

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268
0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055
0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 16.97元

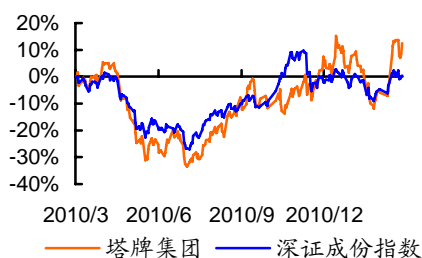
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12633.88
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	120
流通市值(亿)	20
EPS (TTM)	0.67
每股净资产(元)	4.84
资产负债率	54.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
塔牌集团	27.59	11.06	30.54
深证成份指数	10.37	0.24	15.23



相关报告

《塔牌集团-转债进入转股期和粤东市场有望进入景气周期可能触发股价上涨》
《塔牌集团-未来业绩增长还是取决于粤东的水泥》2010-12-13

塔牌集团

002233

推荐

公司未来发展主要看粤东

2月24日,我们联合多家机构调研了塔牌集团,就公司业务区域行业景气度以及公司生产经营进行了沟通交流,并实地参观了福建塔牌在武平的生产线,现将调研纪要整理如下。

投资要点:

- **粤东市场发展空间巨大且相对封闭。**粤东经济发展水平落后于全省,广东省委出台专门的政策支持东西两翼发展。十二五期间,粤东有多项重点项目开工建设。粤东梅州计划在10-12年淘汰所有落后产能1200万吨,每年淘汰1/3,为现有新型干法企业发展腾出巨大发展空间。由于区域以外尤其是广西的水泥进入粤东的成本较高,所以粤东水泥行业相对封闭。公司在粤东市场占有率高达45%,是绝对的行业龙头,对粤东市场有一定的控制力。
- **珠三角市场竞争相对激烈。**每年粤西粤北有大量水泥进入珠三角,广西也有2000万吨水泥通过北海和西江进入珠三角,竞争相对激烈,但得益于珠三角近三年的高景气,公司在惠州龙门基地的盈利较好。由于未来珠三角固定资产投资,尤其是房地产可能下滑,区域水泥市场将承受一定压力。
- **公司经营发展比较稳健,十二五产能目标2000万吨。**公司发展稳健,生产线选址也较好,惠州龙门生产线靠近珠三角,石灰石资源丰富,竞争虽然相对激烈,但没有粤西和粤北激烈;福建武平资源丰富,武平生产线目标市场依然以覆盖潮汕地区为主。公司现有产能1200万吨,计划十二五达到2000万吨的目标。
- **公司成本相对小企业优势明显。**公司新型干法生产线除一条是2500t/d之外,其余全是5000t/d,并且均配备余热发电设备,综合生产成本明显低于小企业。粤东对落后产能实施差别电价,考虑到峰谷电,公司每度综合电价比立窑企业低0.25元,按立窑单吨水泥耗电100度测算,公司吨水泥用电成本比立窑企业低25元。
- **给予“推荐”投资评级。**根据公司业绩快报,10年公司EPS为0.77元,根据我们的盈利预测,公司11-12年的EPS为1.04、1.12元,目前股价对应11年PE16.46倍,给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 粤东固定资产投资增速低于预期

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2594	3034	3685	3953
同比(%)	16%	17%	21%	7%
归属母公司净利润(百万元)	215	308	414	449
同比(%)	11%	43%	35%	8%
毛利率(%)	26.7%	28.6%	28.8%	28.7%
ROE(%)	11.2%	13.9%	16.4%	15.7%
每股收益(元)	0.54	0.77	1.04	1.12
P/E	31.74	22.22	16.49	15.22
P/B	3.56	3.09	2.70	2.39
EV/EBITDA	13	13	10	9

资料来源:中投证券研究所

一、粤东水泥市场发展空间巨大且相对封闭

1.1 粤东经济发展相对落后

梅州经济比较落后，人口 1000 多万，只有两条高速公路；而整个汕头地区经济发展也落后于广东。省委书记汪洋同志多次提出落后地区如何发展经济的问题，提出一是做好招商引资，二是做好双转移。

1.2 基础设施建设潜力较大

粤东未来是广东发展的重点区域，广东专门出台支持东西两翼发展的政策措施。未来粤东的一些重点项目包括：汕头机场、河源到广州的高速公路、梅州到福建高速公路、武平到永定高速公路、梅州县高速公路技术改造等。

1.3 落后产能淘汰对公司产生积极影响

10 年梅州产能 2000 万吨，落后产能 1200 万吨，计划 10-12 三年内各淘汰 1/3，12 年底前淘汰完毕。政府淘汰落后产能的措施主要有两个，一是对落后产能实施差别电价，并且通过从电网角度加强对落后产能的监控力度，二是对淘汰的每万吨落后产能补贴 3-5 万元。

