

塔牌集团 (002233) 建材

—雄踞粤东，虎视珠三角

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	10.45	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

- 广东塔牌集团股份有限公司，是广东省最具规模的水泥制造商之一。公司产品的销售市场是以粤东为主，并不断扩大向珠三角以及闽赣等周边市场的辐射。公司形成了梅州，龙门和武平三大生产基地，合计拥有熟料烧成 960 万吨和水泥粉磨 1,100 万吨的生产能力。
- 公司在不断寻求产能规模扩张，拓展市场空间的同时，还在不断进行资源整合，延伸产业链条。向上整合区域内的石灰石资源，向下进入混凝土搅拌站行业，巩固和下游核心客户的紧密关系。
- 对于粤东市场：受建材下乡、落后产能淘汰等政策性因素刺激，未来几年区域内需求持续向好，供给偏紧，促使区域景气度继续走高，水泥价格有进一步上涨空间。
- 对于珠三角市场：受基建投资以及房地产新开工面积的大幅增长，刺激了区域内水泥需求，遏制了 2008 年受金融危机影响造成的需求下滑；同时随着落后产能淘汰的加速将缓解产能供给压力，广西基建投资的加速避免了外省水泥的大量输入，促使 2010 年行业供需基本保持平衡，而 2011 年水泥需求将略有缺口。
- 基于我们的假设和分析，通过模型测算出公司 2010-2012 年营业收入分别为 30.64、40.69 和 48.91 亿元，年均增速达到 23.6%；实现归属母公司股东及利润 3.24、3.92、4.19 亿元，对应每股 EPS 分别为 0.81 元、0.98 元和 1.05 元。按照行业合理的估值水平，再加上公司在粤东市场的龙头地位，我们认为给予公司 2010 年 20 倍的 PE 较为合理，对应目标价 16.20 元，给予“推荐”的投资评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2594	3064	4069	4891
同比(%)	16%	18%	33%	20%
归属母公司净利润	215	324	392	419
同比(%)	11%	51%	21%	7%
ROE(%)	11.2%	14.6%	15.4%	14.7%
每股收益(元)	0.54	0.81	0.98	1.05
P/E	28.40	18.87	15.61	14.57
P/B	3.18	2.75	2.41	2.14
EV/EBITDA	12	11	9	8

2010 年 5 月 20 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	18.56/10.38
上证指数/深圳成指	2587.81/9991.40
50 日均成交额(百万元)	48.91
市净率(倍)	2.18
股息率	0.48%

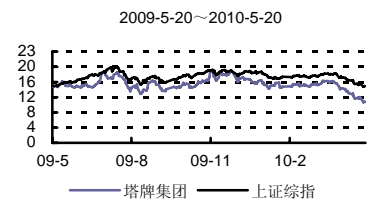
基础数据

流通股(百万股)	120.25
总股本(百万股)	400.00
流通市值(百万元)	1256.61
总市值(百万元)	4180.00
每股净资产(元)	4.80
净资产负债率	118.61%

股东信息

大股东名称	钟烈华
持股比例	22.50%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 褚杰
 执业证书编号: S0020108091185
 电话: 021-51097188-1875
 电邮: chujie@gyzq.com.cn
 联系人: 赵喜娟
 电话: (86-21) 51097188-1952
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

目 录

公司概况.....	4
优化产业链条，确保公司可持续发展	5
产业链条有序扩张，生产布局不断优化	5
延伸产业链条，强化公司竞争优势	6
对于上游石灰石资源方面：	6
对于下游混凝土搅拌站方面：	7
粤东市场：政策推动，区域景气度持续向好	8
粤东市场的竞争格局	8
基建加速，建材下乡，刺激粤东水泥需求大幅提升	8
淘汰落后，未来两年区域产能供给呈现下降趋势.....	9
区域供求关系持续向好，水泥价格存在上升空间.....	10
珠三角市场：最坏时刻已然过去	11
珠三角市场的竞争格局.....	11
珠三角一体化进程，以及地产回暖，刺激珠三角水泥需求向好	11
多方因素，造成未来供给压力不大	13
珠三角：行业景气度见底回升.....	14
公司经营分析	15
余热发电，带来成本优势	15
建立营销网络，贴近终端消费市场	15
财务指标，显现公司竞争优势.....	16
盈利预测和投资评级	18
核心假设	18
盈利预测	19
估值和投资建议	19
风险提示	20
关于市场对公司存在担忧的几个问题的说明	20

图表目录

图 1. 公司在广东地区的销售区域分布图	4
图 2. 2009 年公司产品区域销售分布	5
图 3. 公司致力于谋求产业链条的扩张和延伸	5
图 4. 公司产能持续保持快速增长（单位：万吨）	6
图 5. 粤东地区落后产能占比较多	10
图 6. 广东区域的水泥产业布局图	11
图 7. 珠三角地区固定资产投资增速开始回升	12
图 8. 广州房地产投资情况	12
图 9. 深圳房地产投资情况	12
图 10. 珠三角区域水泥需求逐渐回升	13
图 11. 需求回暖，珠三角市场水泥价格回升	14
图 12. 公司水泥销量持续保持稳定增长	15
图 13. 营业收入稳步增长，盈利能力持续提升	16
图 14. 公司生产效率名列前茅	16
图 15. 和东部企业比，公司产品吨毛利水平有相对优势	17
图 16. 除海螺和冀东外，公司成本控制有比较优势	17
图 17. 水泥制造行业的 PE-band 图	19
图 18. 海螺水泥的 PE-band 图	19
表 1. 公司与实际控制人之间的产权关系	4
表 2. 公司生产线分布情况	4
表 3. 公司战略布局	6
表 4. 公司混凝土项目情况表	7
表 5. 梅州地区新型干法熟料产能分布情况表	8
表 6. 惠州地区新型干法熟料产能分布情况表	8
表 7. 2009 年广东省各区域主要经济指标	9
表 8. 截止到 2009 年底，粤东地区仍然在建的部分重点工程项目	9
表 9. 目前粤东地区新建产能情况	10
表 10. 截止到 2009 年底广东地区大水泥企业集团新型干法熟料产能分布情况	11
表 11. 未来三年广东省水泥供需关系预测表	14
表 12. 公司水泥产销情况预测简表	18
表 13. 公司营收预测情况汇总表	18
表 14. 主要水泥行业上市公司估值情况表	19
附表：公司盈利预测表	21

公司概况

广东塔牌集团股份有限公司，是 60 家全国重点支持的水泥工业结构调整大型企业集团之一，是广东省最具规模的水泥制造商之一。公司的实际控制人为钟烈华、张能勇、徐永寿等 3 位自然人，合计持有公司 59.25% 的股权。

表 1. 公司与实际控制人之间的产权关系

股东名称	担任职务	持股股数 (万股)	持股比例	限售股解禁 日期
钟烈华	董事长	9,000	22.50%	2011-05-16
张能勇	副董事长	7,350	18.38%	2011-05-16
徐永寿	副董事长	7,350	18.38%	2011-05-16
合计		23,700	59.25%	

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

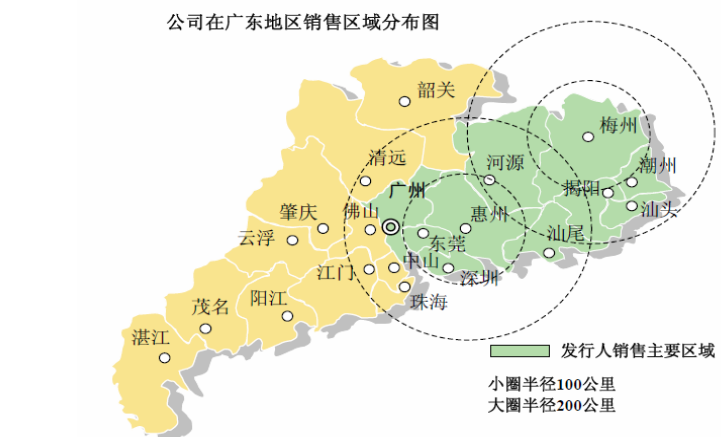
目前，公司产品的销售市场是以粤东为主，并不断扩大向珠三角以及闽赣等周边市场的辐射。为此，公司形成了以梅州蕉岭为中心，惠州龙门和福建武平为两翼的三大生产基地，合计拥有熟料烧成 960 万吨和水泥粉磨 1,100 万吨的生产能力。

