

研发低能耗水泥促进行业革新

事件:

塔牌集团公告拟投入5000万元科研经费用于磨制低能耗优质水泥关键技术研发及产业化项目,项目时间为2009年-2011年。该技术投入使用后可直接降低水泥生产成本3.568元/吨,按2009年的计划产量900万吨计,一年可节约成本3211万元,相当于0.08元的EPS。

我们的观点:

- 该项目为公司与华南理工大学共同申报,关于成果归属:1.项目实施过程中所产生的知识产权,①公司与华南理工大学各自独立完成的所有权归各自所有,对方有使用权;双方共同完成的,按照双方的贡献大小进行分配;所有的成果优先在塔牌集团进行产业化。②项目成果的转让,双方均有转让权,收益双方协商分配。2.塔牌集团应用该技术所产生的收益全部为塔牌集团所有。
- 该项技术一旦产业化成功,将成为水泥行业继低温余热发电技术后的又一重大技术革新,对水泥行业生产成本和企业竞争造成重大影响(低温余热发电降低成本约13元/吨)。依照海螺水泥在低温余热发电上的先天优势,塔牌集团将进一步增强竞争力。
- 公司目前已有产能为1128万吨,分布在广东梅州和惠州龙门和福建龙岩三个生产基地,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,福建龙岩基地一期200万吨水泥试生产中,覆盖粤东闽西区域,预计2009年产量将达到920-950万吨,增速达20%以上。
- 粤东市场是国内少有的新增产能少,市场需求旺盛的区域,09年厦深高速铁路、揭阳机场、广州至河源高速公路等大型基建项目的开工建设将大幅带动需求。未来三年市场前景十分看好。该区域立窑比例在60%以上,淘汰空间巨大。公司35%水泥用于房地产,珠三角房地产复苏对公司水泥需求有巨大正面影响。
- 由于技术产业化要到2011年,我们仍然维持公司09年业绩0.65元,10年业绩为0.90元的预测,当前动态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,我们维持“增持”评级,看好长远走势。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建筑建材行业资深分析师

8621-63325888×6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009年6月11日) 14.67元

目标价格(6个月) 17.00元

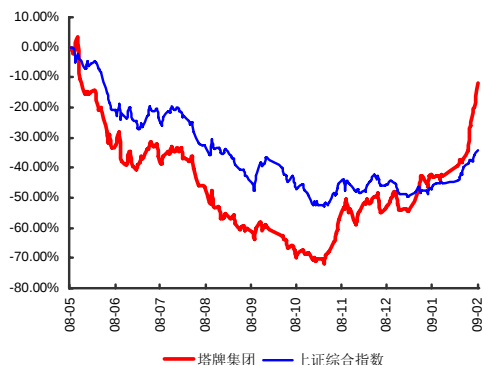
总股本/A股(万股) 40000/10000

国家/地区 中国

行业 建材

报告日期 2009年6月12日

股价表现



财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2228	2735	3303	3916
同比(%)	27%	23%	21%	19%
归属母公司净利润	195	259	361	435
同比(%)	35%	33%	40%	20%
毛利率(%)	26.1%	27.8%	29.9%	29.9%
ROE(%)	10.9%	12.6%	15.0%	15.3%
每股收益(元)	0.49	0.65	0.90	1.09
P/E	28.75	21.66	15.49	12.87
P/B	3.13	2.73	2.32	1.97
EV/EBITDA	13	11	8	7

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测

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。

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，2010 年达到 1150 万吨。

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（龙岩二期 4500D/T 要到 2010 年底投产）

公司所在粤东区域市场前景看好

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。公司目前已经中标厦深高铁 2009 年所需水泥 200 万吨。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。

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。

表 1-1-1: 广东省水泥生产能力一览表

单位: 万吨

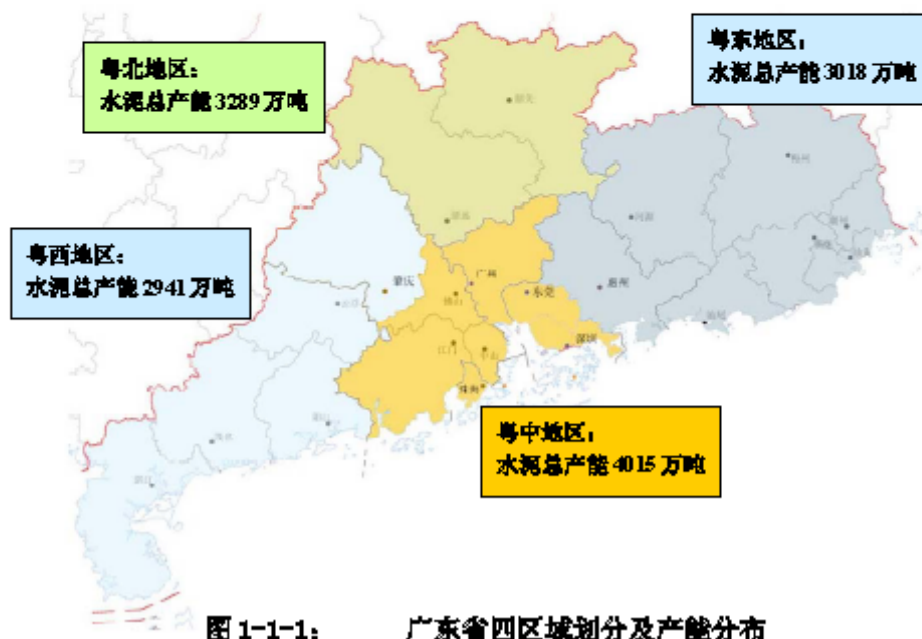
序号	地区	水泥企业产能			水泥粉磨站 粉磨能力
		合计	立窑	旋窑	
1	粤中地区	4015	3483	532	825
2	粤北地区	3289	1431	1858	540
3	粤东地区	3018	2040	978	930
4	粤西地区	2941	1916	1025	128
	全省合计	13263	8870	4393	2423

