



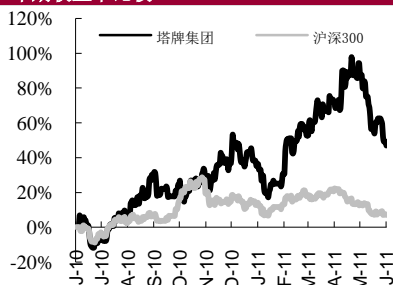
建材
Construction material

2011年6月15日

市场数据 2011年6月13日

当前价格(元)	8.31
52周价格区间(元)	8.18-22.78
总市值(百万)	7435
流通市值(百万)	3770
总股本(万股)	89466
流通股(万股)	45366
日均成交额(百万)	198
近一月换手(%)	79.59
第一大股东	钟烈华
公司网址	www.tapai.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
塔牌集团	-21.7%	-9.1%	46.9%
沪深300	-5.7%	-7.9%	6.9%

相关报告

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

塔牌集团(002233)调研简报

——淘汰落后成就区域高景气

评级: 增持

会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2228	2594	3128	4212	4529
同比(%)	27%	16%	21%	35%	8%
归属于母公司的净利润(百万元)	195	215	308	568	605
同比(%)	35%	10%	43%	84%	7%
毛利率(%)	26.11%	26.73%	29.17%	32.36%	32.39%
每股收益(元)	0.49	0.54	0.77	0.64	0.68
PE	17.06	15.44	10.79	12.98	12.22

数据来源: 金元证券研究所

- **区域落后产能淘汰比例高, 市场维持高景气。** 粤东区域今明两年基本没有新增熟料产能, 区域内新型干法比例仅为 40%, 远低于全国平均水平。2011-2012 年尚有 800 万吨的落后产能需要淘汰, 该部分产能的淘汰将使市场出现较大的供给缺口, 区域内的水泥供给将处于逐渐减少的态势。
- **区域需求将保持稳定。** 粤东区域经济发展较为落后, 未来投资有望保持增长。今年 1-4 月, 广东省固定资产投资完成 3740.70 亿元, 同比增长 16.9%, 而粤东区域的汕头、揭阳、汕尾投资增速均在 30% 以上。在投资的带动下, 未来区域水泥需求预计将保持稳定增长。
- **公司为粤东区域水泥龙头企业, 占据 45% 市场份额。** 公司产能主要分布在梅州、惠州和武平三个基地, 分别辐射粤东、珠三角和江西、福建等市场。公司是粤东区域最大的水泥企业, 具有较高的价格话语权。未来若水泥生产线审批放开, 公司将极有可能占据区域市场的绝对领先地位。
- **混凝土产业市场培育尚需时日。** 公司提前布点混凝土搅拌站业务, 但目前国内混凝土行业尚处于发展初期, 存在产品认知度不高、进入门槛低、行业恶性竞争、企业盈利能力偏弱等诸多问题。
- 我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.64 元, 0.68 元。对应 6 月 13 日收盘价动态市盈率分别为 13 倍和 12 倍, 略高于水泥板块整体估值水平, 公司所在区域未来落后产能淘汰比例高, 今明两年区域供给偏紧, 行业景气度高。我们认为可给予公司 15-18 倍的估值, 给予公司“增持”评级。

区域落后产能淘汰比例高，市场维持高景气

- **新增产能受控、落后淘汰加大使区域供给持续改善。**水泥消费具有明显的区域性，区域市场的供求状况直接决定了该区域内水泥市场的景气度水平。公司的主要市场集中在粤东区域，在38号文件的政策影响下，粤东区域今明两年基本没有新增熟料产能，而落后产能淘汰的数量较大。目前粤东区域的水泥生产主要集中在梅州地区，2010年产能约2000万吨，其中落后产能1200万吨，新型干法比例仅为40%，远低于全国平均水平。去年淘汰了约350万吨落后产能，尚有800万吨的落后产能将在2011-2012年淘汰，该部分产能的淘汰将使市场出现较大的供给缺口。目前梅州市对落后产能淘汰采取了较严厉的措施，从2009年开始对落后立窑企业采取了差别电价，且加价标准逐年提高，今年的加价标准已达到0.2元/度，未来区域内的落后淘汰形势较为乐观。

