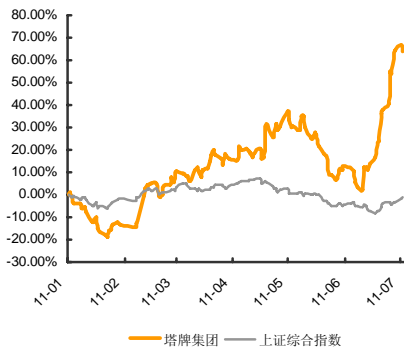


建材行业

报告原因：公司调研

2011年7月5日

年初至今公司股价走势



分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

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

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)

增持

受益珠三角产业转移和落后产能淘汰，区域绝佳

维持评级

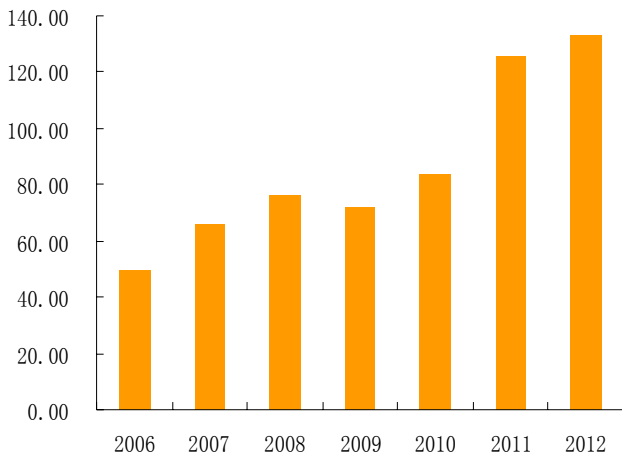
公司研究/点评报告

我们近期走访了塔牌集团，现将有关调研信息归纳如下：

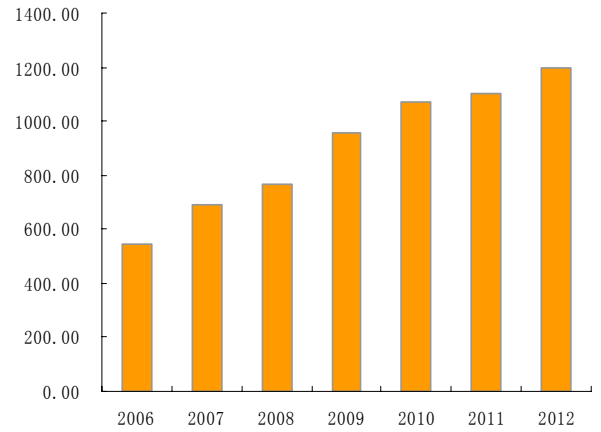
调研要点：

- 近2年广东投产的新增产能最少，供给环境乐观。2010年底广东省新型干法熟料产能5756.7万吨，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。根据我们跟踪的数据显示，今年上半年仅有华润水泥在广东封开县的一条日产4500的生产线投产。另外，广东熟料产能不够满足市场需求，每年约有5%-10%左右的熟料由外省进入补充需求，广东省内的人均熟料产能570公斤，是最低的省份之一。
- 粤东地区属于新型干法产能少和落后产能高的“双优”区域。广东省分为珠三角、粤东、粤西、粤北四个地区，新型干法产能占比分别是22%、10.7%、23.3%和43.2%，粤东地区的新型干法产能全部集中在梅州地区，熟料产能620万吨，是广东省最少的区域，在建的仅有一条油坑水泥的日产5000吨的生产线。同时广东省内落后产能最多的地区也集中在粤东，约有800万吨，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。从广东省淘汰政策看，未来2年要彻底淘汰所有落后产能，对于粤东地区而言，相当于一半产能要淘汰掉。
- 借力珠三角产业向粤东转移，粤东投资增速明显加快。广东省政府正推进珠三角地区相关产业加快向粤东西北地区转移，今年一季度广东省固投2540.46亿元，增长15.9%，而粤东的梅州、汕头增速均在45%以上，远远高于全省增速30个百分点。粤东地区相对于珠三角地区发展相对缓慢，未来该地区投资仍比较旺盛。
- 落后产能淘汰将更进一步提升塔牌的市场控制力。公司拥有梅州、惠州、福建武平三大熟料生产基地，2010年底福建武平二线投产后，目前产能达到1200万吨（有8条80万吨的立窑生产线，是粤东地区最大的水泥企业，占到该区域产能的45%，在该区域内几乎没有竞争对手。按照广东淘汰计划，明年落后产能全部淘汰，公司市场占有率将提高到60%-70%，对市场的控制力更进一步提升。
- 广东省的新线审批如果放开，塔牌以资源优势是最大受益者。目前水泥行业新线审批尚未放开，我们认为如果放开广东省凭借人均熟料产能低于900公斤和落后产能淘汰量大是最有可能的区域。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，塔牌基本上拥有梅州所有的石灰石资源，如果放开，塔牌将以资源优势率先受益。根据等量替代原则，我们预计公司可扩产800万吨产能，相当于4条5000日生产产线。这与公司“十二五”末产能2000万吨相吻合。
- 盈利预测和投资建议。公司去年年底投产的武平二线今年将全部贡献产能以及价格的同期大幅提升助定今年公司利润高增长，我们预计2011/2012年公司营收41.67亿和46.17亿元，按照最新股本计算，EPS为0.7元和0.77元，对应13.33股价，2011PE为17倍，相对于15倍行业估值偏高，但是公司业绩弹性是行业内较高的，给予公司股价“增持”评级，考虑到近期公司股价短期上涨过快，建议投资者调整时介入更安全。
- 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。