表 2. 公司生产线分布情况

基地	生产线	类型	熟料产能 (万吨)	投产日期	是否配备 余热发电
梅州本部	12 条立窑	立窑	153	早期投产	是
	5000t/d	新型干法	180	2003.06	是
	2500t/d	新型干法	90	2005.06	是
惠州龙门	5000t/d	新型干法	180	2006.10	是
	5000t/d	新型干法	180	2008.08	是
福建武平	5000t/d	新型干法	180	2009.08	是
	5000t/d	新型干法	180	预计 2010.12	是

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 1. 公司在广东地区的销售区域分布图

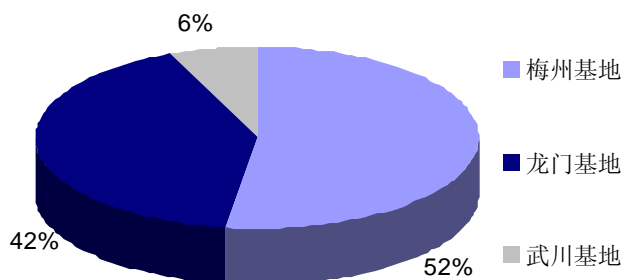


数据来源：公司资料、国元证券研究中心

优化产业链条，确保公司可持续发展

公司地处广东省，目前已形成梅州本部、惠州龙门和福建武平三大生产基地。其中，梅州本部是公司最早的生产基地，以其为中心的粤东市场是公司目前最主要区域市场。2009年，公司合计销售水泥 954.27 万吨，其中梅州本部、惠州龙门和福建武平三大基地分别销售 497、397 和 60 万吨。

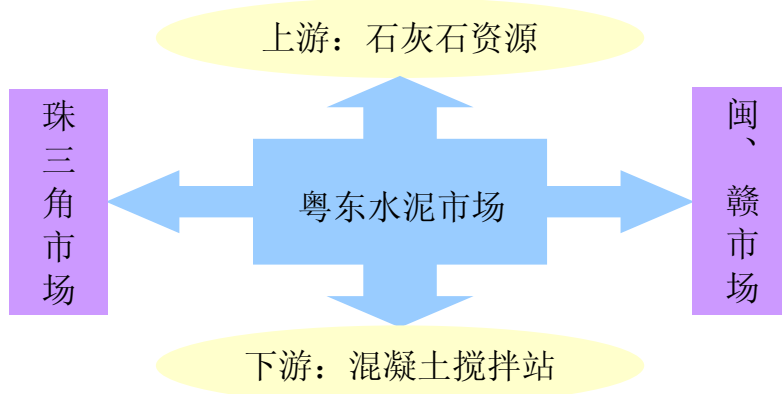
图 2. 2009 年公司产品区域销售分布



数据来源：国元证券研究中心

水泥行业属于典型的周期性行业，另外，由于销售半径的存在，它还具有非常明显的地域特征，这种地域特征放大了其周期性的波动。为增强企业的核心竞争力，平滑业绩的周期性波动，公司不断优化战略布局，谋求产业链条的扩张和延伸，以实现企业的持续稳定发展。

图 3. 公司致力于谋求产业链条的扩张和延伸



数据来源：国元证券研究中心

产业链条有序扩张，生产布局不断优化

长期以来，公司的核心优势区域主要集中在以广东梅州为中心的粤东地区。根据广东水泥行业协会的统计资料显示，以梅州、潮州、揭阳、汕头、汕尾和河源为主要核心区域的粤东区域的水泥消费量在 1300 万吨左右；而 2009 年，公司梅州和福建武平两地的销量合计达到 557 万吨（目前，公司福建武平基地的水泥产量仍以回销粤东为主），占该地区 42.8% 的市场份额，具有相对垄断优势。

尽管如此，公司还是未雨绸缪，在继续扩大核心区域的垄断优势的基础上，不断优

化产业布局，先后在惠州龙门和福建武平两地建立生产基地，以开拓新的市场。两地的生产基地的建立，一方面可以有效地阻断区域外的大企业进入粤东市场外，还帮助企业顺利进入珠三角和闽赣等周边市场。

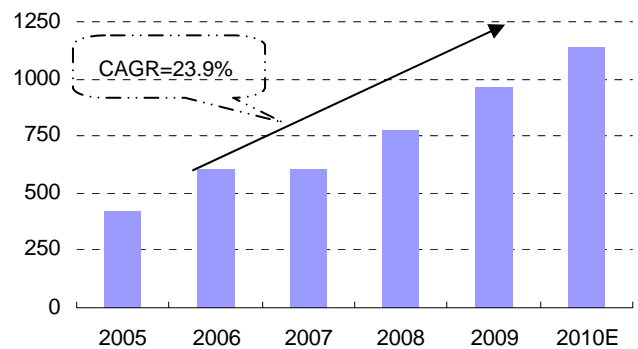
表 3. 公司战略布局

生产基地	辐射区域
梅州基地	粤东北、潮揭汕（含梅州、揭阳、河源、汕头、汕尾、潮州）
龙门基地	珠三角（含广州、东莞、深圳、惠州）、河源、汕尾
武平基地	闽南、闽西、赣南、粤东（补充梅州基地）

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

截止到 2009 年底，公司在梅州、龙门和武平三地分别已形成 420、360 和 180 万吨的熟料产能，同时目前在福建武平基地公司仍有一条日产 5000 吨生产线在建，预计到 2010 年底将建成投产，届时福建武平基地将再增 180 万吨的熟料产能。

图 4. 公司产能持续保持快速增长（单位：万吨）



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

为实现公司产业链条的持续快速扩张，公司在梅州蕉岭地区仍有两条日产 5000 吨的新型干法水泥生产线的储备项目，目前该项目的前期准备工作已基本完成，只等国家限制新建产能政策放开之后，即可上马（我们预计 2010 年底前开工的可能性很大）。

另外，随着资源的制约，未来新建产能的难度将逐步加大，公司将可能通过一些并购的手段来整合原有市场，积极开拓新市场，以此来实现公司成为闽粤赣区域行业龙头的目标。

延伸产业链条，强化公司竞争优势

公司在不断寻求产能规模扩张，拓展市场空间的同时，还在不断进行资源整合，延伸产业链条。主要是通过：向上整合区域内的石灰石资源，来保障公司的可持续发展，并增加同业进入的困难；向下，公司积极响应国家政策，进入混凝土搅拌站行业，巩固和下游核心客户的紧密关系。

对于上游石灰石资源方面：

石灰石是水泥企业最主要原材料之一，由于受其运输半径的制约，对面向市场区域内的石灰石资源的控制则成为水泥企业长远发展的必要条件。对此，公司经过一系列的措施往上游进行石灰石资源的整合以增强公司的竞争优势，并加大竞争对手市场进入的难度。

