

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与者: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 14.83元

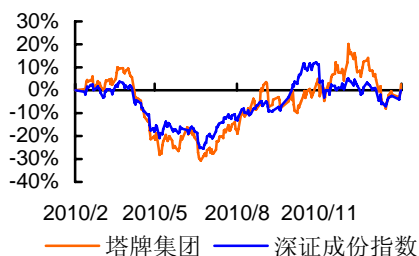
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12292.49
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	120
流通市值(亿)	18
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	-3.45	-1.07	23.79
深证成份指数	-0.75	-10.18	13.75



相关报告

《塔牌集团-未来业绩增长还是取决于粤东的水泥》2010-12-13

塔牌集团

002233

推荐

转债进入转股期和粤东市场有望进入景气周期可能触发股价上涨

投资要点:

- **3月1日可转债进入转股期可能触发股价上涨。**根据发行条款,11年3月1日公司可转换债券将进入转股期,但触发转股的前提条件是公司股价连续20天的收盘价高于转股价的130%,也就是17.30元,高于目前股价16.6%。根据可转债138.49元的价格和7.513的转换比例,转债市场对公司正股的期望值为18.43元/股,高于目前股价24.3%。公司主客观都希望能促成债转股,所以可转债进入转股期可能触发公司股价上涨。
- **公司主要销售区域集中在粤东区域和珠三角。**粤东和珠三角地区的销量分别占到公司总销量的55%和40%。随着公司未来武平二线生产线的投产,粤东区域的销量比例将增加到2/3以上。去年由于上半年粤东地区天气原因,粤东地区净利润在公司净利占比由之前的60%下降到50%,随着粤东地区单吨净利的回升和销量的增长,公司在粤东地区的净利占比也将达到2/3以上。
- **旺盛的需求和差别电价将促使粤东水泥行业进入景气上升通道。**过去两年粤东固定资产投资均实现30%以上增长,且投资以基础设施建设为主,“十二五”甚至更长时期,广东力主将粤东作为经济新的增长极,预计固定资产投资将继续保持30%以上的增速。同时粤东区域落后产能占32%,均高于全国和广东的水平。而广东在11、12年将分别对落后产能电价每度提高0.2元和0.3元,相应增加其单吨用电成本约20元和30元。差别电价的实施将拉大大型企业和落后产能之间的成本差,行业将进入景气上升通道。
- **珠三角固定资产投资增速回落对公司业绩影响有限。**10年珠三角房地产投资达到近几年的一个高峰,随着房地产调控政策的深入和持续,房地产投资增速将进入下降通道,水泥需求增速可能回落。但由于珠三角新增产能不大,预计需求回落对水泥价格影响有限。11年公司在珠三角的产能比重有所减少,业绩影响进一步削弱。根据我们的敏感性分析,在珠三角单吨净利下滑25%,粤东地区吨净利上升46%的情况下,我们的对公司11年的盈利预测有望实现,在珠三角单吨净利下滑25%,粤东地区吨净利上升25%的情况下,公司11年EPS将为0.95元。
- **投资评级“推荐”。**预测公司10-12年EPS为0.79、1.04、1.12元,目前股价对应14.31倍PE,即使考虑到敏感性分析中相对悲观的情况,公司动态市盈率为15.6倍,仍低于水泥行业平均18倍的动态市盈率,给予“推荐”评级。

风险提示:

- 粤东固定资产投资增速低于预期、差别电价对落后产能的淘汰力度低于预期

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2594	2980	3685	3953
同比(%)	16%	15%	24%	7%
归属母公司净利润(百万元)	215	315	414	449
同比(%)	11%	46%	32%	8%
毛利率(%)	26.7%	28.8%	28.8%	28.7%
ROE(%)	11.2%	14.2%	16.3%	15.7%
每股收益(元)	0.54	0.79	1.04	1.12
P/E	27.56	18.86	14.31	13.22
P/B	3.09	2.68	2.34	2.07
EV/EBITDA	12	11	9	8

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、公司转债即将进入转股期可能成为触发股价上涨的因素	4
1.1 公司转债将于 2011 年 3 月 1 日进入转股期.....	4
1.2 目前股价相对低于促成债转股的价格	4
1.3 转债如果不能顺利转股，公司将增加财务费用和资金压力.....	4
1.4 去年进入转股期的可转债全部完成转股.....	4
二、粤东地区在公司销售区域中的战略地位将上升	5
2.1 公司在粤东地区的销量将占到 2/3 以上.....	5
2.2 公司未来的新增量集中在粤东	5
2.3 去年粤东净利润占比从过去的 60%降为 50%，但随着粤东新增产能的投放以及水泥价格的上涨， 预计净利润占比将重新回升.....	6
三、粤东水泥行业将保持稳定快速增长	7
3.1 粤东固定资产投资增速高达 30%，远超广东平均水平，是广东固定资产投资增速最快的区域 ..	7
3.2 公司在粤东新型干法产能占比高达 42%，具备一定的价格控制能力	8
3.3 差别电价对粤东的影响更为明显	8
四、珠三角可能成为未来两年影响公司利润增长的风险点	9
4.1 珠三角水泥市场受房地产市场影响更为明显.....	9
4.2 房地产投资在 2010 年增速达到高峰	9
4.3 由于新增产能不大，需求回落对珠三角水泥价格的影响有限.....	11
4.4 主要风险在于煤价上涨	12
4.5 区域单吨水泥净利变化对公司业绩影响的敏感性分析.....	12
五、盈利预测假设.....	13
六、公司目前估值水平低于水泥板块估值水平	14

