

# 落后产能淘汰带来替代式发展空间， 淡季价格坚挺业绩有超预期可能

2011年3月20日

推荐/首次

水泥行业

调研快报

## ——塔牌集团（002233）调研快报

俞鹏程 建筑建材行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

010-66507325

### 事件：

近日，我们对塔牌集团进行了实地调研，与公司董秘曾皓平先生等进行了充分的交流，要点如下：

观点 1：广东省落后产能比例超过 35%，而粤东地区，尤其是梅州市落后产能占比更大，新型干法有较大替代式发展空间。

截至 2010 年 12 月底，广东新型干法线熟料产能 5468.4 万吨（共 47 条新型干法线，其中 2010 年新增 4 条，增加熟料产能 480.5 万吨），而 2010 年全年广东 2010 年累计熟料产量 8293 万吨（同比增长 7.8%），按简单比例关系计算的话，广东省落后产能比例超过 35%（新增 4 条新型干法线在 2010 年只能发挥部分产能，且已有新型干法产能生产线也不可能 100% 满产）。

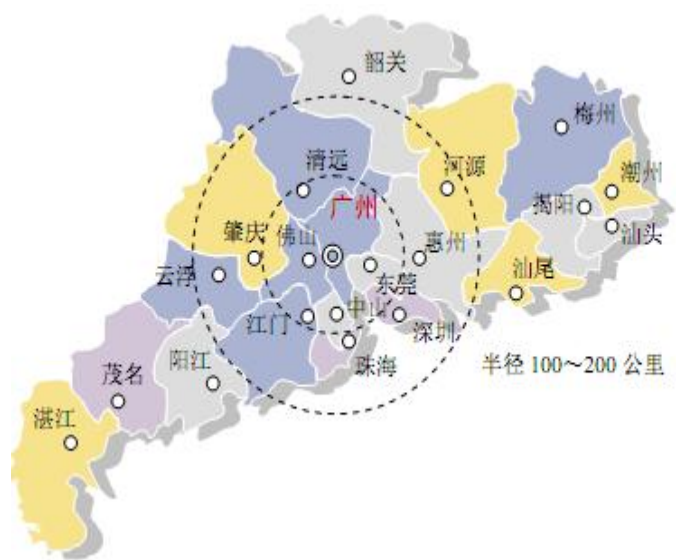
粤东地区包括梅州，揭阳，潮州，汕头，汕尾，河源和惠州五市，其中梅州和惠州为水泥主产区（其中梅州 10 年生产水泥 1468 万吨，惠州生产 1337 万吨，两市产量合计占全省比例近 25%），而梅州地区目前落后产能高达 800 万吨，占比接近 50%（10 年梅州已淘汰落后约 360 万吨产能），12 年之前将淘汰完毕，预计今明两年每年将淘汰约 400 万吨落后产能（惠州地区的落后产能约 200-300 万吨，空出的市场由珠三角（区域内竞争十分激烈）水泥生产企业和公司共同填补的概率较大）。因此粤东尤其是梅州地区，在落后产能淘汰的过程中，有较多的市场空间有待公司填补。

表 1、广东主要市区 2010 年水泥产量

地区	水泥产量	企业家数	平均产量	全省占比
清远	2655	40	66	23.01%
惠州	1468	28	52	12.72%
梅州	1337	48	28	11.59%
江门市	960	41	23	8.32%
广州市	868	12	72	7.52%
云浮市	706	17	42	6.12%
肇庆市	666	11	61	5.77%
佛山市	636	14	45	5.51%
湛江市	583	18	32	5.06%
韶关市	404	33	12	3.50%
合计	10283	262	39	89.12%
广东	11537	305	37.83	

资料来源：DC，东兴证券

图 1、广东地图



资料来源：DC

观点 2: 未来公司在粤东地区的市场占有率将获得质的提升

塔牌集团 10 年产量为 1075 万吨，占粤东产量约 38%。目前公司生产线已经完成了对粤东市场的生产线布局（粤东东北有 400 万吨产能的龙岩武平线，西南有 400 万吨产能的惠州龙门线，中有约 400 万吨产能的梅州生产基地），同时公司已控制了粤东地区主要的石灰石资源，区域内山路较多，运输成本高，区域外水泥产品进入困难，粤东市场较为封闭，因此公司对粤东市场较具控制力。

同时，公司是梅州市纳税大户，属地方经济支柱，长期获得梅州市政府的大力支持，银行（尤其是建行）贷款方面支持力度也较大；目前公司正积极申请在现有立窑生产线淘汰后就地新建 10000t/d 的生产线，已获省政府支持；由于广东省尤其是梅州地区淘汰落后产能数量较大，我们认为公司新线未来获得发改委批准的概率较大。若 2012 年梅州地区的落后产能如期全部淘汰，公司新建生产线获批，则公司在粤东地区的市场占有率将有质的提升！

区域其它水泥公司基本上为民营企业，规模较小（梅州市 48 家水泥企业，10 年平均产量仅 28 万吨），资金实力弱，在目前高耗能行业贷款从紧，项目自有资金比例增加以及新生产线暂停审批的情况下，再重新自建线的概率很小（以梅州当地较有实力的民营水泥企业油坑集团为例，其在蕉岭县的日产 5000 带余热发电的生产基地于 09 年 8 月开建，根据实地调研情况，目前建设基地依然没有看到设备进场；与其合作的贤成矿业已将其持有的龙腾水泥（油坑集团的水泥品牌）股权在 11 年 3 月回售给油坑集团）。

表 2、公司生产线情况

类型	地区	名称	生产线规模 (t/d)	实际产能 (万吨)	投产时间	备注
立窑	梅州	华山水泥 6 条窑	-	120	-	2010 年底已淘汰 4 条 (约 80 万吨产能)，计划 2011 年底淘汰 4 条，12 年年底全部淘汰
		华山水泥熟料分厂 3 条窑	-		-	
		恒基建材 3 条窑	-		-	
新型干法	惠州	鑫达水泥	5000	200	2003.06	
		金塔水泥	2500	100	2005.6	
		龙门分公司一期	5000	200	2006.1	
	龙岩	龙门分公司二期	5000	200	2008.8	
		武平塔牌一期	5000	200	2009.8	
		武平塔牌二期	5000	200	2010.12	
合计			1220			

资料来源：公司公告，东兴证券

观点 3: 目前公司水泥价格在淡季仍维持高位，全年销售均价同比有望获高增长。

公司主要生产基地梅州地处广东与福建（龙岩）交接处，森林覆盖率达 80%，雨季时间长，对工程施工进度影响较大。按往年规律，每年 1 月份市场进入淡季后价格开始下跌，3 月进入雨季后价格跌幅最大，7、8 月份趋于平稳，9 月份消化完库存，开始涨价一直到 12 月末。因此，四季度是公司盈利能力最强的时期（2010 年四季度净利润占比约 40%），3 月份一般是公司产品价格跌幅最大的时期。而根据我们实地调研情况，今年粤东地区价格较为坚挺，跌幅较小，目前依然维持在 42.5 号水泥 410 元（含税），32.5 号水泥 360 元左右的高位，预计公司 11 年水泥销售均价同比上涨可观。

惠州龙门生产基地的产品售价与珠三角尤其是广州联动性较强。根据数字水泥网的调查情况，目前广州地区 42.5 号水泥市场售价 450 元/吨，32.5 号水泥售价 400 元/吨（均含税），也明显高于 10 年同期水平（380 元，340 元）

**观点 4、11 年广东深化差别电价改革，有利于提高新型干法企业盈利水平和落后产能的淘汰。**

10 年广东开始实施差别电价，对立窑等落后产能加价 0.1 元；11 年进一步深化差别电价，对落后产能在原价基础上再加价 1 毛，目前立窑相比新型干法生产线用电成本已高出 0.2 元。以公司武平县生产基地为例，每生产一吨水泥需要耗煤 107 公斤标准煤，耗电不到 85 度（熟料大概 55-60 度），电价在 0.61 元/度；对于立窑生产线来说，每吨水泥约耗电 100 度，每度电贵 0.2 元，则单吨水泥成本在电耗上较新型干法生产线贵出近 30 元，新型干法生产线的成本优势十分明显。

### 结论：

中期来看，广东省尤其是粤东的梅州地区有较大的落后产能在未来两年内全部淘汰，公司产能有较大替代式增长空间；同时作为当地的支柱性企业，公司将获得新线审批，资金贷款（公司在当地银行有 40 亿的信用额度，目前只用了 10 多亿），电力供应等方面的政策倾斜，公司在粤东地区的地位将进一步巩固，市场占有率有望从目前的 35% 迅速增至 50% 以上，区域集中度大幅上升；同时，粤东地区的水泥产能以农村市场和基建需求为主，需求增长稳中有升。结合粤东地区相对封闭的市场情况，我们认为，今年两年，公司在粤东地区的盈利能力将显著增长。

短期来看，粤东和珠三角市场水泥价格同比维持高位，淡季较为坚挺，预计 11 年公司水泥销售均价同比增长是大概率事件。

我们预计公司 11 年至 12 年公司每股收益分别为 1.15 元和 1.41 元，对应 PE 分别为 15.81 和 12.93 倍，给予 11 年 20 倍市盈率，目前价 23 元，给予“推荐”评级。

**表 3、公司未来产量及毛利情况预测**

项目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
收入	1712540352	2217893200	2575868600	3127887572	3660000000	3680000000
销量	693	766	954	1068	1200	1150
单价	247.1	289.5	270.0	292.9	305	320
单吨成本	181.4	213.7	197.9	207.4	210	212
吨毛利	65.7	75.8	72.1	85.4	95.0	108.0
毛利率水平	26.23%	26.11%	26.73%	29.17%	31.15%	33.75%

资料来源：公司公告，东兴证券

**表 4、盈利预测**

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	2,228.45	2,593.92	3,127.89	3,660.00	3,795.00
主营收入增长率	26.82%	16.40%	20.59%	17.01%	3.69%
EBITDA（百万元）	522.49	635.22	808.70	980.43	1,108.21
EBITDA 增长率	18.04%	21.58%	27.31%	21.24%	13.03%
净利润（百万元）	194.81	215.22	308.06	460.86	563.72
净利润增长率	35.42%	10.48%	43.14%	49.60%	22.32%

ROE	10.88%	11.20%	14.26%	18.22%	18.91%
EPS (元)	0.540	0.540	0.770	1.152	1.409
P/E	33.74	33.74	23.66	15.81	12.93
P/B	4.07	3.79	3.37	2.88	2.45

资料来源：东兴证券

## 风险提示

- 1、粤东地区天气情况不佳导致当地工程进度受阻
- 2、珠三角地区房地产投资大幅下滑导致公司惠州线效益不佳
- 3、宏观经济紧缩超预期导致工程项资金紧张，从而导致水泥需求放缓
- 4、落后产能淘汰力度低于预期

## 分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。