

建筑建材

报告原因：公司半年报披露

2011 年 8 月 9 日

市场数据：2011 年 8 月 9 日

收盘价（元）	14.2
一年内最高/最低（元）	17.88/6.54
市净率	4.11
市盈率	20
流通 A 股市值（百万元）	6487

基础数据：2011 年 6 月 30 日

每股净资产（元）	3.46
资产负债率%	36.97
总股本/流通 A 股（百万）	45400/89500
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760209090156

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

塔牌集团 (002233)

业绩大幅提升，区域景气度有望持续

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

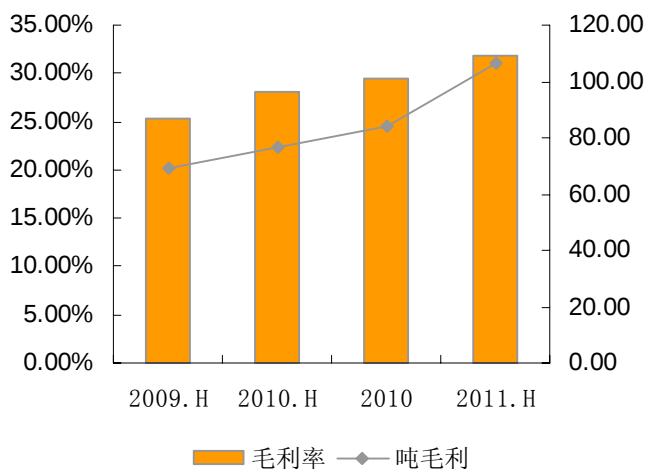
	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营业 利润率	净资产 收益率	市盈率
2009A	25.93	16.46	2.22	11.18	0.24	11.24	11.2	58
2010E	31.28	20.59	3.04	41.3	0.34	13.9	13.26	41
2011E	41.67	33.22	6.24	105.9	0.7	20.4	10.4	20
2011E	48.37	16.08	7.59	21.6	0.85	21.3	10.8	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

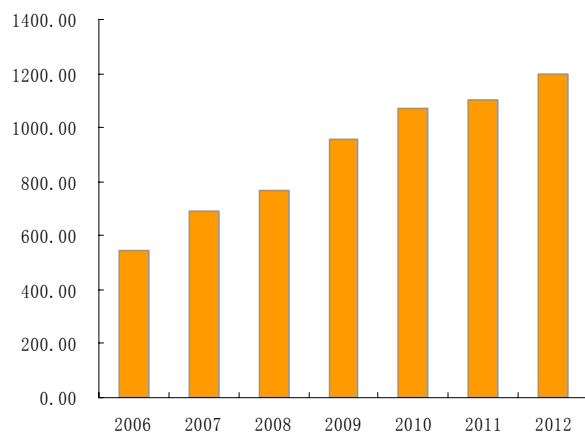
投资要点：

- **业绩超预期。**公司上半年实现营业收入 19.45 亿元，同比增长 50.4%，归属于母公司净利润 2.9 亿元，同比增长 157.9%，每股收益 0.35 元，同比增长 150%。
- **吨毛利升至 106.12 元，增长 38.9%。**上半年公司业绩增长源于量增和区域景气带来的价格大幅提升。福建塔牌二线去年年底投产，上半年销量 560.72 万吨，增长 19%，平均销售价格 333.17 元/吨，提高 22.4%，毛利率 31.85%，吨毛利达到 106.12 元，比去年增长 38.9%。
- **预收账款和经营现金净流量翻番致使资产负债率明显降低。**受益粤东地区水泥行业景气度提升，公司上半年预收账款 2.37 亿元，增长 60%，经营现金净流量 5.33 亿，增长 81%，加之上半年实行可转债转股后，公司资产负债率降至 36.97%，比去年同期大幅下降 17 个百分点。
- **三项费用率降至 9.89% 为近三年低点。**由于公司营业收入增长更多来源于价格增长，上半年销售费用率降至 2.49%，比去年同期降低 4.3 个百分点；三项费用率仅 9.89%，比去年同期降低 5.2 个百分点。
- **看好公司未来区域市场景气度。**首先，近两年新增供给增加十分有限：2009 年和 2010 年累计新增产能 900 万吨，仅占到总产能的 15% 左右，是目前国内除了江苏、浙江外第三个新增产能占比最小的省份，公司所在区域在建仅有一条日产 5000 吨的生产线，保障了未来 2 年区域内拥有比较健康的供给环境；其次，淘汰落后产能空间大：广东省内落后产能最多的地区集中在公司主要市场粤东地区，占到粤东水泥产能的 50% 以上，远高于全国 20% 的落后产能占比；再次，公司占据石灰石资源优势。石灰石资源是新建生产线的必要条件，粤东地区的石灰石资源多集中在梅州地区，而公司基本上拥有梅州所有的石灰石资源，假设新线审批放开，公司将以资源优势率先受益。
- **盈利预测和投资建议。**我们维持上月报告的预测不变，预计 2011/2012 年公司营收 41.67 亿和 46.17 亿元，EPS 为 0.7 元和 0.77 元，对应 13.33 股价，2011PE 为 20 倍，估值偏高，考虑到三季报和全年业绩弹性均有保障，给予“增持”评级。
- **风险提示。**因不可预期因素，水泥价格大幅下降；区域投资增速下降造成水泥需求萎缩。

