

杨东森
 010-88087428
 yangds@cmschina.com.cn

2009年8月14日

塔牌集团(002233.SZ)/16.40元

四大积极因素推动公司持续成长

原材料·建材

目标估值: 15.8-18.9元

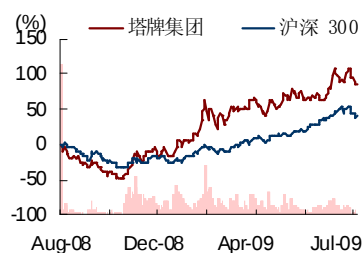
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	40000
已上市流通股(万股)	12025
总市值(亿元)	66
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	56.4%
主要股东	钟烈华
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	27	87
相对表现	7	-17	47



相关报告

- 1、《塔牌集团(002233)——业绩基本符合预期,区域整合步伐将加快》2009/02/15
- 2、《建材行业2009年度投资策略——水泥工业步入新时代》2008/12/04
- 3、《塔牌集团——区域整合潜力带来中期成长性》2008/11/19

塔牌集团受煤炭库存和市场影响,中报略低于预期,但公司存在良好的发展前景,四大积极因素为公司业绩带来较大弹性,我们看好公司发展前景,预计09、10、11年EPS分别为0.63、0.79和1.01元,维持“审慎推荐-A”的投资评级。

- **中报情况:** 09年上半年,公司水泥销量420.4万吨,同比增长38.2%;实现营业收入11.5亿,同比增长24.9%;营业利润1.2亿,同比下降16.8%;归属于母公司所有者的净利润8,724.6万,同比下降18.5%;每股收益0.22元,扣除非经常性损益后的每股收益0.22元,同比下降35.3%。
- **煤价趋于正常:** 公司08年煤炭库存较多,1季度消化完毕后,煤炭成本大幅下降,降幅在250-300元/吨,当前煤价在570元/吨左右,有利于业绩提升。
- **珠三角地产复苏拉动水泥需求:** 珠三角地区,地产需求占水泥总需求的50%左右,地产复苏对水泥需求的拉动弹性大。7月,珠三角高标号水泥价格上调10元/吨。当前,粤北、粤东、粤西水泥企业产能利用率超过80%,企业库存普遍下降。随着雨季结束,预计9月份以后,地产对水泥需求的拉动作用将更加明显。公司龙门基地日销量达到8000吨左右,盈利能力明显好转。
- **福塔一线开始贡献利润:** 福塔一线7月份已开始正常运行,主要供应粤东地区,预计下半年销量100万吨左右,净利润贡献2500万左右。09年底总部投产的1*5MW、1*9MW两台余热发电机组,10年开始贡献利润,约2000万左右。
- **四大积极因素为业绩带来较大弹性:** 珠三角地产复苏、粤东落后产能淘汰、大型工程建设和海西经济区发展、对外并购扩张前景,推动公司持续成长。
- **盈利预测与估值:** 预计09、10、11年公司水泥销量分别为950、1040、1260万吨,销售收入分别为25.5、28.4、34.8亿,归属母公司所有者的净利润分别为2.5、3.2和4.0亿,EPS分别为0.63、0.79和1.01元,考虑到塔牌集团良好的发展前景,按09年25-30倍市盈率估值,合理估值区间为“15.8-18.9元”,维持“审慎推荐-A”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济和地产复苏仍存在较大不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1757	2228	2550	2836	3482
同比增长	39%	27%	14%	11%	23%
营业利润(百万元)	218	260	318	396	502
同比增长	72%	19%	22%	25%	27%
净利润(百万元)	144	195	251	316	403
同比增长	76%	35%	29%	26%	28%
每股收益(元)	0.48	0.49	0.63	0.79	1.01
PE	33.9	33.4	26.0	20.6	16.1
PB	7.8	3.6	3.3	3.0	2.6

资料来源:招商证券

推动塔牌集团发展的四大因素

当前，塔牌集团的产能已超过 1000 万吨，预计未来 5 年仍将增长 1000 万吨，保持较高的成长性。综合来看，四大积极因素将在中长期内推动公司发展，是影响业绩弹性的主要因素。

➤ 珠三角地产复苏。

珠三角市场地产的水泥需求占总需求的 50% 左右，地产波动对水泥需求影响的弹性大。公司龙门生产线 400 万吨水泥产能主要针对珠三角市场，会明显受益于珠三角地产复苏。

➤ 粤东落后产能淘汰。

粤东水泥价格较珠三角高出 40-50 元/吨，市场稳定增长，落后产能淘汰空间还有 1200 万吨左右。随着经济好转，政府淘汰落后产能力度会重新加强。粤东落后产能的淘汰将基本转化为塔牌集团的产能增长。