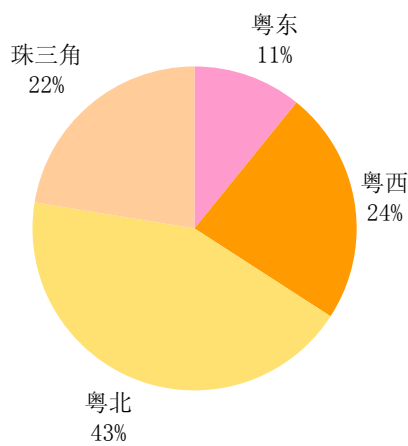
图：公司吨毛利预计



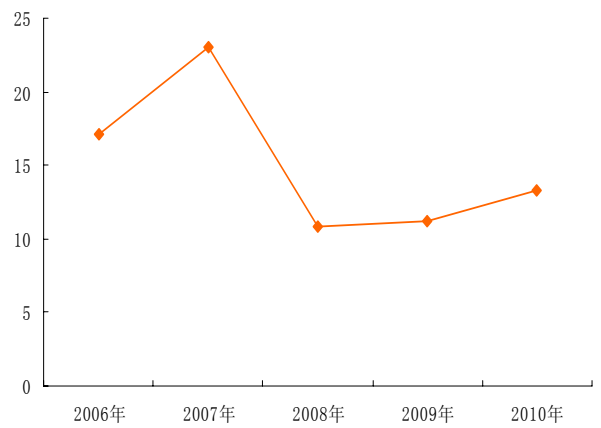
图：公司销量预计



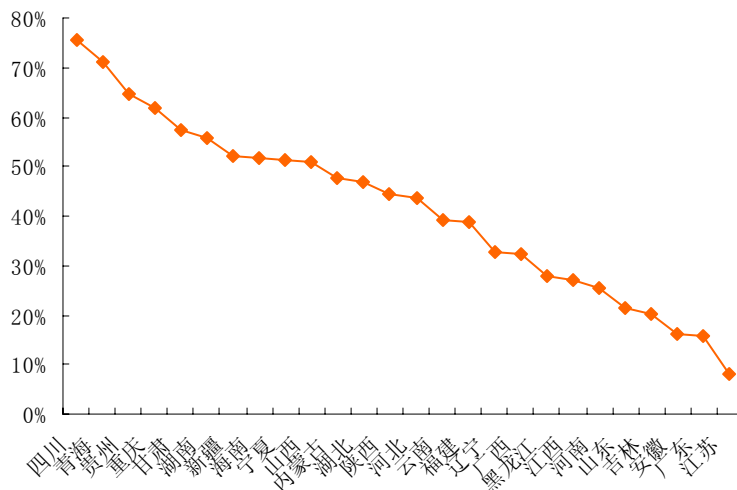
图：广东新型干法熟料产能分布图



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。

