

粤东水泥名牌

买入 (首次)

2020 年 09 月 11 日

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,891	8,820	10,320	11,455
同比 (%)	3.9%	28.0%	17.0%	11.0%
归母净利润 (百万元)	1,733	2,104	2,422	2,824
同比 (%)	0.6%	21.4%	15.1%	16.6%
每股收益 (元/股)	1.45	1.76	2.03	2.37
P/E (倍)	9.93	8.18	7.11	6.10

投资要点

- **粤东水泥龙头。**广东塔牌集团股份有限公司是粤东地区规模最大的水泥制造企业，水泥产品在粤东水泥市场的占有率超过 40%。2019 年公司熟料产能 1162.5 万吨，在全国水泥企业中排名第 19 名。
- **华南、华东市场供需格局良好。**在中央坚持打好污染防治攻坚战的战略下，广东省积极响应，针对水泥行业淘汰落后产能，优化产业结构并控制总产能增速。公司是国家重点支持的 60 家大型水泥企业之一，产业结构调整政策将为公司进一步发展拓展空间。公司主要销售市场广东省、福建省经济发展迅速，大湾区建设、新农村基建以及房地产投资创造新水泥需求。
- **万吨线逐步投产，主业继续做强。**公司目前拥有 8 条生产线，2019 年实现水泥产量 1928.38 万吨，较上年同期增长 6.74%，新增的文福万吨项目第二条生产线将为公司增加 400 万吨水泥产能。公司利用新型干法水泥熟料生产线，实现自动化高效生产过程。公司主营高端品种 42.5R、52.5R 等级通用硅酸盐水泥，顺应行业产品结构优化趋势。公司拥有全资子公司来经营混凝土业务，2019 年混凝土投资实现利润 4269.25 万元，未来将继续整合提升混凝土搅拌站，优化布局。
- **新兴业务创造经济增长点。**公司积极探索和快速发展新兴产业，实施传统产业和新兴产业“双轮驱动”。2016 年公司成立广东塔牌创业投资管理有限公司助推发展新兴产业，2017 年公司作为广东银监局辖内第一家民营银行梅州客商银行的第二大股东，出资 4 亿元，在新兴产业探索上迈出重要一步；同时公司顺应“十三五”计划规划要求，寻找发展前景良好的产业项目，将大健康产业纳入发展规划之中。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 88.20 亿元、103.20 亿元、114.55 亿元，同比增速分别为 28.0%、17.0%、11.0%；实现归属母公司股东净利润分别为 21.04 亿元、24.22 亿元、28.24 亿元，同比增速分别为 21.4%、15.1%、16.6%，目前业绩对应 2020-2022 年的 PE 分别为 8.18 倍、7.11 倍、6.10 倍。公司未来收入以及归属母公司利润预计将稳定增长。因此，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**广东基建不及预期，地区水泥市场竞争加剧，新兴产业收益不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.44
一年最低/最高价	9.10/16.86
市净率(倍)	1.73
流通 A 股市值(百万元)	16779.68