由于目前新生产线审批没有放开，落后产能淘汰后，将对公司业绩产生积极影响，为公司的发展腾出巨大空间。

1.4 市场相对封闭

粤东石灰石主要集中在梅州，汕头没有石灰石，而水泥厂一般建在矿山附近，所以粤东的水泥企业主要在梅州。水路运输加陆路运输成本就比较高，因此粤东以外的水泥，尤其是广西的水泥对粤东影响有限。

1.5 公司在粤东市场占有率高达 45%

粤东一直以来是公司发展的根基，市场占有率高达 45%；在粤东没有大企业的情况下，公司竞争优势比较明显。随着福建塔牌二线 4500t/d 生产线去年 12 月投产，目标市场也是潮汕地区，进一步强化了公司在粤东的龙头地位。

公司大部分水泥通过代理商销售，但重点工程采取直销，约占公司销量的 20%，其中在建的厦深铁路超过 90%水泥使用塔牌产品，并准备积极参与广珠澳大桥的招投标。

二、珠三角竞争激烈，但过去两年公司在珠三角盈利

较好

珠三角水泥行业竞争比较激烈，既有粤西粤北的水泥进入，也有广西水泥进入。广西每年进入广东的水泥约 2000 万吨，主要通过两条水路进入，一是北海进入珠三角，这个比重不大；二是通过西江进入，这个占比较大，但目前西江在修船闸，将影响广西进入珠三角的水泥量。

公司在珠三角的生产线布局在惠州龙门，主要目标销售市场为惠州、东莞、河源。由于近三年珠三角水泥行业景气度较高，所以 08 年以来惠州基地利润比较好。

三、公司经营发展比较稳健，十二五产能目标 2000 万

吨

公司发展稳健，生产线选址也较好，惠州龙门生产线靠近珠三角，石灰石资源丰富，但竞争没有粤西和粤北激烈；福建武平资源丰富，目标市场依然以覆盖潮汕地区为主。

管理层比较专业化，均有二三十年水泥行业的工作经验；去年公司管理层刚换届，管理团队比较有积极进取的精神。

公司在 10 年年报中已将落后产能的减值准备全部提完，金额约 1200 万元左右。

公司十二五的产能目标是 2000 万吨，现在产能 1200 万吨。目前公司没有生产线批文，一旦国家放开生产线建设，公司将积极争取。

表 1: 公司生产线情况

	生产线	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	投产日期
机立窑	华山水泥 6 条窑	100	100	100	100	100	100	50	50	
	华山水泥熟料分厂 3 条窑	60	60	60	60	60	60	-	-	
	蕉岭恒基建材 3 条窑	60	60	60	60	60	60	60	-	
	蕉岭鑫达水泥 5000t/d	200	200	200	200	200	200	200	200	2003 年 6 月
新型干法	梅州金塔水泥 2500t/d	100	100	100	100	100	100	100	100	2005 年 6 月
	惠州龙门分公司一期 4500t/d	-	200	200	200	200	200	200	200	2006 年 10 月
	惠州龙门分公司二期 4500t/d	-	-	-	200	200	200	200	200	2008 年 8 月
	福建武平塔牌一期 4500t/d	-	-	-	-	200	200	200	200	2009 年 8 月
	福建武平塔牌二期 4500t/d	-	-	-	-	-	200	200	200	2010 年 12 月
	合计	520	720	720	920	1120	1320	1210	1150	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、公司水泥价格及成本费用

目前蕉岭和武平 42.5 级水泥出厂价 360 元/吨（含税），惠州出厂价 380 元/吨（含税）。

公司新型干法生产线除一条是 2500t/d 之外，其余全是 5000t/d，并且均配备余热发电设备，综合生产成本明显低于小企业。我们实地参观的武平生产线单吨水泥标煤耗 105 公斤，电耗 83 度，能耗处于行业较低水平。

公司煤炭价格跟随市场，库存一般可以满足一个月的生产所需。从购买区域看，煤炭主要来自福建、内蒙古和越南三个区域。

大型企业享受峰谷电，但立窑厂电价去年 5 月加了 5 分，7 月加了 5 分，今年又加了 1 毛，综合考虑峰谷电，公司电价比立窑低 0.25 元，立窑一吨水泥需要 100 度电，所以公司一吨水泥的电力成本较立窑低 25 元左右。

