

分析师：	邹戈、李兴	021-63217846	zouge@cjsc.com.cn
联系人：	杨靖凤	(8621) 63217917	yangjf@cjsc.com.cn

粤东市场龙头 未来增长可期

事件描述

近期我们调研了塔牌集团，与公司董秘等就公司近期发展状况，公司所在区域水泥市场状况以及公司未来发展目标进行了交流。

事件评论

公司未来三年稳步扩张，基本完成市场布局

产能稳步扩张，粤东市场固若金汤

塔牌集团有梅州、龙门（龙门二线工程 08 年 9 月达产）、武平（在建）三大熟料生产基地。

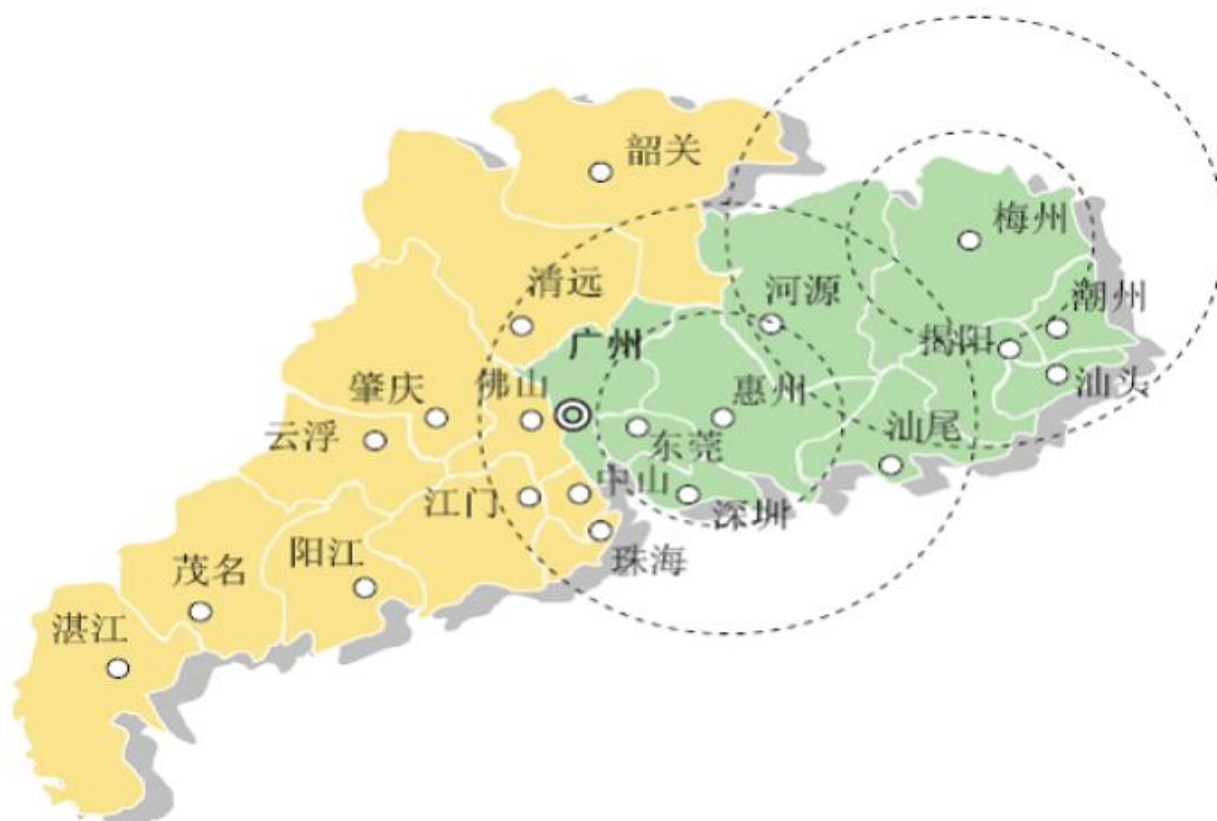
梅州基地位于蕉岭县，地处粤闽赣交界处，石灰石资源丰富，目前公司正在收购该地唯一的矿山开采企业文华矿山；而与其相接的潮州、揭阳、汕头、汕尾和河源等地缺乏石灰石资源均是水泥缺口地区。该基地市场主要辐射粤东地区和潮汕地区。

龙门基地位于惠州市西北，地处珠三角和粤东交界地区，石灰石资源丰富，目前公司已获得龙门地区 2 项开采规模合计 60 万立方米的矿山开采权。公司建立龙门基地主要是向珠三角市场纵深发展，龙门基地到珠三角市场的距离在 85—180 公里（英德海螺和台泥到珠三角约 400 公里）。同时龙门基地到河源约 100 公里，可以切断其他公司向粤东地区发展，保护好公司在粤东市场的封闭垄断地位。