基础数据

每股净资产(元)	8.34
资产负债率(%)	13.40
总股本(百万股)	1192.28
流通 A 股(百万股)	1162.03

相关研究

内容目录

1. 粤东水泥第一品牌	4
1.1. 精耕水泥领域多年.....	4
1.2. 产品畅销华东、华南.....	5
1.3. 近年业绩表现良好.....	6
2. 区域供需得天独厚，龙头尽享优势	7
2.1. 华南供给状况良好.....	7
2.2. 区域经济快速发展拉动水泥需求.....	8
2.3. “大湾区”建设，需求注入“强心针”	10
2.4. 粤东龙头尽享区域优势.....	12
3. 水泥产能扩张+混凝土投资，主业进一步做强	13
3.1. 产能规模全国前十.....	13
3.2. 文福万吨线项目逐步投产，增量可观.....	14
3.3. 技术进步+产品结构优化	15
3.4. 预拌混凝土投资收益可观.....	16
4. 拓展新兴产业，推动绿色转型	17
4.1. 进军银行、大健康等新兴产业，打造“双轮驱动”	17
4.2. 打造绿色工厂，推动降耗减排.....	18
4.3. 余热发电顺利推进.....	19
4.4. 积极推进水泥窑固废协同处置.....	20
5. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司下属子公司.....	5
图 3: 公司经营品牌.....	6
图 4: 公司主要销售区域.....	6
图 5: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元)	6
图 6: 公司近年净利润及增速 (单位: 亿元)	6
图 7: 近年公司营收构成.....	7
图 8: 近年公司毛利率及毛利率变动.....	7
图 9: 广东省近五年水泥产量及增速 (单位: 亿吨)	8
图 10: 近五年全国、中南水泥价格比较.....	8
图 11: 2019 年全国水泥价格分布 (单位: 元)	8
图 12: 广东省近五年 GDP 及增速 (单位: 亿元)	9
图 13: 广东省近五年房地产开发投资及增速 (单位: 亿元)	9
图 14: 福建省近五年 GDP 及增速 (单位: 亿元)	10
图 15: 福建省近五年房地产开发投资及增速 (单位: 亿元)	10
图 16: 粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图.....	11
图 17: 塔牌集团部分工程项目	13
图 18: 塔牌集团文福万吨生产线项目	14
图 19: 塔牌集团新型干法水泥熟料生产工艺示意.....	15
图 20: 公司 2019 年各等级水泥产品生产数量占比.....	16
图 21: 近五年公司混凝土收入及毛利率 (单位: 亿元)	16
图 22: 梅州客商银行.....	17
图 23: 2014-2015 年中国大健康产业整体营收情况 (单位: 亿元)	18
图 24: 蕉岭县丝苗米产业园.....	18
图 25: 塔牌集团绿色工厂.....	19
图 26: 公司余热发电主要工艺流程.....	20
图 27: 水泥窑协同处置固废主要工艺流程.....	20
图 28: 塔牌集团 PE-Band (截止 2020 年 9 月 10 日)	22
表 1: 公司十大股东一览.....	4
表 2: 广东地区相关发展政策.....	9
表 3: 《粤港澳大湾区发展规划纲要》基础建设相关内容.....	10
表 4: 大湾区近期建设项目	12
表 5: 公司快速发展阶段重要生产线.....	14
表 6: 文福万吨项目和其他先进大型窑技术对比.....	15
表 7: 公司分业务盈利预测简表.....	21

1. 粤东水泥第一品牌

1.1. 精耕水泥领域多年

广东塔牌集团股份有限公司（以下简称公司或塔牌集团）是一家以水泥为主业的集团公司，创立于 1972 年，经过多年发展，公司于 2008 年 5 月在深圳证券交易所中小板挂牌上市。截至 2020 年 3 月，公司拥有 2000 万吨水泥生产规模，拥有全资、控股、参股混凝土企业二十多家。公司旗下经营各类硅酸盐水泥、预拌混凝土产品，广销华东和华南市场，其中水泥产品在粤东水泥市场的占有率超过 40%，是粤东地区规模最大的水泥制造企业。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司于 2006 年 12 月被国家发展和改革委员会等部门列为“国家重点支持水泥工业结构调整大型企业(集团)名单”中重点支持的 60 家企业，是广东地区仅有的两家入围水泥生产企业之一，其全资子公司福建塔牌水泥有限公司被列为 2020 年福建省工业和信息化省级龙头企业。

从股权结构上看，公司主要由自然人持股，且股权较为集中。彭倩女士为广东塔牌集团股份有限公司董事长钟烈华先生的一致行动人，彭倩女士将其持有的 86,775,951 股（公司总股本的 7.28%）公司股份对应的表决权委托钟烈华先生行使，钟烈华实际支配的表决权股份占公司总股本 23.89%，为公司控股股东、实际控制人。

表 1：公司十大股东一览

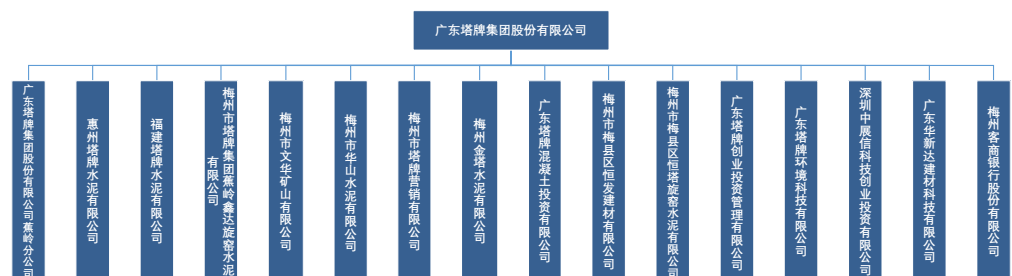
股东名称	股东性质	持股比例	2019 年末持股数量（股）
钟烈华	境内自然人	16.61%	198,001,330
彭倩	境内自然人	9.56%	114,000,000
徐永寿	境内自然人	9.41%	112,197,398

张能勇	境内自然人	7.40%	88,228,696
香港中央结算有限公司	境外法人	4.03%	48,096,126
华融瑞通股权投资管理有 限公司	国有法人	2.77%	33,014,149
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	境外法人	1.38%	16,407,609
张景春	境内自然人	1.09%	12,970,000
浙江上峰建材有限公司	境内非国有法人	1.08%	12,916,252
华宝信托有限责任公司	国有法人	0.85%	10,117,709

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

截止至 2019 年公司拥有全资子公司 12 家，上游有矿山，下游有混凝土搅拌站等，完整的产业链保证公司在提高抗风险能力的基础上增加新的经济增长点；而塔牌创投、深圳中展信及闽塔新材等子公司的发展，极大地拓宽公司新业务领域，是公司实施传统产业和新兴产业“双轮驱动”战略、推进企业持续快速协调发展的重要部署。

图 2：公司下属子公司



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 产品畅销华东、华南

公司主要从事各类硅酸盐水泥、预拌混凝土的生产和销售，是粤东地区规模较大的水泥制造企业，生产基地主要布局在广东省梅州市、惠州市和福建省龙岩市，通过公路辐射广销华东、华南市场。公司拥有“塔牌”、“嘉应”、“粤塔”、“恒塔”四个品牌和 32.5R、42.5R、52.5R 三个等级旋窑水泥，具有较高知名度，在粤东地区是广大用户的首选品牌，并畅销深圳、东莞、惠州等珠三角发达城市，以及福建和江西的部分地区。

图 3: 公司经营品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2019 年公司熟料产能为 1162.5 万吨, 在全国水泥企业中排名第 19 名, 实现水泥产量 1928.38 万吨, 较上年同期增长了 6.74%, 公司水泥产品在粤东区域市场上占有率较高, 未来随着万吨线项目第二条生产线建成投产, 将再增加 400 万吨水泥产能。

图 4: 公司主要销售区域



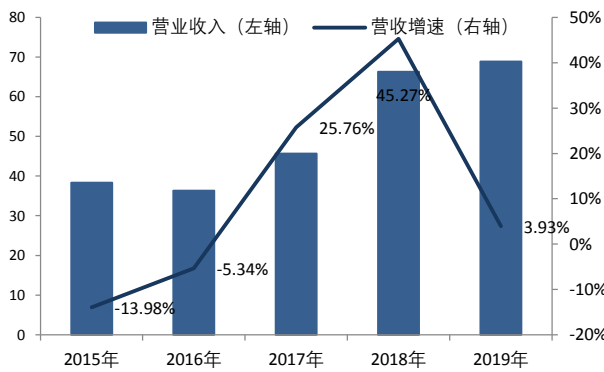
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.3. 近年业绩表现良好

2019 年, 公司实现营业收入 689070.24 万元, 较上年同期增长了 3.93%; 实现归属于上市公司股东的净利润 173347.92 万元, 较上年同期增长了 0.60%。2019 年主要产品水泥销售价格的小幅度下跌和销售成本的上涨使得综合毛利率较小幅回落, 但公司毛利率近五年保持增长态势。公司水泥、石灰石和混凝土产品近五年始终保持较高的毛利率, 公司长期秉持做大水泥主业、增加混凝土份额的战略, 辅以生产低碳化、工厂智能化、管理信息化的等智能生产手段降低生产成本、提高收益。