公司工人大部分是本地人，人工成本相对较低。

公司银行授信 40 亿，目前用了十多亿，贷款利率为基准利率。

五、混凝土业务今年开始盈利

商品混凝土在二三线城市发展很快，商品混凝土对业主来说，节省了人工成本，并且质量有保障。

目前公司大部分混凝土搅拌站已经建好，主要覆盖区域依然是潮汕、梅州、惠州等公司传统业务区域，一般情况下每个搅拌站覆盖区域 40 公里。

一方混凝土水泥需求 200 公斤，搅拌站建设延伸公司了产业链，确保混凝土的水泥用公司产品。

混凝土行业直销和代销的比例差不多，公司没有对比例下目标，只要资金占用不大即可，预计今年可以盈利。

六、盈利预测假设

表 2：公司分区域水泥销量及成本、毛利假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
粤东						
产能（万吨）	520	520	720	920	810	750
销量（万吨）	692.7	508.8	557.1	668.0	800.0	800.0
+/-						
单位价格（元/吨）	240.9	288.7	276.0	280.0	290.0	295.0
+/-						
单位成本（元/吨）	181.5	213.7	197.9	202.8	202.0	202.0
+/-						
吨毛利（元/吨）	65.7	75.8	72.0	77.2	88.0	93.0
毛利率（%）	24.7	26.0	28.3	27.5	30.3	31.5
珠三角						

产能 (万吨)	200.0	400.0	400.0	400.0	400.0	400.0
销量 (万吨)		257.2	397.2	400.0	400.0	400.0
+/-						
单位价格 (元/吨)	262.2	290.7	263.0	291.0	285.0	285.0
+/-						
单位成本 (元/吨)	181.5	213.7	197.9	202.8	202.0	202.0
+/-						
吨毛利 (元/吨)	80.8	77.0	65.1	88.2	83.0	83.0
毛利率 (%)	30.8	26.5	24.8	30.3	29.1	29.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

七、投资建议：推荐

根据公司业绩快报，10年公司每股收益0.77元，根据我们预测，公司11、12年每股收益分别为1.04元和1.12元，目前股价对应11年PE16.46倍，估值不贵，给予推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1012	835	1002	1245
现金	428	7	4	204
应收账款	64	60	75	82
其它应收款	16	31	34	35
预付账款	110	237	295	289
存货	345	470	552	586
其他	48	31	43	48
非流动资产	3204	3689	3941	3985
长期投资	47	31	35	36
固定资产	2868	3329	3553	3557
无形资产	238	281	324	366
其他	51	47	29	27
资产总计	4216	4523	4943	5230
流动负债	1687	1606	1801	1862
短期借款	1143	815	992	1000
应付账款	231	303	352	378
其他	312	487	458	484
非流动负债	592	691	591	491
长期借款	581	691	591	491
其他	11	0	0	0
负债合计	2278	2297	2392	2353
少数股东权益	17	19	21	23
股本	400	400	400	400
资本公积	937	937	937	937
留存收益	578	865	1187	1512
归属母公司股东权益	1921	2208	2530	2855
负债和股东权益	4216	4523	4943	5230

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	536	452	561	724
净利润	222	310	416	451
折旧摊销	276	170	198	213
财务费用	75	63	66	60
投资损失	1	1	0	-1
营运资金变动	-47	-69	-132	0
其它	9	-24	13	0
投资活动现金流	-716	-640	-460	-255
资本支出	590	600	400	200
长期投资	-51	-15	4	1
其他	-178	-55	-56	-55
筹资活动现金流	130	-233	-104	-269
短期借款	128	-328	176	8
长期借款	431	110	-100	-100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-47	0	0	0
其他	-382	-16	-180	-177
现金净增加额	-51	-421	-3	200

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2594	3034	3685	3953
营业成本	1901	2166	2622	2818
营业税金及附加	32	33	41	43
营业费用	172	193	234	251
管理费用	122	158	173	186
财务费用	75	63	66	60
资产减值损失	8	12	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-0	1
营业利润	284	409	549	595
营业外收入	9	10	13	13
营业外支出	1	6	7	7
利润总额	291	413	555	601
所得税	69	103	139	150
净利润	222	310	416	451
少数股东损益	7	2	2	2
归属母公司净利润	215	308	414	449
EBITDA	635	642	813	869
EPS (元)	0.54	0.77	1.04	1.12

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.4%	17.0%	21.4%	7.3%
营业利润	9.1%	43.8%	34.3%	8.4%
归属于母公司净利润	10.7%	42.9%	34.7%	8.3%
获利能力				
毛利率	26.7%	28.6%	28.8%	28.7%
净利率	8.3%	10.1%	11.2%	11.4%
ROE	11.2%	13.9%	16.4%	15.7%
ROIC	8.3%	9.2%	10.9%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	54.0%	50.8%	48.4%	45.0%
净负债比率	80.51	73.34%	72.65	70.29%
流动比率	0.60	0.52	0.56	0.67
速动比率	0.40	0.23	0.25	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.69	0.78	0.78
应收账款周转率	52	46	52	48
应付账款周转率	8.28	8.11	8.01	7.73
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.77	1.04	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.13	1.40	1.81
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.52	6.33	7.14
估值比率				
P/E	31.74	22.22	16.49	15.22
P/B	3.56	3.09	2.70	2.39
EV/EBITDA	13	13	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434