武平基地位于福建西南部，地处粤闽赣交界地区，毗邻煤炭资源丰富的龙岩，离蕉岭县不到 30 公里。公司发展武平基地一方面是保护好粤东市场的封闭性，切断江西、福建的水泥公司对粤东地区的扩展；另一方面是为公司向粤闽赣地区发展打下基础。

从总体产能布局来看，龙门基地和武平基地分布在粤东地区的东西两翼，资源丰富，和公司总部的梅州遥相呼应：市场好时，可开拓珠三角和闽西、赣南市场；市场不好时，可切断其他地区对粤东市场的影响，保护好公司在粤东市场的封闭垄断地位。

图 1 塔牌集团产能布局图



数据来源：长江证券研究部

未来三年公司产量将保持快速增长

2008 年实现水泥产量 746 万吨，相比 2007 年 708 万吨，水泥产量上升了 38 万吨（5.27%），主要是因为龙门二线工程的建成达产（2008 年 9 月）。

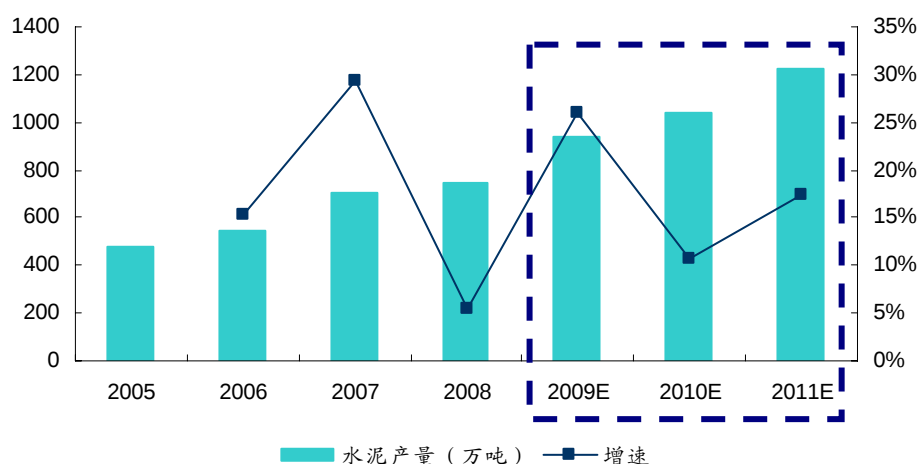
随着武平基地的建成达产，2009 年、2010 年和 2011 年公司水泥销量有望保持快速增长，2009 年将达到 940 万吨，2010 年达到 1040 万吨，2011 年达到 1220 万吨，分别增长 **26%、11%和 17%**。

表 1: 公司 2009 年、2010 年投产生产线

基地	生产线	类型	熟料产能	水泥产能	投产日期
梅州基地	12 条立窑	立窑	753	200	早期投产
	1*2500t/d	新型干法	75	100	2005.6
	1*5000t/d	新型干法	150	200	2003.6
龙门基地	1*4500t/d	新型干法	150	180	2006.10
	1*4500t/d	新型干法	150	180	2008.9
武平基地	1*4500t/d	新型干法	150	180	2009.6
	1*4500t/d	新型干法	150	180	2010 年底

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司水泥产量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

粤东市场未来供需看好，公司将分享到绝大部分蛋糕

公司为粤东地区水泥龙头

粤东地区水泥市场相对比较封闭，公司是该市场区域的水泥龙头，主要体现在：

- ✧ 粤东地区地处山区，外面水泥很难进来。
- ✧ 粤东地区水泥生产的原材料——石灰石主要被塔牌集团垄断占有，目前该地区唯一大型矿山开采企业文华矿山正在资产注入上市公司。在水泥运输半径的限制和交通不便情况下，得资源者得天下。
- ✧ 公司在粤东地区已经形成了品牌优势，水泥质量较好，均价比市场其他水泥高出 15 元/吨左右，仍具备较强的市场竞争力；同时公司建立了完善到村级市场的销售网络系统，提高了其他公司进入粤东的壁垒。
- ✧ 公司在粤东市场的主要竞争对手是油坑企业集团和梅州黄马水泥，技术和规模都远落后于塔牌集团；惠州的罗浮山水泥、光大水泥、环球水泥和固力水泥由于运输半径的限制和公司龙门基地的钳制难以进入到粤东市场。

