

分析师:	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490511040002
联系人:	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn		

塔牌集团 2011 年中报点评

事件描述

塔牌集团今日公布 2011 年半年报, 其主要内容为:

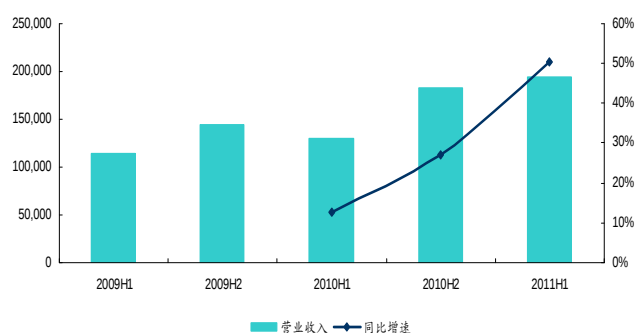
- 报告期内实现营业收入 194,573.63 万元、营业利润 39,358.56 万元、利润总额 39,257.76 万元, 同比分别增长 50.40%、157.09%、155.95%;
- 实现归属母公司净利润 29,048.84 万元, 同比增长 157.90%, 折 EPS 为 0.35 元。

事件评论

第一, 水泥业务量价齐升+期间费用降, 公司业绩爆发式增长

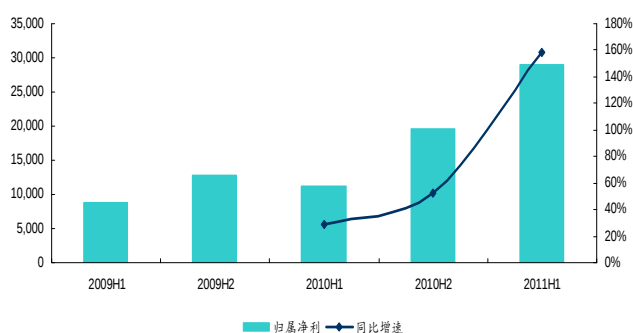
报告期内, 公司业绩保持高速增长, 营业收入为 194,573.63 万元, 同比增速达到 50.40%; 归属于母公司股东净利润 29,048.84 万元, 比上年同期增长 157.90%。

图 1: 2011 上半年营业收入大幅增长



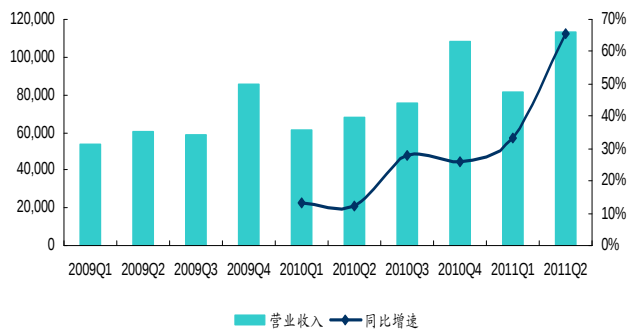
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 2011 上半年归属净利润同比翻了一倍多

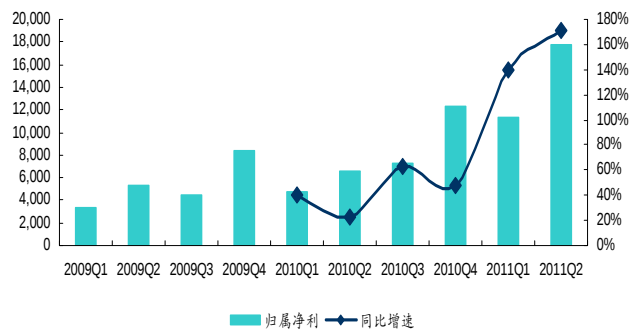


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

分季度来看, 二季度的业绩好于一季度。二季度公司实现营业收入 112,959.66 万元, 同比增长 65.56%; 归属母公司净利润 17,718.39 万元, 同比增长 170.90%。