1. 2009年，公司将文华矿山注入上市公司，使得其梅州基地拥有了蕉岭县河石脑和黄前发两个矿山的开采权，其石灰石可开采规模为400万吨/年，而整个梅州蕉岭地区的石灰石的可开采数量仅为925万吨/年；
2. 在龙门基地，公司已拥有横坑石场和山下石场两个矿山开采权，其开采规模约为160万吨/年，占整个龙门地区的21%左右；
3. 公司抢先进入福建武平地区，除了基于拓展市场的考虑之外，另外一点就是看中了当地丰富的石灰石资源，目前福建武平县已探明石灰石储量就达5.5亿吨，储量很大。

对于下游混凝土搅拌站方面：

混凝土搅拌站是高强度等级水泥销售的重要途径，属于国家鼓励发展的产业。近年来，随着对节能减排和环保日益重视的情况下，各地政府支持发展预拌混凝土的力度越来越大。公司大力发展混凝土产业，一方面可以做大做强混凝土产业，打造公司新的利润增长点；更重要的是，通过发展混凝土产业，可以进一步拓宽水泥的销售渠道，增加公司的市场份额。

2009年，公司公告称，将公开发行不超过人民币7亿元可转换债券投向12个混凝土搅拌站项目，以公司的全资子公司广东塔牌混凝土投资有限公司对外投资的形式进行，预计其中部分项目，在2010年底前将建成并投入运营。

对于混凝土搅拌站项目，在公司的项目可研性报告中提到，在产能利用率为30%左右的假设前提下，该项目的投资回报率为17.56%，经济效益良好。我们认为，随着区域内基建项目的建设进度加快，以及城镇化率的不断提高，其产能利用率还有很大的提升空间，这将给公司带来超额收益，使得公司业绩出现较大的超预期可能。

表 4. 公司混凝土项目情况表

	项目名称	设计产能（万方/年）	持股比例	项目投资（万元）	预计投资回报率
全资	连平金塔混凝土	120	100%	8,000	17.65%
	连平新恒塔混凝土	120	100%	8,000	16.90%
	梅县混凝土	120	100%	8,000	17.13%
	蕉岭混凝土	120	100%	8,000	17.73%
合资	饶平混凝土	120	49%	8,000	16.46%
	惠阳混凝土	120	49%	8,000	17.19%
	揭西混凝土	120	49%	8,000	19.96%
	兴宁混凝土	120	49%	8,000	17.81%
	丰顺混凝土	120	49%	8,000	17.91%
	陆河混凝土	120	49%	8,000	17.38%
	揭阳混凝土	120	49%	8,000	15.87%
	大埔混凝土	120	48%	8,000	18.78%
	合计	1440		96,000	17.56%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

粤东市场：政策推动，区域景气度持续向好

目前，公司市场主要包括粤东和珠三角地区，另外随着福建武平基地产能的逐渐投产，公司产品将逐步进入闽赣地区。按 2009 年的销售数据计算，公司在粤东地区的产品销量超过 600 万吨（除梅州基地的 497 万吨销量外，龙门和武平基地的部分产品是面向粤东市场销售的），占到公司总销量的 60% 以上，是公司的核心销售区域。

粤东市场的竞争格局

由于粤东地区的石灰石分布特征，整个地区的水泥产能基本集中在梅州地区，而潮州、汕头、汕尾和揭阳基本上输入水泥输入地区。因此，在粤东市场上，公司的主要竞争对手主要为当地的生产企业，以及部分惠州的企业。

表 5. 梅州地区新型干法熟料产能分布情况表

企业名称	生产线 (t/d)	熟料规模	产能占比
广东塔牌集团股份有限公司	5000、2500	270	37.5%
广东梅县凯胜旋窑水泥有限公司	2500*2	180	25%
梅州宁江建材水泥有限公司	4000	144	20%
梅州皇马水泥有限公司	2500	90	12.5%
广东蕉岭县龙腾旋窑水泥公司	1000	36	5%
合计		720	100%

数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心

表 6. 惠州地区新型干法熟料产能分布情况表

企业名称	生产线 (t/d)	熟料规模	产能占比
广东塔牌集团股份有限公司	5000*2	360	38.9%
广东惠州市光大水泥集团	5000*2	360	38.9%
惠州环球水泥有限公司	3200	115.2	12.5%
广东博罗水泥有限公司	2500	90	9.7%
合计		925.2	100%

数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心

从目前的产能分布来看，除上述新型干法产能外，剩下的基本都是年均产量在 60 万吨以下的中小企业，且都为落后产能，对市场的影响较小。公司在梅州和惠州两地的新型干法产能比重分别为 37.5% 和 38.9%，具有相当的规模优势。

另外，由于惠州地处粤东和珠三角的交界处，由于珠三角市场的巨大需求，该地区的水泥生产企业除小部分供应粤东市场外，基本销往珠三角地区。

基建加速，建材下乡，刺激粤东水泥需求大幅提升

由于历史上工业基础薄弱，各项基础设施缺乏，制约了粤东地区的经济发展，在广东省内属于经济水平相对较低的地区。同时和全省平均水平相比，粤东地区的城镇化水平相对较低。

为促进省内经济平衡发展，2005 年广东省就大力发展粤东西北地区经济先后出台了

包括《广东省东西两翼地区经济发挥在那规划意见》及能源、交通、水利、工业化和城镇化 5 个专项规划，旨在加快促进东西两翼的经济快速发展。

表 7. 2009 年广东省各区域主要经济指标

区域	人均 GDP (元/人)	同比增速	固定资产投资 (亿元)	同比增速	城镇化率
珠三角	67,321	9.0%	9,604	18.0%	79.86%
东翼	16,687	11.2%	1,138	28.7%	61.15%
西翼	18,819	9.0%	813	31.7%	39.53%
北部山区	16,672	9.5%	1,799	21.9%	44.10%

数据来源：广东省统计局、国元证券研究中心

注：此处东翼指潮州、汕头、汕尾和揭阳 4 个地区，梅州和河源并入北部山区

源于这种经济结构，造成了粤东地区的水泥消费结构是以农村城镇化的民用市场以及基建工程投资为主。

2008 年以来，为积极应对金融危机，广东省进一步加大投资力度，加快省内重点工程以及基建投资的建设进度，并为此专门出台了规模达到 2.3 万亿的“新十项工程”规划，其中与粤东经济发展有直接关联的是：厦深铁路、潮汕民用机场、华能汕头海门电厂、汕尾陆丰核电、广东省粮库建设等。

表 8. 截止到 2009 年底，粤东地区仍然在建的部分重点工程项目

项目名称	建设年限	总投资额 (亿元)
夏深铁路广东段	2008-2011	288.30
广州至河源高速公路	2008-2010	88.49
汕头至揭阳、潮州至揭阳高速公路	2004-2010	57.90
梅州至大浦高速公路	2009-2012	30.00
汕头南澳大桥	2009-2011	11.01
惠州港国际集装箱、散货码头工程	2009-2011	40.00
潮州港亚太通用码头工程	2009-2010	7.89
揭阳潮汕机场	2009-2011	37.60
梅县机场扩建	2009-2010	3.50
惠州机场复航改造	2009-2012	2.50
惠州平海电厂	2008-2010	85.00
惠州抽水蓄能电站	2005-2011	81.34
汕头东部城市经济带新津外砂河灌区续建配套与节水工程	2009-2012	49.85

数据来源：广东省人民政府、国元证券研究中心

城镇化是社会发展的必然趋势，由于城镇化水平偏低，未来提升空间大，城镇化水平的提高会相应带动区域内的水泥需求。2009 年 12 月 7 日，中央提出放开城镇户籍限制，以及 2010 年 1 月 25 日涉及“建材下乡”的中央一号文件的出台，都将大大加快区域内的城镇化建设进程，和提高农民的建房积极性，从而加大区域内水泥、钢材等基础性建筑材料的需求。

我们认为，受基建投资加速，建材下乡等等政策性因素的影响，未来两年区域内水泥需求将持续升温。

淘汰落后，未来两年区域产能供给呈现下降趋势

从新增产能的情况来看，由于此前国家出台的《关于抑制部分行业产能过剩和重复

建设引导产业健康发展的若干意见》以来，粤东地区的新建产能项目较少，除了公司在福建武平地区的一条日产 5000 吨产能外，就仅有梅州的油坑建材和河源的金杰环保建材各有一条生产线在建，预计会在 2011 年 1 季度建成投产，新增水泥产能 600 万吨。

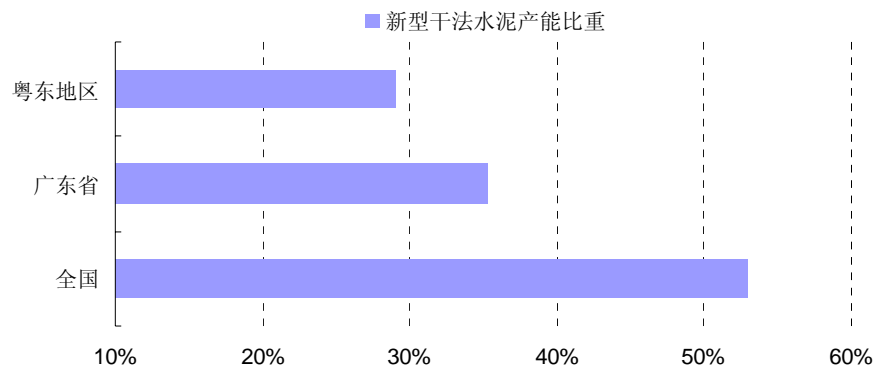
表 9. 目前粤东地区新建产能情况

公司	地点	熟料产能	水泥产能	预计投产时间
塔牌集团	福建武平	180	200	2010 年 12 月
油坑建材	广东梅州	180	200	2011 年 1 季度
金杰环保建材	广东河源	180	200	2011 年 1 季度
合计		540	600	

数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心

从目前粤东地区的现有水泥产能来看，其产能主要集中在梅州和惠州两地，而从供给面来说，对粤东市场产生最直接影响的则是梅州地区的水泥产能。从 2010 年初，梅州市政府召开的淘汰落后水泥产能工作会议中了解到，目前梅州地区的水泥生产能力 1,752 万吨，其中落后产能 1,257 万吨，占 71%，远远高于广东和全国平均水平。

图 5. 粤东地区落后产能占比较多



数据来源：广东省经济信息化委员会、梅州市政府、国元证券研究中心

注：粤东地区系 2009 年底梅州地区统计数据，广东和全国数据系 2007 年数据，2009 年数据远远高于图中的数据

根据梅州市政府的发展目标，要加快水泥工业的产业结构调整，计划到 2012 年底前淘汰 1,178 万吨落后水泥产能，其中仅 2010 年将淘汰 365 万吨产能的目标。根据这一落后产能的淘汰目标以及新建产能项目的进度，我们认为 2010-2011 年粤东地区水泥产能将会出现下降的趋势。

区域供求关系持续向好，水泥价格存在上升空间

- 供给面：新增产能较少，未来落后产能淘汰力度不断加大，2010-2011 年区域产能供给呈下降趋势
- 需求面：建材下乡政策，刺激农村市场水泥消费，加上基建投资加速，带动区域水泥需求持续提升。
- 供给偏紧，需求向好，促使粤东地区水泥行业景气度继续走高，区域水泥价格有进一步上涨空间。

珠三角市场：最坏时刻已然过去

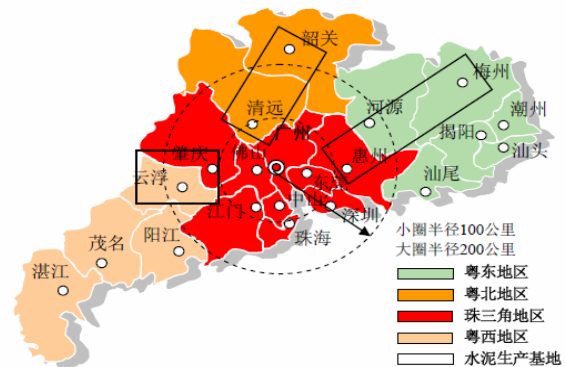
广东省是我们经济最发达的省份之一，也是国内的水泥消费大省，其年水泥需求量约为 1.15 亿吨，占全国水泥需求总量的 7.1% 左右；珠三角地区既是广东经济发展的“龙头”，也是省内最主要的水泥消费市场，水泥需求量约占全省的 3/4，主要的水泥消费需求是来自房地产和基建投资的拉动。

珠三角市场的竞争格局

受到矿产资源（石灰石）的约束，广东最大的水泥消费市场珠三角区域内几乎没有水泥熟料产能，其水泥供给基本来自于广东三大水泥熟料生产基地基地：粤北（清远、韶关）、粤西（云浮、肇庆山区）和粤东（梅州、惠州山区），以及部分通过西江水运进入广东的广西水泥。

图 6. 广东区域的水泥产业布局图

广东区域水泥产业布局图



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

尽管在粤东市场，塔牌集团具有绝对的话语权；但是在珠三角区域，公司将面对来自粤北和粤西的台泥、海螺、华润、中材等国内水泥巨头的竞争。

表 10. 截止到 2009 年底广东地区大水泥企业集团新型干法熟料产能分布情况

企业名称	熟料产能（万吨）	生产线（条）	地理位置	主要市场	备注
台湾水泥	1260	7	清远	珠三角、粤北	另：公司还持有英德海螺 25% 的权益产能，合计 180 万吨
海螺水泥	900	5	清远	珠三角、粤北	
中材集团	540	4	云浮	珠三角、粤西	注：包括中材亨达、云浮天山
华润水泥	180	1	肇庆	珠三角、粤西	
塔牌集团	630	4	梅州、惠州	珠三角、粤东	
越秀水泥	446	4	广州	珠三角	注：公司 4 条新型干法线中有 1 条系日产 700 吨生产线
光大水泥	360	2	惠州	珠三角、粤东	

数据来源：国元证券研究中心

珠三角一体化进程，以及地产回暖，刺激珠三角水泥需求向好

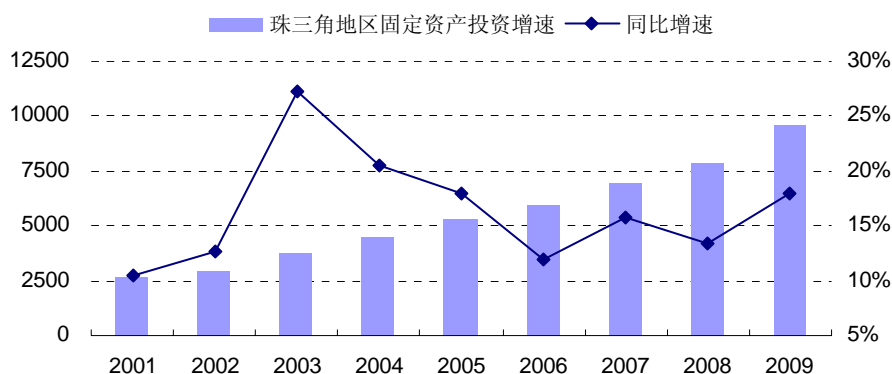
珠江三角洲是国内重要的经济中心区域之一，其城镇化水平是中国最高的区域之一，因而这就造成了其水泥的消费结构是以建筑工程和房地产市场为主。

由于珠三角地区的各项基础设施比较齐备，2003 年以后，随着基建投资进度的放缓，

导致其固定资产投资增速开始下滑。这也是目前大家对未来珠三角的水泥消费需求的主要担忧之一。为应对国际金融危机的冲击，解决珠三角地区经济结构的深层次矛盾，2009年1月，国务院审核通过了《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，以推动珠三角区域的一体化进程；加上此前广东省政府提出的“新十大工程”，这直接加大了区域内基建投资的力度。

根据《纲要》规划，未来珠三角地区将要建成环珠江三角洲地区高速公路、中山至深圳跨珠江口通道、港珠澳大桥、深港东部通道、广深港高速铁路、沿海铁路、贵州至广州铁路、南宁至广州铁路，以及广州、深圳、佛山、东莞城市轨道交通等重大项目。这些项目基本都会集中在2009-2012年之间投资开工。受此带动，2009年珠三角地区实现固定资产投资9,603.6亿元，同比增长18%，相比上年提高了5.7个百分点。

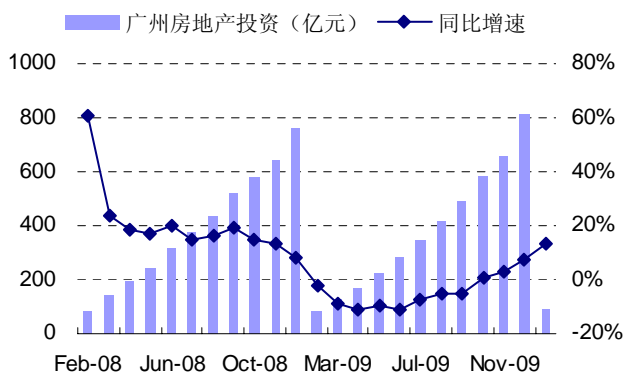
图 7. 珠三角地区固定资产投资增速开始回升



数据来源：广东省统计年鉴、国元证券研究中心

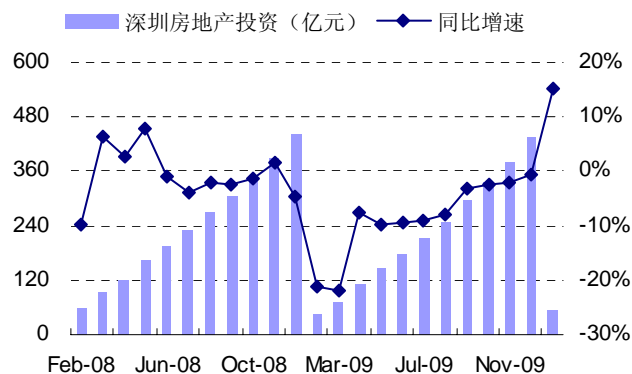
受区域内基建投资的拉动，有效避免了珠三角区域的水泥消费需求的下滑，2009年，广东省水泥产量9,988万吨，同比增长5.3%，远远落后于全国18.4%的增速。对于珠三角来说，仅仅依靠基建投资，是很难来推高行业景气度的，只有配合地产投资的回暖，才能有效地刺激水泥需求的进一步提升。因此，对未来珠三角地区的行业景气度的判断关键是看地产。

图 8. 广州房地产投资情况



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

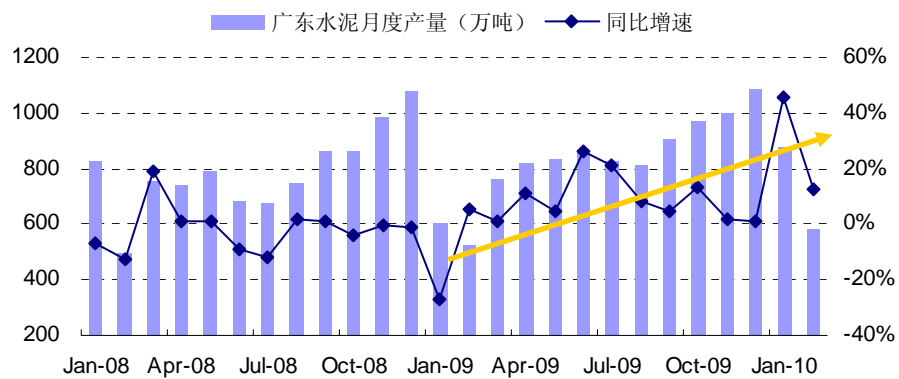
图 9. 深圳房地产投资情况



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

通过观察珠三角的中心城市广州和深圳的房地产投资数据，可以看出，受金融危机的影响，2008年之后珠三角地区的房地产投资急剧下滑，从而压缩了区域内的水泥消费需求；不过2009年2季度之后，中国的刺激性政策对珠三角地区的房地产市场起到了很大的提振作用，其投资额逐步开始回升，并先后在2009年4季度和2010年1季度恢复正增长。同期区域内的水泥消费需求也出现了明显回升。

图 10. 珠三角区域水泥需求逐渐回升



数据来源: Wind 资讯、国元证券研究中心

注: 因缺少珠三角水泥需求的官方统计数据, 且珠三角占广东水泥需求的 3/4 以上, 具有趋势的一致性, 故用其来替代说明。

短期来看, 随着房地产投资的日趋回暖, 区域内的水泥需求将得到保障; 从长期来看, 随着未来珠江三角洲一体化进程的逐步推进, 城市的集群度进一步提高, 吸引人才的不不断流入, 带动房地产市场的长期繁荣, 从而有效支撑水泥的长期需求保持稳定增长。

因此, 我们认为, 从国家战略的角度出发, 未来珠三角区域, 无论是基建投资, 还是房地产需求, 都将能很好的支撑区域内的水泥需求保持持续增长。

多方因素, 造成未来供给压力不大

虽然珠三角每年水泥的消费量占全省的 3/4 左右, 但由于区域内几乎没有水泥产能, 造成其水泥需求基本都是从粤北、粤西、粤东以及广西等地输入。

根据水泥协会的统计数据, 截止到 2009 年底, 广东地区共有新型干法水泥熟料产能 5,730 万吨, 折合水泥产能近 7,500 万吨, 实际水泥生产能力 6,300 万吨左右; 另广东地区尚有 3,700 万吨的落后产能, 合计产能近亿吨 (根据广东水泥协会的统计数据: 2007 年初, 广东共有 8,700 万吨落后产能, 截止到 2009 年广东累计淘汰 5,000 万吨左右落后产能)。

从新增产能来看, 根据媒体报道情况来看, 目前广东本土企业在建产能 3 条, 加上海螺在清新县的 2 线, 华润在封开的 2 线将会在 2010 年建成投产, 实际新增水泥产能可在 1,000 万吨左右; 其他拟建项目受国家政策影响, 一时难以顺利开工, 实际 2011 年新增产能有限, 预计不到 500 万吨。

从淘汰落后产能来看, 广东省明确要求在 2010 年再淘汰 500 万吨, 确保在“十一五”期间淘汰落后产能 5500 万吨; 另外由于国家要求 3 年内彻底淘汰全部落后产能, 2011-2012 年, 广东省每年还有超过 1,000 万吨的淘汰空间。

另外, 由于每年广西有 1500 万吨左右的水泥通过西江水运输入到广东地区, 尽管目前广西地区的水泥在建产能较多, 预计未来两年将有近 2,000 万吨的水泥产能投产, 但在这次广西大旱之后, 其省内的水利工程等基建投资的力度必然会加大, 从而加大自身的水泥需求。因此我们认为未来广西新增产能对广东市场的冲击不大, 基本维持在 2,000-2,500 万吨左右的输入量。

综合这几方面的情况发现, 由于未来产能供给放缓, 再加上落后产能淘汰所腾出的市场空间, 未来广东地区的水泥供给压力不大, 从而对珠三角市场不会形成很大的冲击。

珠三角：行业景气度见底回升

结合供求关系来看，受基建投资以及房地产新开工面积的大幅增长，刺激了区域内水泥需求，遏制了 2008 年受金融危机影响造成的需求下滑的趋势；同时随着落后产能淘汰的加速将缓解产能供给压力，广西基建投资的加速避免了外省水泥的大量输入，促使 2010 年行业供需基本保持平衡，而 2011 年水泥需求将略有缺口。

表 11. 未来三年广东省水泥供需关系预测表

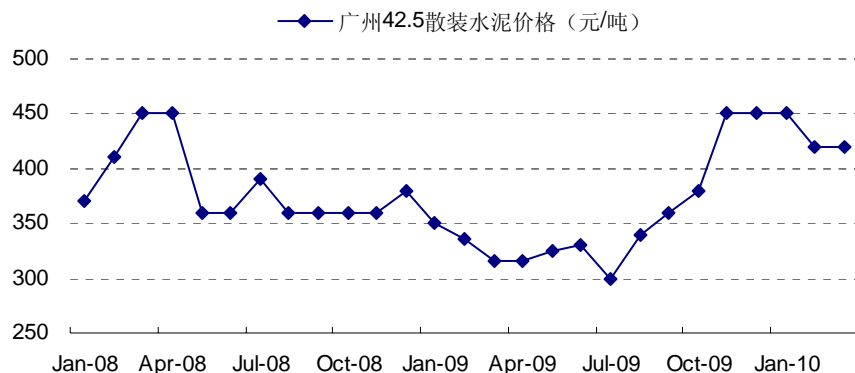
年度 (万吨)	水泥产能		实际产能	水泥产量	外省输入	水泥需求	供求差额
	落后淘汰	新增产能					
2009			10,000	9,988	1,500	11,500	
2010E	-500	1,000	10,500	10,400	2,000	12,000	400
2011E	-1000	500	10,000	10,200	2,000	12,500	-300
2012E	-1000	2,000	11,000	10,800	2,500	13,000	300

数据来源：国元证券研究中心

注：供求差额为负，表示供给不足；当出现供需缺口是，企业可通过减少停窑检修时间来增加供给

总体来说，珠三角市场最坏的时刻已然过去，行业景气度将继续攀升，2010 年和 2012 年行业供求关系将基本保持平衡，而 2011 年则会出现供需缺口。从区域内的水泥价格的变化趋势，也基本验证了我们的看法：最坏时刻已然过去。

图 11. 需求回暖，珠三角市场水泥价格回升



数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心。

公司经营分析

外部环境的变化，是推动公司业绩大幅增长的必要条件；同时，公司自身的各方面经营优势，也是我们持续看好公司关键因素。

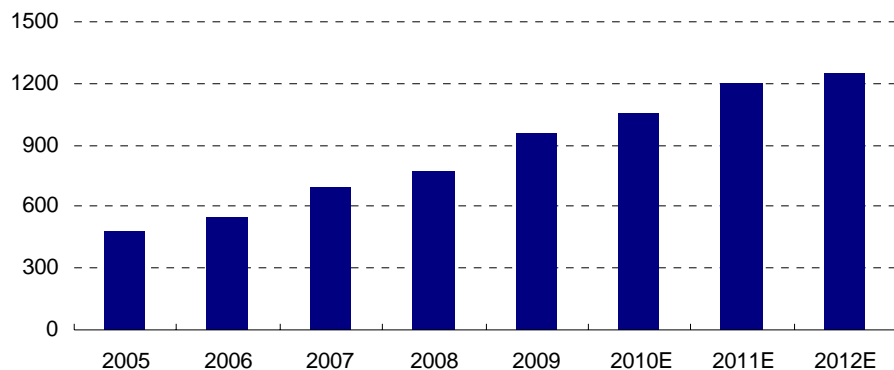
余热发电，带来成本优势

2009年，公司鑫达旋窑、福建塔牌、金塔水泥的3套余热发电机组在年末相继建投入使用，加上惠州龙门熟料生产线配套的余热发电机组，自此公司所有新型干法线均已配备余热发电系统。

目前，公司余热发电机组累计装机容量35.5MW，按每吨熟料发电35度电，每度电的发电成本0.20元，以及0.58元电价计算，每吨熟料成本节约成本13.3元，折合水泥吨成本节约11元。

按公司产能释放进度测算，我们预计2010-2010年公司水泥产量1,050、1,200和1,250万吨（未考虑公司储备项目的建成投产的影响，因国家取消限制新建产能政策的时间还存在很大的不确定性）。剔除未配备余热发电项目的12条立窑的产量，约为160吨/年，预计2010-2012年，余热发电项目将给公司节约9,975、11,900和13,671万元成本，约相当于增厚每股EPS分别为0.25、0.30和0.34元。

图 12. 公司水泥销量持续保持稳定增长



数据来源：公司资料、国元证券研究中心。

建立营销网络，贴近终端消费市场

粤东市场的水泥消费结构中农村市场占据了很大的比重。为此，公司根据不同的市场结构和客户特点，建立了以经销模式为主、直销模式为辅，多渠道、多层次的销售网络。

目前，公司已形成了以梅州水泥生产基地为中心，连接潮揭汕、横跨闽粤赣的粤东水泥销售网络；以惠州龙门水泥生产基地为中心，辐射深圳、东莞、广州等周边地区的珠三角水泥销售网络。公司的水泥销售网点超过2,000个，其中粤东地区就超过1,400个。在粤东地区的销售网络已深入到市、县、镇、村级并仍逐步完善。

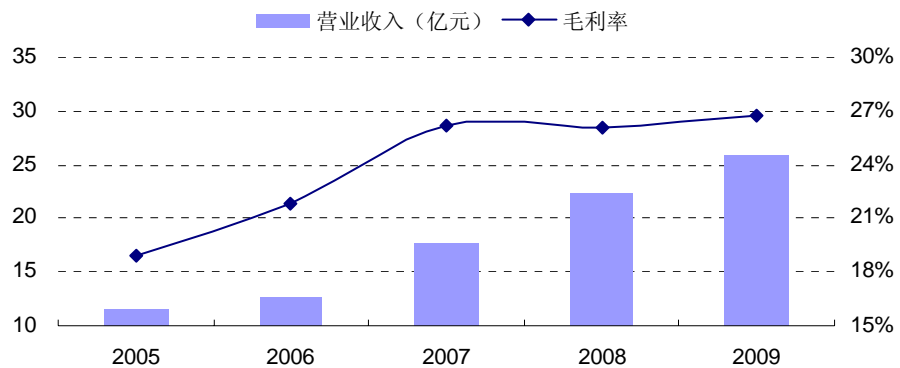
网络化的营销优势尤为突出，在粤东地区特别明显。这是在以农村市场为主的区域市场中，其市场相对比较分散，企业难以把握市场的真实状况。公司则通过网络的建设，来实现对终端市场的管理，以更加贴近终端消费市场，了解市场的真实状况，强化公司

对市场的控制力度，为提升公司的市场占有率提供了保证。

财务指标，显现公司竞争优势

公司的管理团队拥有水泥行业丰富的实践经验和丰富管理经验，随着公司规模的不间断扩大，其管理团队的协同整合能力得到充分体现。在公司实现营业收入稳定增长的同时，期产品的盈利能力也在不断提升。就在 2008 年遭受全球性金融危机冲击之后，东部很多水泥企业业绩大幅下滑，而公司仍能显示出稳健的盈利能力。