粤东市场未来看好，公司将分享到绝大部分好处

粤东地区 09、10 年水泥市场持续看好，主要基于以下两点：

- ✧ 需求面：粤东地区 60% 为农村市场，水泥需求基本不受金融危机影响，保持稳步增长。而重点工程建设方面，根据 2006 年《关于促进粤东地区加快经济社会发展的若干意见》，“十一五”拟计划增加投资 1732 亿元，其中水泥应用下游领域约 1675 亿元。2009 年广河高速、厦深铁路、揭阳机场、南澳大桥、汕梅高速等基础设施建设将全面展开。
- ✧ 供给面：根据 2008 年 2 月《广东省淘汰落后水泥生产能力实施方案》规定，其中粤东地区在 2009、2010 年必须淘汰的落后产能约 300 万吨（不算惠州市）。09、10 年新增产能只有塔牌集团在武平一线，未来两年供给将减少约 120 万吨。

表 2：“十一五”期间粤东地区水泥生产能力计划指标分配表（万吨）

设计生产能力	落后生产能力	落后产能占比	淘汰计划
--------	--------	--------	------

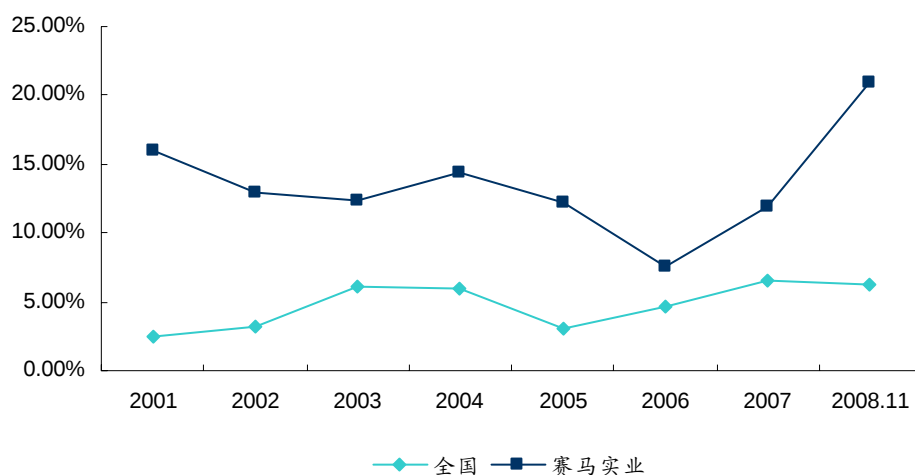
河源市	192	189	98.4%	40
梅州市	1792	1313	73.3%	260
潮州市	30	30	100.0%	不下达指标
惠州市	1004	499	49.7%	190

资料来源：广东省人民政府，长江证券研究部

由于粤东市场的封闭性和其他水泥企业的弱小，塔牌集团将分享到绝大部分市场增长的好处，塔牌是基建项目最主要的供应商，跟我们测算，09、10年，基建项目所需水泥约**250万吨**。公司在粤东的市场份额将进一步增大（08年市场份额为41%）。而且塔牌作为粤东地区整合主体，若能有效整合粤东市场，公司盈利水平将实现较大飞跃。

我们以赛马实业为例，宁夏市场的向好和赛马实业对市场的控制，其利润率常年大大高于全国平均水平。

图 3：赛马实业和全国的销售利润率对比



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

余热发电项目开始见效，将有效降低电力成本

龙门基地的2*7MW纯低温余热发电项目已经投产，梅州基地1*5MW和1*9MW的纯低温余热发电项目已经开工建设，未来的武平基地也将建设2*7.5MW的纯低温余热发电装备。09年开始，公司的余热发电开始显现效益，2010、2011年将会有效降低公司电力成本，成为公司未来三年业绩增长的主要动力之一。

表 3：塔牌集团余热发电状况

	熟料生产线	余热发电生产线	投产日期	节约成本
梅州基地	1*2500t/d	1*5MW	2009 年底	700
	1*5000t/d	1*9MW	2009 年底	1300
龙门基地	1*4500t/d	1*7MW	2008.8	1600
	1*4500t/d	1*7MW	2008.9	1600
武平基地	1*4500t/d	1*7.5MW	2009.6	1740
	1*4500t/d	1*7.5MW	2010 年底	1740

资料来源：长江证券研究部

唯一不确定因素来自珠三角市场

龙门基地投产以后，2009 年公司在珠三角市场销售水泥数量将占到 38%，珠三角市场不可控因素将对公司带来风险：

- ◇ 珠三角水泥消费市场中，房地产消费的水泥占到一半左右，房地产的不景气造成水泥需求下降。
- ◇ 珠三角市场产能过剩，目前英德海螺、英德台泥、越秀、华润、中材、塔牌、光大和环球等均把珠三角作为主要市场，同时还有来自广西的水泥供给，竞争异常激烈。

珠三角市场未来形势一方面取决于广东省固定资产投资增速的落实，按照广东省发改委的计划，2009年广东省政府投资3030亿元，拉动社会投资1.3万亿元，2009年全年固定资产投资增速达到16%；另一方面取决于珠三角地区落后产能淘汰力度和各大水泥厂商能否协调各自的行动。