图 3：二季度营收增速同比显著提升


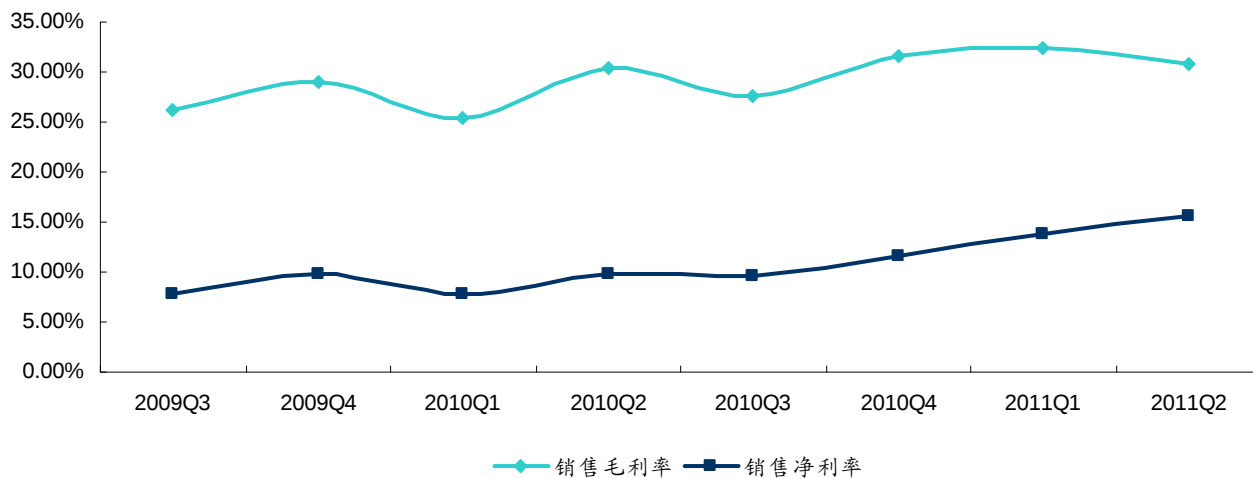
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：二季度归属净利润创新高


资料来源：公司公告，长江证券研究部

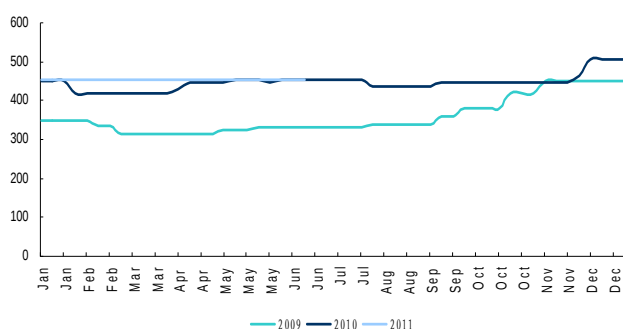
从整个报告期来看，公司净利大幅增长的最主要要原因是公司水泥业务量价齐升。

上半年广东水泥价格持续高位运行。广州水泥市场延续了自去年年末以来的高景气度，今年上半年高标号水泥价格大部分时间都维持在 455 元的高价。今年 1 季度广东水泥市场并没有因为是淡季而降温，相反，市场的高景气度甚至使得公司 1 季度的盈利能力超过了去年四季度。

图 5：公司上半年毛利净利均创历史新高


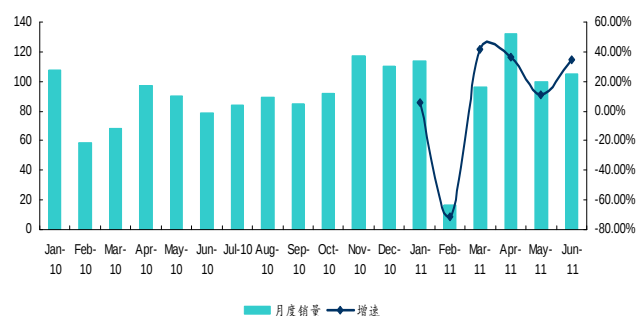
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 广州价格维持在历史同期高位



