

塔牌集团 002233.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

塔牌集团：一季度毛利率环比回升

事件：

近日，公司公布 2009 年一季报，报告期内，公司实现营业收入 54113.76 万元，比上年同期增长 11.85%；实现归属于母公司所有者的净利润 3377.29 万元，同比减少 44.45%；实现每股收益 0.08 元，同比减少 60.00%，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.23 元，同比减少 8.00%。报告期内全面摊薄净资产收益率为 1.95%，同比减少 6.70 个百分点。同时公司预计 2009 年 1-6 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期下降 10%-40%。

点评：

● **产量增长抵消价格下降因素，推升营收小幅增长。**2009 年第一季度，公司实现营业收入 54113.76 万元，同比增长 11.85%，主要得益于当期产量的扩大，报告期内，公司实现水泥产量 187.29 万吨、销量 186.67 万吨，分别较上年同期增长了 27.15%、17.98%；而水泥销售价格同比却出现下降，吨水泥平均销售单价下降 4.11%，通过测算，可得当期平均为 288.67 元/吨，去年同期为 301.04 元/吨。

● **综合毛利率同比下降，环比上升。**报告期内，公司综合毛利率为 23.12%，而去年同期为 34.62%，同比下滑 11.5 个百分点，但环比去年四季度 19.37%，则提升 3.75 个百分点，毛利率见低回升。主要受到两个因素影响：1、吨水泥平均销售价格同比下降 4.11%；2、生产成本方面，年初库存煤炭成本较高导致报告期吨水泥平均销售成本同比上升了 10.07%，整体营业成本较上年同期增长 31.53%。公司一般保持库存量约 3 个月，而从年报中可以看到公司年底库存保持相高位，去年四季度的煤炭价格虽有所回落，但仍保

财务摘要	2006A	2007A	2008A	2009E
主营收入(百万元)	1260.52	1757.12	2228.44	2530.84
收入同比	9.32%	39.39%	26.82%	13.57%
净利润(百万元)	81.86	143.85	194.80	248.25
净利同比	20.93%	75.72%	35.42%	27.43%
EPS(元)	0.20	0.35	0.48	0.62
EPS 同比	18.34%	75.00%	37.14%	29.16%
PE(倍)	63.25	36.14	26.35	20.40

注：每股收益按目前股本全面摊薄后计算

数据来源：公司公告

请务必阅读正文之后的重要声明

建筑材料—水泥

评级：推荐（首次）

上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥12.65

2009.4.23

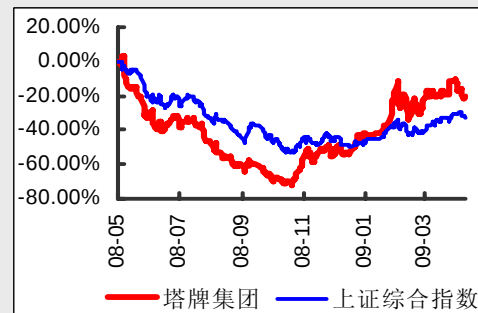
基础数据

总市值(百万元)	5060
总股本/流通 A 股(百万股)	400/100
流通市值(百万元)	1265
每股净资产(元)	4.34
净资产收益率(%)	1.95

