

湘财证券研究所
 建材行业研究小组
 许雯 分析师

执业编号: S0500511050001

Tel: 021-68634510-8221

E-mail: xw3315@xcsc.com

市场数据

总股本(万股)	44021.66
总市值(亿元)	91.17
流通比例(%)	49.91%
主要股东	钟烈华 徐永寿 张能勇

股价表现(12个月)



资料来源: WIND, 湘财证券研究所

相关文章:
 公司调研动态-塔牌集团
 (002233): 攻守兼备的粤东水
 泥龙头企业 (2011.5.15)

我们的推荐逻辑: 粤东市场未来两年供给端减量淘汰, 需求端增长稳定, 市场整体供求关系好。公司最主要的市场在粤东, 市场占有率高达 43%, 将充分享受粤东市场良好的供求关系带来的机会。

□公司近年来产能稳步增长, 主要经营指标位居行业前列

公司新型干法比重已由 2005 年的 62% 上升到目前的 92% 左右, 熟料总产能 1005 万吨左右, 水泥总产能约 1220 万吨, 2005—2010 年产能复合增长率超过 20%。若两条单线规模 10000T/D 的储备项目获批, 则建成后将新增水泥产能 800 万吨。此外, 公司的综合竞争能力不断增强。毛利率、净利率远高于行业平均水平; 吨毛利仅低于海螺水泥、天山股份和祁连山, 吨成本低于行业平均水平, 但高于海螺水泥、华新水泥、冀东水泥等行业龙头, 说明公司在成本上未来还存在一定的下降空间。期间费用率近年来也不断下降。

□公司未来两年将受益于粤东市场良好的供求关系

粤东是公司最主要的市场, 市场占有率达 43% 以上。粤东的水泥结构性矛盾较为突出, 落后产能占比较高, 淘汰空间巨大。梅州市到 2012 年底计划淘汰落后水泥产能 1178 万吨, 年均淘汰 300 多万吨。新建线方面, 粤东以及梅州对新建项目审批非常严格, 自 09 年暂停审批以来目前仍未放开, 2011 年粤东地区可能投产的生产线数量有限。因此粤东市场供给端呈减量淘汰。需求方面, 粤东市场需求端稳定增长, 且受周边区域冲击较小。因此区域供求结构较好, 公司将受益于市场良好的供求关系。

□余热发电为公司有效降低成本

公司所有新型干法生产线均配备低温余热发电, 扣除低温余热发电运行费用之后, 生产一吨熟料能节省 10 元左右的成本, 目前依靠低温余热发电, 公司的自给电占比已达到 1/3 左右。我们预计 2011、2012 和 2013 年余热发电将为公司节约用电成本 1.39 亿元、1.35 亿元和 1.51 亿元。

□预计 2011 年 EPS1.62 元, 给予“买入”评级

我们预测公司 2011 年水泥销量为 1177 万吨, 水泥业务及其他业务总收入为 39.66 亿元。预计 2011、2012、2013 年归属于母公司的净利润分别为 6.49 亿元、7.32 亿元和 9.22 亿元, 鉴于公司可转债的转股数量未定, 我们暂按上年末总股本 4 亿股计算, EPS 分别为 1.62、1.83 和 2.31 元。给予公司“买入”评级, 6—12 个月目标价为 24—29 元。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3128	3966	4122	4754
收入同比(%)	21%	27%	4%	15%
归属母公司净利润	308	649	732	922
净利润同比(%)	43%	111%	13%	26%
毛利率(%)	29.2%	35.0%	36.5%	37.1%
ROE(%)	13.3%	21.9%	19.8%	19.9%
每股收益(元) *	0.77	1.62	1.83	2.31
P/E	27.66	13.12	11.64	9.24
P/B	3.67	2.87	2.30	1.84
EV/EBITDA	12	9	8	7

* 注: 每股收益按照 4 亿股股本计算。

目录:

一、 产能稳步扩张, 经营指标位于行业前列.....	4
二、 立足粤东, 发展珠三角	8
2.1 多层次的营销网络和经销为主的营销模式为公司的市场覆盖、资金管理提供了强有力保障.....	8
2.2 粤东市场: 公司的传统优势市场, 供求格局较好	10
2.3 珠三角市场: 市场容量大, 积极进行市场拓展	15
三、 公司积极拓展上下游产业链以巩固自身水泥市场	16
四、 低温余热发电为公司有效降低成本.....	16
五、 公司目前不存在电荒引起的对高耗能企业限电的担忧	17
六、 盈利预测与投资建议	18
6.1 分产品盈利预测	18
6.2 估值与投资建议	18
七、 风险提示.....	19

图目录:

图 1: 公司熟料产能变化情况 (万吨)	4
图 2: 公司营业收入稳步增长	5
图 3: 公司水泥产销量快速增加	5
图 4: 2010 年水泥上市公司销售毛利率	6
图 5: 2011 年一季度水泥上市公司销售毛利率	6
图 6: 2010 年水泥上市公司销售净利率	6
图 7: 2011 年一季度水泥上市公司销售净利率	6
图 8: 2010 年水泥上市公司期间费用率	6
图 9: 2011 年一季度水泥上市公司期间费用率	6
图 10: 公司水泥吨毛利情况	7
图 11: 公司吨成本低于行业平均水平	7
图 12: 公司吨毛利处于行业前列	8
图 13: 公司主要销售区域	9
图 14: 公司应收账款周转率显著高于行业大多数公司	10
图 15: 广东省立窑和干法中空窑水泥产能分布情况	11
图 16: 广东省各地区新型干法熟料占比情况	12
图 17: 粤东地区固定资产投资及同比增速	13
图 18: 粤东地区固定资产投资占广东省固定资产投资比例	14
图 19: 珠三角地区固定资产投资及占广东省固定资产投资比例	15
图 20: 2010 年公司的成本结构	17
图 21: 余热发电为公司节约的用电成本	17

表目录:

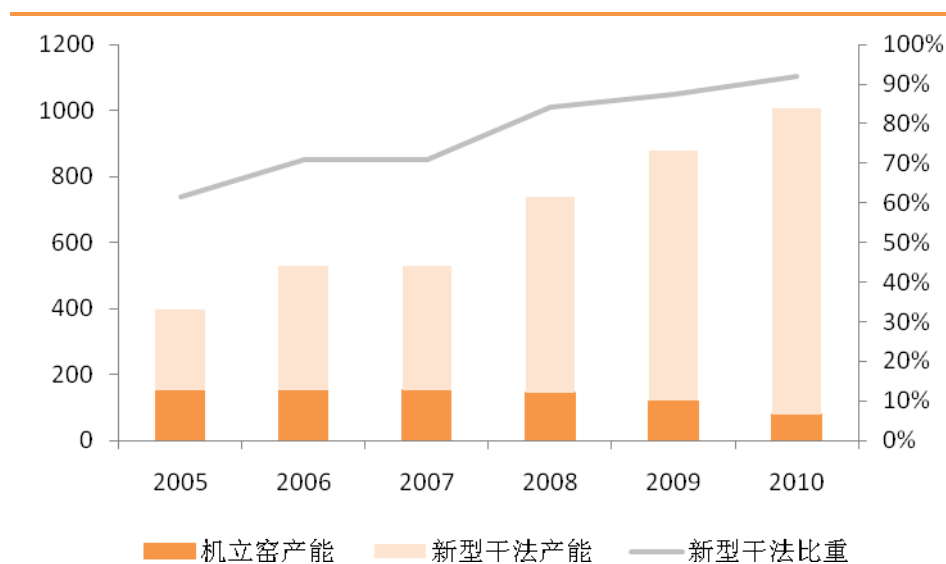
表 1: 公司水泥熟料生产线一览	4
表 2: 粤东地区主要水泥企业	10
表 3: 2011 年粤东地区在建新型干法生产线情况	12
表 4: 公司水泥销售指标预测	18
表 5: 公司销售总收入预测	18