资料来源: 长江证券研究部

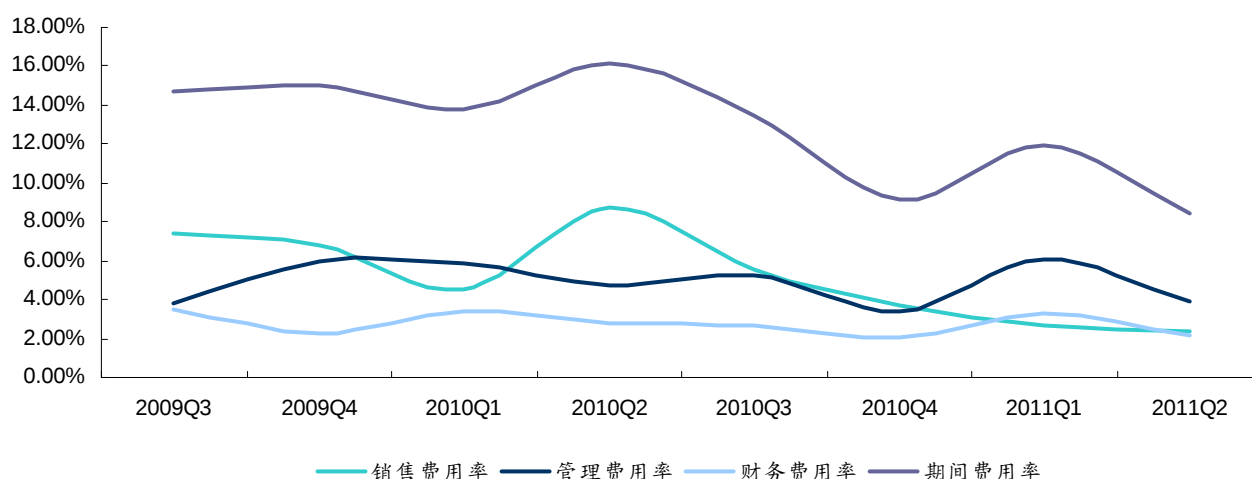
图 6: 上半年公司水泥销量同比大幅增长



资料来源: 建材信息总网, 长江证券研究部

期间费率的改善成为净利大增的又一助推。我们可以看到公司 2 季度的期间费率仅为 8.41%，不仅为公司历史最低值，哪怕与成本控制最好的海螺水泥相比也丝毫不逊色。

图 7: 管控得当，期间费率大幅下降



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司水泥业务指标 (吨净利创新高)

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入(万元)	54114	60774	58728	85776	61143	68231	75255	108159	81614	112960
营业成本(万元)	41599	44220	43328	60912	45635	47448	54417	74064	55190	78102
归属净利润(万元)	3377	5347	4455	8342	4723	6541	7250	12286	11330	17718
销量(万吨)	187	234	224	310	224	248	261	337	230	331
吨收入(元)	290	260	262	277	273	276	289	321	386	341
吨成本(元)	223	189	193	197	204	192	209	220	267	236
吨归属净利(元)	18	23	20	27	21	26	28	37	30	54

资料来源: 中国建材信息网, 公司公告, 长江证券研究部

第二，供给收紧+需求旺盛+区域龙头，公司水泥业务高盈利能力还将持续

- 今年全国水泥落后产能淘汰大幅超预期，广东省淘汰力度也在加大，粤东地区是广东落后产能占比最高的地区，在总共 2000 万吨的产能中，有近 900 万吨的落后产能，落后产能比达到了 45%。除了公司之外，大多是规模较小，工艺较落后的水泥企业。而公司落后产能占比不到 9%，因此淘汰落后产能利好公司，届时公司在粤东的市场占有率有望提高到 75%以上。在新增方面，我们认为即使新线放开，也是基于落后产能等量置换的原则，并且一旦新线放开，公司作为区域龙头或将率先获批（公司计划两条总计近 800 万吨的生产线待批）。
- 从公司所处区域来看，粤东属广东相对落后地区，具备后发优势，弹性更大，更有国家和省政府的政策倾向。去年广东发改委就发布了《关于促进粤东地区实现“五年大变化”的指导意见》，该意见要求 2011 年粤东地区城镇化率从目前的 56%提高到 60%以上，将有效保障水泥需求。
- 工信部等部委近期连连发出促进水泥等 8 大行业整合的迹象，塔牌等区域龙头将从中得益。

