

湘财证券研究所

建材行业研究小组

许雯 分析师

执业编号: S0500511050001

Tel: 021-68634510-8221

E-mail: xw3315@xcsc.com

市场数据

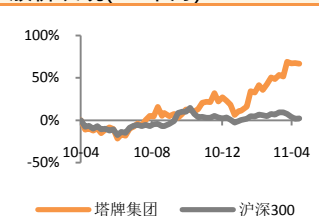
总股本(万股) **44021.66**

总市值(亿元) **97.11**

流通比例(%) **36.45%**

主要股东
钟烈华
徐永寿
张能勇

股价表现(12个月)



资料来源: WIND, 湘财证券研究所

近期我们对塔牌集团 (002233) 进行了调研, 就公司的生产销售、成本、产业链延伸、公司未来的布局和发展、公司所在区域的竞争等情况进行了交流与沟通。我们推荐公司的逻辑是: 公司是粤东市场的区域龙头, 市场占有率超过 43%。而粤东市场相对封闭, 市场的供求情况是供给端减量, 需求端稳定增长, 供求格局好。攻, 水泥价格的上涨将带来公司业绩的大幅增长; 守, 粤东市场淘汰量大, 较为平稳, 市场下行空间不大。

□ 公司在粤东市场具有较高的占有率, 对价格有绝对话语权

公司的主要市场在粤东, 是粤东规模最大的水泥企业, 目前在粤东地区的市场占有率已超过 43%, 具有相对垄断优势, 是该地区的价格主导者。武平二期的 5000T/D 生产线于 2010 年底试产, 现已投产, 公司目前拥有水泥产能约 1200 万吨左右。另在梅州蕉岭地区有两条 10000T/D 的计划项目等待放开审批。公司在粤东的主要竞争对手是油坑集团, 产能 200 万吨左右, 且大部分为立窑, 面临淘汰, 油坑集团在建的 4500T/D 项目建成时间预计会推迟。

□ 粤东地区供求结构较好, 供给减量淘汰

粤东地区是广东省三大水泥熟料基地之一, 主要以梅州、惠州为主。目前广东省以及粤东的水泥结构性矛盾较为突出, 落后产能占比较高, 其中梅州市落后水泥产能约占全市水泥产能的 68%, 淘汰空间巨大。“十一五”期间广东省共淘汰落后水泥熟料产能 6042 万吨, 远远超过国家下达的 3200 万吨的淘汰任务, 期间新增水泥熟料产能仅 3648 万吨, 供给端减量淘汰。梅州市到 2012 年底计划淘汰落后水泥产能 1178 万吨, 年均淘汰 300 多万吨。而另一方面, 广东以及梅州对新建项目审批非常严格, 自 09 年暂停审批以来目前仍未放开, 2011 年粤东地区可能投产的生产线数量有限。需求方面, 由于粤东市场相对较为封闭, 受周边区域冲击较小, 主要是广西地区沿西江有部分流入, 但流入规模小, 影响较小。粤东地区供给端减量淘汰, 需求端稳定增长, 因此区域供求结构较好。

□ 公司拥有较强的成本控制能力和运营能力

公司的成本控制能力高于行业平均水平, 2010 年度期间费用率为 12.63%, 2011 年一季度为 11.96%。公司采取指定指标等各项措施控制成本。公司目前所有新型干法生产线均配备低温余热发电, 扣除低温余热发电运行费用之后, 生产一吨熟料能节省 10 元左右, 目前自给电占比 1/3 左右。此外, 公司具有较高的应收账款周转率, 2010 年应收账款周转率为 60.94 次, 2011 年一季度为 23.15 次, 居行业前列。这主要得益于公司的营销方式, 即以经销为主, 直销为辅, 经销商均是先付款后发货, 有效避免了货款回收风险。

□ 公司积极开拓上下游产业链，巩固和拓展水泥市场

公司在发展水泥业务的同时，积极渗透到上游石灰石市场和下游混凝土市场，以增强竞争优势和抗风险能力，同时巩固水泥市场。公司拥有梅州市大部分的石灰石资源，对其他企业的建线形成了一定制约。此外，公司目前拥有 4 家混凝土全资子公司，参股控股混凝土搅拌站 30 家。2010 年是市场培育期，预计 2011 年混凝土业务将开始实现盈利。下游的延伸，将进一步巩固公司的水泥销售，并且为公司带来新的利润增长点。

□ 公司基本不存在对高能耗企业限电的担忧

目前许多地区出现用电紧张现象，有些地区已出台限电措施。对高耗能的水泥行业而言，限电会造成供给偏紧进而推动水泥价格上行，但另一方面，限电严重也可能造成企业产销量的较大幅度下降。由于公司是梅州纳税大户，也是广东省以及梅州市的重点支持企业，且粤东地区相对而言是电力输出地，因此公司在高耗能企业限电上的担忧较小。

