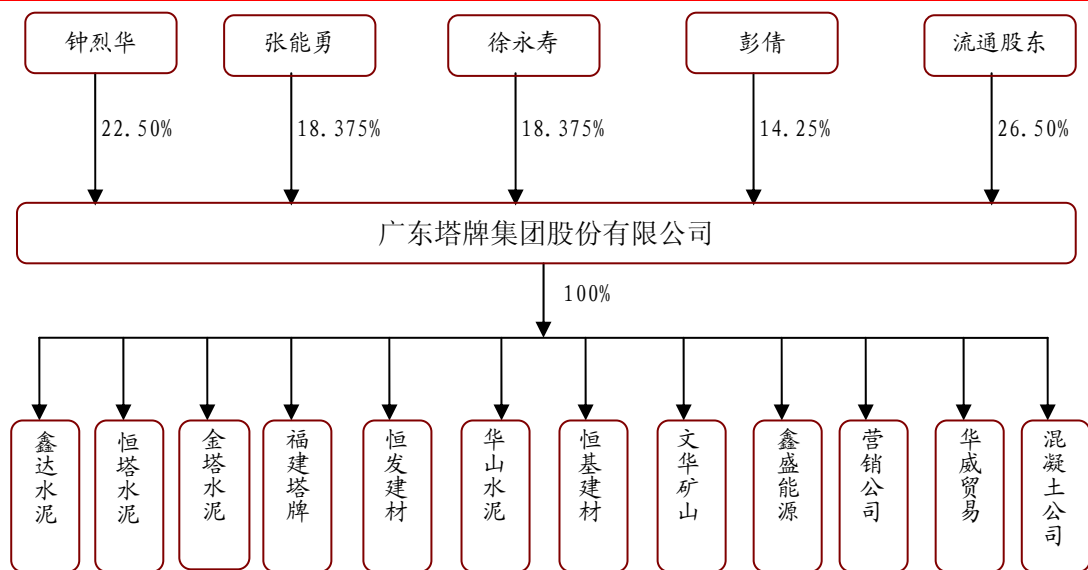
| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 1 子公司 2010 年上半年的资产负债情况和盈利情况 | 4 |
| 表 2 公司的水泥产能 | 10 |
| 表 3 公司商品混凝土项目 | 11 |
| 表 4 盈利预测假设 | 11 |

一、公司简介：粤东最大的水泥制造商

广东塔牌集团股份有限公司的前身 1972 年开始生产水泥，至今已有将近四十年的历史。公司于 2007 年 4 月整体变更为股份有限公司，注册资本 3 亿元。经中国证监会核准，公司于 2008 年 5 月公开发行 1 亿股 A 股，发行价 10.03 元/股，募集资金净额 9.66 亿元，发行后公司注册资本增加至 4 亿元。此后公司尚无增资扩股行为，目前注册资本依然为 4 亿元。钟烈华、张能勇和徐永寿分别持有公司 22.5%、18.375%和 18.375%的股份，三人共同构成本公司的实际控制人。

公司主营业务为生产和销售各类硅酸盐水泥，现有梅州、惠州龙门、福建武平三大水泥生产基地，总产能 1240 万吨。公司曾经是广东最大的水泥制造商，近年来随着海螺水泥和华润水泥积极介入广东市场，公司排名有所下滑，目前是广东第三大水泥制造商，但在粤东地区，公司依然是最大的水泥制造商。此外，公司从今年开始拓展产业链，进入商品混凝土和预应力管桩等水泥制品行业，这些领域未来也将成为公司的利润来源之一。公司现有 12 家全资子公司和 5 家分公司，并通过混凝土投资公司控股或参股了 27 家混凝土公司。

图 1 公司股权结构及控股子公司全景图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 子公司 2010 年上半年的资产负债情况和盈利情况

| | | | | | | | 单位：万元 | |
|-------|--------|------|-----------|-----------|----------|----------|--------|--|
| 类型 | 公司名称 | 权益 | 总资产 | 负债 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 | |
| 熟料+粉磨 | 梅州金塔水泥 | 100% | 34529.79 | 23059.76 | 11470.03 | 12915.02 | 900.93 | |
| 熟料+粉磨 | 梅州华山水泥 | 100% | 18220.44 | 13684.26 | 4536.18 | 14161.79 | 276.85 | |
| 熟料+粉磨 | 蕉岭恒基建材 | 100% | 5067.82 | 1831.08 | 3236.74 | 6535.70 | 152.59 | |
| 熟料+粉磨 | 福建塔牌水泥 | 100% | 135518.71 | 105231.58 | 30287.13 | 22547.63 | 864.65 | |