一、产能稳步扩张，经营指标位于行业前列

塔牌集团位于广东省梅州市蕉岭县，是国家重点支持发展和广东省重点鼓励扶持的水泥企业之一，是广东省最具规模的水泥制造企业之一。公司主要控制人为钟烈华、张能勇和徐永寿，持股比例达 58.49%。

近年来，公司利用自身的优势，积极把握产业结构调整 and 经济发展所带来的机遇，实现了结构的不断升级和产能的稳步扩张。目前公司的新型干法比重已由 2005 年的 62% 上升到 92% 左右，剩有 8 条机立窑，约 100 万吨水泥产能，公司计划 2011 年、2012 年分别淘汰 4 条。随着 2010 年底福建武平二线的建成投产，公司现有熟料总产能达到 1005 万吨左右，水泥总产能约 1220 万吨，2005—2010 年产能复合增长率超过 20%。此外，公司在梅州蕉岭地区有两条单线规模 10000T/D 的储备项目，等待放开审批，建成后将增加水泥产能 800 万吨。

图 1：公司熟料产能变化情况（万吨）



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 1：公司水泥熟料生产线一览

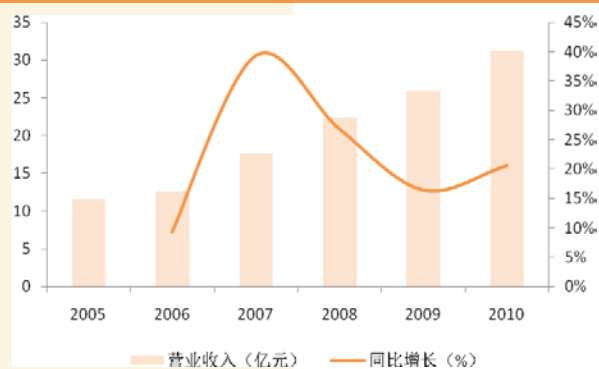
	单线规模 (T/D)	熟料产能 (万吨)	水泥产能 (万吨)	备注
梅州基地	8 条机立窑	80	100	2011 年底前将淘汰 4 条
	2500(技改到 3300)	100	120	配备余热发电
	5000	165	200	配备余热发电
惠州龙门基地	5000	165	200	配备余热发电
	5000	165	200	配备余热发电

	5000	165	200	配备余热发电
福建武平基地	5000	165	200	2010 年底试产，目前已投产。配备余热发电
合计产能		1005	1220	

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

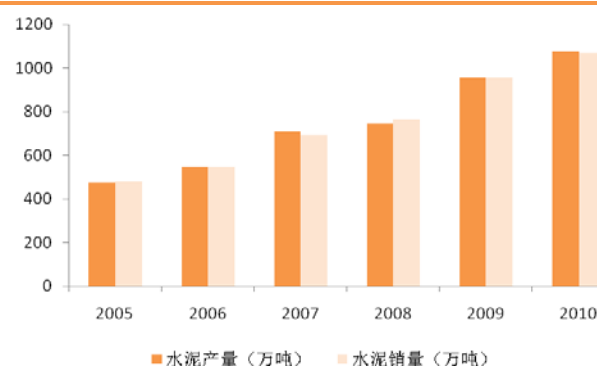
随着产能扩张，公司的水泥产销量也得到了持续增加，从而带动营业收入的稳步增长。公司 2010 年实现水泥产量 1075.63 万吨，销量 1068.26 万吨，2005 年到 2010 年，产销量复合增长率分别为 17.8% 和 17.4%。公司采用现金激励，在生产管理上，全面推行目标责任、工效挂钩考核制度，充分提高了生产效率。公司的主要经营指标均处于行业前列。

图 2：公司营业收入稳步增长



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

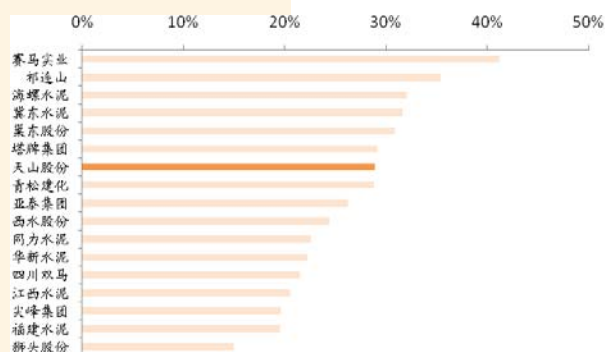
图 3：公司水泥产销量快速增加



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

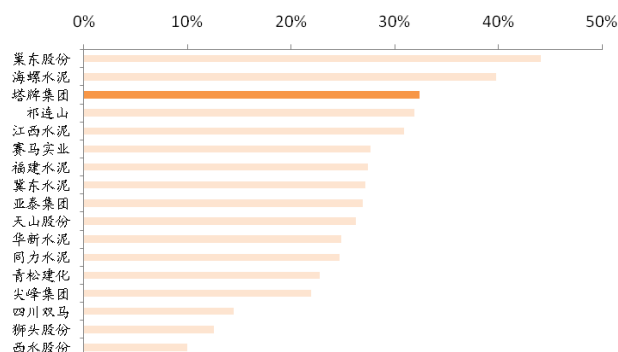
2010 年，公司毛利率、净利率分别为 29.17%、9.94%；2011 年一季度进一步提升至 32.38% 和 13.88%，远高于行业的平均水平。期间费用率方面，公司上市以来期间费用率不断下降，体现出了公司较强的成本控制能力。在成本管理上，公司一方面挖潜降耗，另一方面运用市场价格逼算法制定成本指标，并将成本指标进行逐级分解、级级控制，从而有效地降低了生产成本。

图 4：2010 年水泥上市公司销售毛利率



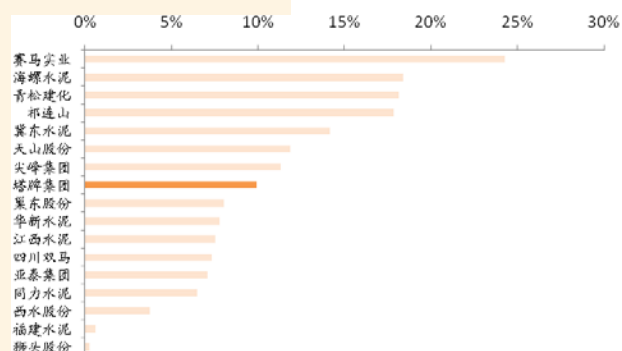
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 5：2011 年一季度水泥上市公司销售毛利率