图表目录

图 1: 公司产品销量的区域分布	5
图 2: 公司净利润的区域分布	6
图 3: 公司在粤东和珠三角的单吨水泥净利润.....	6
图 4: 广东各区域固定资产投资增速情况	7
图 5: 粤东 2010 年固定资产投资细分领域.....	7
图 6: 粤东各水泥企业新型干法水泥产能占比.....	8
图 7: 粤东落后产能和各水泥企业新型干法水泥产能占比.....	8
图 8: 珠三角 2010 年固定资产投资具体投向.....	9
图 9: 珠三角房地产销售面积及增速	9
图 10: 珠三角房地产投资及增速	10
图 11: 广州房地产投资及增速	10
图 12: 深圳房地产投资及增速	10
图 13: 佛山房地产投资及增速	11
图 14: 广州水泥价格走势	11
图 15: 公司成本构成	12
图 16: 秦皇岛山西优混 5500 大卡煤价	12
表 1: 公司可转债的重要时间点	4
表 2: 10 年发行的可转债在转股期前后的股价情况.....	5
表 3: 珠三角新投产生产线	11
表 4: 公司 11 年分区域单吨净利敏感性分析.....	13
表 5 公司生产线情况	13
表 6: 公司分区域水泥销量及成本、毛利假设.....	13
表 7: 根据 wind 预测 A 股主要水泥上市公司 PE 估值水平.....	14
表 8: 根据我们预测 A 股主要水泥上市公司 PE 估值水平.....	15

一、公司转债即将进入转股期可能成为触发股价上涨的因素

1.1 公司转债将于 2011 年 3 月 1 日进入转股期

公司的可转债于 10 年 8 月 26 日发行，根据发行条款，6 个月后暨 11 年 3 月 1 日，公司可转债将进入转股期。

表 1: 公司可转债的重要时间点

发行时间	2010 年 8 月 26 日
上市时间	2010 年 9 月 16 日
存续的起止日期	2010 年 8 月 26 日至 2015 年 8 月 25 日
转股期限	2011 年 3 月 1 日至 2015 年 8 月 24 日
债券付息日	8 月 26 日

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 目前股价相对低于促成债转股的价格

根据提前赎回条款，只有当公司股票连续 20 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130% 时，公司才可以提前赎回。当期转股价格的 130% 为 $13.31 \times 130\% = 17.30$ 元/股，高于目前公司股价 14.83 元 16.6%。

根据目前可转债 138.49 元的价格和 7.513 的转换比例，转债市场对公司正股的期望值为 $138.49/7.513 = 18.43$ 元/股，高于公司股价 14.83 元 24.3%。

1.3 转债如果不能顺利转股，公司将增加财务费用和资金压力

根据转债条款，前两年支付的票面利率分别为 0.8% 和 1%，按 6.3 亿元的发行额，若两年内不能顺利转股，11、12 年将分别新增财务费用 504 万元、630 万元，约占当期净利润的 1.5% 左右，经营性现金流的 1%，对公司净利润和现金有一定影响。

更重要的是，若 5 年内不能顺利转股，届时公司将偿还 6.3 亿元资金，约为目前公司经营性现金流的 1.2 倍，将对公司的现金流产生重大影响，所以从公司主客观因素看，公司希望能促成债转股，以减轻公司的资金压力。

1.4 去年进入转股期的可转债全部完成转股

参考去年进入转股期的 5 只可转债，龙盛转债、安泰转债、西洋转债在进入转股期前后两个月内，股价持续高于 130% 转股价，顺利促成了债转股。厦工转债和王府转债虽然在进入转股期前后两个月内没有促成债转股，但随后半年时间里，正股均出现 50% 涨幅，最终促成了债转股。

表 2: 10 年发行的可转债在转股期前后的股价情况

转债	进入转股期	赎回日期	转股价	130%转股价	进入转股期前后两个月内正股价格
龙盛转债	2010/4/15	2010/5/6	8.9	11.57	11.5-13 元/股(1 月 12 日-4 月 27 日)
安泰转债	2010/4/17	2010/6/10	12.33	16.029	17-20 元/股(4 月 9 日-6 月 11 日)
西洋转债	2010/4/4	2010/5/13	14.55	18.915	19-22 元/股(3 月 17 日-5 月 11 日)
厦工转债	2010/3/29	2010/9/21	7.5	9.75	8-9.5 元/股(3 月 16 日-4 月 30 日)
王府转债	2010/5/20	2010/10/27	33.26	43.238	32-36 元/股(4 月 20 日-6 月 20 日)

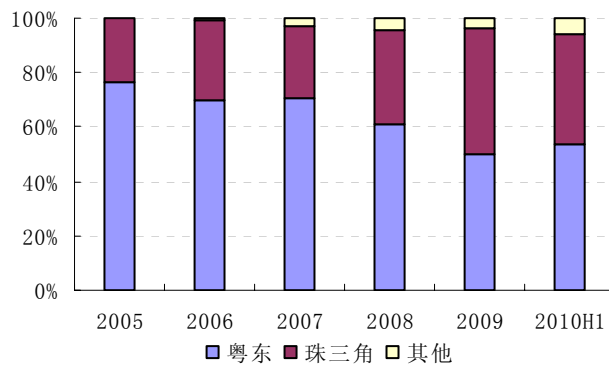
资料来源: WIND、中投证券研究所

二、粤东地区在公司销售区域中的战略地位将上升

2.1 公司在粤东地区的销量将占到 2/3 以上

公司产品销售主要集中在粤东和珠三角,近两年粤东销量约占 55%,珠三角销量约占 40%,两个区域销售基本处于均衡状态。随着福建武平二线 4500t/d 生产线去年 12 月投产,由于该生产线的目标销售区域是粤东,预计今年粤东和珠三角的销量比例将提升至 2: 1,粤东是公司未来业务发展的重点区域。

图 1: 公司产品销量的区域分布



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

2.2 公司未来的新增量集中在粤东

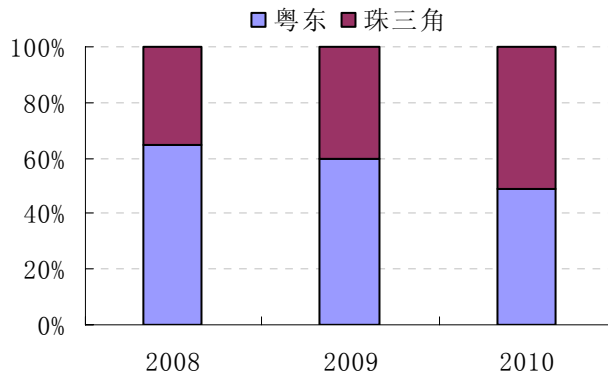
去年 12 月公司最后一条在建生产线—福建武平二线 4500t/d 水泥熟料生产线投产,目标销售区域依然是粤东,预计 11 年业绩增长主要来自武平二线和粤东水泥价格上涨,而 12 年业绩增长主要来自粤东水泥价格提升以及混凝土和预应力管桩的产能释放。

此外,公司计划在本部建两条 4500t/d 的生产线,用于填补落后产能淘汰后的市场空间,但由于目前新生产线的审批并没有放开,所以时间上有不确定性,不过我们可以清晰地看到公司未来业务发展的重心依然在粤东。

2.3 去年粤东净利润占比从过去的 60%降为 50%，但随着粤东新增产能的投放以及水泥价格的上涨，预计净利润占比将重新回升

08、09 年公司在粤东和珠三角的净利润比例基本为 6: 4，10 年由于珠三角水泥价格同比上涨约 100 元/吨，粤东和珠三角的净利润比例降为 5: 5。随着武平二线的投产和粤东水泥价格的上涨，预计粤东的净利润占比将重新回升至 60%以上。

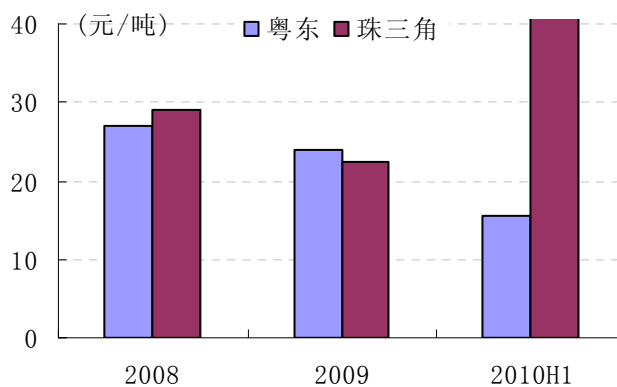
图 2: 公司净利润的区域分布



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

从单吨净利润看，08、09、10 年公司在粤东的单吨净利润分别为 27.1 元、23.8 元和 24 元，珠三角单吨净利润分别为 29 元、22.5 元和 41 元。其中粤东 10 年上半年单吨净利润差别较大，上半年仅为 15.6 元，下半年则上升至 30.8 元，主要原因是去年上半年粤东因暴雨天气影响工程施工，水泥需求不旺导致价格较低。

图 3: 公司在粤东和珠三角的单吨水泥净利润



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

三、粤东水泥行业将保持稳定快速增长

3.1 粤东固定资产投资增速高达 30%，远超广东平均水平，是广东固定资产投资增速最快的区域

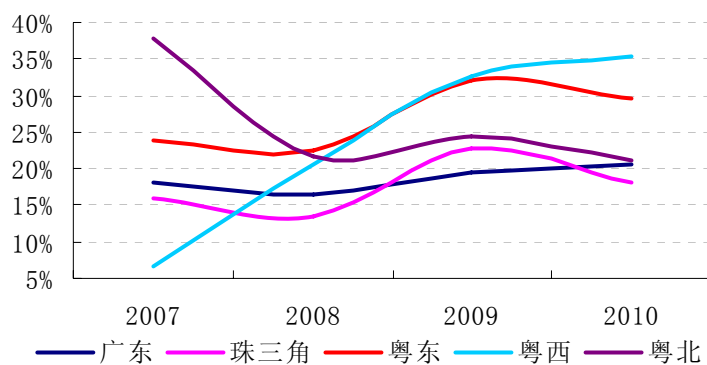
06-10 年，粤东固定资产投资从 568 亿元增加至 1476 亿元，年均复合增长率高达 27%，大幅高于全省的 18.7%和珠三角的 17.5%，是广东固定资产投资增速最快的区域，其中 09、10 年的投资增速更是在 30%以上。

从 10 年粤东固定资产投资细分领域看，城镇非房地产投资占 69%，农村投资占 23%，房地产投资仅占 8%。目前粤东基本以城镇基础设施和农村投资为主，房地产投资占比较小，在房地产宏观调控的背景下，其固定资产投资受影响程度甚微。

去年 12 月广东省委召开的“十二五”规划建议征求意见座谈会指出，粤东发展是“十二五”以及更长时期广东的工作重点之一，将努力促使粤东成为广东新的增长极。

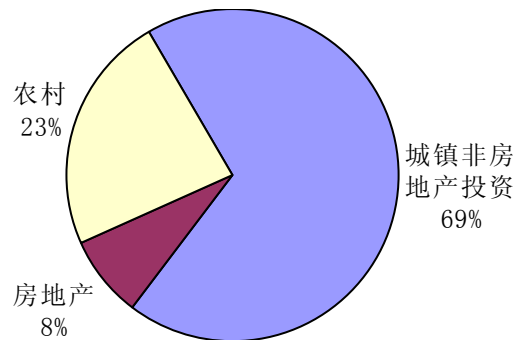
我们认为，在粤东以城镇基础设施投资为主的情况下，政府的推动将使得粤东固定资产投资增速保持较高水平，“十二五”期间年均复合增长率有望维持在 30%以上，仍将是广东固定资产投资增速最快的区域。

图 4：广东各区域固定资产投资增速情况



资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

图 5：粤东 2010 年固定资产投资细分领域



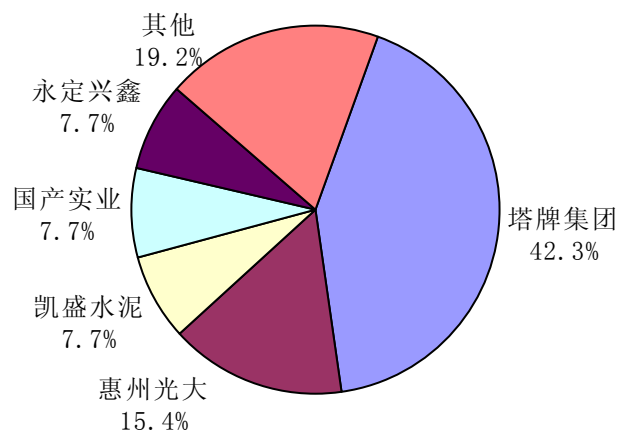
资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

3.2 公司在粤东新型干法产能占比高达 42%，具备一定的价格控制能力

在粤东区域（包含惠州和福建龙岩南部），目前已投产的新型干法水泥熟料生产线 18 条，水泥产能 2600 万吨，此外落后产能 1200 万吨，计划 12 年底前淘汰完毕。公司目前投产的新型干法水泥熟料生产线 6 条，水泥产能 1100 万吨，此外落后产能 100 万吨，也计划 12 年底之前淘汰。

公司在粤东新型干法产能占比高达 42.3%，远远超越第二名惠州光大的 15.4%，是粤东水泥龙头企业，在未来两年落后产能逐步淘汰的情况下，公司竞争优势会充分得到体现。

图 6：粤东各水泥企业新型干法水泥产能占比

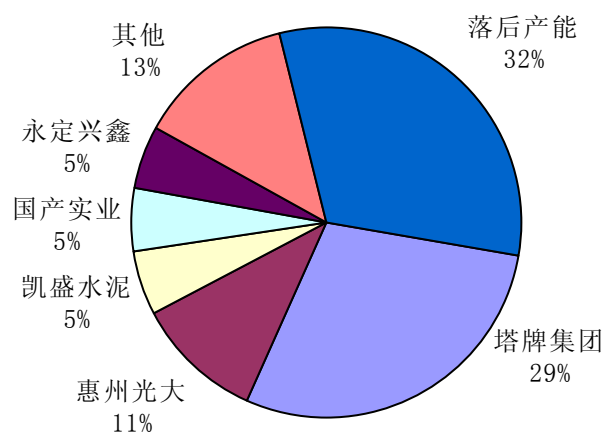


资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

3.3 差别电价对粤东的影响更为明显

粤东 1200 万吨落后产能占总产能的比例达 31.6%，其中粤东的核心市场梅州落后产能占比更是高达 50%，大幅高于全国和广东 25% 的落后产能占比。

图 7：粤东落后产能和各水泥企业新型干法水泥产能占比



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

为有效推动落后产能的淘汰，广东对落后产能实施差别电价，11、12 年每度电分别提高 0.2 元、0.3 元。按照单吨水泥 100 度电耗测算，11、12 年落

后产能的用电成本将分别提高 20 元和 30 元，目前广东水泥行业单吨盈利在 20 元左右，差别电价后，预计落后产能将全面亏损，逐步实现政府 12 年底之前淘汰落后产能的目标。

在新生产线方面，除梅州的油坑建材 5000t/d 和福建永定华润水泥 5000t/d 今年下半年投产外，未来两年并无其他新投产生产线，所以通过差别电价两年淘汰 1200 万吨落后产能后，将对粤东水泥行业产生非常积极的影响，预计行业将进入一个景气上升周期。目前公司落后产能占比不到 10%，作为粤东的龙头企业，将充分受益于行业的景气上升。

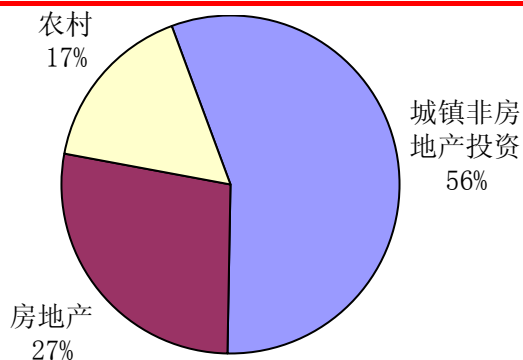
四、珠三角可能成为未来两年影响公司利润增长的风

险点

4.1 珠三角水泥市场受房地产市场影响更为明显

10 年，珠三角完成固定资产投资 1.14 万亿元，其中房地产投资为 3119 亿元，占比 27%。由于房地产投资对水泥需求的拉动系数远大于总投资对水泥需求的拉动系数，所以在总的水泥需求中，房地产水泥需求占比将远远超过 27%。目前总投资对水泥需求的拉动系数一般为 0.7 吨/万元，而房地产投资对水泥需求的拉动系数一般超过 1 吨/万元，按此测算，珠三角水泥总需求中，房地产水泥需求占比将高达 63%。在房地产宏观调控的情况下，预计房地产投资增速将下滑，对水泥市场将有明显的影响。

图 8：珠三角 2010 年固定资产投资具体投向

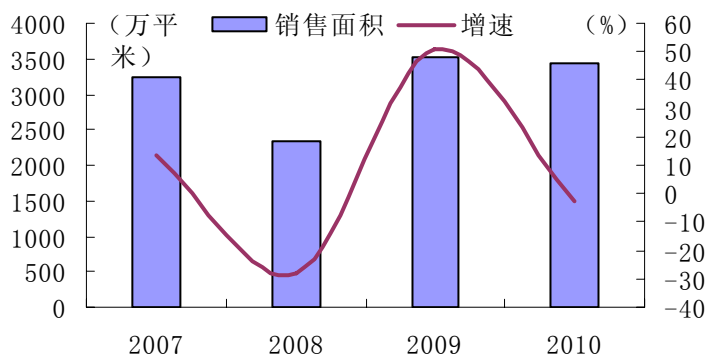


资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

4.2 房地产投资在 2010 年增速达到高峰

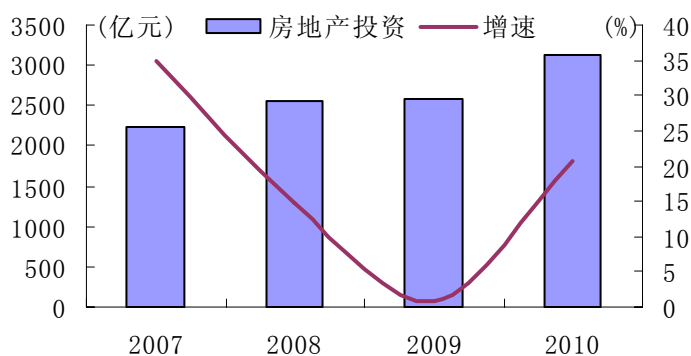
珠三角房地产投资在 07 年首次突破 2000 亿元大关后，此后两年增长较为缓慢，但 10 年增速高达 21%，创近三年的一个新高。在珠三角房地产投资中，广州、深圳、佛山三地合计占比 62%，从过去几年的投资增速看，上述三地在 10 年也达到高峰，预计随着房地产调控政策的深入和持续，未来两年房地产销量增速会持续回落，房地产投资增速也将进入下降通道，整个珠三角的房地产投资增速也将回落。

图 9：珠三角房地产销售面积及增速



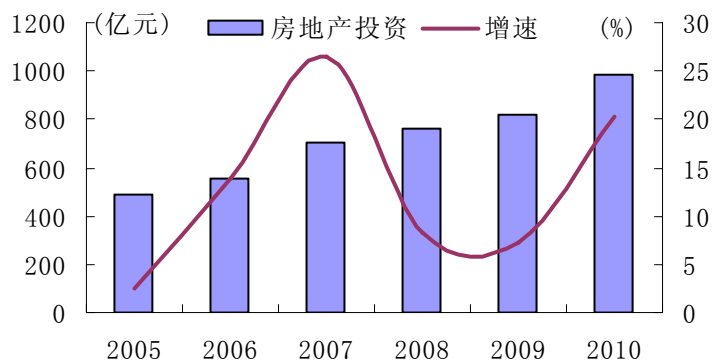
资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

