

公司研究/动态点评

2019年08月14日

建材/水泥 II

投资评级: 增持 (调低评级)

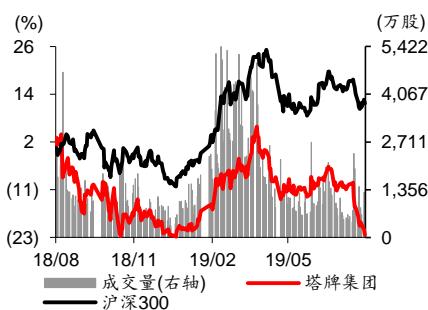
当前价格(元):	9.70
合理价格区间(元):	10.00~12.50

方晏荷 研究员	执业证书编号: S0570517080007 0755-22660892 fangyanhe@htsc.com
鲍荣富 研究员	执业证书编号: S0570515120002 021-28972085 baorongfu@htsc.com
张雪蓉 研究员	执业证书编号: S0570517120003 021-38476737 zhangxuerong@htsc.com
陈亚龙 研究员	执业证书编号: S0570517070005 021-28972238 chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1《塔牌集团(002233,买入): 区域供需格局良好, 经营业绩创新高》2019.03
- 2《塔牌集团(002233,买入): 三季度景气略回落, 继续看好粤东水泥龙头》2018.10
- 3《塔牌集团(002233,买入): 广东高景气延续, 全年有望量价齐升》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,192
流通 A 股 (百万股)	1,162
52 周内股价区间 (元)	9.70-13.92
总市值 (百万元)	11,565
总资产 (百万元)	10,485
每股净资产 (元)	7.71

资料来源: 公司公告

雨水拖累短期业绩, 高分红低 PB 优势显

塔牌集团(002233)

一期持股计划完成购买, 高股息低估值维持较高安全边际

2019年8月13日晚, 公司公告一期员工持股计划通过二级市场累计完成购买362.69万股, 占公司总股本的0.3%, 成交均价10.28元/股。受雨水天气较多影响, 公司1H19实现营收28.6亿元, YoY-5.7%; 实现归母净利润7.0亿元, YoY-18.7%。公司18年全年及19年中期分红率59%/51%, 下半年有望维持50%+分红水平, 对应股息率约7%。但考虑上半年雨水对水泥价格和销量的不利影响, 我们下调公司19-21年EPS至1.25/1.42/1.55元(调整前1.69/1.98/2.16元), 下调公司评级至“增持”。

水泥 2Q19 量价齐跌, 吨毛利同比下降 44 元

公司1H19累计销售水泥825万吨, YoY+4.4%, 其中Q1/Q2分别销售380/445万吨, YoY+25.0%/-8.5%。公司水泥业务1H19累计实现营业收入27亿元, YoY-3.2%, 水泥吨均价329元, 较2018年同期355元下降26元, 系广东尤其是公司主要销售区域粤东地区受持续降雨的影响, 工程施工进度缓慢。同时, 受运输车辆标准载重和环保整治等因素影响, 水泥生产辅料采购成本同比上升较快, 导致公司水泥业务毛利率由1H18的45%下降至1H19的35%, 吨毛利由158元下降至114元。

公允价值变动收益增厚业绩, 主业盈利能力小幅下降

公司1H19实现扣非归母净利润5.6亿元, YoY-31.74%, 其中的非经常性收益主要是证券基金投资及理财产品产生收益1.2亿元。三项费用除财务费用下降外, 销售费用及管理费用均有所上升。受水泥等主要产品销售价格下降的影响, 公司综合毛利率由1H18的43%下降至1H19的34%, 净利润率由28%下降至25%。公司1H19经营活动现金净流入2.8亿元, 较去年同期净流入11亿元下降较大, 系收入下降而付现成本增多。公司目前无长短期借款等有息负债, 资产负债率12%, 财务总体稳健。

