

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 14.21元

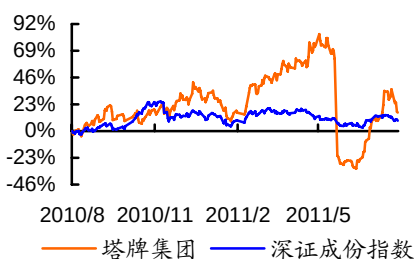
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11990.43
总股本(百万)	895
流通股本(百万)	454
流通市值(亿)	64
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	2.60
资产负债率	51.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
塔牌集团	13.32	33.78	101.6
			6
深证成份指数	0.65	-2.62	0.81



相关报告

《塔牌集团-水泥价格上涨驱动公司业绩爆发式增长》2011-4-22

《塔牌集团-公司未来发展主要看粤东》2011-2-28

《塔牌集团-转债进入转股期和粤东市场有望进入景气周期可能触发股价上涨》

塔牌集团

002233

推荐

价增量升推动业绩增长

公司公告 2011 年业绩快报, 上半年公司实现水泥产量 579.88 万吨、销量 560.72 万吨, 同比分别增长 16.92%、19.00%; 实现营业收入 19.46 亿元, 同比增长 50.40%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.9 亿元, 同比增长 157.90%; 基本每股收益 0.35 元, 略超我们预期。同时公司公告了商品混凝土和预应力管桩的投资项目。

投资要点:

- **价增量升推动业绩爆发式增长。**公司业绩大幅增长的原因有二: 一是销售均价同比大幅上升 22.45%, 从去年上半年的 272 元/吨上升至今年上半年的 333 元/吨, 涨幅高达 60 元/吨; 二是公司销量同比增加 19%, 随着武平二线 5000t/d 生产线年初投产, 销量从去年上半年的 471.18 万吨增加至今年上半年的 560.72 万吨。
- **毛利率和净利率创上市以来新高, 水泥净利达到 51 元/吨。**上半年粤东水泥价格上涨超出我们预期, 同时珠三角并未出现我们担心的水泥价格下跌, 公司半年度毛利率上升 3.79%, 达到 31.84%, 净利率达到 14.93%, 均创上市以来新高。水泥净利达到 51 元/吨, 较去年上半年的 24 元/吨增加 27 元/吨。
- **商品混凝土和预应力管桩将是公司未来的一个重要增长点。**公司在粤东水泥市场占有率超过 40%, 积极拓展水泥延伸产品具有天然优势, 商品混凝土和预应力管桩将成为公司未来一个新的增长点。商品混凝土方面, 上半年公司已建成 15 条年产 60 万方混凝土生产线, 此外已计划建设或收购 3 条 60 万方混凝土生产线, 年底预计公司混凝土产能可以达到 1080 万方。预应力管桩方面, 公司去年 10 月和今年 7 月公告分别在梅州丰顺和福建漳州兴建年产 120 万米 PHC 管桩生产线, 预计今年 9 月和明年 7 月可以投产。另外, 去年可转债募集的 6.3 亿元资金仍有 3 亿元尚未明确投资方向, 预计也是投向水泥的延伸产业。
- **投资评级“推荐”。**预测公司 11-13 年 EPS 为 0.64、0.73、0.82 元, 目前股价对应 22.19 倍 PE, 考虑到粤东未来固定资产投资将快速增长以及公司在粤东的龙头地位, 给予“推荐”评级。

风险提示:

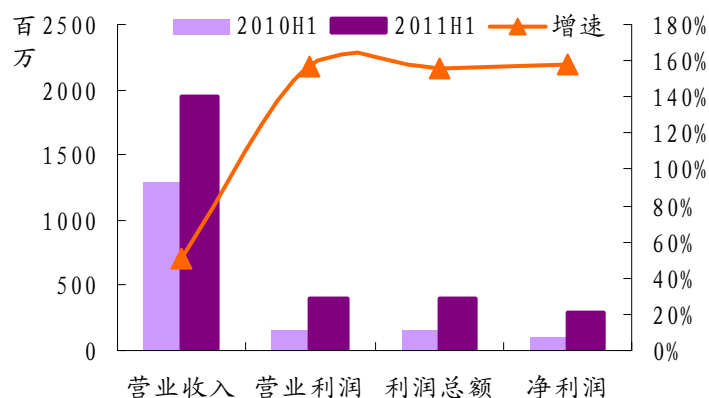
- 粤东固定资产投资增速低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3128	4478	5196	5896
同比(%)	21%	43%	16%	13%
归属母公司净利润(百万元)	308	573	652	733
同比(%)	43%	86%	14%	12%
毛利率(%)	29.2%	29.9%	28.8%	28.3%
ROE(%)	13.3%	19.4%	19.0%	18.4%
每股收益(元)	0.34	0.64	0.73	0.82
P/E	41.28	22.19	19.49	17.34
P/B	5.47	4.30	3.70	3.20
EV/EBITDA	16	12	11	10

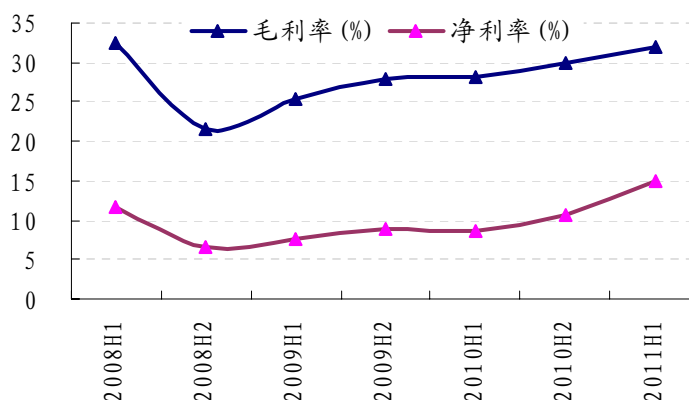
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司半年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司半年度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司水泥生产线情况

生产线	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	投产日期
机立窑									
华山水泥 6 条窑	100	100	100	100	100	100	50	50	
华山水泥熟料分厂 3 条窑	60	60	60	60	60	60	-	-	
蕉岭恒基建材 3 条窑	60	60	60	60	60	60	60	-	
蕉岭鑫达水泥 5000t/d	200	200	200	200	200	200	200	200	2003 年 6 月
梅州金塔水泥 2500t/d	100	100	100	100	100	100	100	100	2005 年 6 月
新型干法									
惠州龙门分公司一期 4500t/d	-	200	200	200	200	200	200	200	2006 年 10 月
惠州龙门分公司二期 4500t/d	-	-	-	200	200	200	200	200	2008 年 8 月
福建武平塔牌一期 4500t/d	-	-	-	-	200	200	200	200	2009 年 8 月
福建武平塔牌二期 4500t/d	-	-	-	-	-	200	200	200	2010 年 12 月
合计	520	720	720	920	1120	1320	1210	1150	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司混凝土生产线情况

序号	项目简称	权益	变更前	变更后	募集资金 (万元)	计划后续投资(万 元)
			产能(万方/年)	产能(万方/年)		
1	连平金塔混凝土	100%	120	60	2000	1654
2	连平新恒塔混凝土	100%	120	60	1800	1276
3	梅县新恒发混凝土	100%	120	60	2200	1705
4	蕉岭混凝土	100%	120	120	4000	1218
5	大埔俊塔混凝土	48%	120	60	240	240
6	饶平新恒塔混凝土	49%	120	60	490	245
7	惠阳粤塔混凝土	49%	120	60	490	245
8	揭西新塔混凝土	49%	120	60	588	245
9	兴宁混凝土	49%	120	180	490	1225
10	丰顺混凝土	49%	120	60	490	245
11	陆河混凝土	49%	120	60	588	245
12	揭阳混凝土	49%	120	120	1764	245
13	武平福塔混凝土	100%	0	60	0	3000
14	全南鼎盛混凝土	100%	0	60	0	1600
合计			1440	1080	15140	13388