图 10: 珠三角房地产投资及增速



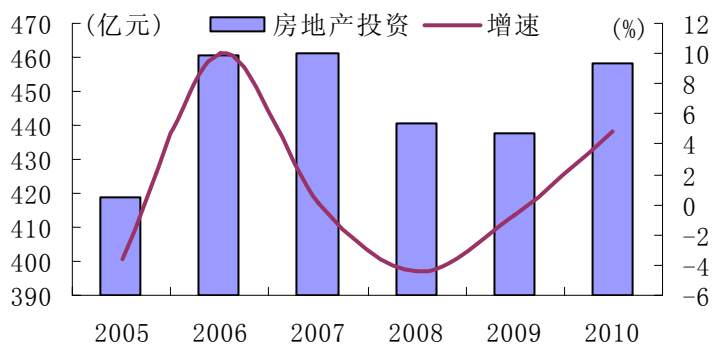
资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

图 11: 广州房地产投资及增速



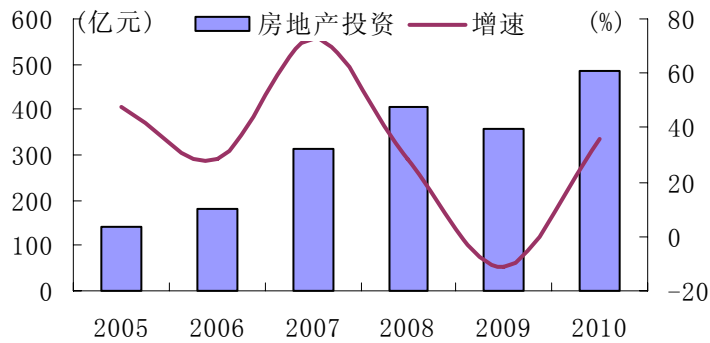
资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

图 12: 深圳房地产投资及增速



资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

图 13: 佛山房地产投资及增速



资料来源：广东省统计局、中投证券研究所

4.3 由于新增产能不大，需求回落对珠三角水泥价格的影响有限

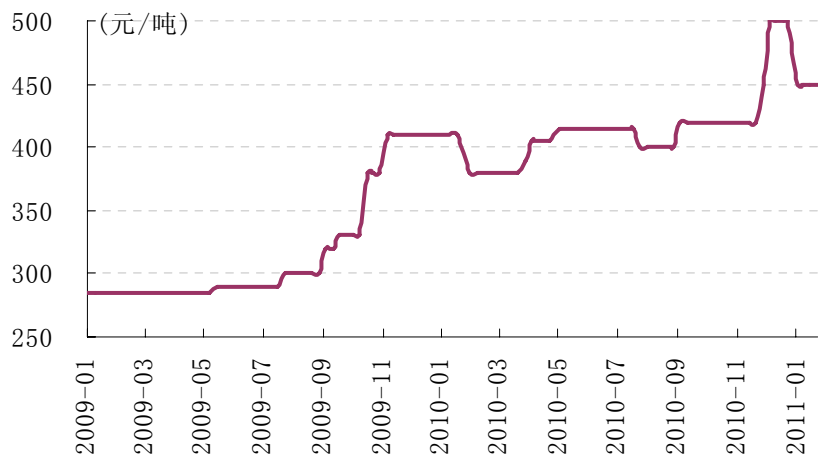
去年下半年至今年上半年，珠三角地区有 5 条新型干法水泥熟料生产线投产，预计 11 年实际新增有效产能小于 10%，并且未来无新投产生产线。在新增产能不大的情况下，即使珠三角水泥需求有所回落，但对水泥价格的影响较为有限。

表 3: 珠三角新投产生产线

序号	生产线	水泥产能 (万吨)	投产时间
1	河源金杰环保建材 4500t/d	200	11 年上半年
2	清远广英水泥 5000t/d	200	11 年上半年
3	封开华润二期 2*4500t/d	400	10 年 12 月
4	华润水泥阳春水泥	100	10 年 7 月
	合计	900	