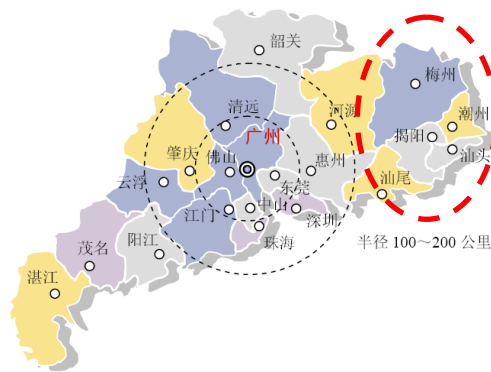
因此从供给端来看，在水泥生产线审批不放开的情况下，区域内的水泥供给将处于逐渐减少的态势。即使生产线审批放开，考虑到生产线的建设周期，未来两年区域内的供给仍将处于偏紧状态。此外，粤东区域山地较多，市场较为封闭，外来的水泥较难进入本地市场，这将在一定程度上减少外地水泥的冲击。

- **区域需求将保持稳定。**粤东区域经济发展较为落后，根据广东省“十二五”规划纲要，未来将把促进区域协调发展作为加快转型升级的重大任务，规划提出要逐步缩小区域发展差距，加快“汕潮揭”城市群建设和“湛茂阳”经济圈发展。规划中还指出要重点推进粤东西北地区铁路、高速公路等综合运输通道建设，着力改善交通环境，促进重大项目建设等。今年1-4月，广东省固定资产投资完成3740.70亿元，同比增长16.9%，而粤东区域的汕头、揭阳、汕尾投资增速均在30%以上，其中汕头市投资增长49.4%。在投资的带动下，未来该区域水泥需求预计将保持稳定增长。
- **区域市场维持高景气度。**在供需两方面因素的作用下，粤东市场仍将维持较高的景气度，区域内的水泥价格上涨仍可以预期。从实际情况来看，春节后公司已上调了4次价格，每次幅度在10-20元/吨不等，目前42.5水泥价格在450-470元/吨。

公司区域龙头地位突出，具有较高价格话语权

- 粤东区域水泥产能分布集中，大部分企业规模较小。受资源条件限制，粤东区域的水泥产能主要集中在梅州境内，而在揭阳、汕头、汕尾、潮州等地均没有新型干法水泥生产线。而且梅州的水泥企业以落后产能的小企业居多，平均产能规模较小。

图表 1 广东省区域分布（红圈内为粤东区域） 图表 2 广东省各地区 2010 年水泥产量及企业平均生产规模



地区名称	累计产量 (万吨)	企业数量	平均规模 (万吨)
清远市	2,655.02	40	66.38
惠州市	1,467.64	28	52.42
梅州市	1,336.78	48	27.85
江门市	959.52	41	23.4
广州市	867.91	12	72.33
云浮市	705.98	17	41.53
肇庆市	665.81	11	60.53
佛山市	635.54	14	45.4
湛江市	583.26	18	32.4
韶关市	403.75	33	12.23

数据来源：数字水泥、金元证券研究所

图表 3 粤东区域主要新型干法水泥生产线

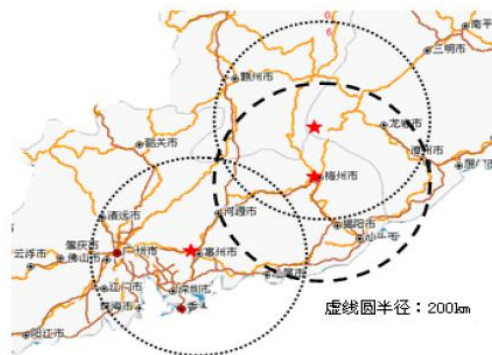
序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年熟料产能 (万吨)	
				生产线	企业
1	广东蕉岭县龙腾旋窑水泥公司		1000	31.00	31.00
2	广东梅县凯盛旋窑水泥有限公司	一线	2500	77.50	155.00
		二线	2500	77.50	
3	广东塔牌集团公司	一线	5000	155.00	542.50
		二线	2500	77.50	
	武平塔牌		5000*2	310.00	
4	梅州宁江建材水泥有限公司		4000	124.00	124.00
5	梅州皇马水泥有限公司		2500	77.50	77.50
合计					930

数据来源：数字水泥、金元证券研究所

- 公司为粤东区域水泥龙头企业，占据45%市场份额。去年年底，福建塔牌二线点火试产，今年全年将贡献产能，预计可新增年产能200万吨。此外，公司于去年淘汰了4条立窑生产线，目前尚有8条立窑线，年产能80万吨左右，目前公司水泥总产能为1100万吨。剩余的8条立窑生产线计划将于今明两年分别淘汰，届时将减少产能80万吨。

公司产能主要分布在梅州、惠州和武平三个基地，分别辐射粤东、珠三角和江西、福建等市场。公司是粤东区域最大的水泥企业，占据了粤东区域45%的市场份额。

图表4 公司基地分布情况



图表5 公司生产线情况

名称	生产线	产能
梅州基地	8条立窑	80
	1×2500t/d	100
	1×5000t/d	200
龙门基地	1×5000t/d	200
	1×5000t/d	200
武平基地	1×5000t/d	200
	1×5000t/d	200
合计		1180