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥							
粤东							
产能(万吨)	520	520	720	920	810	750	750
销量(万吨)	692.71	508.76	557.05	677	805	810	810
+/-							
单位价格(元/吨)	240.89	288.67	276.01	285.00	340.0	350.0	360.0
+/-							
单位成本(元/吨)	181.5	213.7	197.9	202.0	220.0	225.0	230.00
+/-							
吨毛利(元/吨)	65.7	75.8	72.0	83.0	120.0	125.0	130.0
毛利率(%)	24.67	25.96	28.30	29.12	35.29	35.71	36.11
珠三角							
产能(万吨)	200	400	400	400	400	400	400
销量(万吨)		257	397	391	395	395	395
+/-							
单位价格(元/吨)	262.24	290.72	262.98	290.00	300.0	310.0	320.0
+/-							
单位成本(元/吨)	181.5	213.7	197.9	202.0	220.0	225.0	230.00
+/-							
吨毛利(元/吨)	80.77	76.99	65.09	88.00	80.00	85.00	90.00
毛利率(%)	30.80	26.48	24.75	30.34	26.67	27.42	28.13

混凝土

销量 (万方)	200.00	400.00	600.00
价格 (元/方)	240.00	240.00	240.00
毛利率 (%)	10.00	13.00	15.00

收入及预应力管桩

销量 (万米)	36.00	96.00	156.00
价格 (元/米)	100.00	100.00	100.00
毛利率 (%)	10.00	13.00	15.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	1748	2305	3069	营业收入	3128	4478	5196	5896
现金	757	794	1275	1895	营业成本	2216	3140	3700	4230
应收账款	38	75	87	94	营业税金及附加	33	49	57	65
其它应收款	20	36	39	45	营业费用	169	246	286	324
预付账款	36	207	178	206	管理费用	144	233	244	277
存货	375	586	666	763	财务费用	82	45	42	26
其他	30	51	62	66	资产减值损失	45	0	0	0
非流动资产	3529	3552	3549	3428	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	129	84	93	96	投资净收益	-4	-1	-0	1
固定资产	2931	3052	3068	2939	营业利润	435	763	867	974
无形资产	269	295	317	341	营业外收入	7	10	13	13
其他	200	121	71	52	营业外支出	4	6	7	7
资产总计	4785	5301	5855	6497	利润总额	438	767	873	980
流动负债	1400	1685	1857	2060	所得税	127	192	218	245
短期借款	720	800	900	1000	净利润	311	575	654	735
应付账款	184	332	373	421	少数股东损益	3	2	2	2
其他	496	553	584	639	归属母公司净利润	308	573	652	733
非流动负债	1062	656	556	456	EBITDA	834	1114	1249	1366
长期借款	546	656	556	456	EPS (元)	0.77	0.64	0.73	0.82
其他	516	0	0	0					
负债合计	2463	2341	2413	2516	主要财务比率				
少数股东权益	0	2	4	6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	400	895	895	895	成长能力				
资本公积	1047	647	647	647	营业收入	20.6%	43.2%	16.0%	13.5%
留存收益	866	1407	1887	2424	营业利润	52.9%	75.5%	13.6%	12.4%
归属母公司股东权益	2322	2958	3438	3975	归属于母公司净利润	43.1%	86.0%	13.9%	12.4%
负债和股东权益	4785	5301	5855	6497	获利能力				
					毛利率	29.2%	29.9%	28.8%	28.3%
					净利率	9.8%	12.8%	12.6%	12.4%
					ROE	13.3%	19.4%	19.0%	18.4%
					ROIC	11.1%	16.8%	18.8%	21.2%
					偿债能力				
					资产负债率	51.5%	44.2%	41.2%	38.7%
					净负债比率	57.71	68.18%	66.36	63.57%
					流动比率	0.90	1.04	1.24	1.49
					速动比率	0.63	0.69	0.88	1.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.89	0.93	0.95
					应收账款周转率	59	77	63	64
					应付账款周转率	10.67	12.17	10.49	10.65
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.64	0.73	0.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.73	1.16	1.21
					每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.31	3.84	4.44
					估值比率				
					P/E	41.28	22.19	19.49	17.34
					P/B	5.47	4.30	3.70	3.20
					EV/EBITDA	16	12	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

王钦，中投证券研究所建筑建材行业分析师，金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434