交易数据

52 周内股价区间(元)	4.60~17.89
静态市盈率(倍)	26.35
动态市盈率(倍)	20.40
市净率(倍)	4.34

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

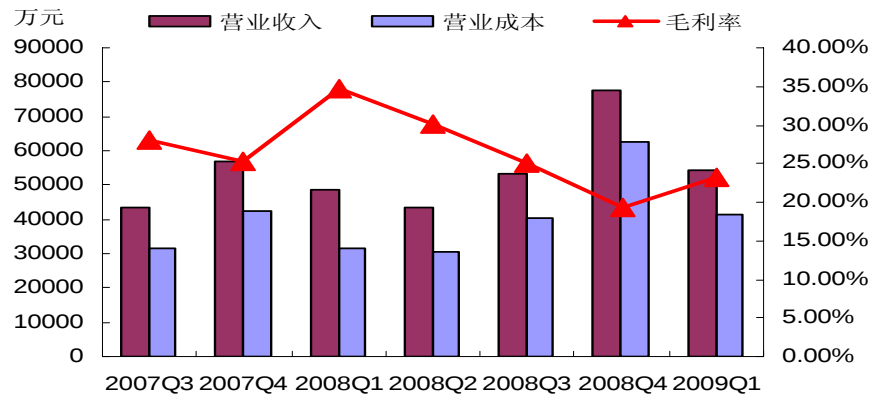
邮箱

xiewenjie@ajzq.com

相关报告

持在高位。我们预计随着二季度所用的煤炭基本上按当前价格采购，生产成本将出现一定下降，毛利率在二季度或进一步回升。

图 1：公司单季收入、成本及毛利率变动



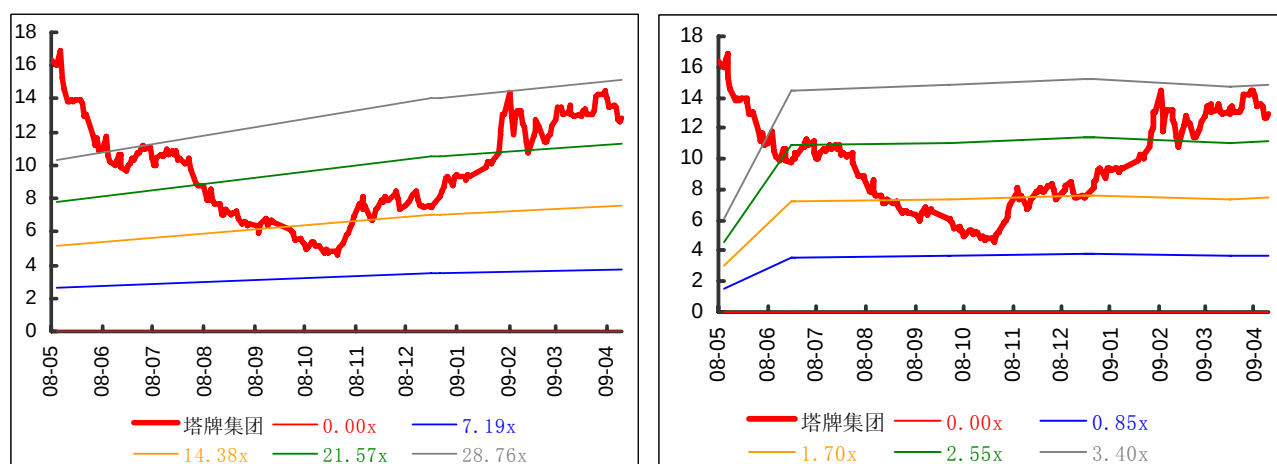
资料来源：爱建证券研究总部整理

- **费用压力同比大为减轻。**公司报告期内销售费用 2543.85 万元，上年同期 2738.32 万元，同比减少 7.10%；管理费用 2373.78 万元，上年同期 2399.92 万元，同比减少 1.08%；财务费用 1960.63 万元，去年同期为 2452.79 万元，同比减少 20.07%。整体三费情况比去年都用明显降低，说明公司作为一家民企，费用压缩和控制能力较强；另外去年 4 月份公司 IPO 募集资金完成后公司资金压力有所减轻，使得财务费用同比降幅较大。
- **华南地区水泥价格反弹二季度或延续，公司将受益。**由于去年受到宏观调控影响，全国特别是华东和华南地区的房地产市场新增投资大幅下滑，并导致区域内水泥需求和价格都出现明显下滑。08 年四季度以来，随着国家和区域刺激经济政策的出台，水泥行业整体在一季度呈现复苏迹象，部分区域水泥价格呈现触底回升态势，我们认为在整体行业景气回升过程中，那些价格跌幅大的区域反弹的力度或会超过其他跌幅较小的区域，从而对该区域上市公司的业绩带来较大增长弹性。而华东、华南地区作为去年水泥价格跌幅较大的区域，价格的反弹回升力度可能高于其他区域。
- **未来两年公司产能将超千万吨，公司作为粤东地区市场龙头企业，对区域市场具有一定掌控力。**公司 08 年水泥销量达到 746 万吨，目前正在建的武平基地 2*4500t/d 新型干法水泥熟料生产线将于今年和明年陆续投产，

将新增年水泥产能 380 万吨左右,到 2010 年公司的实际产能将超过 1100 万吨,产能扩张提升幅度达到 50.93%。另外,公司目前目标市场主要是粤东市场和珠三角市场两块,目前两块市场水泥销售比例约为 7:3。公司作为粤东市场的龙头企业,在粤东地区市场占有率达到 41%,具有较强的区域市场定价和控制能力,并通过粤东地区能够有效辐射赣南、闽西市场。粤东市场 60%是农村市场,受益新农村建设和基建投资明显。09 年随着厦深高速铁路、揭阳机场、广州至河源高速公路等大型项目开工建设,公司作为区域市场基建项目主要水泥供应商能够享受大规模基础设施建设产生的巨大利益。

- **估值方面。**我们预计公司 2009 年每股收益为 0.62 元,相对于目前的股价水平,对应的 PE 分别为 20.40 倍, PB 为 2.91 倍,我们认为估值基本合理。但是考虑到公司目前对区域市场已经形成了较好的控制能力以及未来两年在建水泥生产线逐步投产给公司带来的产能大幅扩张,我们给予公司“推荐”评级。

图 2: 塔牌集团 PE/PB bands



资料来源: 爱建证券研究总部整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。