数据来源：公司公告、金元证券研究所

- 粤东区域将有可能重启水泥生产线审批。日前水泥协会正式下发统计“十二五”期间新上水泥项目的通知，通知指出，为推动企业兼并重组、加快淘汰落后水泥产能、完善产业布局，有必要结合各地“十二五”水泥工业发展规划，对需要新上水泥项目进行统计，上报国家发改委组织论证和核准。从发展趋势来看，“十二五”期间我国水泥行业的发展仍将坚持控制新增产能和加快淘汰落后的原则，同时扶持优势企业做大做强。从这个角度来看，落后产能占比较大的区域将先有可能启动生产线的审批和建设，从而使淘汰落后造成的市场空缺由新型干法产能来填补。因此我们认为粤东区域将有可能重启水泥生产线的审批，而建设工作将首选区域内的龙头企业。公司有条万吨线的储备项目已上报发改委，如果获批建设将基本填补区域内落后产能淘汰带来的市场空缺，同时将进一步提升公司在粤东区域的市场份额，巩固公司的区域龙头地位。

积极拓展产业链，市场培育尚需时日

- **转债募集资金建设混凝土搅拌站拓展下游市场。**从国外大型水泥企业发展的经验来看，基本上都选择进入下游的混凝土及骨料行业。在目前国内严控水泥新增产能的背景下，企业也面临着发展方式的转变，因此选择进入下游的混凝土行业就成为现实可行的途径。公司去年发行可转债募集资金用于建设混凝土搅拌站，拓展下游市场。目前公司有四家全资子公司从事混凝土搅拌业务，另外还参股了23家混凝土公司，积极向下游拓展。

图表6 公司募集资金建设混凝土搅拌站情况

序号	项目名称	总投资额(万元)	拟使用募集资金(万元)	持股比例(%)
1	连平金塔年产120万方混凝土搅拌站	8,000	8,000	100
2	连平新恒塔年产120万方混凝土搅拌站	8,000	8,000	100
3	梅县年产120万方混凝土搅拌站	8,000	8,000	100
4	蕉岭年产120万方混凝土搅拌站	8,000	8,000	100
5	大埔年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,840	48
6	饶平年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
7	惠阳年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
8	揭西年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
9	兴宁年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
10	丰顺年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
11	陆河年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
12	揭阳年产120万方混凝土搅拌站	8,000	3,920	49
	合计	96000	63,280	

数据来源：公司公告

图表7 募投项目地点分布情况



数据来源：公司公告

- **混凝土行业市场尚需培育。**虽然在2007年商务部、建设部等六部门就联合下发了《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》，要求全国127个城市从2007年9月1日至2009年7月1日分三批启动禁止现场搅拌砂浆工作，但从实际执行情况来看并不理想，主要原因在于目前国内混凝土行业尚处于发展初期，存在产品认知度不高、进入门槛低、行业集中度偏低、行业恶性竞争、企业盈利能力偏弱等诸多问题。从长远来看，混凝土行业将向着健康规范的方向发展，但市场培育仍需要一段时间。混凝土产品消费的区域性很强，公司基于提前布点的考虑建设搅拌站，将在一定程度上遏止其他竞争者的进入，并可在行业及市场趋向规范时享受由此带来的收益。

盈利预测及估值

关键假设：

价格：在供给面预期发生改变的前提下，未来粤东区域的水泥价格存在上涨预期，但水泥价格的过快上涨也将会加速周边水泥流入的速度，因此价格的上涨将是有边界的，要综合考虑周边区域的水泥价格水平。目前福建市场由于受到海西经济区建设等因素

的影响，水泥价格高于粤东区域，江西地区水泥价格基本与粤东持平。我们认为在煤炭价格的上涨下，今年的水泥价格仍将预期上涨。我们假设 2011-2012 年的全年水泥均价分别同比提高 22% 和 6%。

产能：2011 年武平二线全年贡献产能，淘汰 4 条立窑生产线。2012 年产能无增长，淘汰剩余 4 条立窑生产线。暂不考虑储备项目的审批及建设。

混凝土业务：2011 年实现 3000 万左右的销售收入，2012 年实现 5000 万左右的销售收入。

按照目前最新的股本计算，公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.64 元和 0.68 元。对应当前价格 PE 分别为 13 倍和 12 倍，略高于目前水泥板块整体市盈率。公司所在区域未来落后产能淘汰比例高，今明两年区域供给偏紧，行业景气度高。我们认为可给予公司 15-18 倍的估值，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**落后产能淘汰进度及下游业务市场拓展低于预期；固定资产投资放缓导致需求下降。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.