注 1: 表中粤中地区是指广州, 深圳, 东莞, 佛山, 中山, 珠海, 江门 7 个地级市

注 2: 表中粤北地区是指韶关, 清远 2 个地级市

注 3: 表中粤东地区是指惠州, 河源, 梅州, 汕头, 潮州, 揭阳, 汕尾 7 个地级市

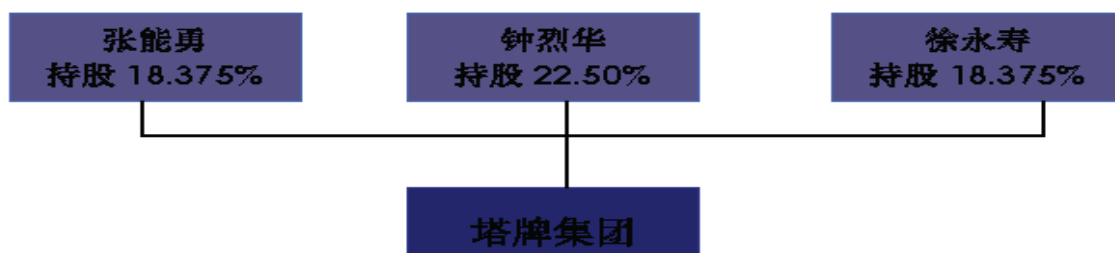
注 4: 表中粤西地区是指肇庆, 云浮, 阳江, 茂名, 湛江 5 个地级市



管理层与上市公司利益一致

公司高管综合持有上市公司股份在 70% 以上, 年初上市公司从管理层手中收购了石灰石矿山后, 管理层利益进一步集中到上市层面, 治理结构优势更为突出。

图 1: 塔牌管理层持股情况



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%。

开发低能耗水泥的技术一旦产业化成功，将成为水泥行业继低温余热发电技术后的又一重大技术革新，对水泥行业生产成本和企业竞争造成重大影响（低温余热发电降低成本约 13 元/吨）。依照海螺水泥在低温余热发电上的先天优势，塔牌集团将进一步增强竞争力。

成长性较为确定，维持“增持”评级

由于技术产业化要到 2011 年，我们仍然维持公司 09 年业绩 0.65 元，10 年业绩为 0.90 元的预测，当前动态 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，我们维持“增持”评级，看好长远走势。

表 2：公司财务数据预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1230	1272	1411	1683
现金	398	420	390	450
应收账款	30	52	56	66
其它应收款	28	49	54	64
预付账款	370	242	323	407
存货	398	505	583	690
其他	6	4	5	7
非流动资产	2576	3348	3799	4434
长期投资	22	12	14	15
固定资产	2086	2899	3579	4117
无形资产	178	178	178	178
其他	291	259	28	124
资产总计	3806	4621	5210	6117
流动负债	1788	2329	2532	2977
短期借款	1015	1458	1562	1901
应付账款	228	324	370	433
其他	544	547	600	643
非流动负债	160	158	159	159
长期借款	150	150	150	150
其他	10	8	9	9
负债合计	1947	2487	2691	3136
少数股东权益	69	85	108	136
股本	400	400	400	400
资本公积	983	983	983	983
留存收益	407	665	1027	1462
归属母公司股东权益	1790	2048	2410	2845
负债和股东权益	3806	4621	5210	6117

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	242	674	597	718
净利润	213	275	384	463
折旧摊销	184	128	173	213
财务费用	78	112	132	148
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-234	159	-98	-114
其它	0	1	4	7

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2228	2735	3303	3916
营业成本	1647	1976	2316	2745
营业税金及附加	11	12	15	18
营业费用	142	178	215	255
管理费用	87	104	116	137
财务费用	78	112	132	148
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	260	351	506	610
营业外收入	13	7	8	8
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	271	357	513	617
所得税	58	82	128	154
净利润	213	275	384	463
少数股东损益	18	16	23	28
归属母公司净利润	195	259	361	435
EBITDA	523	590	811	971
EPS (元)	0.49	0.65	0.90	1.09

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	26.8%	22.7%	20.7%	18.6%
营业利润	18.9%	35.0%	44.3%	20.6%
归属于母公司净利润	35.4%	32.7%	39.8%	20.4%
获利能力				
毛利率	26.1%	27.8%	29.9%	29.9%
净利率	8.7%	9.5%	10.9%	11.1%
ROE	10.9%	12.6%	15.0%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	51.2%	53.8%	51.7%	51.3%
净负债比率	75.92%	73.74%	72.89%	73.45%
流动比率	0.69	0.55	0.56	0.57
速动比率	0.47	0.33	0.33	0.33
营运能力				

投资活动现金流	-950	-895	-622	-851	总资产周转率	0.70	0.65	0.67	0.69
资本支出	891	905	620	850	应收账款周转率	70	63	58	61
长期投资	-58	-10	2	1	应付账款周转率	6.96	7.15	6.67	6.84
其他	-117	-0	-0	-0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	935	243	-5	193	每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.65	0.90	1.09
短期借款	440	443	104	339	每股经营现金流	0.61	1.69	1.49	1.79
长期借款	-360	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.47	5.12	6.02	7.11
普通股增加	100	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	872	0	0	0	P/E	28.75	21.66	15.49	12.87
其他	-117	-199	-109	-145	P/B	3.13	2.73	2.32	1.97
现金净增加额	228	22	-30	60	EV/EBITDA	13	11	8	7

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