

塔牌集团 (002233)

水泥需求旺季增加，干旱影响产能供应

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880208070351

本报告导读：

中小板 PE33 倍，公司 18 倍。我们估计公司上半年若融资实施概率大有动力释放业绩，同时因近期干旱影响产能供应，加之进入需求旺季，价格有提升基础，谨慎增持。
投资要点：

(1) 广东省水泥很大一部分来自广西，每年珠三角代表的粤中地区水泥供给量中约有 20% 来自广西，每年水运好坏明显影响珠三角价格，近期如 2009 年底因水运受阻珠三角水泥价格大幅度提升。

(2) 28 日气象干旱监测，未来两天云南大部、贵州东部和北部、川西高原南部、广西西北部有小雨或阵雨。云南大部、贵州西南部、广西北部和东南部、川西高原南部气象干旱仍将持续。

(3) 受干旱影响梧州船闸实行“开一停二”，运费由春节期间 25 元/吨涨至目前 50 元/吨，严重影响广西水泥进入广东。时值广东进入需求旺季，在外省水泥补充不足的情况下，广东水泥价格具备提价条件。

(4) 塔牌集团计划 2010 年水泥销量 1000 万吨：粤东梅州基地 460 万吨，针对珠三角市场的龙门基地 360 万吨，福建基地 180 万吨。若珠三角旺季因需求增加、产能相对受影响提价，则公司明显受益于此。

(5) 2009 年公司水泥销售 954 万吨，产品价格 270 元、同比下降 7%。公司同时计划 2010 年余热发电 2.13 亿千瓦时，实现水泥成本同比降低 5 元以上。我们判断 2010 年公司水泥价格同比增加 10 元左右。

(6) 在公司成本下降而产品价格提升趋势下，公司吨盈利水平将明显提升，此外若上半年融资顺利实施公司有动力释放业绩。我们预期 2010-11 年 EPS0.85、1.11 元，同增 58%、30%。

(7) 目前中小板 2010 年平均 PE33 倍，公司 18 倍、远低于中小板。我们估计公司上半年融资实施概率大有动力释放业绩，同时因近期干旱影响产能供应，加之进入需求旺季，价格有提升基础，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,228	2,594	2,953	3,589	3,820
(+/-)%	26.8%	16.4%	13.9%	21.5%	6.4%
经营利润 (EBIT)	340	360	516	655	744
(+/-)%	15%	6%	43%	27%	14%
净利润	194	215	340	443	509
(+/-)%	35%	11%	58%	30%	15%
每股净收益 (元)	0.49	0.54	0.85	1.11	1.27
每股股利 (元)	0.12	0.05	0.08	0.10	0.12

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	15%	14%	17%	18%	19%
净资产收益率 (%)	11%	11%	15%	17%	17%
投入资本回报率 (%)	9%	8%	10%	11%	10%
EV/EBITDA	14.2	11.8	8.5	7.1	6.4
市盈率	32.0	28.9	18.3	14.1	12.2
股息率 (%)	0.8%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：18.00

上次预测：16.00

当前价格：15.17

2010.03.31

交易数据

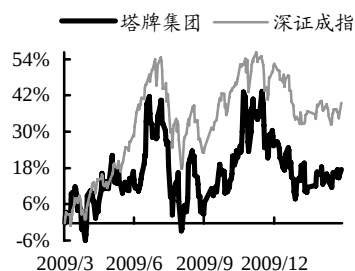
52 周内股价区间 (元)	12.02-18.95
总市值 (百万元)	6,068
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/120
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	30%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	61

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,921
每股净资产	4.80
市净率	3.2
净负债率	95%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.08	0.12
Q2	0.13	0.22
Q3	0.11	0.20
Q4	0.21	0.31
全年	0.54	0.85