□ 预计 2011 年 EPS1.62 元，目标价 24-29 元，给予“买入”评级

我们预测公司 2011 年水泥销量为 1177 万吨，水泥业务及其他业务总收入为 39.66 亿元。预计 2011、2012、2013 年归属于母公司的净利润分别为 6.49 亿元、7.32 亿元和 9.22 亿元，鉴于公司可转债的转股数量未定，我们暂按上年末总股本 4 亿股计算，EPS 分别为 1.62、1.83 和 2.31 元。给予公司“买入”评级，6—12 个月目标价为 24—29 元。

□ 风险提示

落后产能淘汰力度低于预期。

请关注我们近期将推出的深度报告。

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	3966	4122	4754
收入同比(%)	21%	27%	4%	15%
归属母公司净利润	308	649	732	922
净利润同比(%)	43%	111%	13%	26%
毛利率(%)	29.2%	35.0%	36.5%	37.1%
ROE(%)	13.3%	21.9%	19.8%	19.9%
每股收益(元) *	0.77	1.62	1.83	2.31
P/E	27.66	13.12	11.64	9.24
P/B	3.67	2.87	2.30	1.84
EV/EBITDA	12	9	8	7

* 注：每股收益按照 4 亿股股本计算。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	2485	3814	5641
现金	757	1880	3209	5018
应收账款	38	68	76	75
其他应收款	20	37	37	37
预付账款	36	96	70	96
存货	375	364	370	363
其他流动资产	30	40	52	51
非流动资产	3529	3332	3078	2817
长期投资	129	146	146	146
固定资产	2931	2776	2535	2268
无形资产	269	300	330	355
其他非流动资产	200	110	68	48
资产总计	4785	5817	6893	8458
流动负债	1400	1784	1720	1755
短期借款	720	959	941	873
应付账款	184	298	280	304
其他流动负债	496	526	500	577
非流动负债	1062	1055	1456	2056
长期借款	546	946	1446	2046
其他非流动负债	516	109	10	10
负债合计	2463	2839	3177	3811
少数股东权益	0	6	12	21
股本	400	400	400	400
资本公积	1047	1047	1047	1047
留存收益	866	1515	2247	3170
归属母公司股东权益	2322	2972	3704	4626
负债和股东权益	4785	5817	6893	8458

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	987	1101	1354
净利润	311	655	739	931
折旧摊销	317	291	299	301
财务费用	82	71	69	53
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	51	-11	2	66
其他经营现金流	52	-19	-8	3
投资活动现金流	-585	-61	-45	-40
资本支出	481	0	0	0
长期投资	-106	17	0	0
其他投资现金流	-210	-44	-45	-40
筹资活动现金流	221	197	273	494
短期借款	-423	239	-19	-67
长期借款	-35	400	500	600
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	111	0	0	0
其他筹资现金流	568	-442	-208	-38
现金净增加额	453	1124	1329	1808

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	3966	4122	4754
营业成本	2216	2578	2618	2990
营业税金及附加	33	40	41	48
营业费用	169	198	198	228
管理费用	144	178	186	214
财务费用	82	71	69	53
资产减值损失	45	45	45	2
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	855	966	1219
营业外收入	7	9	8	8
营业外支出	4	2	2	3
利润总额	438	862	972	1225
所得税	127	207	233	294
净利润	311	655	739	931
少数股东损益	3	6	7	8
归属母公司净利润	308	649	732	922
EBITDA	834	1217	1334	1574
EPS (元)	0.77	1.62	1.83	2.31

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.60%	26.80%	4.00%	15.30%
营业利润	52.90%	96.80%	13.00%	26.20%
归属于母公司净利润	43.10%	110.90%	12.70%	26.00%
获利能力				
毛利率(%)	29.20%	35.00%	36.50%	37.10%
净利率(%)	9.80%	16.40%	17.80%	19.40%
ROE(%)	13.30%	21.90%	19.80%	19.90%
ROIC(%)	11.10%	22.60%	27.40%	38.00%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.50%	48.80%	46.10%	45.10%
净负债比率(%)	57.71%	73.90%	79.95%	80.99%
流动比率	0.9	1.39	2.22	3.21
速动比率	0.63	1.19	2	3.01
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.75	0.65	0.62
应收账款周转率	59	73	56	62
应付账款周转率	10.67	10.69	9.06	10.24
每股指标(元)				
每股收益	0.77	1.62	1.83	2.31
每股经营现金流	2.04	2.47	2.75	3.39
每股净资产	5.81	7.43	9.26	11.57
估值比率				
P/E	27.66	13.12	11.64	9.24
P/B	3.67	2.87	2.3	1.84
EV/EBITDA	12	9	8	7

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。