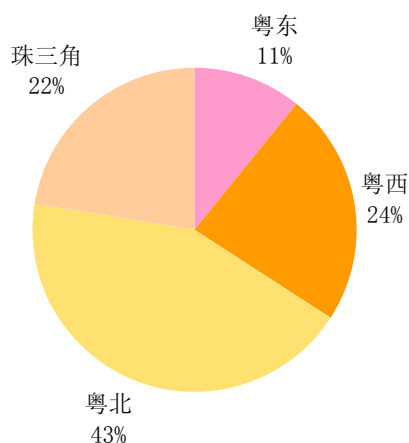
图：公司吨毛利预计



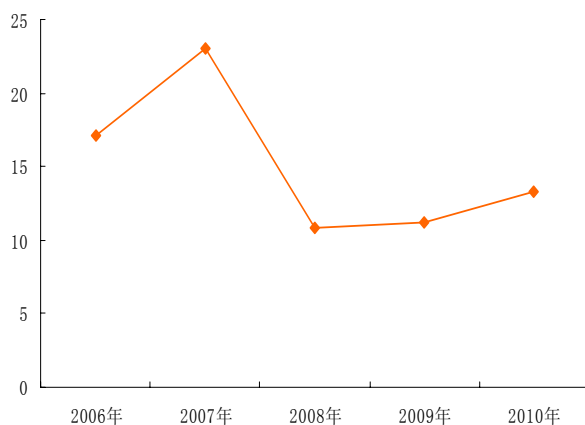
图：公司销量预计



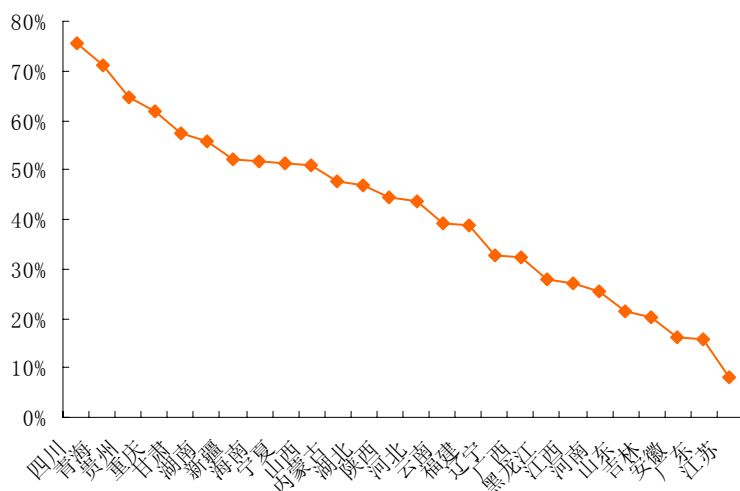
图：广东新型干法熟料产能分布图



图：公司 ROE 比较



图：近 2 年新增产能占比的省份比较





表：盈利预测表（单位：万元）

	2008	2009	2010	2011	2012
吨毛利	75.83	72.04	83.50	126.00	133.00
水泥销售单价	289.55	269.93	284.30	360.00	380
毛利率	26.19%	26.69%	29.37%	35.00%	35.00%
水泥销量	765.97	954.27	1068.26	1100.00	1100
	2008	2009	2010	2011	2012
一、营业总收入	222721.87	259,391.58	312,788.76	416700.00	461700.00
二、营业总成本	196852.68	230840.43	268910.99	332703.90	368791.90
营业成本	164666.01	190,058.62	221,562.57	275616.00	310156.00
营业税金及附加	1078.83	3,176.30	3,289.06	5000.40	5540.40
销售费用	14225.66	17,188.91	16,862.22	22918.50	23085.00
管理费用	8739.24	12,170.31	14,415.47	20001.60	20776.50
财务费用	7840.69	7,483.53	8,235.35	9167.40	9234.00
资产减值损失	302.25	762.76	4,546.32	0.00	0.00
三、其他经营收益		0.00	-417.79	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(27.00)	-129.58	-417.79	0.00	0.00
四、营业利润	25842.19	28421.57	43459.98	83996.10	92908.10
加：营业外收入	1290.40	856.74	698.35	916.74	1015.74
减：营业外支出	163.20	128.43	389.72	0.00	0.00
五、利润总额(元)	26969.40	29149.88	43768.61	84912.84	93923.84
减：所得税	5831.37	6,931.52	12,671.06	21228.21	23480.96
六、净利润	21138.03	22218.36	31097.55	63684.63	70442.88
减：少数股东损益	1780.02	696.63	696.63	1273.69	1408.86
归属于母公司所有者的净利润	19358.01	21521.73	30400.92	62410.94	69034.02
EPS	0.22	0.24	0.34	0.70	0.77

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。