



塔牌集团调研简评

公司评级 买入 **增持** 中性 减持
目标价 13.00 元
报告日期 2009 年 2 月 6 日 星期五

罗 果

建筑建材行业资深分析师

63325888×6070

luoguo@orientsec.com.cn

事件：

我们对广东塔牌水泥集团（002233）进行了调研，调研的简要情况如下：

我们的观点：

● 公司近三年持续有新生产线投产，09 年产量增速将达 30%。

公司目前已有产能为 928 万吨，分布在广东梅州和惠州龙门两个生产基地，其中梅州本部产能 528 万吨，销售覆盖粤东区域，惠州龙门基地 400 万吨，销售主要覆盖惠州深圳等珠三角地区。除此之外，福建龙岩基地 400 万吨水泥处于在建过程中，一期 200 万吨将于 2009 年 6 月之前投产，二期 200 万吨计划 2010 年底投产，新基地靠近梅州本部，销售主要覆盖粤东闽西赣南市场。2008 年公司水泥产销量为 750 万吨，预计 2009 年产量将达到 950 万吨，产量增速达 30%。

● 粤东市场是国内少有的新增产能少，市场需求旺盛的区域，差别电价将加快落后水泥淘汰进度，09 年市场前景十分看好。

塔牌集团在粤东市场占有率为 45%，新型干法水泥市场占有率在 70% 以上，区域内的新型干法水泥产能主要为公司所有，塔牌对该区域具有很强市场控制力。目前粤东区域严格控制新建产能，实行等量淘汰，水泥总产能基本没有增长。该区域立窑比例在 60% 以上，淘汰空间巨大，留给塔牌集团极大的发展空间。且 09 年三月广东省将对落后立窑实行差别电价（比新型干法每度电高 0.2 元），将加快立窑淘汰进度。

从需求来看，粤东地区 60% 为农村市场，水泥需求稳步增长，且国家在明显加大该区域的基建投资力度。09 年将有厦深高速铁路、揭阳机场、广州至河源高速公路等大型基建项目开工建设，由于基建项目需 42.5 以上水泥，塔牌集团是基建项目的主要供应商。公司已经中标厦深高铁 4 个标段中三个标段的 2009 年所需水泥 100 万吨（厦深铁路水泥总用量将达到 600 万吨，其中四分之一将由塔牌集团供应）。粤东水泥价格除了 08 年 7-9 月受雨季影响有小幅回落，近期一直稳定在较高水平。

● 在珠三角市场，公司相比于海螺水泥等主要竞争对手具有明显的地缘优势

公司福建龙岩生产基地面向的闽西赣南新农村市场与粤东市场相类似，惠州龙门基地面向珠三角，该区域水泥用于房地产比例较高，会受到需求整体下滑的压力。但是龙门基地处于粤东珠三角交界处，地理位置好，距离深圳市区 180 公里，该区域主要竞争对手英德海螺和台泥运距则达 400 公里，因此公司出厂价要高出 40 元/吨，竞争优势十分明显。且该生产基地也可销售至粤东市场，

● 成本控制力强是公司的一个重要特征

公司煤炭 80-90% 使用福建的无烟煤，10-20% 使用北方海运过来的烟煤，公司 08 年的吨水泥煤耗仅 127 公斤，远远低于大部分水泥企业。公司有自备电厂，有五台发电机组合计 7.2 万千瓦的发电量，新建的新型干法线都配备有低温余热发电。在 08 年煤炭价格大涨的背景下，公司煤炭和电力成本仍只占总生产成本的 60%。

● 09 年业绩为 0.65 元，成长性较为确定，给予“增持”评级

我们判断公司 09 年整体水泥盈利能力能维持在 08 年水平，预计 08 年业绩 0.48 元，09 年业绩为 0.65 元，当前 10 元股价相当于 15.4 倍动态 PE，与整体水泥板块估值水平相当，但公司的成长性更为确定，我们给予“增持”评级，股价近期涨幅较大，回调即是买入良机。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1：塔牌集团产能分布

生产基地	产 能（万吨）		熟料生产线	覆盖销售区域
广东梅州蕉岭 （本部）	机立窑	153	12 条改造窑，不属 于差别电价淘汰型	粤东地区
	新型干法旋窑	375	一条 5000D/T 一条 2500D/T	
广东惠州龙门	新型干法旋窑	400	两条 4500D/T	惠州深圳等珠三角地区
福建龙岩	新型干法旋窑	400	两条 4500D/T	粤东闽西赣南市场

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

罗 果：建筑建材行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn