

2010年12月15日

# 塔牌集团

## 关注落后产能淘汰带来的盈利能力提升

**A**
**未有评级**

002233.SZ- 人民币 17.38

**李攀**

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

塔牌集团是广东省市场占有率较高的水泥制造企业之一。公司将于今年年底新增 200 万吨水泥产能，未来产能增长取决于储备的两条生产线（400 万吨产能）的审批进度。公司所处的主要区域粤东每年约有 400 万吨落后产能淘汰，考虑到整体产能投放减速，我们预计明年平均价小幅上升概率大，预计业绩今年增长 40%，明年望增长 30%。

### 主要发现

- **今年年底将新增 200 万吨产能，但是进一步扩张能力有限。**今年年底公司在福建龙岩的一条生产线即将投产，将为公司增加 200 万吨的产能，公司每年水泥满产满销，产量将伴随产能的扩张而稳步增长。目前通过收购扩张产能的成本过高，储备的生产线暂时难以获得批准，产能进一步扩张能力受限。
- **水泥销售价格上涨提高公司盈利水平。**今年 9 月之后公司所在区域水泥价格上涨，吨水泥价格较年内低点上调近 100 元，同期煤炭成本也有所上升。总体来看，去年吨水泥毛利 70-80 元左右，今年 11 月吨水泥毛利达到 100 元左右。我们预期今年业绩可较去年增长 40%。
- **区域内落后产能淘汰有利于公司提高市场控制能力。**梅州地区新型干法产能占比较低，目前有 1,000 多万吨的落后产能，预计将于三年内淘汰。公司仅有 100 多万吨落后产能。在区域内落后产能淘汰力度较大的情况下，公司生产能力受到的影响较小，销售价格有望进一步提升。
- **混凝土业务发展尚需时日。**公司今年发行可转债募集资金，共投资于 12 个混凝土搅拌站项目，混凝土业务有利于拓宽公司水泥销售渠道和拓展利润增长点，但是由于市场规范问题，以及观念变化需要时间，混凝土产能利用率较低，目前效益低于预期。

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	6	23	17	(5)
相对新华富时 A50 指数 (%)	25	26	10	15

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	400
流通股 (%)	30.1
流通股市值 (人民币 百万)	2,093
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	94
净负债比率 (%)	81
主要股东 (%)	
钟烈华	22.5

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

### 图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	2,228	2,594	2,964	3,610	4,021
增长率 (%)	27	16	14	22	11
归属母公司股东净利润 (百万元)	195	215	295	402	482
增长率 (%)	35	10	37	37	20
摊薄每股收益 (元)	0.49	0.54	0.74	1.01	1.21
市盈率 (倍)	36	32	24	17	14
每股经营现金流量 (元)	0.61	1.34	1.47	1.69	2.30

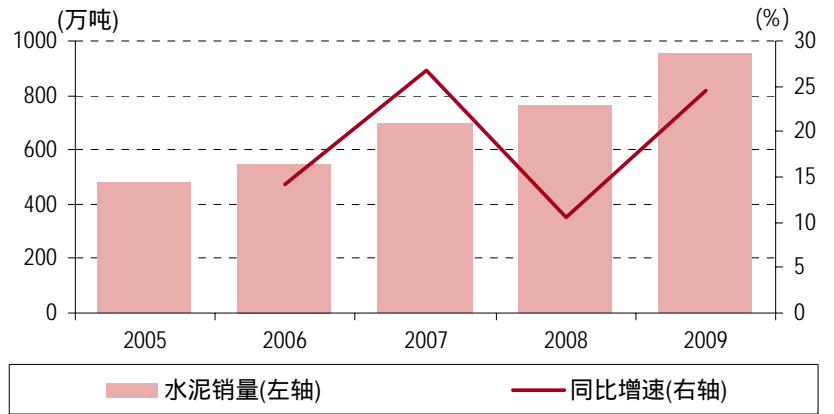
资料来源：万得资讯及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

塔牌水泥是广东省市场占有率较高的水泥制造企业之一，尤其在粤东市场拥有很高市场份额（40%以上），公司历年产能年均递增 20%左右，目前是广东省本土规模最大的水泥企业。

图表 2. 水泥销售量及同比增速



资料来源：公司招股书及年报

**现有产能情况。**截至 2010 年 11 月，公司的水泥产能约有 1,000 万吨。从产能分布来看，蕉岭和梅县粉磨站共计有水泥产能 500 万吨，惠州龙门有 400 万吨，福建武平已投产一条生产线，约有 200 万吨产能。

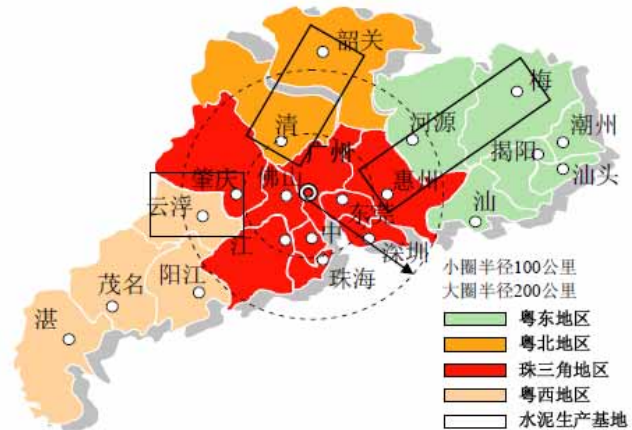
公司在粤东(汕头、揭阳、梅州等地)市场份额达到 40%。

图表 3. 产能表

	生产线	水泥产能 (万吨)	余热发电
梅州基地	立窑	200	无
	2500T/D	100	5MW
	5000T/D	200	9MW
龙门基地	5000T/D	200	7.5MW
	5000T/D	200	9MW
福建基地	5000T/D	200	7.5MW

资料来源：公司数据

图表 4.广东省主要水泥生产基地分布



资料来源：公司招股书

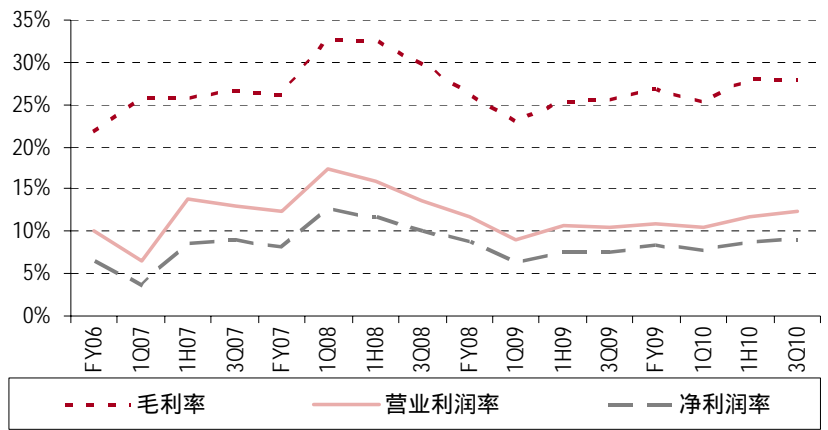
今年年底将新增 200 万吨产能，增幅近 20%。今年年底公司在福建龙岩的另一条生产线即将投产，将为公司增加 200 万吨的产能。我们预计，明年公司产能达到 1,200 万吨左右，公司每年水泥满产满销，产量将伴随产能的扩张而稳步增长。

公司现有两条储备的生产线，均为 5,000T/D 的生产线，是广东省重点工程项目，但何时获批时间不详。目前新项目审核严，需满足工业用地、矿山，环评等多方面的要求。今年梅州新生产线投放有限，仅有油坑建材新投产了一条生产线。

公司方面也曾考虑收购求发展，但目前水泥行业比较景气，短期收购价太高，通过收购方式扩张产能短期内可能性不大。

近期水泥价格上涨提高公司盈利能力。今年 9 月后华东华南水泥价格普涨，吨水泥零售价格较年内低点上调了 100 元左右，但是煤价也从每吨 600 多元涨至 700 多元。总体来看，去年吨水泥毛利 70-80 元左右，今年 11 月吨水泥毛利达到 100 元左右。我们预计全年业绩可能增 40%左右，超 50%可能性也小。

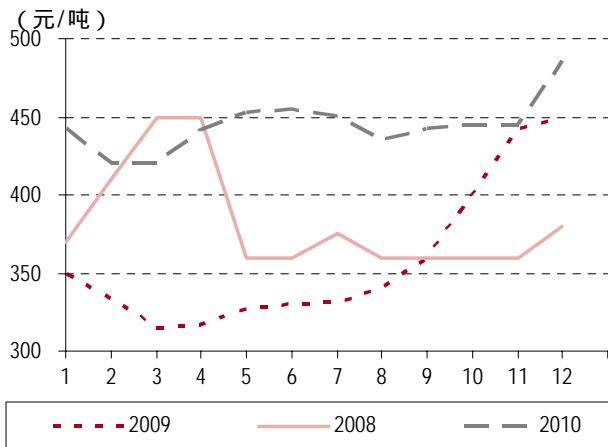
图表 5.水泥提价将有利于公司利润率提升



资料来源：公司公告

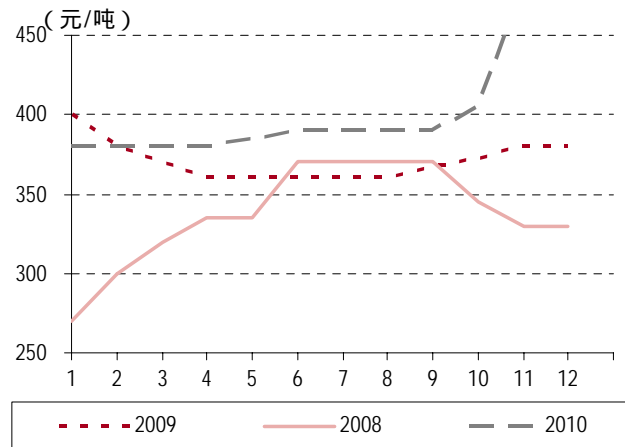
近期涨价，公司提价幅度不如海螺水泥(600585.SS/人民币 30.77，买入)，也不如市场价格反映明显。一方面原因是公司所处区域竞争对手数量多，且多为落后产能，协同效果有限。另一方面，向重点工程厦新铁路供货价格上浮有限。目前公司水泥出厂价格约为每吨 300 多元。

图表 6. 广州水泥价格(P.O 42.5 散装)



资料来源：数字水泥网

图表 7. 福州水泥价格(P.O 42.5 散装)



资料来源：数字水泥网

我们预期目前水泥价格能够维持到一月份，春节后进入雨季，且受到假期因素影响工程会停工一个月左右，所以春节后价格趋势尚难判定。从今年的情况来看，上半年雨季、8月台风均影响销售，9月后迎接旺季，1-9月累计销售 730 万吨水泥，10月和 11 月均销 100 万吨，我们预期 12 月销售将超过 100 万吨，预计全年销量达到 1,050 万吨，与产能接近。

区域内落后产能淘汰有利于公司提高市场控制能力。广东梅州地区新型干法水泥产能占比较低，目前仍有 1,000 多万吨的落后产能，未来年淘汰约百分之三十，2010 年底梅州将完成淘汰 365 万吨。公司自身仅有 100 多万吨落后产能需要淘汰，我们预期 2010 年底淘汰 40 万吨，2011 和 2012 年淘汰量相当。在区域内落后产能淘汰力度较大的情况下，公司生产能力受到的影响较小，有望进一步提高市场份额。对于落后产能的补偿方面，地方财政提出每淘汰万吨产能补贴五万，企业方面要求补贴十万，目前尚未有定论。淘汰是硬指标，如不及时完成，落后产能明年起每度电将加价一毛，后年直接拉闸。

处于较有利的竞争格局之中。从市场竞争格局来看，广东省较大的水泥生产企业包括海螺、台泥及越秀集团，海螺和台泥都位于粤北的英德市，越秀集团则主要定位珠三角地区，这些水泥企业和塔牌集团在梅州基地的销售半径不重叠。粤东大型水泥集团不多，公司在该区域市场份额在 40% 以上，具有较强的区域控制能力。此外公司在惠州的龙门基地生产的水泥主要销往搅拌站，以地产需求为主，龙门处于粤东和珠三角交界处，毗邻深圳，相比于其他大型企业有运输距离的优势。

广西每年进入广东的水泥 2,000 万吨左右。

图表 8. 广东省主要水泥企业产量

主要企业	地理位置	2009 年产量 (万吨)
台泥 (英德) 水泥	清远市	563.88
英德市海螺水泥	清远市	497.47
塔牌集团惠州龙门分公司	惠州市	396.18
江门海螺水泥	江门市	339.38
英德市龙山水泥	清远市	330.24
广州市越堡水泥	广州市	308.97
广东清远广英水泥	清远市	302.11
惠州市光大水泥	惠州市	266.44
塔牌集团	梅州市	243.96
广州市珠江水泥	广州市	228.55

资料来源：数字水泥网

粤东销售占公司总销售 60% 左右。近期大项目来看，厦新铁路年内将完工，揭阳国际机场在建，另有广州至河源高速、梅县至大浦高速。管理方面较往年加强，新干法线余热发电均已经启动。建材下乡对公司无太大影响。

混凝土业务发展尚需时日。公司今年发行可转债募集资金，以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，其中塔牌混凝土以 100%控股的方式投资于 4 座混凝土搅拌站项目，以合营投资的方式投资于 8 座混凝土搅拌站项目。

图表 9. 混凝土搅拌站项目财务评价表（单位：万元）

序号	项目名称	投产后第一个年度		投产后的第三年到第十年平均			投资回收期(年)	
		销售收入	利润总额	销售收入	利润总额	内含收益率	公司股权比例	
1	连平金塔	5,660	210	16,981	1,857	18%	4.08	100%
2	连平新恒塔	5,660	179	16,981	1,766	17%	4.25	100%
3	梅县混凝土	5,547	189	16,642	1,794	17%	4.17	100%
4	蕉岭混凝土	5,547	213	16,642	1,866	18%	4.08	100%
5	大埔混凝土	5,434	162	16,302	1,714	16%	4.33	48%
6	饶平混凝土	5,547	191	16,642	1,800	17%	4.17	49%
7	惠阳混凝土	5,660	305	16,981	2,143	20%	3.83	49%
8	揭西混凝土	5,660	216	16,981	1,876	18%	4.08	49%
9	兴宁混凝土	5,434	220	16,302	1,889	18%	4.08	49%
10	丰顺混凝土	5,660	199	16,981	1,824	17%	4.17	49%
11	陆河混凝土	5,660	138	16,981	1,643	16%	4.42	49%
12	揭阳混凝土	5,660	256	16,981	1,995	19%	4.08	49%
	<b>总计</b>	<b>67,132</b>	<b>2,476</b>	<b>201,396</b>	<b>22,166</b>	<b>18%</b>		

资料来源：公司公告

此外公司还参股了二三十个混凝土项目，目前一方混凝土售价 250 元左右。公司使用三一重工泵车，每台价格为三四百万。公司混凝土布局暂在市县层级，半径覆盖四五十公里。混凝土产能发挥到 30-40% 已经很好。未来农村市场份额将缩小，需求会向混凝土转移。投资于混凝土搅拌站项目有助于公司向下游行业进军，完善公司自身产业链，但是由于市场规范问题，以及观念变化需时间，目前效益低于预期。

**总体结论。**我们预计，公司水泥产能到 2010 年底为 1,050 万吨，2011 年底将达到 1,200 万吨，12 年底产能增长取决于储备的两条线(400 万吨)审批进度(前述产能已考虑公司自身年均约 40 万吨落后淘汰)。公司基本满负荷运转，故销量增长与产能增长预期同步。考虑到粤东区域每年约 400 万吨的淘汰，及整体减速的新产能投放，水泥年度平均销售价格小幅上升的概率较大。我们预计业绩今年增长 40%，明年增长 30%。

图表 10. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2009年 1-3 季度	2010年 1-3 季度	同比增长%
营业收入	1,736	2,046	17.9
营业成本	(1,291)	(1,475)	14.2
营业税金及附加	(22)	(22)	1.8
销售费用	(114)	(129)	13.4
管理费用	(70)	(107)	52.3
财务费用	(56)	(60)	6.9
资产减值损失	(2)	(0)	(96.7)
公允价值变动	0	0	N.A
投资收益	(0)	(1)	318.2
汇兑净收益	0	0	N.A
营业利润	181	252	39.2
营业外收入	1	4	176.2
营业外支出	(1)	(4)	260.2
利润总额	182	252	39.1
所得税费用	(44)	(66)	51.6
净利润	138	186	35.1
少数股东损益	(6)	(1)	(79.1)
归属于母公司所有者的净利润	132	185	40.5

资料来源：公司数据

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 13 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371