➤ 海西经济区和大型工程建设。

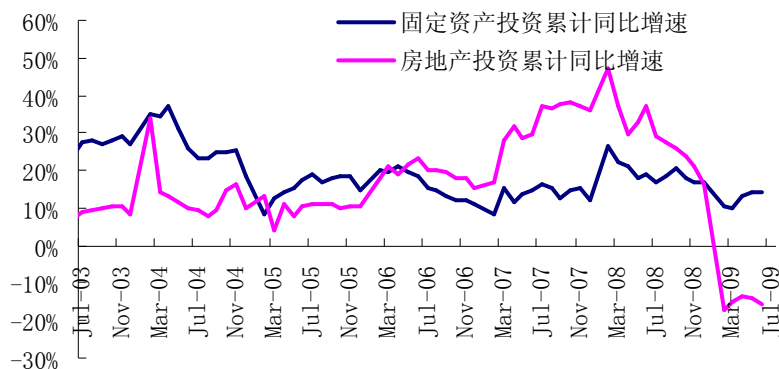
塔牌集团是海西经济区内最大的水泥企业，随着海西经济区建设进入实质阶段，将拉动公司水泥需求增长。中短期内厦深铁路、港珠澳大桥对公司水泥需求旺盛。

➤ 并购扩张前景。

水泥行业已出现了大规模并购扩张的趋势，塔牌集团有整合粤东市场的潜力。

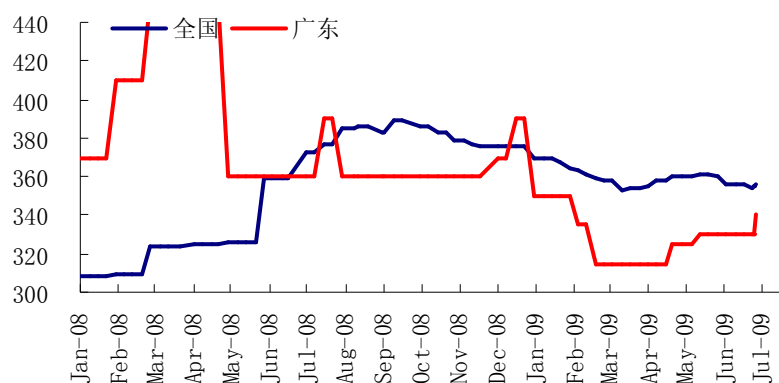
总体来看，公司地处相对封闭的粤东市场，随着市场占有率的提高，盈利能力将有持续增长。

图1：广东固定资产投资及房地产投资情况



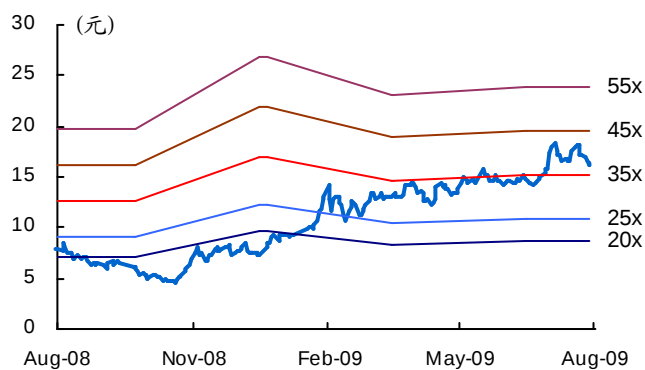
数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图2：全国及广东P.O42.5水泥价格走势



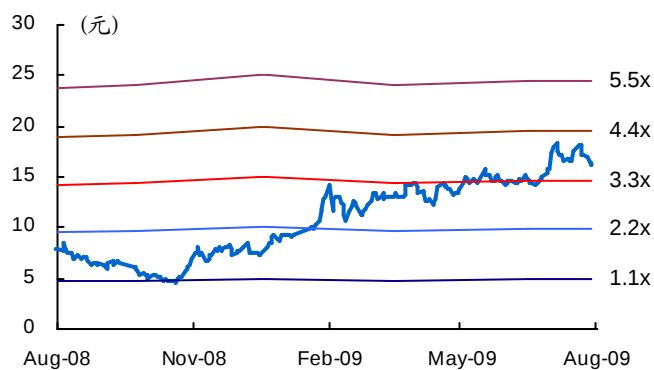
数据来源：数字水泥，招商证券研发中心

图 1：塔牌集团历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：塔牌集团历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《塔牌集团（002233）—业绩基本符合预期，区域整合步伐将加快》2009/02/15