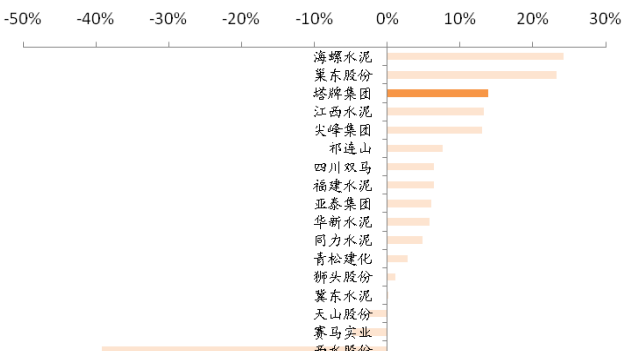
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 6：2010 年水泥上市公司销售净利率



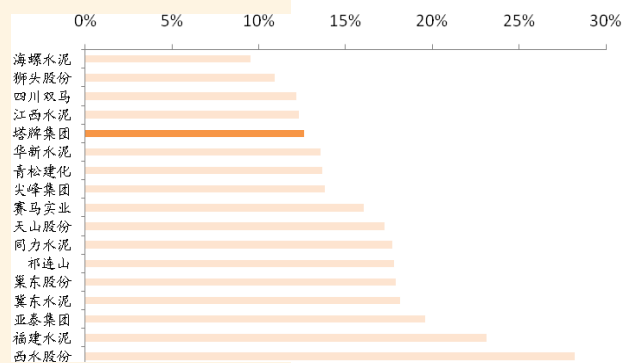
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 7：2011 年一季度水泥上市公司销售净利率



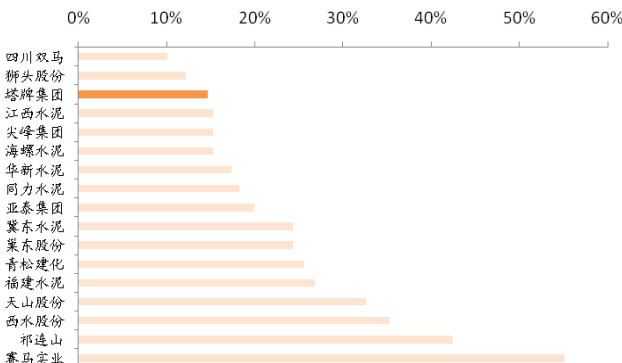
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 8：2010 年水泥上市公司期间费用率



数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 9：2011 年一季度水泥上市公司期间费用率

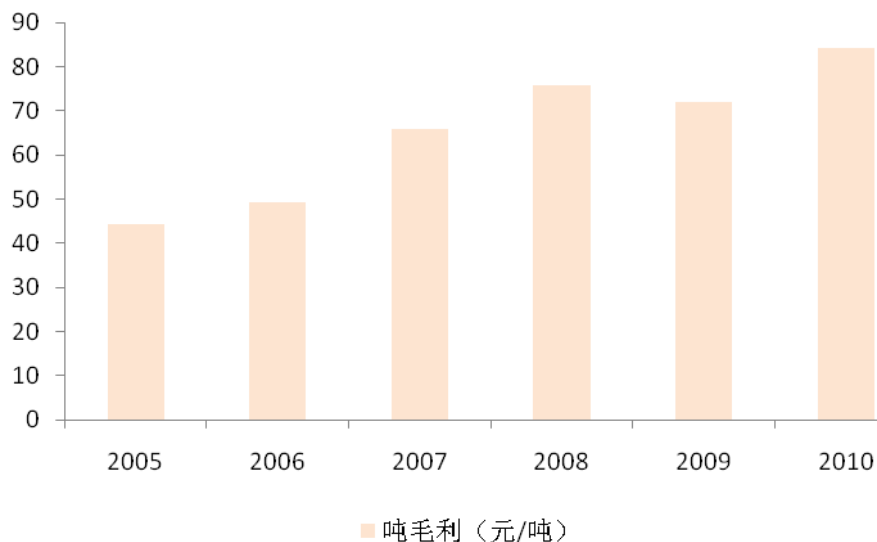


数据来源：WIND，湘财证券研究所

公司较强的综合经营能力在吨盈利上也得以体现。2010 年产品吨成本为 202.79 元，吨毛利为 84.32 元。与我们统计的行业其他上市公司相比，公司的吨成本低于行业平均水平，但是高于海螺水泥、华新水泥、冀东水泥等行业龙头，说明公司在成本上未来还存在一定的下降空间。吨毛

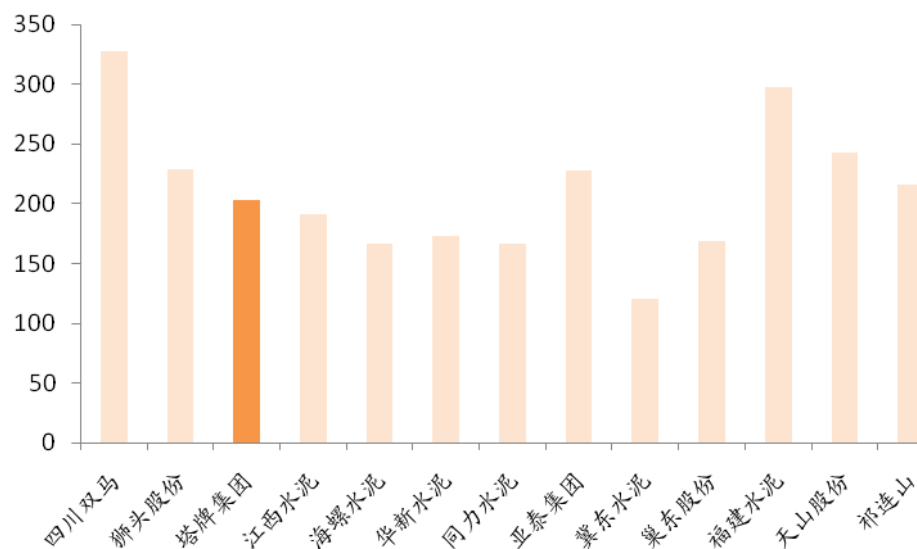
利方面，公司的吨毛利仅低于海螺水泥、天山股份和祁连山，这一方面得益于公司的成本控制，另一方面得益于公司所处区域的价格上涨。在新建线审批未放开的情况下，公司目前更注重内涵式发展，通过多种方式提升吨水泥的盈利能力，增强公司的综合竞争力。