| | | | | | | | |
|-------|--------|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 水泥粉磨 | 梅县恒发建材 | 100% | 22052.45 | 17514.13 | 4538.32 | 17747.72 | 538.64 |
| 水泥粉磨 | 梅县恒塔水泥 | 100% | 14195.60 | 3777.13 | 10416.86 | 14240.08 | 1103.94 |
| 熟料 | 蕉岭鑫达水泥 | 100% | 44585.98 | 33109.02 | 11476.86 | 17674.15 | 2155.65 |
| 石灰石供应 | 梅州文华矿山 | 100% | 7877.33 | 3566.07 | 4311.26 | 3287.33 | 216.48 |
| 石灰石供应 | 福建塔牌矿业 | 100% | 7489.74 | 6655.63 | 834.11 | 2328.27 | 283.31 |
| 煤炭经营 | 蕉岭华威贸易 | 100% | 13632.67 | 12002.15 | 1630.52 | 50433.98 | 265.19 |
| 自备电厂 | 蕉岭鑫盛能源 | 100% | 12669.88 | 10617.70 | 2052.18 | 3795.86 | (380.90) |
| 混凝土 | 混凝土投资 | 100% | 11826.71 | 2000.00 | 9826.71 | 0.00 | (15.41) |
| 销售公司 | 梅州塔牌营销 | 100% | 30343.95 | 28165.05 | 2178.90 | 74032.69 | 266.05 |

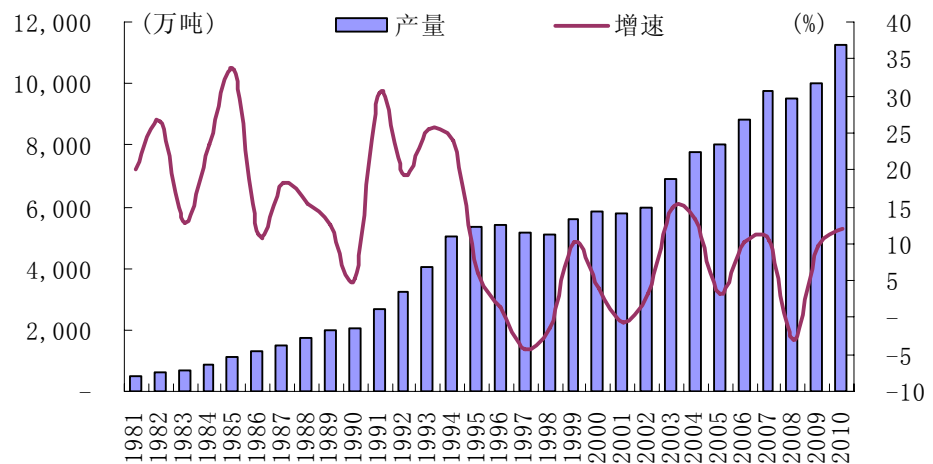
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、广东水泥行业处于稳定增长期的阶段性景气高点

2.1 广东水泥行业目前处于阶段性景气高点

纵观广东水泥三十年历史，可以分为两个时期，前十五年广东水泥的快速生长期，平均增速高达 19%，而后十五年则是稳定生长期，平均增速仅有 5.5%。从大周期看，广东水泥行业早已过了快速生长期，目前行业处于稳定生长期；但从小周期看，近两年行业又处于阶段性景气高点，今年增速将达到 12%。

图 2 广东水泥产量及同比增速



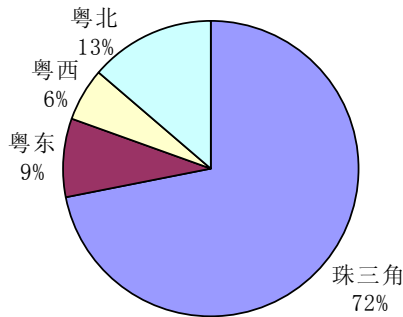
资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2.2 珠三角水泥需求增速可能回落，粤东水泥需求有望保持高增长

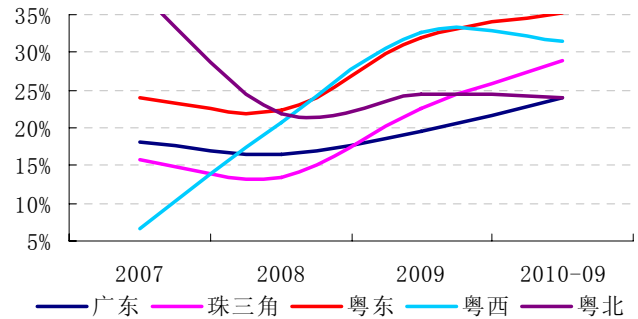
珠三角是广东经济最发达的区域，该区域固定资产投资占全省的 72%，09 年完成固定资产投资 9603 亿元，10 年前 9 月完成固定资产投资 7735 亿元。近两年由于受亚运会工程拉动，珠三角投资增速明显上升。随着亚运会工程的结束，虽然今年 8 月广东政府颁布未来十年计划投资 2 万亿元的珠三角产业布局一体化规划方案，年均投资约 2000 亿元，但对于目前珠三角高达 1 万亿的年固定资产投资规模以及 29% 的固定资产投资增速，我们认为回落的可能性较大，进而珠三角水泥需求增速也将回落。

粤东由于经济发展水平较落后，在广东固定资产投资的占比仅 9%，但其固定资产投资增速却是最快的，近两年增速均在 30%以上。目前粤东基础设施仍然相对薄弱，城镇化水平依然不高，固定资产投资仍有较大的发展空间，我们预计粤东水泥需求有望保持高增长。

图 3 广东各区域固定资产投资比例



广东各区域固定资产投资增速



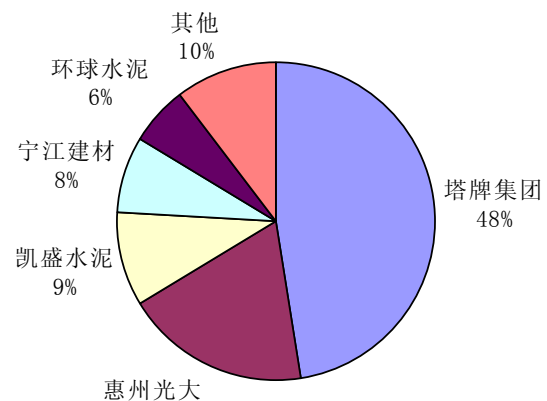
资料来源：广东统计信息网、中投证券研究所

2.3 广东是水泥输入大省，

2009 年广东水泥产量 10029 万吨，其中落后产量约占总产量的 1/3。由于广东石灰石资源稀缺，每年大约有 1500 万吨水泥熟料通过西江水域从广西运入广东。目前全省已形成粤北（清远、韶关）、粤西（云浮、肇庆的山区）和粤东（梅州、惠州的山区）三大水泥生产基地，水泥产量贡献已经超过 70%。

在粤东地区，目前有 13 条新型水泥熟料干法生产线，年水泥产能 2128 万吨，主要有塔牌集团、惠州光大、凯盛水泥和宁江建材等几家水泥企业，其中塔牌约占粤东新型干法产能的 48%，处于相对垄断地位。

图 4 粤东地区 2009 年底主要企业新型干法产能占比



资料来源：数字水泥网、中投证券研究所

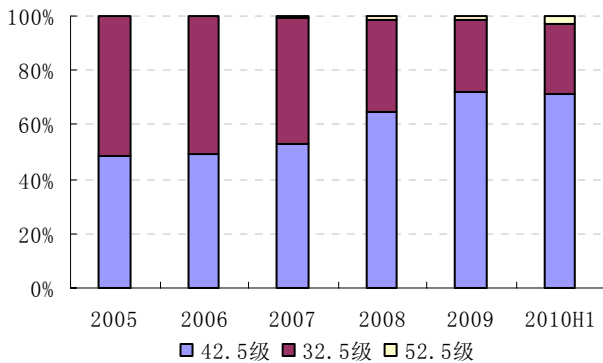
三、粤东的水泥龙头企业

3.1 主营产品 42.5 级水泥约占公司业务的 3/4

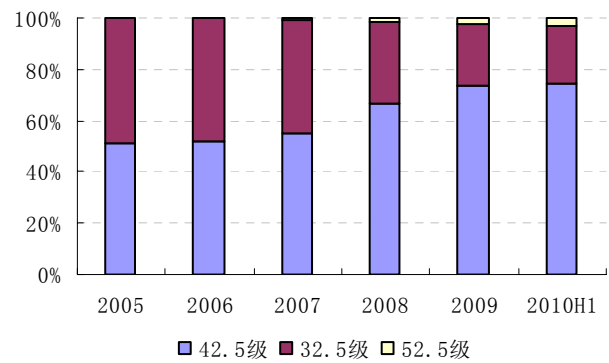
公司是一家纯粹的水泥企业，水泥业务占公司收入和利润的比重将近 100%，其它附属产品电力、石灰石和熟料在收入和利润中占比不到 1%。近年

来国家大力推广高标号水泥的使用，公司 42.5 级水泥的销量、收入、利润占比约占公司的 3/4。

图 5 公司各等级水泥销量占比

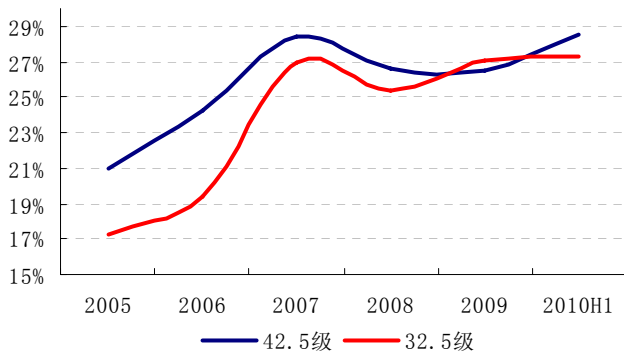


公司各等级水泥营业收入占比

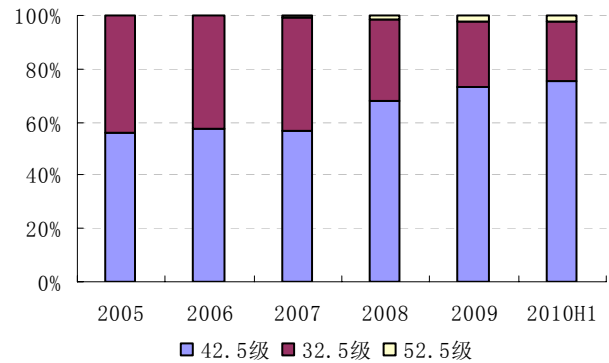


资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 公司各等级水泥毛利率



公司各等级水泥营业利润占比



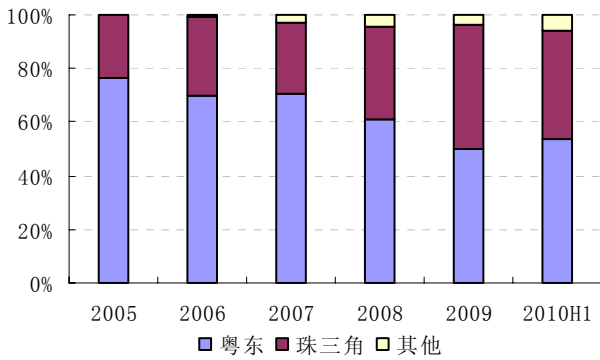
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 公司近两年业绩由珠三角贡献，未来两年业绩将由粤东贡献

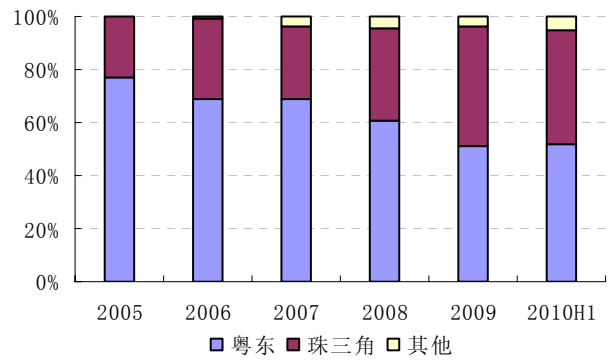
06 年之前，公司生产线集中在梅州，粤东水泥销量占 70%，珠三角水泥销量占 30%。06 年、08 年惠州的龙门一、二期 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线相继投产，恰好赶上珠三角地区固定资产投资提速，07-09 年公司在珠三角的水泥销量年均复合增长率仅实现 39% 的情况下，营业收入却实现了 45% 的年均复合增长率，充分享受了区域市场繁荣带给公司的效益。此外，由于惠州龙门生产线地处珠三角和粤东交界地带，即使珠三角水泥需求出现下滑，完全可以将水泥销往粤东。

地处粤东和福建交接处的武平 2*4500t/d 新型干法水泥熟料生产线近两年陆续投产，在粤东固定资产投资有望保持高增长的前提下，我们预计未来两年粤东将成为公司业绩增长的主要区域。

图 7 公司各区域水泥销量占比

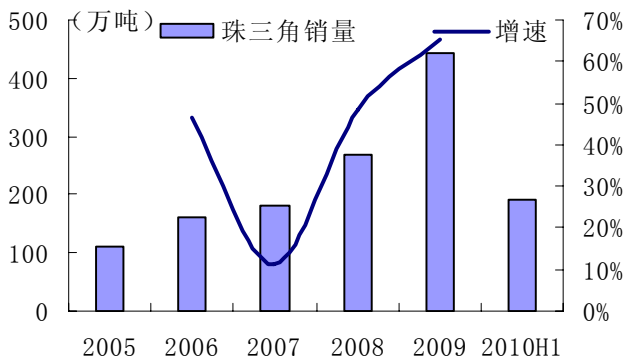


公司各区域水泥营业收入占比

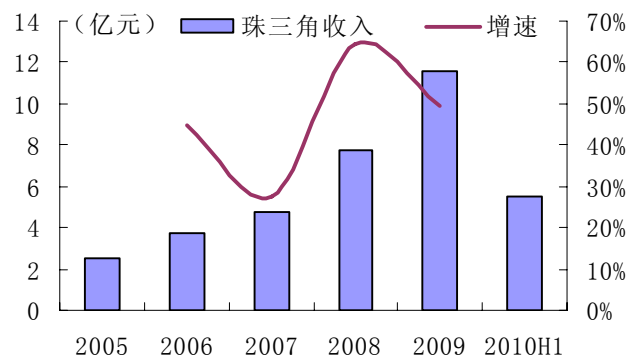


资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 公司在珠三角的水泥销量及增速



公司在珠三角的水泥营业收入及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

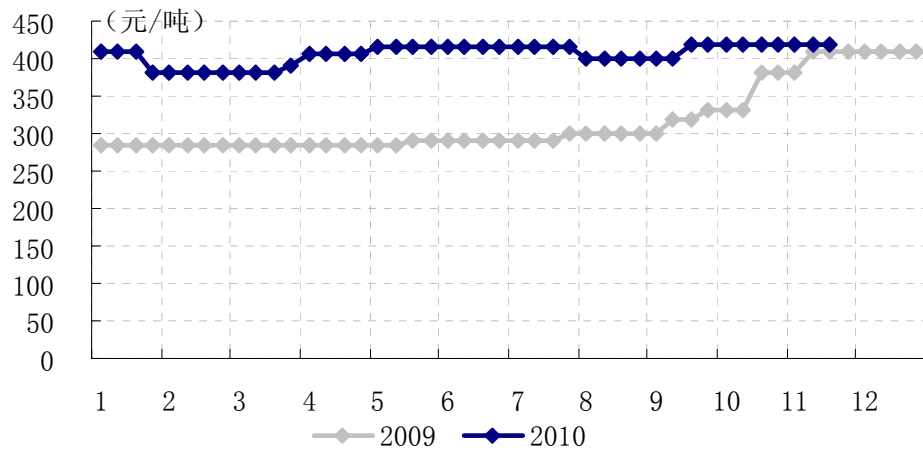
3.3 差别电价可能推动水泥价格上涨

根据广东省物价局《关于进一步加大差别电价实施力度的通知》（粤价〔2010〕199号）规定，限制类水泥企业的差别电价在取消峰谷电价的基础上，逐年提高加价标准，2011年提高到每千瓦时0.2元，从2012年起提高到每千瓦时0.3元。目前广东有1/3的产能属于落后产能，对落后产能实行差别电价，我们认为对水泥价格有积极正面的影响。

因亚运会工程建设以及广西西江流域干旱，广州水泥价格从09年四季度300元/吨上涨至400元/吨后，10年水泥价格基本维持在400元/吨左右，因差别电价，珠三角地区水泥价格不一定会回落。

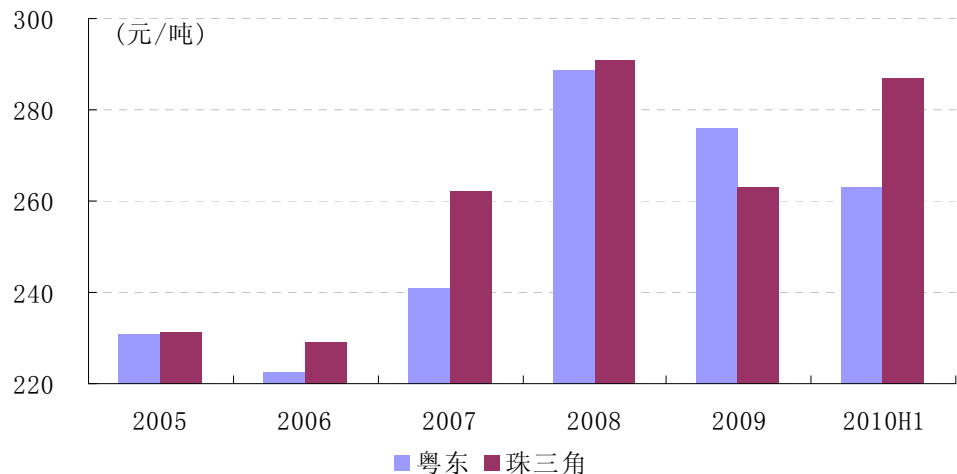
公司42.5等级水泥含税价在蕉岭370元/吨，在惠州390元/吨，在武平略低360元/吨，同样由于差别电价，粤东的水泥价格可能出现上涨。

图 9 近两年广州 P.O42.5 水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、中投证券研究所

图 10 公司各区域的水泥销售均价



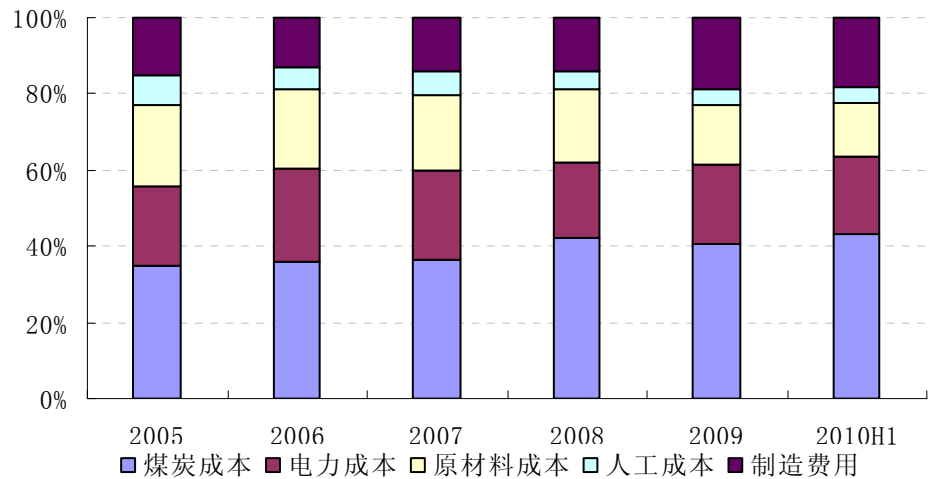
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.4 煤电占生产成本的 60%，高煤价将推动公司成本上升

煤炭和电力成本占水泥成本分别在 40%和 20%以上，近年来由于煤价上涨，煤炭成本比重逐年上升，10 年上半年，煤炭成本约占水泥成本的 43.4%。公司的煤炭主要从福建龙岩、越南和内蒙古采购，采购合同年度一签，但价格随市场价格，与秦皇岛煤价基本接近，目前公司煤炭价格到厂价（不含税）750 元/吨，由于煤炭价格可能会维持高位，预计公司生产成本将出现一定程度上升。

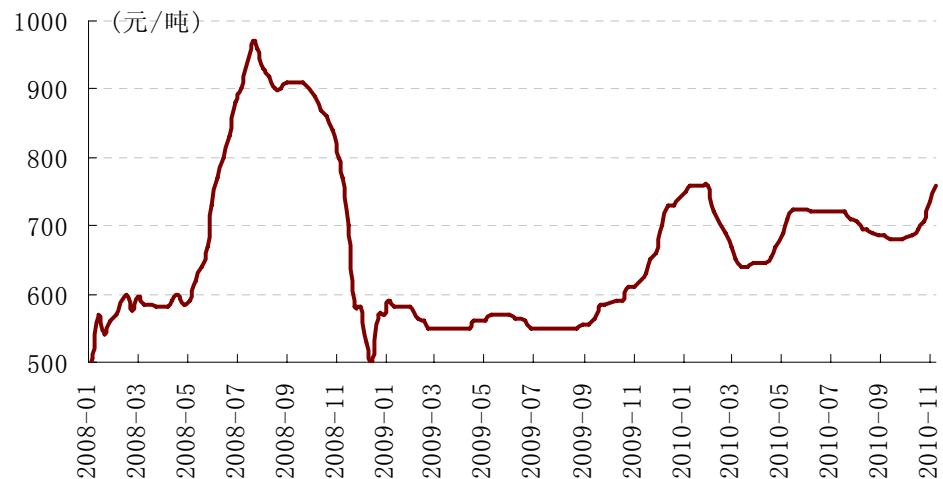
电力成本方面。目前公司在蕉岭立窑不含税电价 0.6 元/度，旋窑不含税电价 0.55 元/度；龙门旋窑不含税电价 0.58 元/度，武平不含税电价 0.55 元/度。由于落后高能耗产业实行差别电价，11 年蕉岭立窑不含税电价将提高到 0.7 元/度。虽然对落后产能实行差别电价，但公司落后产能比重不大，我们认为差别电价对公司成本影响有限。

图 11 公司水泥的成本构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 秦皇岛山西优混 5500 大卡车板价走势



资料来源：煤炭资源网

3.5 公司在建水泥熟料生产线已全部投产

09 年底公司水泥产能突破 1000 万吨,随着 10 年 12 月福建武平二线即将投产,公司现有在建水泥生产线将全部投产,未来的新增产能主要看政策的松动情况,公司有在蕉岭继续新建两条 5000t/d 新型干法水泥熟料生产线的打算。

表 2 公司的水泥产能

| 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 | 100 | 100 | |
| 华山水泥熟料分厂 3 条窑 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | |
| 蕉岭恒基建材 3 条窑 | 60 | 60 | 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 | - | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | 2006 年 10 月 |

| | | | | | | | | | |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|----------|
| 惠州龙门分公司二期 4500t/d | - | - | - | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | 2008年8月 |
| 福建武平塔牌一期 4500t/d | - | - | - | - | 180 | 180 | 180 | 180 | 2009年8月 |
| 福建武平塔牌二期 4500t/d | - | - | - | - | - | 180 | 180 | 180 | 2010年12月 |
| 合计 | 520 | 700 | 700 | 880 | 1060 | 1240 | 1240 | 1240 | |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.6 商品混凝土和预应力管桩短期对公司业绩贡献不大

公司发行可转换公司债券募集资金净额 6.07 亿元，通过混凝土公司投向 12 个混凝土搅拌站项目，其中 4 个全资，8 个联营。虽然建立商品混凝土搅拌站延伸了公司的水泥产业链，并且混凝土搅拌站的水泥均从塔牌集团采购，但由于混凝土搅拌站的主要客户一般为房地产领域，目前房地产市场在政府严格调控的情况下，预计商品混凝土短期内对公司的业绩贡献有限。

此外，公司在丰顺县投资建设一条 120 万米预应力混凝土管桩及水泥制品生产线，预计 2011 年 9 月投产。

表 3 公司商品混凝土项目

| 序号 | 项目名称 | 权益 | 总投资额 (万元) | 拟使用募集资金 (万元) |
|----|----------------------|------|-----------|--------------|
| 1 | 连平金塔年产 120 万方混凝土搅拌站 | 100% | 8,000 | 8,000 |
| 2 | 连平新恒塔年产 120 万方混凝土搅拌站 | 100% | 8,000 | 8,000 |
| 3 | 梅县年产 120 万方混凝土搅拌站 | 100% | 8,000 | 8,000 |
| 4 | 蕉岭年产 120 万方混凝土搅拌站 | 100% | 8,000 | 8,000 |
| 5 | 大埔年产 120 万方混凝土搅拌站 | 48% | 8,000 | 3,840 |
| 6 | 饶平年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| 7 | 惠阳年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| 8 | 揭西年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| 9 | 兴宁年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| 10 | 丰顺年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| 11 | 陆河年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| 12 | 揭阳年产 120 万方混凝土搅拌站 | 49% | 8,000 | 3,920 |
| | 合计 | | 96,000 | 63,280 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.7 盈利预测假设

表 4 盈利预测假设

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 水泥 | | | | |
| 产能 (万吨) | 1060 | 1240 | 1240 | 1240 |
| 销量 (万吨) | 954.27 | 1000 | 1200 | 1200 |
| +/- | | 4.8% | 20.0% | 0.0% |
| 单位价格 (元/吨) | 269.9 | 280.0 | 285.0 | 290.0 |
| +/- | | 3.7% | 1.8% | 1.8% |
| 单位成本 (元/吨) | 197.9 | 200.0 | 201.0 | 202.0 |

| | | | | |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| +/- | | 1.1% | 0.5% | 0.5% |
| 吨毛利(元/吨) | 72.0 | 80.0 | 84.0 | 88.0 |
| 毛利率(%) | 26.69 | 28.00 | 27.82 | 27.82 |
| 混凝土收入及预应力管桩 | | | | |
| 销量(万方) | | | 96 | 192 |
| 价格(元/方) | | | 234.00 | 236.00 |
| 成本(元/方) | | | 205.92 | 205.32 |
| 毛利率(%) | | | 12.00 | 13.00 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、投资建议：推荐

根据上述对塔牌集团的综合分析，我们预测公司 10-11 年 EPS 为 0.72、0.99、1.09 元，对应目前股价 15.47 倍 PE，考虑到未来粤东地区水泥需求比较明确的成长性，我们给予公司推荐的投资评级。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 1012 | 771 | 997 | 1203 | 营业收入 | 2594 | 2800 | 3645 | 3933 |
| 现金 | 428 | 7 | 4 | 164 | 营业成本 | 1901 | 2000 | 2610 | 2818 |
| 应收账款 | 64 | 55 | 74 | 82 | 营业税金及附加 | 32 | 31 | 40 | 43 |
| 其它应收款 | 16 | 28 | 33 | 35 | 营业费用 | 172 | 178 | 231 | 250 |
| 预付账款 | 110 | 219 | 294 | 289 | 管理费用 | 122 | 146 | 171 | 185 |
| 存货 | 345 | 434 | 549 | 586 | 财务费用 | 75 | 62 | 66 | 61 |
| 其他 | 48 | 28 | 42 | 48 | 资产减值损失 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 3204 | 3689 | 3941 | 3985 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 47 | 31 | 35 | 36 | 投资净收益 | -1 | -1 | -0 | 1 |
| 固定资产 | 2868 | 3329 | 3553 | 3557 | 营业利润 | 284 | 382 | 526 | 577 |
| 无形资产 | 238 | 281 | 324 | 366 | 营业外收入 | 9 | 10 | 13 | 13 |
| 其他 | 51 | 47 | 29 | 27 | 营业外支出 | 1 | 6 | 7 | 7 |
| 资产总计 | 4216 | 4460 | 4937 | 5189 | 利润总额 | 291 | 386 | 532 | 583 |
| 流动负债 | 1687 | 1562 | 1827 | 1861 | 所得税 | 69 | 96 | 133 | 146 |
| 短期借款 | 1143 | 809 | 1022 | 1000 | 净利润 | 222 | 289 | 399 | 437 |
| 应付账款 | 231 | 280 | 350 | 378 | 少数股东损益 | 7 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 312 | 474 | 456 | 483 | 归属母公司净利润 | 215 | 287 | 397 | 435 |
| 非流动负债 | 592 | 691 | 591 | 491 | EBITDA | 635 | 615 | 789 | 851 |
| 长期借款 | 581 | 691 | 591 | 491 | EPS (元) | 0.54 | 0.72 | 0.99 | 1.09 |
| 其他 | 11 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 2278 | 2253 | 2418 | 2352 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 17 | 19 | 21 | 23 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 400 | 400 | 400 | 400 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 937 | 937 | 937 | 937 | 营业收入 | 16.4% | 7.9% | 30.2% | 7.9% |
| 留存收益 | 578 | 845 | 1156 | 1472 | 营业利润 | 9.1% | 34.3% | 37.7% | 9.7% |
| 归属母公司股东权益 | 1921 | 2188 | 2499 | 2815 | 归属于母公司净利润 | 10.7% | 33.5% | 38.1% | 9.6% |
| 负债和股东权益 | 4216 | 4460 | 4937 | 5189 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 26.7% | 28.6% | 28.4% | 28.3% |
| | | | | | 净利率 | 8.3% | 10.3% | 10.9% | 11.1% |
| | | | | | ROE | 11.2% | 13.1% | 15.9% | 15.5% |
| | | | | | ROIC | 8.3% | 8.7% | 10.5% | 11.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 54.0% | 50.5% | 49.0% | 45.3% |
| | | | | | 净负债比率 | 80.51 | 74.45% | 73.10 | 70.32% |
| | | | | | 流动比率 | 0.60 | 0.49 | 0.55 | 0.65 |
| | | | | | 速动比率 | 0.40 | 0.22 | 0.24 | 0.33 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.65 | 0.65 | 0.78 | 0.78 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 52 | 44 | 53 | 48 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.28 | 7.83 | 8.29 | 7.74 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.54 | 0.72 | 0.99 | 1.09 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.34 | 1.15 | 1.30 | 1.77 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.80 | 5.47 | 6.25 | 7.04 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 28.51 | 21.35 | 15.47 | 14.11 |
| | | | | | P/B | 3.19 | 2.80 | 2.46 | 2.18 |
| | | | | | EV/EBITDA | 12 | 12 | 10 | 9 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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, 6 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 年相关行业从业经验。

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。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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