

建材/水泥

2009年12月24日



国都证券  
GUODU SECURITIES

公司研究

调研简报

投资评级：上调评级 - 推荐、A

## 塔牌集团（002233）：受益广东经济复苏、落后产能淘汰空间巨大

### 核心观点

09年公司前三季度实现营业收入17.36亿元，同比增长19.4%，实现归属母公司所有者净利润1.32亿元，同比下降9.11%。前三季度EPS0.33元，销售毛利率轻微下滑至25.61%，比去年同期大幅下降了4.08个百分点。公司毛利率下滑和净利润同比下降的主要原因是水泥价格同比下降了10%左右。但随着10月份公司水泥销售进入旺季和水泥价格的提升，公司的毛利率正快速回升。公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅增长了550.51%，主要是水泥销量同比增长30.79%的原因，同时也说明广东地区销售势头良好。

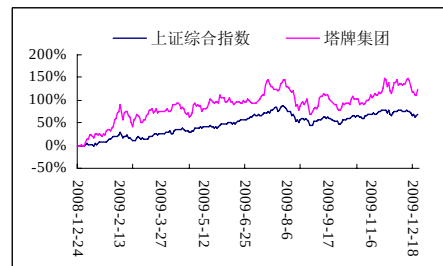
报告期内福建塔牌一期4500t/d生产线于8月顺利投产，公司产能进一步扩大，前三季度销售水泥644万吨。预计全年将销售水泥845万吨，较上年同期约增长10%。公司09年的产能增长至930万吨。2010年如果福塔二期4500t/d生产线能在年底投产，公司的产能将增长至1100万吨，产量超过1000万吨。

珠三角地区淡旺季水泥价格起伏巨大的原因。珠三角地区的水泥需求年均6000-8000万吨，其中1500万吨的水泥来自于广西，约占总需求的20%。广西地区的水泥严重产能过剩，再加上水泥单位重量价格极低，因此每年都必须通过西江水运到广东销售。而西江的枯水期和丰水期受雨季的影响又与广东的施工淡旺季相反，即雨水较少的四季度是建筑工地的施工旺季，但却是西江的枯水期，水泥运送较少，因此市场出现季节性的供应短缺、价格上涨。今年四季度西江干涸断流了，广西的水泥彻底无法运抵广东，因此造成了今年四季度广东水泥的大幅上涨。

截止08年底，在经济发达省份中广东省的落后水泥产能占比最高，高达51.68%。目前广东省正在制定淘汰计划方案，至2012年广东省落后立窑水泥约5000万吨将基本淘汰完成。同时广东省决定集中在今、明两年加大投入力度。明年，全省将集中投入财政性资金1000亿元，拉动社会资金投入5千亿元至1万亿元。同时，计划明年重点工程投入3000亿元，比今年约增加2倍，带动社会投资稳定增长。这样，预计全省明年全社会投资可完成1.3万亿元左右。

**投资评级：**我们预测公司09年和10年的EPS分别为0.54和0.80元。考虑到公司所处市场和产能增长，我们给予公司10年20倍市盈率。公司6个月目标价为15.97元。我们给予公司短期推荐、长期A的评级。

**投资风险：**广西水泥供应增加的风险；广东淘汰落后产能不力的风险；公司福塔二期未如期开工的风险。



### 基础数据（2009年三季报）

| 项目       | 数值    |
|----------|-------|
| 当前价格（元）  | 16.69 |
| 每股收益（元）  | 0.33  |
| 每股净资产（元） | 4.59  |
| 总股本（万股）  | 40000 |
| 流通A股（万股） | 12025 |

研究员：马琳娜

电话：010-84183255

E-mail: malinna@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

**表 1 公司 2009 年-2010 年业绩预测(万元)**

|                      | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>一、营业总收入</b>       | 175712.77   | 222844.76   | 238220      | 303450      |
| <b>二、营业总成本</b>       | 153866.87   | 196852.68   | 208680.72   | 260056.65   |
| 营业成本                 | 129624.67   | 164666.01   | 174138.82   | 220911.60   |
| 营业税金及附加              | 747.71      | 1078.83     | 2382.20     | 1517.25     |
| 销售费用                 | 10,796.21   | 14225.66    | 15484.30    | 18510.45    |
| 管理费用                 | 4,830.76    | 8739.24     | 9052.36     | 9710.40     |
| 财务费用                 | 7,591.23    | 7840.69     | 7623.04     | 9406.95     |
| 资产减值损失               | 276.28      | 302.25      | 250.00      | 300.00      |
| <b>三、其他经营收益</b>      |             |             |             |             |
| 投资净收益                | 0.00        | -26.96      | -35.00      | -30.00      |
| <b>四、营业利润</b>        | 21,845.89   | 25965.13    | 29539.28    | 43393.35    |
| 加：营业外收入              | 63.23       | 1290.40     | 200.00      | 400.00      |
| 减：营业外支出              | 23.38       | 163.20      | 130.00      | 200.00      |
| <b>五、利润总额</b>        | 21,885.74   | 27092.33    | 29869.28    | 43993.35    |
| 减：所得税                | 5,176.50    | 5831.37     | 7168.63     | 10558.40    |
| <b>六、净利润</b>         | 16,709.24   | 21260.96    | 22700.65    | 33434.95    |
| 减：少数股东损益             | 2,323.98    | 1780.02     | 1021.53     | 1504.57     |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | 14,385.26   | 19480.95    | 21679.12    | 31930.37    |
| <b>七、每股收益：</b>       | <b>0.48</b> | <b>0.54</b> | <b>0.54</b> | <b>0.80</b> |

## 国都证券投资评级

**表1 国都证券行业投资评级的类别、级别定义**

| 类别       | 级别 | 定义                        |
|----------|----|---------------------------|
| 短期<br>评级 | 推荐 | 行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数 |
|          | 中性 | 行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数 |
|          | 回避 | 行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数 |
| 长期<br>评级 | A  | 预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平  |
|          | B  | 预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平  |
|          | C  | 预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平  |

**表2 国都证券公司投资评级的类别、级别定义**

| 类别       | 级别   | 定义                     |
|----------|------|------------------------|
| 短期<br>评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上    |
|          | 推荐   | 预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间  |
|          | 中性   | 预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间 |
|          | 减持   | 预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上     |
| 长期<br>评级 | A    | 预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平  |
|          | B    | 预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致 |
|          | C    | 预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平  |

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研发中心研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。