

评级：强烈推荐
水泥行业
公司点评报告

第一创业研究所

曹 柱 S1080210110001

电 话：0755-25832960

邮 件：caozhu@fcsc.cn

塔牌集团（002233）

——粤东水泥龙头 业绩腾飞中

交易数据

52 周内股价区间（元）	8.12-14.15
总市值（百万元）	8266
流通股本（百万股）	125
流通股比率（%）	30.86%

资产负债表摘要(09/10)

每股净资产	6.15
市净率	3.72
资产负债率	49.19%

事件：塔牌集团于 2011 年 4 月 24 日对外发布了年度报告，全年公司共实现主营收入 31.27 亿元，同比增长 20.59%；实现利润总额 4.38 亿元，同比增长 50.15%；归属母公司净利润 3.07 亿元，同比增长 43.11%，按最新股本计算，基本每股收益为 0.74 元，公司拟每 10 股派发 0.8 元(含税)，同时，以资本公积金转增股本的方式向全体股东每 10 股转增 10 股。公司同时也发布了一季度报告，报告期内公司共实现营业收入 8.16 亿元，同比增长 33.48%，归属上市公司股东利润 1.13 亿元，同比增长 139.90%，每股收益 0.28 元。

点评

- **量价齐升 10 年盈利同比大幅增长** 报告期内，得益于福建塔牌一线 4500 吨的全年生产，公司生产规模有所扩大，全年共生产水泥 1,075.6 万吨、销售水泥 1,068.26 万吨，较上年同期分别增长了 12.35%、11.95%。2010 年，水泥销售价格的上升主要是受国家节能减排政策的影响，2010 年末的拉闸限电限产使得公司目标市场及周边市场的水泥供给相对减少，供需矛盾进一步改善，导致水泥价格出现较大幅度上涨，2010 年度水泥平均销售单价较上年同期上升了 6.37%，在水泥价格大幅上涨的情况下，公司的销售收入、毛利率、净利润同比都出现大幅增长。公司全年共实现营业收入 312,788.76 万元、归属于上市公司股东的净利润 30,800.00 万元，较上年同期分别增长了 20.59%、43.11%；毛利率 29.37%，同比上涨 2.68 个百分点。
- **管理水平改善 10 年三项费用率进一步降低** 报告期内，公司三项费用支出共 3.95 亿元，同比去年增加 1.07%。占主营收入的比例为 12.63%，同比去年下降 1.58 个百分点。三项费用率的降低，体现了公司的管理能力在逐年提升。
- **延续四季度景气 一季度完美收官** 报告期内，公司实现水泥产量 249.38 万吨、销量 229.76 万吨，较上年同期分别增长了 8.42%、2.73%；随着节能减排和落后产能淘汰政策的初见成效，公司所在区域的水泥供求关系持续得到改善，盈利能力大幅提升，水泥价格与上年同期相比出现了较大幅度的上涨，报告期内公司水泥平均销售价格较上年同期上升了 23.83%，导致公司



的销售收入与归属股东的净利润同比大幅增长。报告期内，公司实现营业收入 81,613.97 万元，较上年同期增长了 33.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 11,330.45 万元，较上年同期增长了 139.90%。

- **盈利预测与评级** 公司目前主要水泥产能都分布在梅州、惠州龙门、福建龙岩三个地区。公司在广东的主要产能分布区，属于广东省相对落后的区域，未来仍有很大的发展空间，固定资产投资有望继续保持高增长。同时，该区域落后产能占比较高，未来仍有很大的淘汰空间。我们认为，该区域的水泥景气度可以继续保持。公司在 10 年募集资金建设的混凝土项目总产能达 1440 万立方米，预计全部实现效益后，可年贡献利润 2 亿元以上。我们预计公司 11、12、13 年的每股收益分别可达 1.46、2.19、2.55 元，对应的市盈率分别为 14.76、9.85、8.45 倍，公司的估值还很低，为此，我们给予公司“强烈推荐”评级。

表 1: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

重要财务指标				单位: 百万元
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4223	6334	7601
收入同比(%)	21%	35%	50%	20%
归属母公司净利润	308	585	876	1021
净利润同比(%)	43%	90%	50%	17%
毛利率(%)	29.2%	32.5%	31.5%	31.0%
ROE(%)	13.3%	20.3%	23.4%	21.4%
每股收益(元)	0.77	1.46	2.19	2.55
P/E	28.03	14.76	9.85	8.45
P/B	3.72	3.00	2.30	1.81
EV/EBITDA	12	8	6	6

数据来源: 第一创业研究所



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	1447	2607	7915
现金	757	1447	2607	7915
应收账款	38	0	0	0
其他应收款	20	0	0	0
预付账款	36	0	0	0
存货	375	0	0	0
其他流动资产	30	0	0	0
非流动资产	3529	3174	2890	2603
长期投资	129	0	0	0
固定资产	2931	2799	2561	2297
无形资产	269	269	269	269
其他非流动资产	200	105	60	37
资产总计	4785	4621	5497	10518
流动负债	1400	1200	1200	5200
短期借款	720	1200	1200	5200
应付账款	184	0	0	0
其他流动负债	496	0	0	0
非流动负债	1062	546	546	546
长期借款	546	546	546	546
其他非流动负债	516	0	0	0
负债合计	2463	1746	1746	5746
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积	1047	1047	1047	1047
留存收益	866	1419	2295	3316
归属母公司股东权益	2322	2875	3751	4772
负债和股东权益	4785	4621	5497	10518

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	817	860	1221	1384
净利润	311	585	876	1021
折旧摊销	317	278	284	287
财务费用	82	81	61	76
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	51	-20	0	-0
其他经营现金	52	-63	0	0
投资活动现金流	-585	129	0	0
资本支出	481	0	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4223	6334	7601
营业成本	2216	2850	4339	5245
营业税金及附加	33	47	69	83
营业费用	169	245	359	434
管理费用	144	196	293	352
财务费用	82	81	61	76
资产减值损失	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	0	0	0
营业利润	435	804	1214	1411
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	438	804	1214	1411
所得税	127	219	337	390
净利润	311	585	876	1021
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	308	585	876	1021
EBITDA	834	1162	1558	1774
EPS (元)	0.77	1.46	2.19	2.55

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.6%	35.0%	50.0%	20.0%
营业利润	52.9%	84.9%	51.0%	16.2%
归属于母公司净利润	43.1%	89.9%	49.8%	16.6%
获利能力				
毛利率(%)	29.2%	32.5%	31.5%	31.0%
净利率(%)	9.8%	13.9%	13.8%	13.4%
ROE(%)	13.3%	20.3%	23.4%	21.4%
ROIC(%)	11.1%	20.3%	31.8%	41.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.5%	37.8%	31.8%	54.6%
净负债比率(%)	57.71%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	0.90	1.21	2.17	1.52
速动比率	0.63	1.21	2.17	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.90	1.25	0.95
应收账款周转率	59	220	-	-



长期投资	-106	-129	0	0	应付账款周转率	10.67	31.00	-	-
其他投资现金									
流	-210	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	221	-299	-61	3924	每股收益(最新摊薄)	0.77	1.46	2.19	2.55
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	2.15	3.05	3.46
短期借款	-423	480	0	4000	每股净资产(最新摊薄)	5.81	7.19	9.38	11.93
长期借款	-35	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	28.03	14.76	9.85	8.45
资本公积增加	111	0	0	0	P/B	3.72	3.00	2.30	1.81
其他筹资现金					EV/EBITDA	12	8	6	6
流	568	-779	-61	-76					
现金净增加额	453	690	1160	5308					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120