图 10：公司水泥吨毛利情况



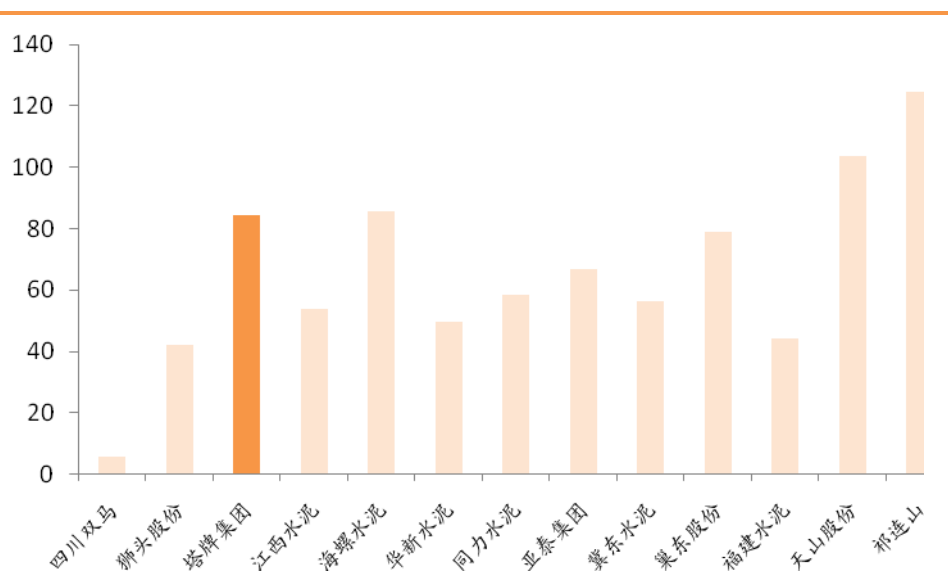
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 11：公司吨成本低于行业平均水平



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 12：公司吨毛利处于行业前列



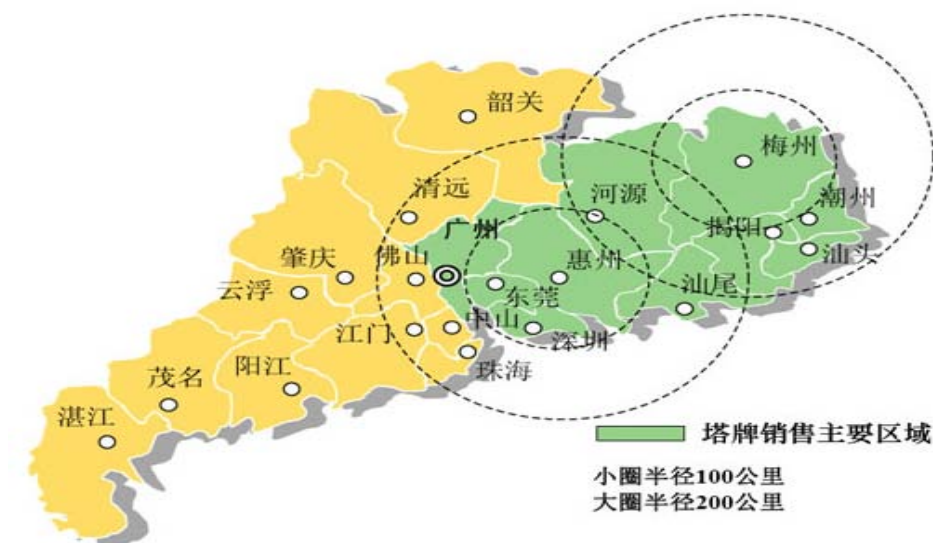
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

二、立足粤东，发展珠三角

2.1 多层次的营销网络和经销为主的营销模式为公司的市场覆盖、资金管理提供了强有力保障

公司目前共有三个生产基地，即梅州基地、惠州龙门基地和福建武平基地，主要通过公路运输方式向周边市场辐射。其销售市场呈现出以本地销售为主的区域特征。梅州基地地处粤闽赣交界处，辐射区域包括粤东北地区和潮揭汕地区（含梅州、揭阳、河源、汕尾、汕头、潮州）；惠州龙门基地地处粤东与珠三角的交界处，是公司进军珠三角的重要布局，辐射区域包括珠三角（含广州、东莞、深圳、惠州）、河源、汕尾；福建武平基地距离梅州仅半小时左右的车程，因此武平基地不仅可以开拓福建、江西市场，还可以销回粤东，为公司扩大粤东市场提供产品。该基地的辐射范围包括闽南、闽西、赣南和粤东。

图 13：公司主要销售区域

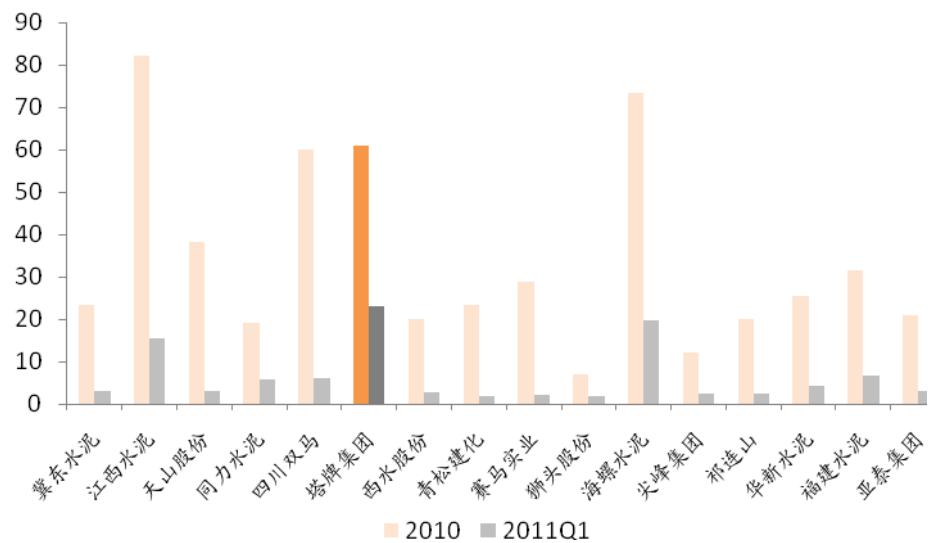


数据来源：公司资料，湘财证券研究所

公司积极实施“培养大客户，抢夺大工程，建立大网络，开发大市场”的营销策略，目前已建成了多层次的营销网络，营销网点超过 2000 个，覆盖到市、县、镇、村等各级，并与 200 多家经销商建立了稳定的长期合作关系，通过经销商将市场需求及时反馈给公司，实现了公司与市场的同步。

在营销模式上，公司采取“经销为主、直销为辅”的销售模式，基本通过经销商进行产品销售，对经销商先付款后发货。中标的部分重点工程也通过经销商提货。公司这种以经销为主的销售模式有效地避免了货款回收风险。公司的应收账款周转率明显高于行业绝大多数公司，体现出公司较强的资金管理能力和较强的客户谈判力。此外，公司还通过集中采购和销售，增强与供应商和客户谈判力，充分发挥公司的规模效应，提高资金的使用效率。

图 14：公司应收账款周转率显著高于行业大多数公司



数据来源：WIND，湘财证券研究所

2.2 粤东市场：公司的传统优势市场，供求格局较好

粤东市场是公司的传统市场，也是公司最主要的市场，公司有 70% 多的产品销售在粤东。公司在粤东的市场占有率高达 43%，具有相对垄断优势，是该地区的主导者，对区域内的水泥价格有较大的影响力。

目前公司在粤东市场的主要竞争对手是当地水泥企业，其中油坑集团、皇马水泥和宁江建材的主要销售区域在粤东；光大水泥、罗浮山水泥、固力水泥和环球水泥位于惠州市，其主要销售区域在珠三角地区，只有小部分销往粤东市场。与粤东市场的其他几家企业相比，公司的产能规模远大于其他企业，因此，其他企业对公司构成的竞争影响非常小。

表 2：粤东地区主要水泥企业

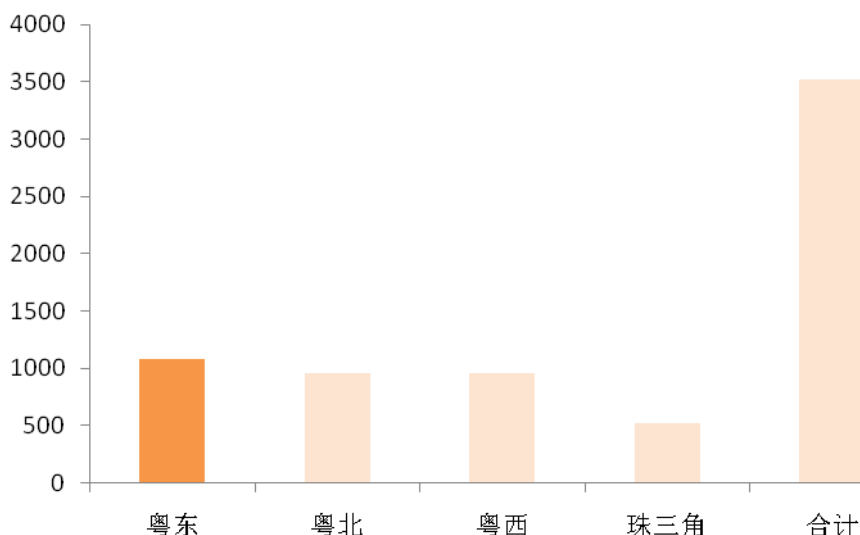
企业	主要生产线	年产能（万吨）	主要销售区域
广东塔牌集团股份有限公司	8 条机立窑 1×2500T/D, 5×5000T/D	1220	粤东，珠三角
广东省蕉岭县油坑企业集团	主要为立窑	200	粤东
梅州皇马水泥有限公司	1×2500T/D	100	粤东
梅州宁江建材	1×4000T/D	140	粤东
惠州市光大水泥企业有限公司	2×5000T/D	400	惠州、东莞、深圳等
惠州罗浮山水泥	粉磨站	300	深圳、惠州、汕尾、东莞、广州等
惠州固力水泥集团	1×2500T/D	120	深圳、惠州、河源等
惠州环球水泥股份有限公司	1×3000T/D	100	惠州、东莞、深圳、河源等

数据来源：公司资料，数字水泥网，湘财证券研究所

区域供给方面，粤东市场未来两年净新增产能有限。

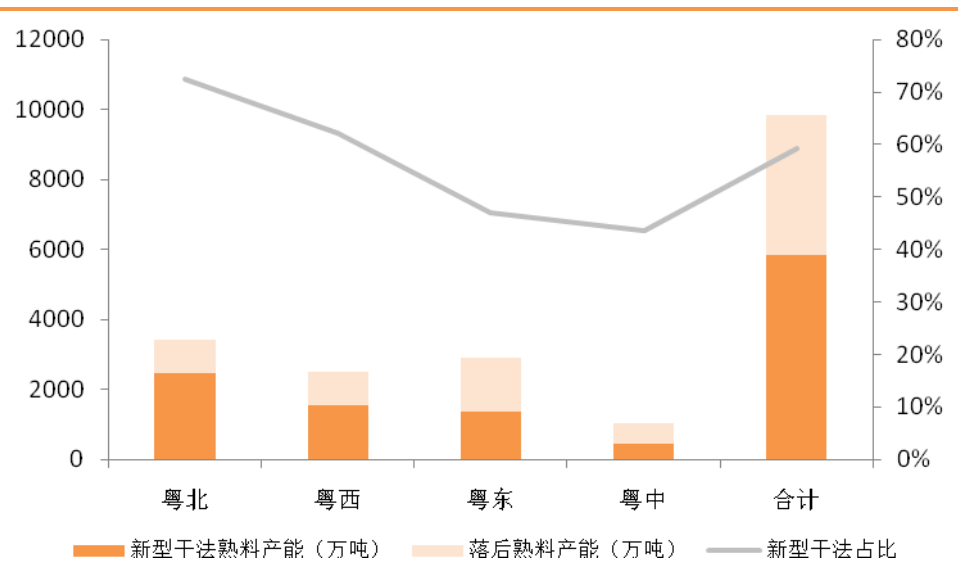
粤东市场有一个非常显著的特征，即结构性矛盾突出，落后产能占比大。截止 2010 年底，广东省有水泥熟料产能 9847 万吨，其中新型干法熟料占比 59%；其中粤东拥有水泥熟料产能 2899 万吨，新型干法占比 47%，低于广东省的新型干法水平，是广东省几个地区中新型干法占比较低的地区。粤东地区的落后熟料产能 1533 万吨，占广东省落后熟料总产能的 38.26%，存在相当大的淘汰空间。而公司所处的梅州市是粤东地区最主要的水泥生产地，其结构性矛盾更加突出，梅州市落后水泥产能约占全市水泥总产能的 68%，淘汰空间巨大。梅州市计划到 2012 年底淘汰落后水泥产能 1178 万吨，年均淘汰量为 300 多万吨。

图 15：广东省立窑和干法中空窑水泥产能分布情况



数据来源：广东省水泥行业协会，湘财证券研究所

图 16：广东省各地区新型干法熟料占比情况



数据来源：广东省水泥行业协会，湘财证券研究所

另一方面，广东省以及梅州市对新建项目审批非常严格，自 09 年暂停审批以来目前仍未放开，因此 2011 年粤东地区可能投产的生产线数量有限。目前粤东地区已核准并开工建设的生产线有 5 条，分别是油坑集团一条 4500T/D 生产线，惠州光大两条 4500T/D 生产线、河源和兴水泥一条 4000T/D 生产线和河源金杰环保建材一条 4500T/D 生产线。其中，油坑集团的生产线建设进度较为缓慢，原计划 2011 年 8 月投产，预计会推迟到 2011 年年底或 2012 年上半年；金杰环保建材有限公司的生产线目前虽已核准但还没有工程进度。预计 2011 年年底可能投产的生产线主要是惠州光大龙江一期和河源和兴，新增水泥产能 264 万吨左右。

表 3：2011 年粤东地区在建新型干法生产线情况

企业	规模 (T/D)	产能 (万吨)	项目状态	预计投产时间
蕉岭县龙腾旋窑水泥有限公司二期	4500	140	核准已开工	原计划 2011.8，预计将推迟
惠州光大水泥龙江水泥厂	2×4500	280	核准已开工	原计划 2011.7-8，预计年底一期将投产，2010 年二期投产。
河源和兴水泥有限公司	4000	124	核准已开工	2011.12
河源市金杰环保建材有限公司	4500	140	已核准但没有工程进度	
总计		684		预计 2011 年将投产 264 万吨