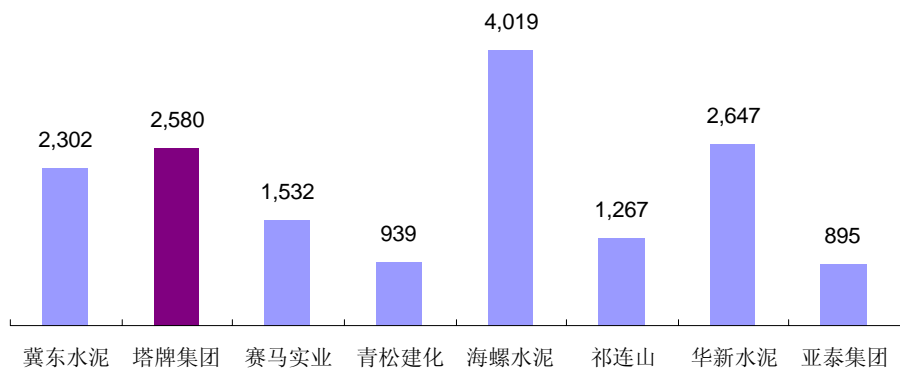
图 13. 营业收入稳步增长，盈利能力持续提升



数据来源：公司资料、国元证券研究中心。

公司的管理优势还体现在其生产效率上，我们选取已公布年报的重点关注水泥企业 2009 年的生产经营数据，经过对比发现，除海螺水泥 2009 年人均销量达到 4,019 吨，属于行业绝对领先者之外，公司基本和华新水泥、冀东水泥相当属于第二梯队。

图 14. 公司生产效率名列前茅



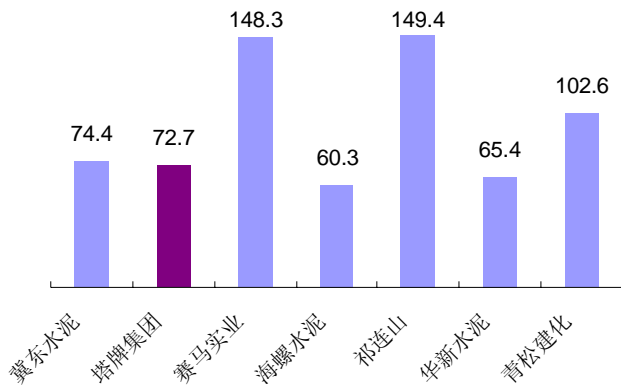
数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心。

注：图中数据系 2009 年人均销量，即水泥产品综合销量与企业员工比值

此外，公司还有 150 万吨左右的立窑熟料产能，其劳动生产率相对较低，根据等量淘汰的原则，未来采用新建产能来置换落后产能之后，公司的生产效率还有很大的提升空间。

公司的管理优势将会最终体现在产品的盈利能力上。公司 2009 年水泥产品的吨毛利为 72.7 元，在 8 家重点关注的公司当中排名第 6，但是这主要是由于区域间价格的差异所造成的。在东部区域的比较中，公司还是有一定相对优势的。从成本控制的角度来考虑，公司仅高于海螺和冀东这两个行业的佼佼者，和赛马相当，基本处于领先地位。

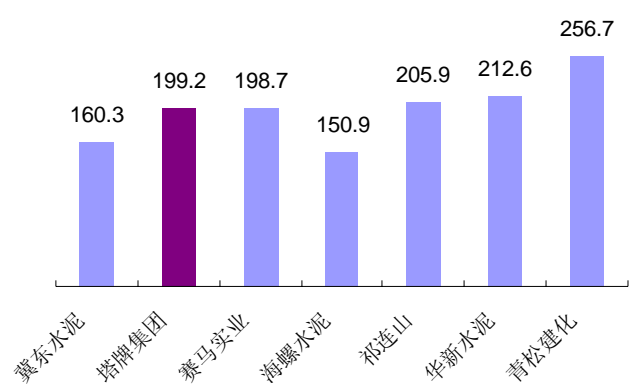
图 15. 和东部企业比，公司产品吨毛利水平有相对优势



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

注：图中数据系公司产品的吨毛利，即毛利除以销量，单位：元/吨

图 16. 除海螺和冀东外，公司成本控制有比较优势



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

注：图中数据系公司产品的吨成本，即成本除以销量，单位：元/吨

总体而言，在行业的对比当中，无论是公司产品的盈利水平，还是企业的生产效率，公司都具有相对比较优势，但是和行业龙头海螺水泥、冀东水泥相比还有一定的差距。不过，我们相信随着公司规模不断扩大，其规模效应和整合协同效应将会得到进一步的体现，从而充分保持公司在市场中的竞争力。

盈利预测和投资评级

核心假设

公司未来收入和利润增长主要是源于公司产能的扩张，以及区域景气度回升带来水泥产品价格的上涨。因此，在公司混凝土项目未完全推广之前，我们将重点关注公司水泥产品的销量以及区域水泥价格的变化。对此，我们做出盈利预测的假设如下：

1. 根据公司产能释放的进度，预计 2010-2012 年，公司水泥产品的销量分别为 1,080 万吨、1,220 万吨和 1,300 万吨；
2. 根据区域水泥需求的景气度预测，2010-2012 年，公司水泥产品的平均售价相比 2009 年将分别上涨 10、20 和 25 元/吨，即 280、290 和 295 元/吨（不含税）；
3. 基于国元证券煤炭行业研究团队的判断，认为未来 3 年煤炭价格年均 10% 的涨幅较为合理；

表 12. 公司水泥产销情况预测简表

	价格 (元/吨)			销量 (万吨)			合计	
	梅州	惠州	武平	梅州	惠州	武平	均价 (元/吨)	销量 (万吨)
2009	275	265	265	497	397	60	270	954
2010E	285	275	275	500	400	180	280	1080
2011E	295	290	285	500	400	320	290	1220
2012E	300	295	290	500	400	400	295	1300

数据来源：国元证券研究中心

表 13. 公司营收预测情况汇总表

科目	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭价格 (元/吨)	583	641	705	775
电价 (元/千瓦时)	0.58	0.58	0.60	0.62
余热发电量 (百万千瓦时)		262.5	297.5	325.5
价格 (元/吨)	270	280	290	295
成本 (元/吨)	199	197	205	212
吨毛利 (元/吨)	73	83	85	83
水泥:				
销量 (万吨)	954	1,080	1,220	1,300
销售收入 (百万元)	2,576	3,024	3,538	3,835
销售成本 (百万元)	1,888	2,128	2,501	2,756
毛利率	26.7%	29.6%	29.3%	28.1%
混凝土:				
销售收入 (百万元)		35	525	1,050
毛利率		15%	15%	15%
其他:				
收入 (百万元)		5	6	6
毛利率		5%	5%	5%
营业收入 (百万元)	2,593	3,064	4,069	4,891
合计:				
YoY		18.2%	32.8%	20.2%
营业成本 (百万元)	1,900	2,162	2,953	3,655
毛利率	26.7%	29.4%	27.4%	25.3%

数据来源：国元证券研究中心

盈利预测

基于上面的假设和前述的分析，通过我们的模型测算出公司 2010-2012 年营业收入分别为 30.64、40.69 和 48.91 亿元，年均增速达到 23.6%；实现归属母公司股东及利润 3.24、3.92、4.19 亿元，对应每股 EPS 分别为 0.81 元、0.98 元和 1.05 元。上述预测，未考虑公司拟发行可转债到期转股对公司股本的影响；即使公司拟发行可转债最终全部转股，增加不到 12% 的股本，仅摊薄公司业绩 11% 左右，影响不大。

估值和投资建议

从目前一二线水泥行业上市公司的估值情况来看，由于国内宏观经济形势不断向好，并有过热迹象，致使市场普遍形成国家刺激性经济政策将要退出的一致性预期，再加上国家对新建产能的限制，大家对行业的成长性产生担忧，致使整个水泥板块的估值水平偏低，除个别区域外，2010 年 PE 估值基本都不足 15 倍。