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-9%	16%
相对指数	1%	-1%	-25%

相关报告

《明年新增供需边际好，重点推荐品种》	2009.10.30
《粤东地区第一水泥企业》	2008.04.29

模型更新时间: 2010.03.31

股票研究

原材料

建材

塔牌集团 (002233)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 18.00

上次预测: 16.00

当前价格: 15.17

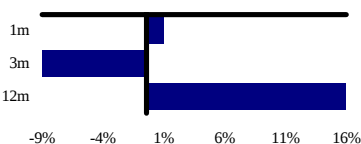
公司网址

www.tapai.com

公司简介

公司主要从事水泥的生产和销售,是广东省最具规模的水泥制造商之一。现拥有水泥粉磨 678 万吨和熟料烧成 528 万吨的生产能。公司主打产品“塔牌”水泥先后荣获“国家质量免检产品”、“广东省著名商标”等荣誉。公司被确立为国家水泥工业结构调整重点支持发展的大型企业,力争在 2010 年水泥生产规模实现 2000 万吨,资产总额实现 60 亿元,力保广东行业第一的优势,进入中国水泥行业十强行列。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.02-18.95

市值 (百万)

6,068

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,153	1,261	1,757	2,228	2,594	2,953	3,589	3,820
主营业务成本	934	985	1,296	1,601	1,901	2,068	2,485	2,598
税金及附加	4	5	7	27	32	36	44	47
主营业务利润	215	271	453	600	662	849	1,060	1,176
其他业务利润	1	2	3	3	8	9	11	11
营业费用	18	26	108	166	172	192	233	248
管理费用	53	54	48	91	122	133	162	172
EBIT	142	189	294	340	360	516	655	744
财务费用	53	62	76	79	75	62	64	64
营业利润	89	127	218	261	286	453	591	681
所得税	3	22	52	60	69	109	143	164
少数股东损益	20	26	23	17	7	11	14	16
净利润	68	82	144	194	215	340	443	509
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	108	23	75	411	428	573	736	615
其他流动资产	338	407	424	835	584	665	808	860
长期投资	6	0	4	24	49	48	47	45
固定资产合计	1,402	1,615	1,881	2,381	2,904	3,191	3,349	3,515
无形及其他资产	109	116	137	232	239	277	327	385
资产合计	1,975	2,168	2,529	3,892	4,216	4,767	5,282	5,436
流动负债	743	805	1,294	1,837	1,687	1,838	1,824	1,370
长期负债	750	770	520	160	592	687	811	954
股东权益	395	479	623	1,803	1,914	2,223	2,624	3,086
投入资本(IC)	1,464	1,697	1,925	2,947	3,305	3,764	4,394	5,427
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	138	157	225	265	275	393	499	567
折旧与摊销	97	127	148	187	276	371	406	425
流动资金增量	(47)	13	(59)	427	(172)	133	423	810
资本支出	1,608	348	435	782	806	696	614	648
自由现金流	(1,326)	(76)	(3)	(758)	(83)	(65)	(131)	(466)
经营现金流	267	285	412	262	536	509	359	60
投资现金流	(405)	(308)	(473)	(946)	(716)	(696)	(614)	(648)
融资现金流	119	(63)	113	924	130	90	134	165
现金流净增加额	(19)	(85)	53	240	(51)	(96)	(120)	(423)
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率		9.3%	39.4%	26.8%	16.4%	13.9%	21.5%	6.4%
EBIT 增长率		32.6%	55.8%	15.5%	6.0%	43.1%	27.0%	13.7%
净利润增长率		21.0%	75.7%	35.2%	10.7%	57.9%	30.2%	15.1%
利润率								
毛利率	19.0%	21.8%	26.2%	28.1%	26.7%	30.0%	30.8%	32.0%
EBIT 率	12.4%	15.0%	16.8%	15.3%	13.9%	17.5%	18.2%	19.5%
净利润率	5.9%	6.5%	8.2%	8.7%	8.3%	11.5%	12.3%	13.3%
收益率								
净资产收益率(ROE)	17.1%	17.1%	23.1%	10.8%	11.2%	15.3%	16.9%	16.5%
总资产收益率(ROA)	3.4%	3.8%	5.7%	5.0%	5.1%	7.1%	8.4%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	9.4%	9.3%	11.7%	9.0%	8.3%	10.4%	11.4%	10.5%
运营能力								
存货周转天数	43.9	94.7	87.7	83.8	71.4	65.2	64.0	69.3
应收账款周转天数	29.76	29.14	12.61	9.59	11.33	11.33	11.33	11.33
总资产周转天数	625.2	627.7	525.4	637.5	593.2	589.1	537.2	519.4
净利润现金含量	3.95	3.48	2.87	1.35	2.49	1.50	0.81	0.12
资本支出/收入	139%	28%	25%	35%	31%	24%	17%	17%
偿债能力								
资产负债率	75.6%	72.7%	71.7%	51.3%	54.0%	53.0%	49.9%	42.7%
净负债率	236.8%	223.6%	162.1%	41.8%	67.7%	64.3%	62.0%	70.1%
估值比率								
PE	41.4	34.2	32.5	32.0	28.9	18.3	14.1	12.2
PB	7.1	5.8	7.5	3.5	3.3	2.8	2.4	2.0
P/S	2.4	2.2	2.7	2.8	2.4	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	31.33	23.75	16.96	14.25	11.79	8.47	7.08	6.42
股息率		0.0%	0.0%	0.8%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%