数据来源：广东省水泥行业协会，湘财证券研究所

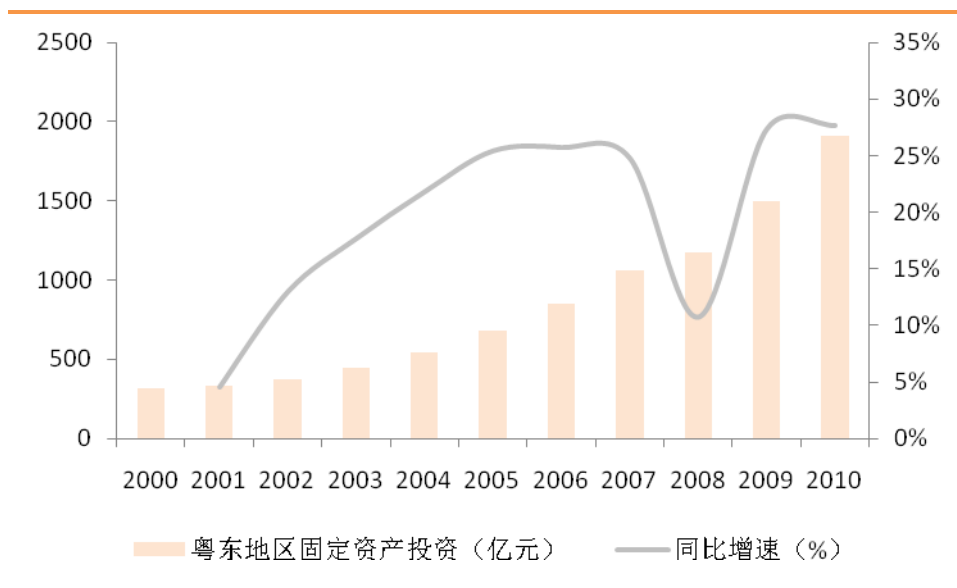
此外由于粤东地区属山区，水泥外运至粤东的成本较高，因此粤东市场相对而言较为封闭，受周边区域的冲击小，成本优势使得外省水泥基本上很难进入粤东市场。主要的流入是广西地区如华润水泥沿西江有部分水泥流入，但流入规模小，影响较小。

综合落后产能的淘汰量和新增产能我们可以看到，粤东地区的净新增产能有限，供给端呈减量淘汰。

区域需求方面，粤东市场需求增长较为稳定。

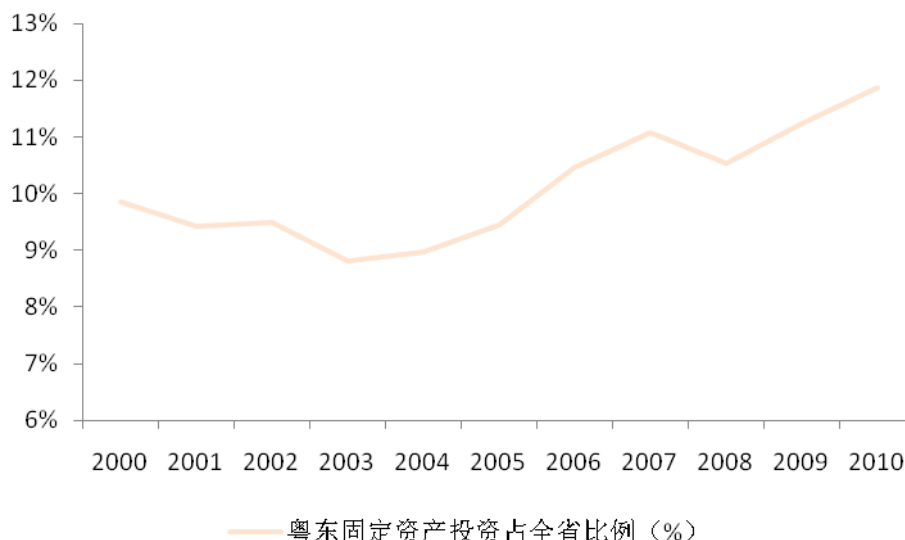
近年来，受益于广东省加快推进东西两翼发展和大力实施区域协调发展的战略，粤东地区得到了持续较快的发展，尤其表现在固定资产投资规模上。2010 年粤东地区固定资产投资规模达到 1913.77 亿元，同比增长 27.68%，占全省固定资产投资比例 11.88%。固定资产投资的快速增长带动了水泥需求的较快增加。

图 17：粤东地区固定资产投资及同比增速



数据来源：广东省人民政府网，湘财证券研究所

图 18：粤东地区固定资产投资占广东省固定资产投资比例



数据来源：广东省人民政府网，湘财证券研究所

重点工程上，2010 年，省重点项目建设顺利推进，全年累计完成投资 4165 亿元，为年度计划的 106.8%；建成投产项目 37 个，新开工项目 30 个；国家批准我省重大项目 22 个，总投资 1071 亿元；国家批准开展前期工作的项目 26 个，总投资约 3020 亿元。这些新开工和批准开展前期工作的项目将在 2011 年以后陆续开始建设，为粤东地区未来几年的固定资产投资提供保障。

此外，为了缓解城乡发展差距，广东省委省政府出台了多项政策和措施，以加大农村固定资产投资的力度，加快发展农村。粤东地区在广东省属于较为落后的区域，未来将受益于农村的城镇化建设，农村部分的水泥需求也有望快速增长。

我们从广东省近期出台的“十二五”规划纲要看到，广东省把促进区域协调发展作为加快转型升级的重大任务，列为六大战略之一，提出要逐步缩小区域发展差距，加快“汕潮揭”城市群建设和“湛茂阳”经济圈发展。而公司的销售市场正覆盖该区域，将受益于城市群建设和经济圈的发展。

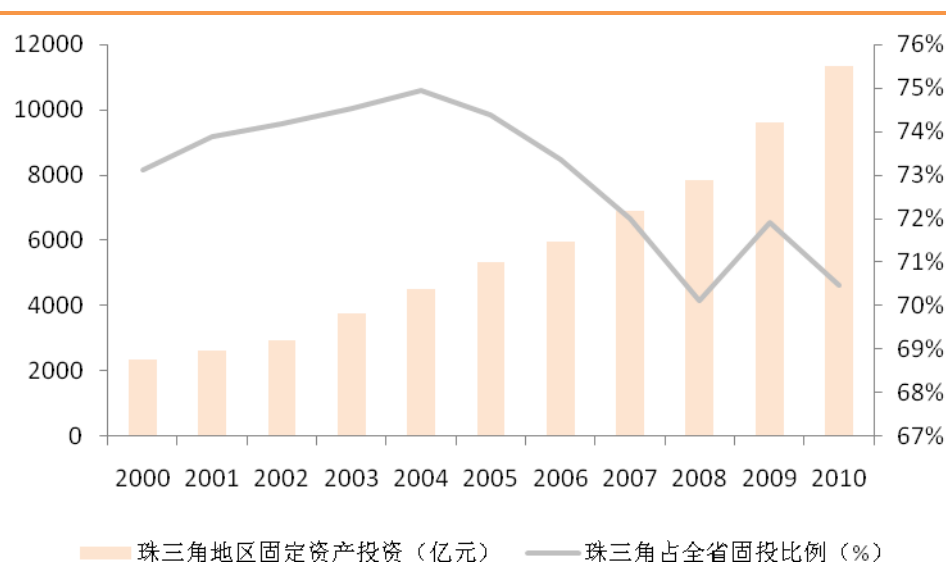
“十二五”规划中还指出要重点推进粤东西北地区铁路、高速公路等综合运输通道建设，着力改善交通环境，促进重大项目建设等。“十二五”期间，粤东西北地区投资预计将超过 1 万亿元。我们预计粤东地区未来几年的需求将保持稳定增长。