重点项目支撑水泥需求, Q4 旺季有望迎来赶工

广东省1H19累计实现水泥产量7406万吨, YoY-2.4%; 其中公司水泥产量849万吨, YoY+2.4%, 增速快于全省增速, 显示公司粤东地区的主导地位。2019年广东省安排重点项目1170个, 年度计划完成投资6500亿元, YoY+8.3%。今年上半年省重点项目完成投资3630亿元, YoY+11.3%。尽管2019年广东地区地产需求或放缓, 但受益于粤港澳大湾区建设及乡村振兴战略, 全年需求预计仍有望增长。随着Q3高温雨季的逐渐结束, 我们预计旺季有望迎来赶工, 水泥量价或齐升。

高派息、低 PB 维持较高安全边际, 下调至“增持”评级

考虑上半年雨水导致公司业绩不及预期, 我们下调19-21年归母净利润至15/17/18亿元(下调前20/24/26亿元)。公司潜在股息率约7%, 而当前19年1.16xPB低于可比上市公司, 因此维持公司19年8-10x合理PE(对应19年1.2-1.5xPB), 目标价10.0~12.5元, 下调至“增持”评级。

风险提示: 雨水继续导致重点项目开工缓慢, 公司产能投放不达预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,564	6,630	7,016	7,707	8,070
+/-%	25.76	45.27	5.82	9.84	4.72
归属母公司净利润 (百万元)	720.98	1,723	1,490	1,697	1,848
+/-%	58.73	139.00	(13.50)	13.88	8.86
EPS (元, 最新摊薄)	0.60	1.45	1.25	1.42	1.55
PE (倍)	16.04	6.71	7.76	6.81	6.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期经营一览

图表1：盈利预测调整表

	调整前			调整后			调整幅度 (pct 或 %)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
水泥均价 (元/吨)	350	345	345	340	335	330	-2.9%	-2.9%	-4.3%
营业收入 (亿元)	75.2	86.0	91.1	70.2	77.1	80.7	-6.6%	-10.3%	-11.4%
毛利率 (%)	42.1	41.8	42.4	35.1	35.4	36.3	-7.0	-6.4	-6.1
净利率 (%)	26.8	27.4	28.3	21.2	22.0	22.9	-5.6	-5.4	-5.4
归母净利润 (亿元)	20.2	23.6	25.8	14.9	17.0	18.5	-26.2%	-28.0%	-28.3%

资料来源：华泰证券研究所

图表2：可比公司估值表 (2019/8/13)

股票简称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	EPS (元)			PE (X)			来源
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	
万年青	000789.SZ	8.44	67.30	1.43	1.75	1.87	5.92	4.84	4.51	1.30 Wind 一致
海螺水泥	600585.SH	38.07	2,017.44	5.63	6.01	6.10	6.77	6.33	6.24	1.53 Wind 一致
华新水泥	600801.SH	18.24	382.42	2.47	2.91	3.03	7.38	6.26	6.02	1.78 Wind 一致
平均值							6.69	5.81	5.59	1.54
塔牌集团	002233.SZ	9.70	115.65	1.45	1.25	1.42	6.71	7.76	6.81	1.16 华泰

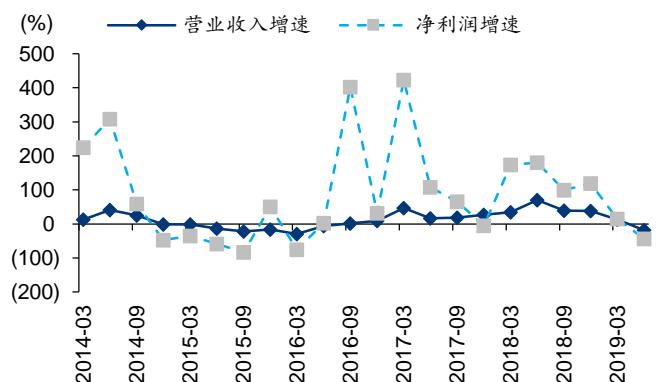
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表5：公司单季度营业收入及净利润同比增速



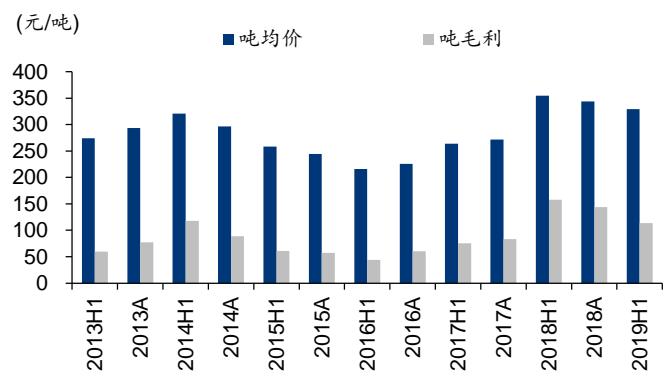
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

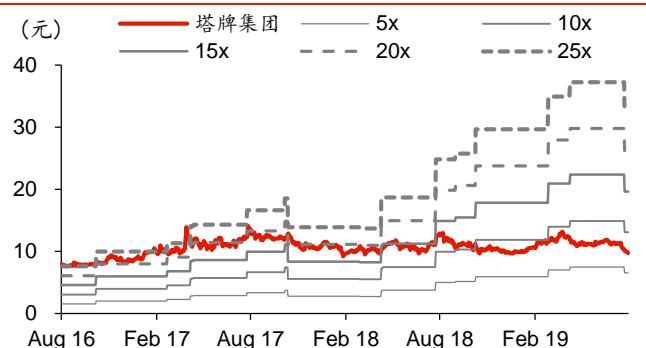
图表6：公司水泥吨均价及吨毛利



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

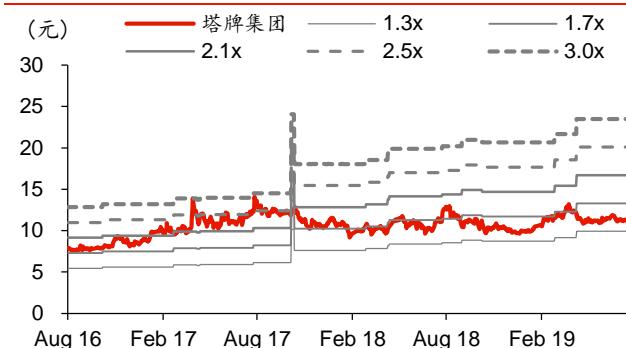
PE/PB – Bands

图表7：塔牌集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表8：塔牌集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,968	5,429	6,748	8,527	10,745
现金	997.06	1,472	2,597	4,343	6,479
应收账款	103.94	53.91	107.73	90.50	109.34
其他应收账款	16.78	20.65	25.54	26.71	28.44
预付账款	21.51	38.49	39.60	44.28	43.71
存货	468.21	527.21	633.95	678.40	708.25
其他流动资产	3,361	3,317	3,344	3,344	3,376
非流动资产	4,824	5,514	5,434	5,488	5,209
长期投资	480.00	491.17	491.17	491.17	491.17
固定投资	2,687	2,860	3,101	3,173	2,941
无形资产	655.41	655.38	614.29	572.19	531.74
其他非流动资产	1,002	1,507	1,227	1,252	1,245
资产总计	9,792	10,943	12,181	14,015	15,954
流动负债	1,538	1,824	2,072	2,188	2,257
短期借款	20.00	0.00	65.83	36.25	40.07
应付账款	793.97	985.25	1,131	1,238	1,278
其他流动负债	724.19	839.03	876.14	914.17	938.88
非流动负债	66.05	135.87	101.93	104.60	107.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	66.05	135.87	101.93	104.60	107.08
负债合计	1,604	1,960	2,174	2,293	2,364
少数股东权益	7.43	7.09	7.86	8.74	9.69
股本	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192
资本公积	3,736	3,736	3,736	3,736	3,736
留存公积	3,177	4,042	5,057	6,755	8,602
归属母公司股东权益	8,181	8,976	9,999	11,714	13,581
负债和股东权益	9,792	10,943	12,181	14,015	15,954