资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

图 14: 广州水泥价格走势

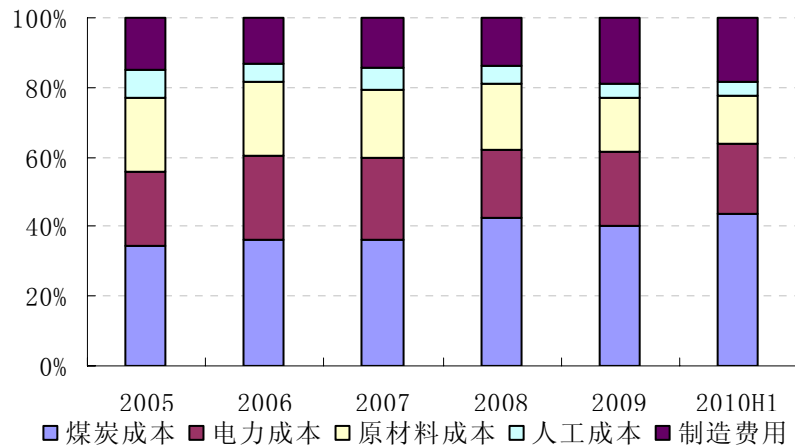


资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

4.4 主要风险在于煤价上涨

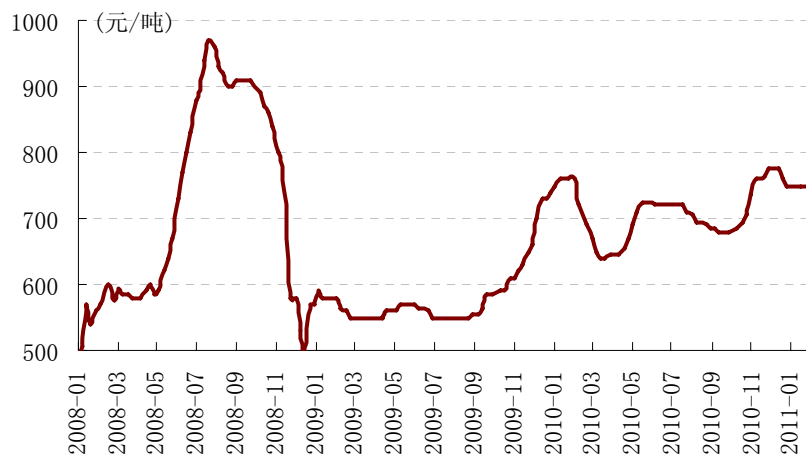
近年来，随着煤炭价格高位运行，煤炭成本在生产成本中的占比基本维持在40%以上。公司单吨水泥的煤耗约为120公斤，10年由于煤炭均价高于09年，所以公司单吨水泥的煤炭成本上升了5元，由于煤炭资源税改革、美元贬值以及国际煤炭市场供应紧张等因素存在，不排除未来两年煤炭价格继续上涨的可能，届时公司的煤炭成本存在继续上升的风险。

图 15: 公司成本构成



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 16: 秦皇岛山西优混 5500 大卡煤价



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

4.5 区域单吨水泥净利变化对公司业绩影响的敏感性分析

由于公司在粤东的水泥产能约为珠三角的一倍，所以公司业绩对粤东的业绩弹性更好，粤东水泥单吨净利润每增加5元，公司EPS将增加0.1元，对珠三角的业绩弹性较弱，珠三角单吨净利每增加5元，仅提高公司EPS0.05元。

10年公司在珠三角单吨水泥净利为41元，在粤东单吨水泥净利为24元。根据前文分析，我们认为粤东未来两年水泥行业将进入一个景气周期，而珠三角水泥行业景气度将有所下滑。若珠三角单吨净利降至35元，粤东单吨净利升至30元时，水泥贡献的EPS为1元；粤东单吨净利升至35元时，水泥贡

献的 EPS 为 1.1 元。若珠三角单吨净利降至 30 元，粤东单吨净利升至 30 元时，水泥贡献的 EPS 为 0.95 元；粤东单吨净利升至 35 元时，水泥贡献的 EPS 为 1.05 元，我们认为 11 年公司水泥贡献的 EPS 基本在 0.95-1.10 元之间。

表 4: 公司 11 年分区域单吨净利敏感性分析

EPS (元/股)		珠三角 (元/吨)					
		15	20	25	30	35	40
粤东 (元/吨)	15	0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75
	20	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85
	25	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95
	30	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	1.05
	35	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15
	40	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测假设

区域划分说明: 本表分区域销量细分中，我们按出厂销量进行划分，将惠州龙门基地的销量划入珠三角，其他均划入粤东（包括武平销往粤东以及少量从粤东销往珠三角和销往福建江西的部分），与公司根据销售地进行细分的习惯有所差异。

水泥价格: 根据前文分析的结论，未来两年粤东水泥价格会有所上涨，珠三角水泥价格会有所下跌。

生产成本: 虽然粤东有 100 万吨落后产能，但在粤东产能占比不大，且未来两年将逐步淘汰，我们近似认为珠三角和粤东水泥生产成本相同。

表 5 公司生产线情况

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	50	50	
	华山水泥熟料分厂 3 条窑	60	60	60	60	60	60	-	-	
	蕉岭恒基建材 3 条窑	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	-	200	200	200	200	200	200	200	2006 年 10 月
	惠州龙门分公司二期 4500t/d	-	-	-	200	200	200	200	200	2008 年 8 月
	福建武平塔牌一期 4500t/d	-	-	-	-	200	200	200	200	2009 年 8 月
	福建武平塔牌二期 4500t/d	-	-	-	-	-	200	200	200	2010 年 12 月
合计		520	720	720	920	1120	1320	1210	1150	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 6: 公司分区域水泥销量及成本、毛利假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
粤东						
产能 (万吨)	520	520	720	920	810	750
销量 (万吨)	692.7	508.8	557.1	650.0	800.0	800.0
+/-						

单位价格 (元/吨)	240.9	288.7	276.0	280.0	290.0	295.0
+/-						
单位成本 (元/吨)	181.5	213.7	197.9	202.0	202.0	202.0
+/-						
吨毛利 (元/吨)	65.7	75.8	72.0	78.0	88.0	93.0
毛利率 (%)	24.7	26.0	28.3	27.9	30.3	31.5
珠三角						
产能 (万吨)	200.0	400.0	400.0	400.0	400.0	400.0
销量 (万吨)		257.2	397.2	400.0	400.0	400.0
+/-						
单位价格 (元/吨)	262.2	290.7	263.0	290.0	285.0	285.0
+/-						
单位成本 (元/吨)	181.5	213.7	197.9	202.0	202.0	202.0
+/-						
吨毛利 (元/吨)	80.8	77.0	65.1	88.0	83.0	83.0
毛利率 (%)	30.8	26.5	24.8	30.3	29.1	29.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、公司目前估值水平低于水泥板块估值水平

预测公司 10-12 年 EPS 为 0.79、1.04、1.12 元，目前股价对应 14.31 倍 PE，无论根据我们预测还是 WIND 预测，公司估值水平略低于 A 股主要水泥上市公司估值水平，考虑到粤东水泥需求存在比较明确的成长性以及未来两年粤东水泥可能进入一个景气周期，给予推荐评级。

即使在敏感性分析中较悲观的情况下，公司 2011 年每股收益 0.95 元，动态市盈率也仅为 15.6 倍，明显低于水泥行业 18 倍的估值水平。

表 7：根据 wind 预测 A 股主要水泥上市公司 PE 估值水平

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE
600585	海螺水泥	1.00	1.52	2.09	2.67	31.10	20.53	14.93	11.69
000401	冀东水泥	0.81	1.21	1.63	2.00	29.03	19.46	14.45	11.78
000877	天山股份	0.90	1.38	1.91	2.55	37.46	24.50	17.70	13.26
600801	华新水泥	1.24	0.79	1.14	1.58	26.63	41.81	28.97	20.91
600425	青松建化	0.43	0.59	0.85	1.09	43.06	31.54	21.89	17.07
600720	祁连山	0.86	1.16	1.62	2.00	19.28	14.28	10.22	8.28
	平均					31.09	25.35	18.03	13.83
002233	塔牌集团	0.54	0.74	1.01	1.21	27.56	20.04	14.68	12.26

资料来源：WIND

表 8: 根据我们预测 A 股主要水泥上市公司 PE 估值水平

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE
600585	海螺水泥	1.00	1.60	1.99	2.38	31.10	19.53	15.65	13.13
000401	冀东水泥	0.81	1.09	1.20	1.33	29.03	21.54	19.58	17.70
000877	天山股份	0.90	1.43	1.94	2.58	37.46	23.57	17.42	13.10
600801	华新水泥	1.24	1.28	1.05	1.89	26.63	25.74	31.32	17.45
600425	青松建化	0.43	0.56	0.72	0.95	43.06	32.99	25.67	19.62
600720	祁连山	0.86	1.08	1.34	1.49	19.28	15.33	12.37	11.09
	平均					31.09	23.12	20.34	15.35
002233	塔牌集团	0.54	0.79	1.04	1.12	27.56	18.86	14.31	13.22

资料来源: 中投证券研究所

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	818	1002	1250	营业收入	2594	2980	3685	3953
现金	428	7	4	210	营业成本	1901	2121	2622	2818
应收账款	64	59	75	82	营业税金及附加	32	33	41	43
其它应收款	16	30	34	35	营业费用	172	189	234	251
预付账款	110	232	295	289	管理费用	122	155	173	186
存货	345	460	552	586	财务费用	75	62	65	60
其他	48	30	43	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	418	549	595
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	4507	4943	5235	利润总额	291	422	555	601
流动负债	1687	1582	1796	1862	所得税	69	106	139	150
短期借款	1143	801	987	1000	净利润	222	317	416	451
应付账款	231	297	352	378	少数股东损益	7	2	2	2
其他	312	484	458	484	归属母公司净利润	215	315	414	449
非流动负债	592	691	591	491	EBITDA	635	651	813	869
长期借款	581	691	591	491	EPS (元)	0.54	0.79	1.04	1.12
其他	11	0	0	0					
负债合计	2278	2273	2387	2353	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%	14.9%	23.6%	7.3%
留存收益	578	872	1192	1517	营业利润	9.1%	47.1%	31.4%	8.4%
归属母公司股东权益	1921	2215	2535	2860	归属于母公司净利润	10.7%	46.2%	31.7%	8.3%
负债和股东权益	4216	4507	4943	5235	获利能力				
					毛利率	26.7%	28.8%	28.8%	28.7%
					净利率	8.3%	10.6%	11.2%	11.4%
					ROE	11.2%	14.2%	16.3%	15.7%
					ROIC	8.3%	9.4%	10.9%	11.5%
					偿债能力				
					资产负债率	54.0%	50.4%	48.3%	44.9%
					净负债比率	80.51	73.47%	72.60	70.29%
					流动比率	0.60	0.52	0.56	0.67
					速动比率	0.40	0.23	0.25	0.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.68	0.78	0.78
					应收账款周转率	52	46	52	48
					应付账款周转率	8.28	8.04	8.09	7.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.79	1.04	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.17	1.38	1.81
					每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.54	6.34	7.15
					估值比率				
					P/E	27.56	18.86	14.31	13.22
					P/B	3.09	2.68	2.34	2.07
					EV/EBITDA	12	11	9	8

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