公司 08 年业绩符合预期。受益于产量高速增长和政府的大力扶持，公司整合市场的步伐将大大加快。我们对公司发展前景乐观，维持审慎推荐-A 的投资评级。

2、《建材行业 2009 年度投资策略_水泥工业步入新时代》2008/12/04

09 年，受产能高速扩张影响，全国水泥形势不容乐观。但我们相对看好具有区域优势的企业，重点推荐塔牌集团。

3、《塔牌集团_区域整合潜力带来中期成长性》2008/11/19

我们在这篇报告中，对塔牌集团进行了深入分析，重点推荐。塔牌集团在粤东市场具有相对垄断优势。在珠三角市场不景气和产能过剩的情况下，公司短期存货较多，在近期公司业绩面临较大的下滑风险。但从中期角度来看，公司在粤东市场竞争优势非常突出，将有较大可能实现对粤东市场的整合，从而带来公司中期的较好成长性。我们提出，除了 EPS，公司在粤东市场的市场占有率将成为公司投资价值的先导信号。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	499	1230	919	972	1086
现金	75	398	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	6	0	0	0
应收款项	30	30	36	32	33
其它应收款	31	28	36	31	35
存货	337	398	571	625	766
其他	27	370	76	83	51
非流动资产	2030	2576	3180	3500	3790
长期股权投资	4	22	13	13	13
固定资产	1374	2086	2732	3068	3372
无形资产	137	178	160	144	130
其他	515	291	275	275	275
资产总计	2529	3806	4099	4472	4875
流动负债	1294	1788	1310	1442	1536
短期借款	575	1015	637	710	651
应付账款	245	228	304	334	409
预收账款	156	128	181	198	243
其他	317	416	188	201	233
长期负债	520	160	735	735	741
长期借款	510	150	150	150	150
其他	10	10	585	585	591
负债合计	1814	1947	2045	2178	2277
股本	300	400	400	400	400
资本公积金	111	983	983	983	983
留存收益	212	407	582	803	1085
少数股东权益	92	69	88	108	129
母公司所有者权益	623	1790	1965	2186	2469
负债及权益合计	2529	3806	4099	4472	4875

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	412	242	887	667	830
净利润		195	251	316	403
折旧摊销			234	277	307
财务费用			39	44	56
投资收益			0	0	0
营运资金变动			328	7	38
其它		48	35	23	26
投资活动现金流	(473)	(950)	(855)	(601)	(600)
资本支出		0	(880)	(600)	(600)
其他投资		(950)	24	(1)	0
筹资活动现金流	113	935	(230)	(66)	(230)
借款变动			(691)	72	(58)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(75)	(95)	(121)
其他		935	536	(44)	(50)
现金净增加额	53	228	(198)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1757	2228	2550	2836	3482
营业成本	1296	1647	1902	2084	2559
营业税金及附加	7	11	10	11	17
营业费用	108	142	166	179	209
管理费用	48	87	115	122	139
财务费用	76	78	39	44	56
资产减值损失	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	218	260	318	396	502
营业外收入	1	13	15	18	20
营业外支出	0	2	8	9	10
利润总额	219	271	325	405	512
所得税	52	58	55	69	87
净利润	167	213	269	336	425
少数股东损益	23	18	19	20	21
母公司所有者净利润	144	195	251	316	403
EPS (元)	0.48	0.49	0.63	0.79	1.01

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	39%	27%	14%	11%	23%
营业利润	72%	19%	22%	25%	27%
净利润	76%	35%	29%	26%	28%
获利能力					
毛利率	26.2%	26.1%	25.4%	26.5%	26.5%
净利率	8.2%	8.7%	9.8%	11.1%	11.6%
ROE	23.1%	10.9%	12.7%	14.4%	16.3%
ROIC	11.3%	7.9%	10.4%	11.6%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	71.7%	51.2%	49.9%	48.7%	46.7%
净负债比率	50.5%	38.8%	19.2%	19.2%	16.4%
流动比率	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.1	0.5	0.3	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	4.2	4.5	3.9	3.5	3.7
应收帐款周转率	43.5	74.3	76.7	82.6	106.5
应付帐款周转率	6.0	7.0	7.1	6.5	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.48	0.49	0.63	0.79	1.01
每股经营现金	1.37	0.61	2.22	1.67	2.07
每股净资产	2.08	4.47	4.91	5.47	6.17
每股股利	0.00	1.00	0.19	0.24	0.30
估值比率					
PE	33.9	33.4	26.0	20.6	16.1
PB	7.8	3.6	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	11.4	9.7	8.5	7.0	5.8

分析师简介

杨东森：中国人民银行研究生部金融学硕士，中国科学技术大学管理科学学士，四年金融从业经验，三年证券从业经验。主要从事建材行业研究，重点研究公司包括海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、青松建化、塔牌集团、南玻 A、金晶科技、福耀玻璃、北新建材及海螺型材等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。