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	953.50	2,616	1,794	2,273	2,355
净利润	721.70	1,724	1,491	1,698	1,849
折旧摊销	340.08	423.85	495.13	580.34	641.42
财务费用	(2.22)	(13.90)	(38.22)	(65.57)	(78.30)
投资损失	(61.41)	(114.27)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(70.33)	539.13	(189.31)	79.15	(64.65)
其他经营现金	25.68	56.83	55.37	1.25	28.14
投资活动现金	(2,696)	(2,017)	(292.60)	(563.18)	(300.87)
资本支出	592.03	752.58	500.00	500.00	300.00
长期投资	2,152	1,443	(100.79)	33.60	(11.20)
其他投资现金	47.91	178.64	106.61	(29.59)	(12.06)
筹资活动现金	2,061	(911.46)	(377.11)	35.98	82.12
短期借款	(335.00)	(20.00)	65.83	(29.58)	3.82
长期借款	(350.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	297.62	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,661	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(213.14)	(891.46)	(442.94)	65.56	78.30
现金净增加额	318.22	(312.87)	1,125	1,746	2,137

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,564	6,630	7,016	7,707	8,070
营业成本	3,217	3,955	4,552	4,978	5,141
营业税金及附加	67.70	96.12	101.71	111.73	116.99
营业费用	94.04	108.90	110.00	120.00	130.00
管理费用	258.99	321.45	320.00	320.00	320.00
财务费用	(2.22)	(13.90)	(38.22)	(65.57)	(78.30)
资产减值损失	10.05	15.40	15.40	15.40	15.40
公允价值变动收益	(11.89)	36.22	14.17	17.18	19.35
投资净收益	61.41	114.27	20.00	20.00	20.00
营业利润	973.06	2,306	1,989	2,264	2,465
营业外收入	0.89	2.47	10.00	10.00	10.00
营业外支出	9.77	15.44	15.44	15.44	15.44
利润总额	964.18	2,293	1,984	2,259	2,459
所得税	242.47	569.28	492.42	560.76	610.47
净利润	721.70	1,724	1,491	1,698	1,849
少数股东损益	0.73	0.89	0.77	0.88	0.95
归属母公司净利润	720.98	1,723	1,490	1,697	1,848
EBITDA	1,311	2,716	2,446	2,779	3,028
EPS (元, 基本)	0.60	1.45	1.25	1.42	1.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.76	45.27	5.82	9.84	4.72
营业利润	62.35	137.01	(13.75)	13.84	8.84
归属母公司净利润	58.73	139.00	(13.50)	13.88	8.86
盈利能力 (%)					
毛利率	29.52	40.35	35.12	35.41	36.30
净利率	15.80	25.99	21.24	22.02	22.90
ROE	8.81	19.20	14.91	14.49	13.61
ROIC	11.57	28.44	23.20	26.48	29.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.38	17.91	17.85	16.36	14.81
净负债比率 (%)	1.25	0	3.03	1.58	1.70
流动比率	3.23	2.98	3.26	3.90	4.76
速动比率	2.93	2.69	2.95	3.59	4.45
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.64	0.61	0.59	0.54
应收账款周转率	35.90	76.18	78.27	70.11	72.82
应付账款周转率	4.38	4.45	4.30	4.20	4.09
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	1.45	1.25	1.42	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	2.19	1.50	1.91	1.98
每股净资产(最新摊薄)	6.86	7.53	8.39	9.82	11.39
估值比率					
PE (倍)	16.04	6.71	7.76	6.81	6.26
PB (倍)	1.41	1.29	1.16	0.99	0.85
EV_EBITDA (倍)	6.45	3.11	3.46	3.04	2.79

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

—报告发布日后的6个月内行业的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

—报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com