

公司年报点评

建材行业

水泥制造

塔牌集团 (002233)
中性

(维持评级)

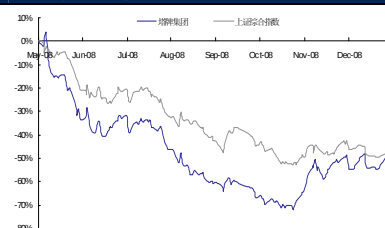
2009年2月17日

年报业绩回顾
建材行业高级分析师: 杨昕

电话: 021-68864596

Email: yangxin@guosen.com.cn

区域优势尚可 估值相对高位

近一年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据:(2月16日)

上证综指	2389.39
52 换手率	1521.91%
52 周以来价格波动	4.60-17.89
总股本 (百万股)	400
流通股 (百万股)	100
息率	-

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

- **业绩基本符合预期** 2008 年度实现水泥产量 746.08 万吨、销量 765.97 万吨, 同比增长 5.27% 和 10.58%。实现营业收入 22.28 亿元、归属于上市公司股东的净利润 1.95 亿元, 同比增长 26.82%、35.42%。全面摊薄 EPS 为 0.49 元。公司实现的净利润值较我们之前预测值低约 2.5%, 业绩表现正常。
- **水泥毛利率略有下降** 08 年公司水泥销售毛利率为 26.19%, 同比下降 0.41 个百分点, 但仍高于 06 年 21.85% 的毛利率水平。08 年 32.5 水泥毛利率下降 1.61 个百分点, 42.5 水泥毛利率同比提升 0.31 个百分点, 52.5 水泥毛利率同比下降 1.76 个百分点。08 年水泥销售均价为 289.55 元/吨, 同比增长 17.12%, 煤炭采购价格为 698.4 元/吨, 同比上升 40.82%, 水泥毛利率下降主因为煤炭成本的上升。
- **09 年经营计划稳健** 09 年公司经营目标为: 经济效益实现增长幅度 20% 以上; 水泥 (熟料) 生产、销售目标为: 年生产熟料 760 万吨 (其中梅州基地 382 万吨, 龙门基地 312 万吨, 福建基地 66 万吨); 年生产销售水泥 900 万吨 (其中梅州基地 460 万吨, 龙门基地 360 万吨, 福建基地 80 万吨); 余热发电供电量 8200 万千瓦时; 实现节能 20800 吨标煤;
- **投资吸引力一般** 08 年公司 32.5、42.5 和 52.5 水泥的销售收入占比分别为 31.65%、66.99% 和 1.36%。公司水泥销售对房建市场的依赖性处于行业中等水平。尽管 09 年基建拉动造成水泥行业结构性的增长, 但我们依旧对全行业产能过剩的局面表示忧虑, 广东水泥行业因房地产市场的衰退在 08 年就已经受到明显影响, 未来前景依旧不容乐观。尽管公司当前的吨水泥利润处于行业中上水平, 但我们推荐买水泥股的理念始终为 “买能够走出去的水泥企业”, 而公司在区域内进一步拓展的空间受到海螺水泥、台泥、华润水泥等大企业的产能压制, 使得其投资吸引力有所折扣。
- **维持 “中性” 评级** 预期公司 09、10 年的净利润预测值为 2.42 和 2.74 亿元, 对应 09、10 年 EPS 为 0.61 和 0.68 元, 09、10 年的动态 PE 为 23.74 和 21.01 倍。公司 09、10 年的净利润增速预期为 21% 和 13%。我们认为水泥股的估值区间为 15-20 倍, 维持 “谨慎推荐” 的投资评级。
- **风险因素**
 - 宏观经济的波动会影响到水泥消费量的增长;
 - 水泥销售区域集中在单一区域;

尾页报表输出

资产负债表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	75	386	340	532
应收款项	87	114	131	156
存货净额	337	362	419	512
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	499	862	890	1200
固定资产净额	1881	2301	2568	2626
无形资产及其他	145	137	129	121
长期投资	4	5	5	5
资产总计	2529	3318	3604	3965
短期借款及应付债券	768	350	350	350
应付款项	456	504	583	713
其他流动负债	69	80	80	80
流动负债合计	1294	934	1013	1143
长期借款	510	510	510	510
其他长期负债	10	10	10	10
长期负债合计	520	520	520	520
负债合计	1814	1454	1533	1663
少数股东权益	92	105	118	129
股东权益	715	1759	1953	2172
负债和股东权益总计	2529	3318	3604	3965

现金流量表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	144	201	242	274
少数股东损益	23	13	13	11
折旧摊销	148	167	191	219
财务费用	76	68	55	54
营运资本变动	19	(17)	4	9
其它	3	12	2	3
经营活动现金流	412	444	507	570
资本开支	(419)	(580)	(450)	(270)
其它投资现金流	(52)	(1)	0	0
投资活动现金流	(473)	(581)	(450)	(270)
权益性融资	0	975	0	0
负债净变化	162	(418)	0	0
支付股利、利息	90	108	104	108
其它融资现金流	41	(0)	0	0
融资活动现金流	113	448	(104)	(108)
现金净变动	53	311	(46)	192
企业自由现金流	(11)	(137)	47	290
权益自由现金流	64	(623)	(8)	236

资料来源：公司资料和国信证券预测

利润表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1757	1936	2220	2641
营业成本	1296	1410	1634	1997
营业税金及附加	7	8	9	11
销售费用	108	116	122	132
管理费用	48	58	71	79
财务费用	76	68	55	54
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	3	3	3	3
补贴及营业外收支	0	1	1	1
利润总额	219	274	327	366
所得税费用	52	60	72	80
少数股东损益	23	13	13	11
净利润	144	201	242	274

关键财务与估值指标	2007	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.48	0.50	0.61	0.68
每股红利	0.00	0.10	0.12	0.14
每股净资产	2.38	4.40	4.88	5.43
ROIC	12%	13%	12%	13%
ROE	20%	11%	12%	13%
主营业务利润率	26%	27%	26%	24%
EBIT Margin	17%	18%	17%	16%
EBITDA Margin	25%	26%	26%	24%
收入增长	39%	10%	15%	19%
净利润增长	76%	40%	21%	13%
资产负债率	72%	44%	43%	42%
息率	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
P/E	40.0	28.6	23.7	21.0
P/B	8.0	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	17.4	16.6	15.1	13.9

关键假设	2007	2008E	2009E	2010E
收入增速	39%	10%	15%	19%
毛利率	27%	27%	26%	24%
销售费率	6%	6%	6%	5%
管理费费率	3%	3%	3%	3%
所得税率	24%	22%	22%	22%
少数股东权益比率	14%	6%	5%	4%

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。