供给端减量淘汰，需求端稳定增长，粤东市场是少有的净新增产能少，市场需求较稳定的区域。公司在粤东地区具有 43% 的高市场占有率，又是广东省重点支持的企业集团，未来公司将充分受益于粤东地区良好的供求结构带来的机会。

2.3 珠三角市场：市场容量大，积极进行市场拓展

珠三角地区是广东省经济最为发达的地区，也是最主要的水泥消费地区。近年来珠三角地区的固定资产投资保持了 19% 左右的增速，占全省固定资产投资比例一直保持在 70% 以上。未来两年在基础设施建设、重大项目建设等的拉动下，我们认为珠三角地区的固定资产投资仍将保持较好的增长。以广州为例，未来两年，广州将启动 24 项总投资达 4720 亿的重大项目，其中包括 170 亿建新白云机场第二航站楼、加速整合广佛城际地区、南沙新区建设两年投入 210 亿等等。

图 19：珠三角地区固定资产投资及占广东省固定资产投资比例



数据来源：广东省人民政府网，湘财证券研究所

目前珠三角地区已经限制水泥生产，其水泥需求主要由粤东、粤西和粤北这三大水泥熟料基地提供，而广东省整体的落后产能淘汰空间较大，且新建线审批严格，还未放开，因此未来珠三角地区的市场空间大大增加。

其较大的市场容量，吸引了海螺、华润、台泥等大型水泥企业进入该市场，导致珠三角市场的竞争比粤东市场要激烈。公司的惠州基地位于粤东与珠三角的交界处，并且在当地拥有较为丰富的石灰石资源，公司利用这一优势，在巩固并扩大粤东市场占有率的基础上，逐步实现向珠三角的纵深拓展。

公司在珠三角市场的主要竞争对手有海螺、华润、台泥等。其中海螺水泥主要是沿北江，覆盖韶关、清远、广州、佛山、东莞、深圳等地区，华润水泥主要沿西江布点，覆盖湛江、佛山、中山等地区，公司主要覆盖惠州、广州、东莞、深圳等地区。公司与竞争对手有部分市场重叠，但目前在珠三角市场上，公司已与海螺、台泥等企业形成了价格联盟，最大限度地保护企业的利润。

在销售模式上,公司主要通过招投标的方式争取重点工程,同时在部分二线城市沿用粤东市场成熟的经销商模式,通过经销方式构建广泛的销售网络。

“十一五”期间广东省淘汰落后水泥熟料产能 6042 万吨,期间新增产能仅 3648 万吨,2010 年全省水泥产量 11551 万吨,水泥实际消耗量超过 13000 万吨,市场需求大,而大部分的水泥消耗又是在珠三角市场。公司积极进行珠三角市场的拓展有助于扩大产品销售、巩固公司在广东省的市场份额,分享珠三角快速发展带来的水泥需求机会,并且能够使公司在水泥行业结构调整中占据较为有利的地位。

三、公司积极拓展上下游产业链以巩固自身水泥市场

由于水泥行业受限于上下游,因此延伸产业链是目前水泥企业提升市场竞争力的一个途径。公司在发展水泥业务的同时,积极渗透到上游石灰石市场和下游混凝土市场,以增强竞争优势和抗风险能力,同时巩固自身的水泥市场。

石灰石是水泥的主要原材料,由于石灰石受到地理位置限制和运输半径制约,因此控制石灰石资源是企业抢占布点的关键。公司目前拥有文华矿山及其下属分公司(黄前发矿场和长隆山矿场)、山下石场、洞尾石场、牛牯颈配料场和石塘里配料场、福建塔牌矿业有限公司(武平二峰山石灰石矿)作为公司原料供应储备,在梅州及周边拥有大部分的石灰石资源,对其他企业的进入形成了一定制约。

在下游混凝土的延伸上,国家相关政策规定全国 127 个城市分期分批禁止现场搅拌,水泥产品须经预搅拌企业完成混凝土搅拌后,方能进入城市施工现场。因此近年来公司积极新建、并购、参股混凝土搅拌站。公司目前拥有 4 家混凝土全资子公司,参股控股混凝土搅拌站 30 家。公司参股的混凝土搅拌站使用水泥时,均优先使用公司的水泥产品,从而带动公司高强度等级水泥的销售。2010 年是市场培育期,预计 2011 年混凝土业务将开始实现盈利。下游的延伸,将进一步巩固和拓展公司的水泥销售,并且为公司带来新的利润增长点。

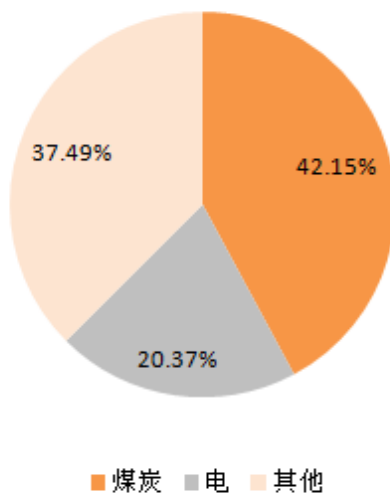
四、低温余热发电为公司有效降低成本

公司 2010 年的成本结构中,煤炭占比约 42%,电占比约 20%。煤炭和电是公司的主要成本。公司积极建造的低温余热发电项目有效降低了公司的用电成本。

目前公司所有新型干法生产线均配备低温余热发电,扣除低温余热发电运行费用之后,生产一吨熟料能节省 10 元左右的成本,目前依靠低温余热发电,公司的自给电占比已达到 1/3 左右。我们预计 2011、2012 和 2013

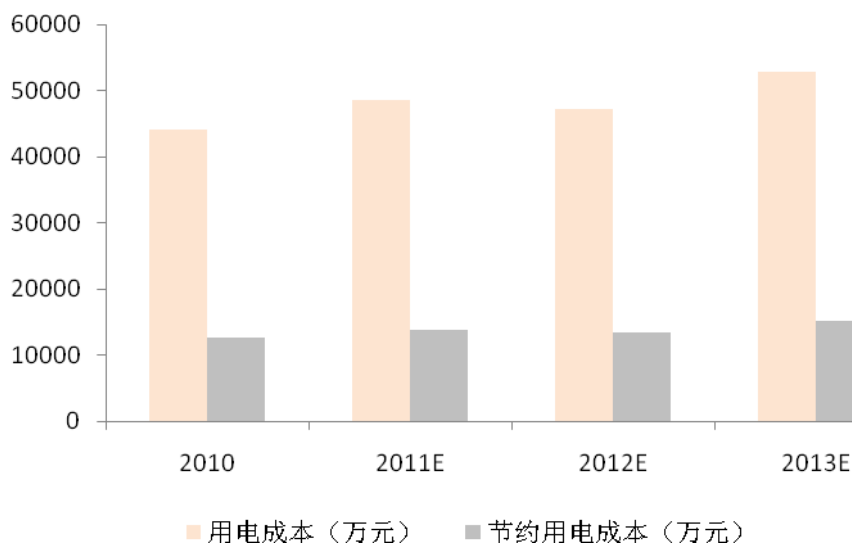
年余热发电将为公司节约用电成本 1.39 亿元、1.35 亿元和 1.51 亿元。