我们对珠三角市场价格在各种可能情况下对公司营业利润的影响做了弹性测算，粤东市场水泥均价保持310元/吨不变，珠三角水泥均价在250-280元/吨之间变动，公司的EPS能维持在0.681-0.868之间。

表4：珠三角市场对塔牌集团2009年利润的影响测算（单位：万元）

	250	255	260	265	270	275	280
主营收入	270732	272532	274332	276132	277932	279732	281532
主营利润	72597	74397	76197	77997	79797	81597	83397
毛利率	26.82%	27.30%	27.78%	28.25%	28.71%	29.17%	29.62%
EPS	0.661	0.692	0.724	0.755	0.786	0.817	0.848

资料来源：长江证券研究部

估值、投资评级及风险

核心假设及估值结果

根据公司2008年报披露以及我们与公司交流的情况，对未来做如下假设：

- ◇ 预期09~11年公司水泥产量分别为9400万吨、1040万吨和1220万吨。
- ◇ 粤东市场09年水泥均价310元/吨，珠三角市场09年水泥均价260元/吨。
- ◇ 09年余热发电减少成本3200万，10年余热发电减少成本6000万，11年余热发电减少成本8680万元。
- ◇ 08年公司综合所得税约为21%，随着公司下面的合资公司股权被公司收购，09年综合所得税率约为23%，10年以后所得税率为25%。

我们对粤东市场和珠三角市场水泥均价按照去年均价作了一个较保守的估计（目前梅州基地均价309元/吨，龙门基地270元/吨，为淡季价格），如果2009年广东水泥市场一旦转好，公司业绩将有望超预期大幅增长。

首次“推荐”评级

我们对塔牌集团进行盈利预测，预计2009~2011年EPS分别为0.724、1.034和1.447元，对应PE分别为17.11、11.98和8.56。鉴于公司良好的成长性和未来超预期可能性较大，给与“推荐”的投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2228	2745	3141	3814	货币资金	398	274	314	381
营业成本	1647	1982	2162	2542	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	582	762	980	1272	应收账款	58	79	93	113
% 营业收入	26.1%	27.8%	31.2%	33.4%	存货	398	486	529	622
营业税金及附加	11	13	15	18	预付账款	370	445	486	571
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	142	178	204	248	流动资产合计	1230	1293	1431	1699
% 营业收入	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	87	110	126	153	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	22	22	22	22
财务费用	78	80	82	76	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	2.9%	2.6%	2.0%	固定资产合计	524	887	1206	1391
资产减值损失	3	5	1	5	无形资产	178	169	209	199
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	8	1	0	1
营业利润	260	376	551	772	其他非流动资产	1844	1844	1844	1844
% 营业收入	11.7%	13.7%	17.6%	20.2%	资产总计	3806	4216	4713	5156
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	1328	1383	1596	1408
利润总额	271	376	551	772	应付款项	239	287	313	368
% 营业收入	12.2%	13.7%	17.6%	20.2%	预收账款	128	158	181	220
所得税费用	58	86	138	193	应付职工薪酬	17	21	23	27
净利润	213	289	414	579	应交税费	39	56	84	116
归属于母公司所有者的净利润	194.8	289.4	413.5	578.9	其他流动负债	35	45	50	58
少数股东损益	18	0	0	0	流动负债合计	1788	1951	2247	2198
EPS (元/股)	0.49	0.72	1.03	1.45	长期借款	150	150	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	242	372	603	757	其他非流动负债	10	10	10	10
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	1947	2111	2256	2207
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权	1790	2036	2387	2879
无形资产投资	0	0	-50	0	益				
固定资产投资	-889	-427	-431	-338	少数股东权益	69	69	69	69
其他	-61	0	0	0	股东权益	1859	2105	2457	2949
投资活动现金流净额	-950	-427	-481	-338	负债及股东权益	3806	4216	4713	5156
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	976	0	0	0	EPS	0.487	0.724	1.034	1.447
银行贷款增加 (减少)	12	55	62	-188	BVPS	4.47	5.09	5.97	7.20
筹资成本	102	-123	-144	-163	PE	24.41	16.43	11.50	8.22
其他	-155	0	0	0	PEG	0.56	0.38	0.26	0.19
筹资活动现金流净额	935	-68	-82	-351	PB	2.66	2.34	1.99	1.65
现金净流量	228	-123	40	67	EV/EBITDA	11.17	11.36	7.99	5.71
					ROE	10.9%	14.2%	17.3%	20.1%

分析师介绍

邹戈，管理学硕士，上海交通大学安泰经济与管理学院财务与会计系毕业，从事建材行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail	
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。