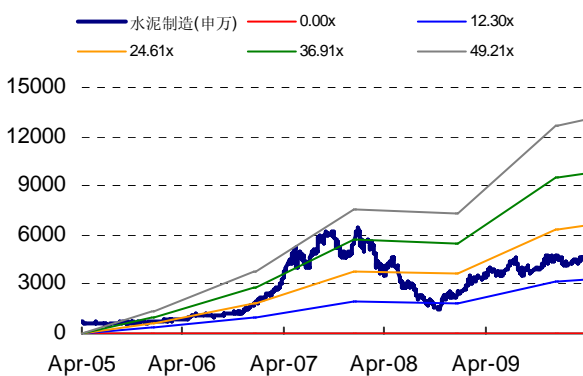
表 14. 主要水泥行业上市公司估值情况表

股票代码	公司简称	股价（元）	EPS（元/股）			PE			PB
		2010.4.16	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
002233	塔牌集团	15.28	0.54	0.81	0.98	28.3	18.9	15.6	3.2
600585	海螺水泥	41.86	2.01	3.1	3.8	20.8	13.5	11.0	2.6
000401	冀东水泥	16.69	0.81	1.2	1.5	20.6	13.9	11.1	3.0
600801	华新水泥	23.66	1.24	1.48	1.72	19.1	16.0	13.8	2.1
600425	青松建化	24.53	0.56	0.85	1.1	43.8	28.9	22.3	6.0
600720	祁连山	16.65	0.86	1.09	1.41	19.4	15.3	11.8	3.7
600449	赛马实业	30.68	2.28	2.58	3.12	13.5	11.9	9.8	2.9

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

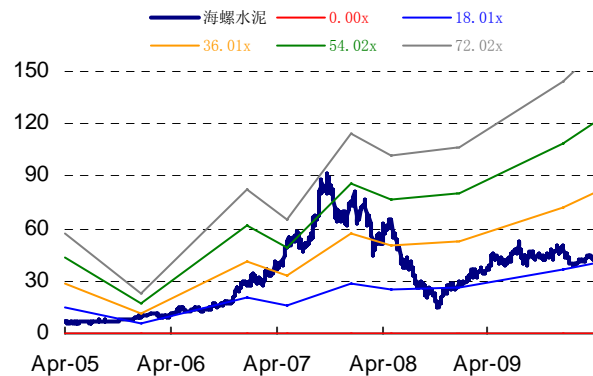
从行业的历史估值情况来看，目前行业的整个估值基本处于历史最低位，若按照 2010 年水泥企业的盈利水平来测算，整个行业的估值水平已经远低于行业的正常估值水平，在市场中属于绝对的估值洼地。

图 17. 水泥制造行业的 PE-band 图



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

图 18. 海螺水泥的 PE-band 图



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

因此，我们认为随着“建材下乡”、“落后产能淘汰”等一系列国家政策的具体时间表的推出；以及水泥行业下游需求的持续增长将继续推动企业的业绩超预期，这些都将成为水泥行业股价上涨的催化剂。按照历史行业合理的估值水平，再加上公司在粤东市场的龙头地位，我们认为给予公司 2010 年 20 倍的 PE 较为合理，对应目标价 16.20 元，给予“推荐”的投资评级。

风险提示

1. 我们对区域供求关系的分析是基于落后产能淘汰进度符合国家政策的前提下得出的，不排除部分落后产能未能及时淘汰的可能，这对区域的供求关系，尤其是落后产能占比较高的粤东市场有较大的影响；
2. 煤炭价格的暴涨，对公司业绩将会产生一定的负面影响；
3. 国家对房地产调控的力度加大，可能会降低地产商新开工的意愿，导致区域水泥需求存在低于我们预期的风险

关于市场对公司存在担忧的几个问题的说明

1. 公司 153 万吨落后产能面临淘汰的担忧。

说明：

- 由于公司的 153 万吨立窑产能，属于国家强制淘汰范围之内，未来存在淘汰的可能；
- 这 153 万吨立窑建造时间较早，同时公司的折旧年限为 10 年，早已折旧完毕，淘汰之时不会产生过多的资产减值损失；
- 公司属于广东省重点扶持的水泥制造商，根据“等量淘汰，先建后淘汰”的原则，在公司落后产能面临淘汰之时，对公司的产能规模影响不会太大，同时随着公司落后产能的淘汰，公司水泥产品的煤电耗将进一步下降，以及人员生产效率有很大的提升空间，这将进一步改善公司产品的成本结构。

2. 国家限制新建产能，对公司成长性的担忧。

说明：

- 公司目前在梅州蕉岭县的两条储备项目，确因国家限制新建产能政策而无法开工，对公司短期成长性有一点影响；
- 我们认为随着落后产能的逐渐淘汰，尤其是粤东地区这样的落后产能比重较高的区域，其新型干法水泥生产线还严重不足，因此国家会适时的放开对该区域的限制；
- 公司是粤东地区的龙头企业，属于广东省重点扶持的水泥制造商，限制政策放开后，公司储备项目将会得到优先发展；

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1012	1211	1867	2327	营业收入	2594	3064	4069	4891
现金	428	516	892	1154	营业成本	1901	2162	2953	3655
应收账款	64	56	77	101	营业税金及附加	32	35	45	54
其它应收款	16	37	41	46	营业费用	172	199	256	298
预付账款	110	108	148	183	管理费用	122	138	175	205
存货	345	432	620	721	财务费用	75	90	101	107
其他	48	61	90	122	资产减值损失	8	4	5	6
非流动资产	3204	3817	3968	4109	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	50	55	60	投资净收益	-1	2	5	10
固定资产	2868	3362	3572	3624	营业利润	284	437	539	576
无形资产	238	273	312	352	营业外收入	9	7	10	10
其他	51	132	29	73	营业外支出	1	1	1	2
资产总计	4216	5028	5835	6437	利润总额	291	444	547	584
流动负债	1687	1982	2261	2421	所得税	69	107	137	146
短期借款	1143	1232	1386	1435	净利润	222	337	410	438
应付账款	231	285	375	473	少数股东损益	7	13	19	19
其他	312	465	500	513	归属母公司净利润	215	324	392	419
非流动负债	592	791	991	1091	EBITDA	635	694	834	895
长期借款	581	781	981	1081	EPS (元)	0.54	0.81	0.98	1.05
其他	11	10	10	10					
负债合计	2278	2773	3252	3513	主要财务比率				
少数股东权益	17	30	49	67	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	400	400	400	400	成长能力				
资本公积	937	937	937	937	营业收入	16.4%	18.1%	32.8%	20.2%
留存收益	578	882	1192	1514	营业利润	9.1%	53.9%	23.1%	6.9%
归属母公司股东权益	1921	2225	2535	2857	归属于母公司净利润	10.7%	50.5%	20.9%	7.1%
负债和股东权益	4216	5028	5835	6437	获利能力				
					毛利率	26.7%	29.4%	27.4%	25.3%
					净利率	8.3%	10.6%	9.6%	8.6%
					ROE	11.2%	14.6%	15.4%	14.7%
					ROIC	10.9%	13.5%	15.2%	15.6%
					偿债能力				
					资产负债率	54.0%	55.2%	55.7%	54.6%
					净负债比率	80.51%	79.98%	79.23%	76.61%
					流动比率	0.60	0.61	0.83	0.96
					速动比率	0.40	0.39	0.55	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.66	0.75	0.80
					应收账款周转率	52	48	58	52
					应付账款周转率	8.28	8.37	8.95	8.62
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.81	0.98	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.47	1.34	1.75
					每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.56	6.34	7.14
					估值比率				
					P/E	28.40	18.87	15.61	14.57
					P/B	3.18	2.75	2.41	2.14
					EV/EBITDA	12	11	9	8

数据来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn