

2009-08-11

建材

塔牌集团 002233.SZ

受益珠三角房地产市场回暖，业绩敏感性高

◇ 事件：公司公布中报

◆公司中报业绩符合预期

09年1-6月公司实现营业收入11.49亿元，同比增长24.94%，归属上市公司股东净利润0.87亿元，同比下降19.14%，每股收益0.22元。符合我们此前预期（-20%）。公司预计1-9月净利润同比下降幅度在20%以内，折合每股收益0.30元。

◆受珠三角房地产市场不景气影响，报告期内毛利率下降9.1个百分点

09年1-6月公司销售水泥420.41万吨，同比增长43.32%；受珠三角房地产市场不景气和能源成本下降影响，吨水泥价格273.4元，较08年同期下降26.1元/吨，同比下降8.7%；同时煤炭成本较高使得水泥平均销售成本同比08年同期上升4.55%；两者综合作用公司综合毛利率同比下降9.1个百分点，是报告期内公司净利润同比下降19.14%，吨水泥净利从34.9元下降到20.8元的主要原因。

◆单季比较：产品价格续降，公司盈利能力环比上升

单2季度公司销售水泥233.54万吨，环比增长25.11%；受区域需求低迷影响，单季吨水泥价格260.23元，较1季度下降29.67元/吨；但受益能源成本持续下降以及季节性因素影响，2季度公司综合毛利率27.24%，较1季度提高4.11个百分点；吨水泥净利由1季度的18.1元增加到22.9元。我们预计09年下半年受益区域需求改善，产品价格企稳回升，公司盈利能力将环比上升。

◆公司的有效管理使得期间费率持续下降

虽面临不利外部环境，公司积极挖潜降本增效。报告期内销售费率6.08%，同比提高0.23个百分点；管理费用率4.17%，同比下降1.06个百分点；财务费率3.08%，同比下降1.93个百分点。09年1-6月公司期间费率13.33%，较08年同期期间费率（16.09%）下降2.76个百分点。

◆受益珠三角房地产市场回暖，公司业绩敏感性高，增持评级

自07年开始的房地产投资下行态势目前已现拐点，随着珠三角房地产市场逐步回暖，区域水泥需求将会逐步释放供需矛盾将会有所缓解，预计2009年下半年水泥价格将会触底回升；同时在年初库存高价煤炭已基本消化完毕的情况下，水泥制造成本也会有所下降，预计未来公司业绩会有较大改善；公司产能扩张仍然有序进行，我们预计公司09-10年每股收益分别为0.66元和0.88元，维持对公司的增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1,757	2,228	2,431	3,081	3,661
营业收入增长率	39.40%	26.82%	9.11%	26.71%	18.82%
净利润（百万元）	144	195	265	352	426
净利润增长率	75.71%	35.42%	35.84%	33.11%	21.06%
EPS（元）	0.48	0.49	0.66	0.88	1.07
ROE	23.36%	11.44%	13.04%	15.17%	16.24%
P/E	35	35	26	19	16
P/B	7	4	3	3	2

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	16.90 元
目标价格	17.60 元
目标期限	3 个月

分析师：

陈浩武

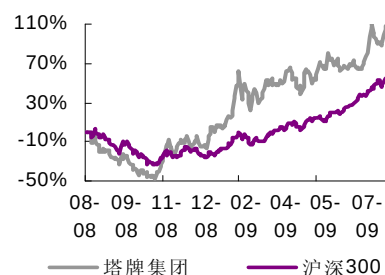
22169050

chenhaowu@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	400
总市值(百万元)	6,760
流通比例(%)	30.06%
12个月最高/最低(元)	18.68/4.60
近3月日均成交量(百万股)	6.15
主要股东	钟烈华

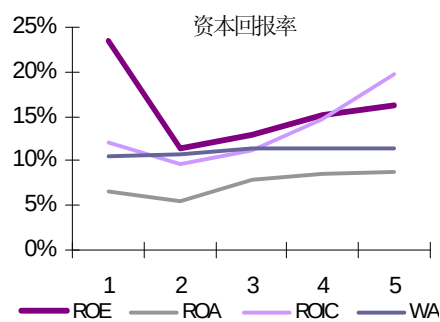
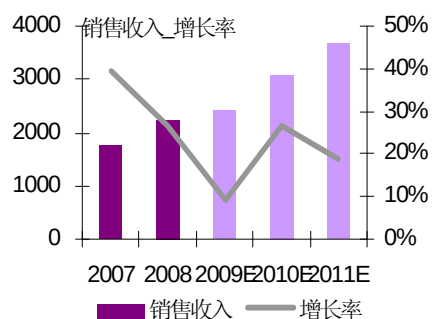
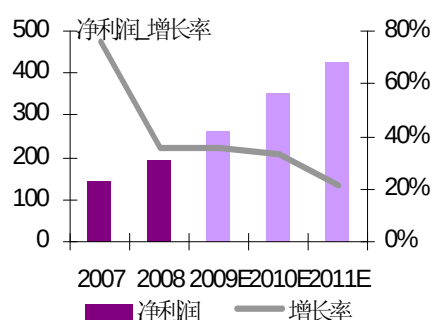
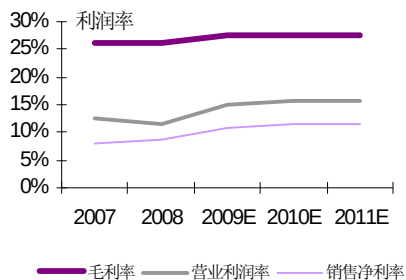
股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.38	-5.31	38.20
绝对收益	12.68	21.77	74.97

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,757	2,228	2,431	3,081	3,661
营业成本	1,296	1,647	1,763	2,234	2,654
EBITDA	295	349	663	820	962
折旧和摊销	236	278	319	356	391
销售费用	108	142	146	169	201
管理费用	48	87	85	123	146
财务费用	76	78	65	62	64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	218	260	362	480	579
利润总额	144	195	362	480	579
少数股东损益	23	18	12	14	16
归属母公司净利润	143.85	194.81	264.63	352.24	426.44

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	2,529	3,806	3,507	4,244	5,096
流动资产	499	1,230	676	1,190	1,911
货币资金	75	398	122	498	1,095
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	30	30	41	49	59
应收票据	0	6	0	0	0
其他应收款	31	28	28	28	28
存货	337	398	441	558	664
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	22	22	22	22
固定资产	1,374	2,086	2,325	2,525	2,645
无形资产	137	178	169	160	151
总负债	1,814	1,947	1,386	1,829	2,372
无息负债	536	469	812	1,266	1,759
有息负债	1,278	1,478	573	563	613
股东权益	715	1,859	2,122	2,415	2,725
股本	300	400	400	400	400
公积金	135	1,049	1,103	1,170	1,249
未分配利润	197	383	592	816	1,043
少数股东权益	92	69	81	95	111

现金流量表 (百万元)	=SD130-1	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-	242	1,208	1,022	1,193
净利润	144	195	265	352	426
折旧摊销	236	278	319	356	391
净营运资金增加	-418	237	57	121	350
其他	-	-468	567	193	27
投资活动产生现金流	-	-308	-500	-500	-450
净资本支出	0	550	550	500	440
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-858	-1,050	-1,000	-890
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	120	100	0	0	0
债务净变化	-	200	-905	-10	50
其它长期负债变化	-	-67	343	453	493
净现金流	0	0	-276	377	597

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	39.40%	26.82%	9.11%	26.71%	18.82%
净利润增长率	75.71%	35.42%	35.84%	33.11%	21.06%
EBITDA 增长率	54.04%	18.51%	89.88%	23.55%	17.37%
EBIT 增长率	54.67%	18.51%	22.29%	26.71%	18.82%
EPS 增长率	5.43%	1.57%	35.84%	33.11%	21.06%
估值指标					
PE	35	35	26	19	16
PB	7	4	3	3	2
EV/EBITDA	21	22	10	8	6
EV/EBIT	21	22	16	12	9
EV/NAPLAT	22	24	21	16	12
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	4	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	26.23%	26.11%	27.50%	27.50%	27.50%
EBITDA 率	16.78%	15.68%	27.28%	26.60%	26.27%
EBIT 率	16.78%	15.68%	17.57%	17.57%	17.57%
税前净利润率	12.46%	12.16%	14.90%	15.57%	15.83%
税后净利润率	8.19%	8.74%	10.88%	11.43%	11.65%
ROA	6.61%	5.59%	7.89%	8.63%	8.68%
ROE	23.36%	11.44%	13.04%	15.17%	16.24%
ROIC	15.72%	12.24%	14.57%	19.27%	25.74%
偿债能力					
净负债 / 权益	1.41	0.41	0.07	-0.10	-0.29
资产负债率	71.72%	51.16%	39.51%	43.09%	46.54%
流动比率	0.39	0.69	0.57	0.76	0.93
速动比率	0.13	0.47	0.20	0.40	0.61
每股指标					
EPS	0.48	0.49	0.66	0.88	1.07
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.18	0.33
每股经营现金流	-	0.61	3.02	2.56	2.98
每股净资产	2.38	4.65	5.30	6.04	6.81
每股销售收入	5.86	5.57	6.08	7.70	9.15
每股 EBITDA	0.98	0.87	1.66	2.05	2.40

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

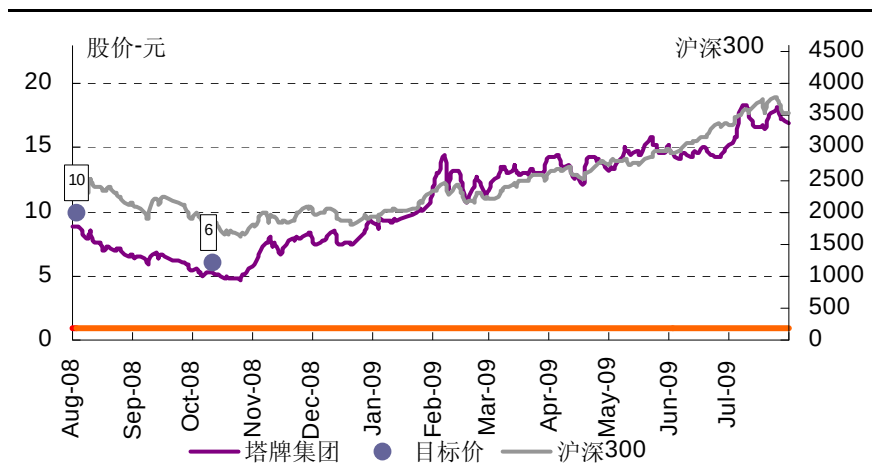
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

塔牌集团（002233）

分析师：陈浩武



日期	股价	目标	评级
2008-04-29	16.33	10.40	增持
2008-08-13	8.84	10.00	中性
2008-10-21	5.33	6.00	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。