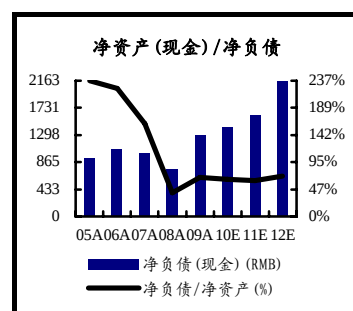
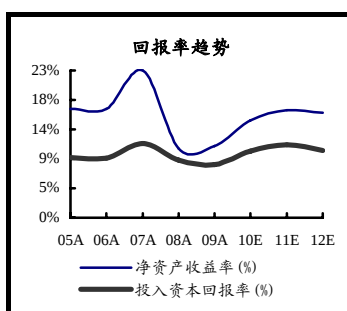
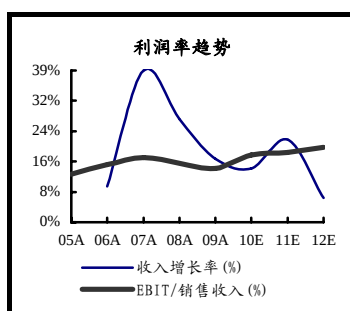
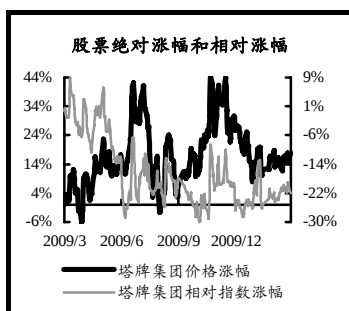
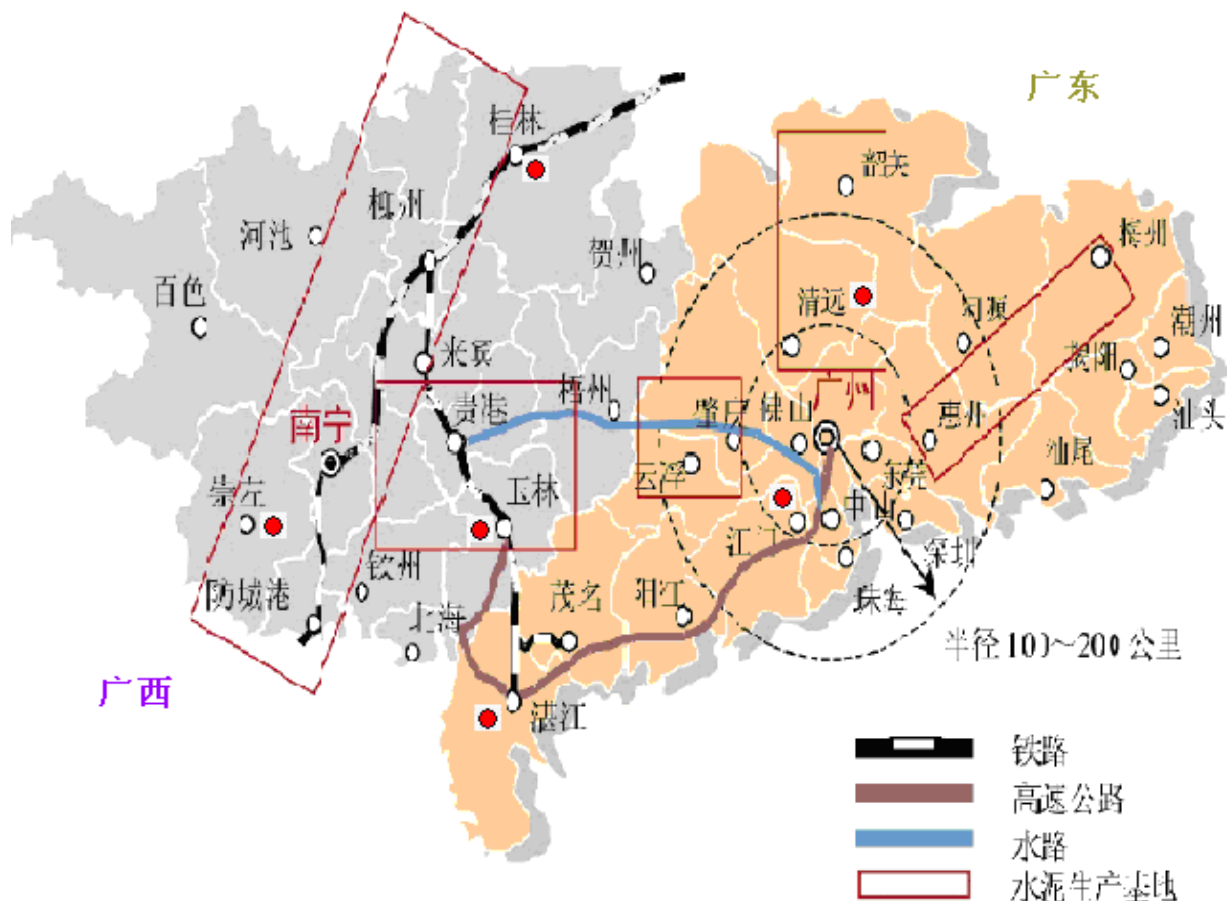
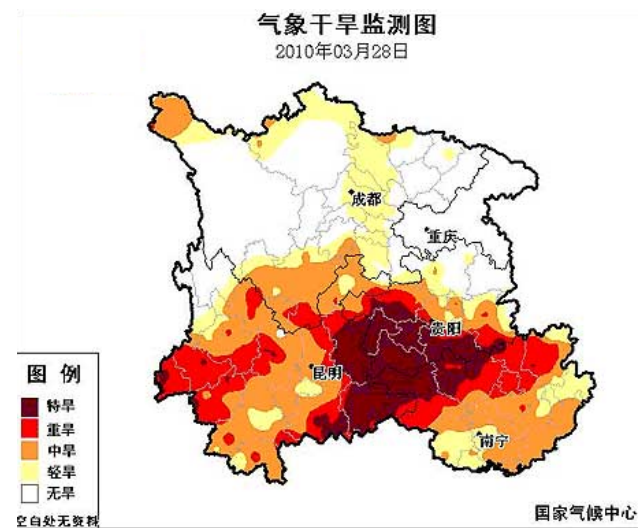


图 1: 两个地区水泥及熟料产能分布、运输条件——及海螺产能布局



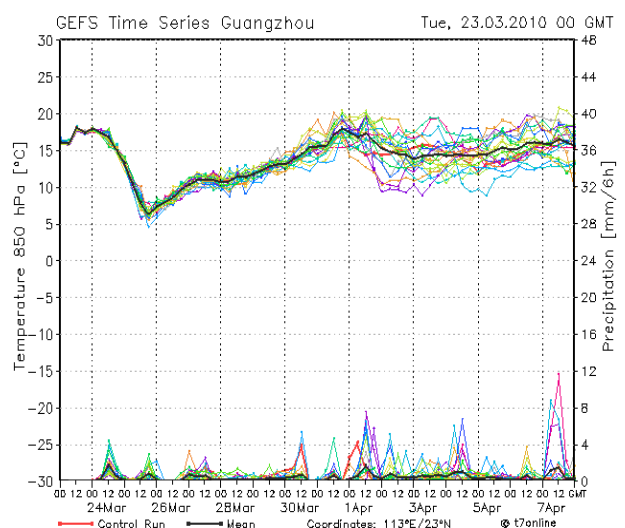
数据来源: 中国水泥, 国泰君安证券研究

图 2: 西南干旱监测图



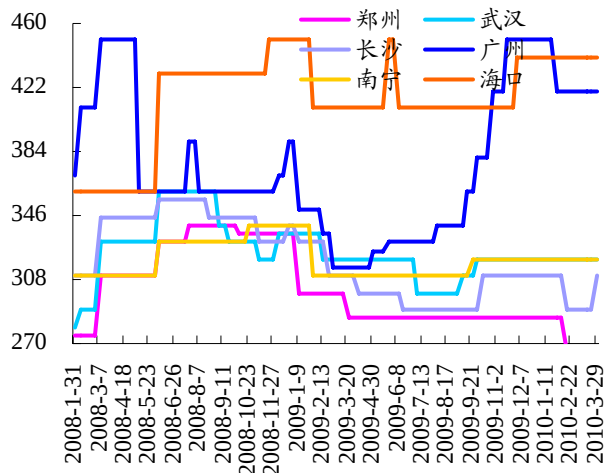
数据来源: EO, 国泰君安证券研究

图 3: 广州 3 月 31-4 月 14 日降雨集合预报 GFS



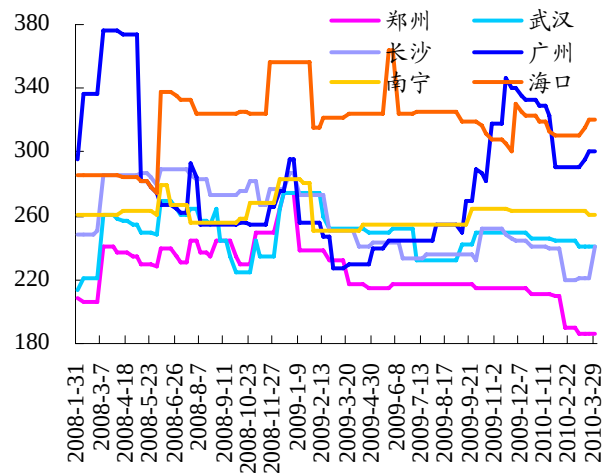
数据来源: EO, 国泰君安证券研究

图 4: 华南地区水泥价格



数据来源: EO, 国泰君安证券研究

图 5: 华南地区“水泥煤炭价格差”



数据来源: EO, 国泰君安证券研究

表 1: 塔牌集团盈利预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售水泥-万吨	479	547	693	766	954	1049	1232	1261
销售价格-元/吨	231	225	247	290	270	280	289	301
吨水泥毛利-元/吨	44	49	66	82	72	84	89	96
毛利率	19.2%	22.0%	26.6%	28.2%	26.7%	29.9%	30.7%	32.0%
吨净利润-元/吨	14.1	15.0	20.8	25.4	22.6	32.4	35.9	40.4
净利润-百万	68	82	144	194	215	340	443	509
净利润增速	0%	21%	76%	35%	11%	58%	30.2%	15.1%
每股收益 (EPS)	0.38	0.45	0.48	0.49	0.54	0.85	1.11	1.27

数据来源: E0, 国泰君安证券研究

作者简介：**韩其成：**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		