图 20：2010 年公司的成本结构



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 21：余热发电为公司节约的用电成本



数据来源：湘财证券研究所

五、公司目前不存在电荒引起的对高耗能企业限电的担忧

目前许多地区出现用电紧张现象，有些地区已出台限电措施。对高耗能的水泥行业而言，一方面，限电会造成供给偏紧进而推动水泥价格上行，但

另一方面，限电严重也可能造成企业产销量一定幅度的下降。

公司是梅州纳税大户，也是广东省以及梅州市的重点支持企业，因此在用电上，梅州会优先考虑公司。此外，梅州是广东省电力生产和输出的重要基地，总体而言梅州供电充足稳定，自用有余，可向外输出。因此公司目前在高耗能企业限电上不存在担忧。

六、盈利预测与投资建议

6.1 分产品盈利预测

基本假设：

1、2011 年：水泥产能 1220 万吨；2012 年：无新增产能，落后产能 2011 年淘汰一半，则 2012 年底总产能 1170 万吨；2013 年：公司目前在梅州蕉岭县有储备项目 $2 \times 10000\text{T/D}$ 等待批准，假设 2011 年批准，2012 年底可建成一条并投产，那么 2013 年公司将新增水泥产能 400 万吨，且落后产能已全部淘汰，届时，公司的总产能将达到 1520 万吨。

2、假设公司 2011、2012、2013 年水泥价格同比分别上涨 15%、6%、3%。

表 4：公司水泥销售指标预测

	水泥销量 (万吨)	水泥均价 (元/吨)	煤炭采购均价 (元/吨)	吨成本 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	毛利率 (%)
2009	954.27	269.93	629	197.89	72.04	26.69%
2010	1068.26	287.11	673	202.79	84.32	29.37%
2011E	1177	330.18	740.3	213.61	116.57	35.30%
2012E	1142.51	349.99	777.315	220.66	129.33	36.95%
2013E	1279.08	360.49	792.8613	225.06	135.43	37.57%

数据来源：湘财证券研究所

表 5：公司销售总收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	259391.58	312788.76	396552.89	412233.21	475356.90
营业成本（万元）	190058.62	221562.57	257766.70	261753.91	298987.80
综合毛利率（%）	26.73%	29.17%	35.00%	36.50%	37.10%

数据来源：湘财证券研究所

6.2 估值与投资建议

我们预计 2011、2012、2013 年归属于母公司的净利润分别为 6.49 亿元、7.32 亿元和 9.22 亿元，鉴于公司可转债的转股数量未定，我们暂按上年末总股本 4 亿股计算，EPS 分别为 1.62、1.83 和 2.31 元。我们给予公司 15—18 倍 PE，6—12 个月目标价为 24—29 元，投资评级为“买入”。

七、风险提示

落后产能淘汰力度低于预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1256	2485	3814	5641	营业收入	3128	3966	4122	4754
现金	757	1880	3209	5018	营业成本	2216	2578	2618	2990
应收账款	38	68	76	75	营业税金及附加	33	40	41	48
其他应收款	20	37	37	37	营业费用	169	198	198	228
预付账款	36	96	70	96	管理费用	144	178	186	214
存货	375	364	370	363	财务费用	82	71	69	53
其他流动资产	30	40	52	51	资产减值损失	45	45	45	2
非流动资产	3529	3332	3078	2817	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	129	146	146	146	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	2931	2776	2535	2268	营业利润	435	855	966	1219
无形资产	269	300	330	355	营业外收入	7	9	8	8
其他非流动资产	200	110	68	48	营业外支出	4	2	2	3
资产总计	4785	5817	6893	8458	利润总额	438	862	972	1225
流动负债	1400	1784	1720	1755	所得税	127	207	233	294
短期借款	720	959	941	873	净利润	311	655	739	931
应付账款	184	298	280	304	少数股东损益	3	6	7	8
其他流动负债	496	526	500	577	归属母公司净利润	308	649	732	922
非流动负债	1062	1055	1456	2056	EBITDA	834	1217	1334	1574
长期借款	546	946	1446	2046	EPS (元)	0.77	1.62	1.83	2.31
其他非流动负债	516	109	10	10	主要财务比率				
负债合计	2463	2839	3177	3811	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	6	12	21	成长能力				
股本	400	400	400	400	营业收入	20.60%	26.80%	4.00%	15.30%
资本公积	1047	1047	1047	1047	营业利润	52.90%	96.80%	13.00%	26.20%
留存收益	866	1515	2247	3170	归属于母公司净利润	43.10%	110.90%	12.70%	26.00%
归属母公司股东权益	2322	2972	3704	4626	获利能力				
负债和股东权益	4785	5817	6893	8458	毛利率(%)	29.20%	35.00%	36.50%	37.10%
现金流量表					净利率(%)	9.80%	16.40%	17.80%	19.40%
单位:百万元					ROE(%)	13.30%	21.90%	19.80%	19.90%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	11.10%	22.60%	27.40%	38.00%
经营活动现金流	817	987	1101	1354	偿债能力				
净利润	311	655	739	931	资产负债率(%)	51.50%	48.80%	46.10%	45.10%
折旧摊销	317	291	299	301	净负债比率(%)	57.71%	73.90%	79.95%	80.99%
财务费用	82	71	69	53	流动比率	0.9	1.39	2.22	3.21
投资损失	4	0	0	0	速动比率	0.63	1.19	2	3.01
营运资金变动	51	-11	2	66	营运能力				
其他经营现金流	52	-19	-8	3	总资产周转率	0.7	0.75	0.65	0.62
投资活动现金流	-585	-61	-45	-40	应收账款周转率	59	73	56	62
资本支出	481	0	0	0	应付账款周转率	10.67	10.69	9.06	10.24
长期投资	-106	17	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-210	-44	-45	-40	每股收益	0.77	1.62	1.83	2.31
筹资活动现金流	221	197	273	494	每股经营现金流	2.04	2.47	2.75	3.39
短期借款	-423	239	-19	-67	每股净资产	5.81	7.43	9.26	11.57
长期借款	-35	400	500	600	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.66	13.12	11.64	9.24
资本公积增加	111	0	0	0	P/B	3.67	2.87	2.3	1.84
其他筹资现金流	568	-442	-208	-38	EV/EBITDA	12	9	8	7
现金净增加额	453	1124	1329	1808					

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。