第三，商品混凝土+预应力管桩，产业链向下延伸

- 目前来看，商混收入占比还比较小，但我们认为随着公司上下游产业链的打通，利用其水泥业务在粤东的领先地位将推进其商混业务迅速推进。目前公司已建成 15 条商混线总计 720 万方已投产，1 条在建，原规划的 9 条二期项目由于市场竞争激烈放弃继续投建，改为兴宁、武平和全南三个项目。目前已使用募集资金 15140 万元，计划后续仍需投入资金 8298 万元。

表 2:商混募投项目汇总（建成和在建）

	地区	产能（万方）	达产时间
建成或在建募投项目	广东连平	60	2010/10/23
	广东连平	60	2011/3/31
	广东梅县	60	2010/6/25
	广东蕉岭	120	2010/9/28
	广东大埔	60	2010/4/12
	广东饶平	60	2010/10/16
	广东惠阳	60	2011/8/31
	广东揭西	60	2010/10/6
	广东兴宁	120(2 条线)	2010/4/1
	广东丰顺	60	2010/9/15
	广东陆河	60	2010/7/21
	广东揭阳	120（2 条线）	2010/8/21
拟增加新建募投项目 （新建 2 个，收购 1 个）	广东兴宁	60（新建）	
	广东武平县	投 3000 万新建	
	广东全南	收购价款 1600 万	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 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。

第四，维持“推荐”评级

我们认为随着 9 月份水泥旺季的到来以及高温多雨天气的远去，广东需求将回升。公司作为粤东地区的龙头，将充分受益粤东地区的快速发展。下半年保障房和水利建设的开工也将进一步提升市场景气度。另外，上周的广西限电同时也引领广东珠三角熟料价格上涨 20-30 元/吨，若限电持续，这一影响也将持续一段时间。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73、0.81 和 0.97 元，对应 PE 分别为 18、16 和 13 倍，继续给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	4524	5323	6164	货币资金	757	452	536	1280
营业成本	2216	3072	3687	4241	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	912	1452	1636	1923	应收账款	58	65	77	89
% 营业收入	29.2%	32.1%	30.7%	31.2%	存货	375	514	617	709
营业税金及附加	33	48	56	65	预付账款	36	60	73	84
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	169	244	287	332	流动资产合计	1256	1137	1355	2223
% 营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	144	208	245	284	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	长期股权投资	129	129	129	129
财务费用	82	57	37	27	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	1.3%	0.7%	0.4%	固定资产合计	3118	3215	3288	3237
资产减值损失	45	-16	0	0	无形资产	269	256	243	231
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-4	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	435	911	1010	1215	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	13.9%	20.1%	19.0%	19.7%	资产总计	4785	4740	5018	5823
营业外收支	3	3	3	0	短期贷款	875	410	0	0
利润总额	438	914	1013	1215	应付款项	184	238	286	329
% 营业收入	14.0%	20.2%	19.0%	19.7%	预收账款	228	100	117	136
所得税费用	127	265	293	352	应付职工薪酬	23	9	11	13
净利润	311	649	720	863	应交税费	26	12	14	17
归属于母公司所有者的净利润	308.0	649.3	720.0	863.3	其他流动负债	64	35	42	48
少数股东损益	3	0	0	0	流动负债合计	1400	804	469	541
EPS (元/股)	0.77	0.73	0.80	0.96	长期借款	546	546	546	546
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	817	760	1092	1262	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	516	516	516	516
收回现金	1	0	0	0	负债合计	2463	1866	1532	1604
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2322	2874	3486	4220
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-480	-445	-453	-362	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-105	0	0	0	股东权益	2322	2874	3486	4220
投资活动现金流净额	-585	-445	-453	-362	负债及股东权益	4785	4740	5018	5823
债券融资	611	0	0	0	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.770	0.726	0.805	0.965
银行贷款增加 (减少)	-138	-465	-410	0	BVPS	5.81	7.19	3.90	4.72
筹资成本	110	-154	-145	-156	PE	16.55	17.55	15.83	13.20
其他	-361	0	0	0	PEG	0.40	0.43	0.39	0.32
筹资活动现金流净额	221	-619	-556	-156	PB	2.19	1.77	3.27	2.70
现金净流量	453	-304	83	744	EV/EBITDA	14.46	8.95	7.91	6.40
					ROE	13.3%	22.6%	20.7%	20.5%

分析师介绍

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。