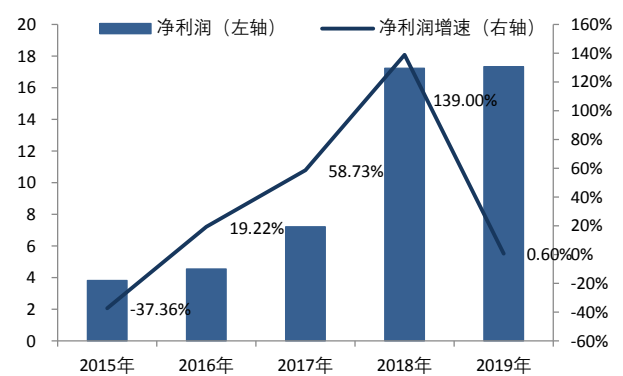
图 5: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元)

图 6: 公司近年净利润及增速 (单位: 亿元)



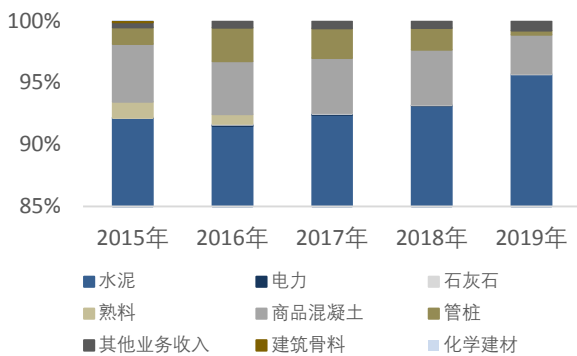
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：近年公司营收构成

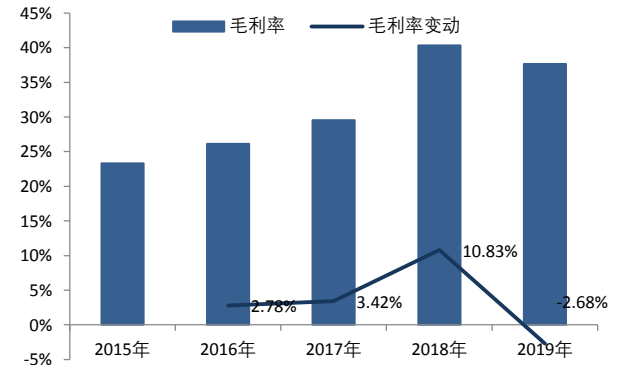


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：近年公司毛利率及毛利率变动



数据来源：公司年报，东吴证券研究所



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 区域供需得天独厚，龙头尽享优势

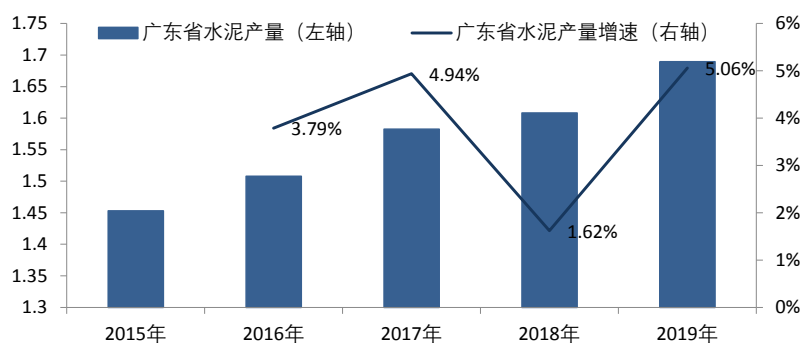
2.1. 华南供给状况良好

在中央坚持打好污染防治攻坚战的战略下，水泥及相关产业作为重要的治理领域，持续受错峰生产、应急减排、节能减排、矿山综合整治、错峰运输等政策影响，部分地区企业产能受到制约。

自 2008 年颁布《印发广东省淘汰落后水泥生产能力实施方案的通知》起，广东省开始着手淘汰落后产能，截止到 2008 年底，广东市场已经淘汰落后水泥产能 4000 万吨。2016 年为贯彻落实《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，推动广东省省建材工业转型升级和优化发展，广东政府发布《广东省人民政府办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见》，意见明确指出：到 2020 年，推动本

省产业结构进一步优化，水泥熟料产能控制在 1.1 亿吨以内，排名前 10 家水泥熟料生产企业的生产集中度达 80%以上。

图 9：广东省近五年水泥产量及增速（单位：亿吨）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

在广东省水泥产业结构优化工作的推进下，广东省有效控制水泥产能合理增长，水泥供给得到限制，改善水泥市场供需结构，近五年广东省水泥价格波动上涨并且高于全国平均水平，给公司营收带来积极影响。

图 10：近五年全国、中南水泥价格比较



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 11：2019 年全国水泥价格分布（单位：元）



数据来源：数字水泥网，东吴证券研究所

2.2. 区域经济快速发展拉动水泥需求

广东省由于较高的经济发展水平，一直是水泥消费大省。2014 年以来，公司主要市场所在的粤东、闽西、赣南等区域得益于“粤东西北振兴发展”和“赣闽粤原中央苏区振兴发展”两大振兴政策，城镇化水平显著提高，基建、房地产等领域加速发展，带动水泥等

上游行业增长迅速。

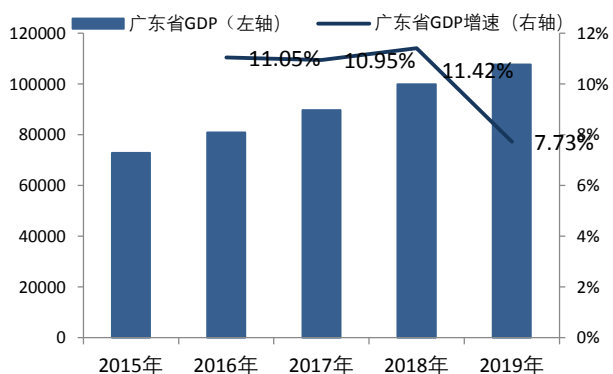
表 2: 广东地区相关发展政策

	发布时间	主要相关内容
《进一步促进粤东 西北地区振兴发展 的决定》	2013 年	重点推进交通基础设施项目建设。大力推进县县通高速工程。提高公路等级。推进铁路项目建设, 加快公共基础设施建设。加强中小城市、工业集中区、重点城镇供排水、供电、供气、道路等公用设施建设。
《赣闽粤原中央苏 区振兴发展规划》	2014 年	按照统筹规划、合理布局、适度超前的原则, 推进交通、能源、水利和信息等基础设施项目, 构建现代交通运输网络。
《广东省推进基础 设施供给侧结构性 改革实施方案》	2017 年	广东省计划投资约 4580 亿元, 建设深中通道、武深高速仁化至博罗段、玉林 (省界) 至湛江高速、汕湛高速惠州至云浮段等高速公路项目 92 项, 基本建成国家高速公路粤境段。投资约 1450 亿元, 建设国省道、农村公路、滨海公路和公路客货运枢纽 (站场) 等 5 项项目。

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

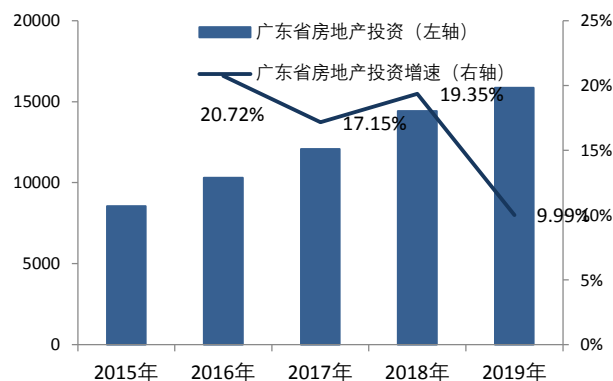
2019 年广东省生产总值突破十万亿大关, 投资平稳增长, 固定资产投资增速 11.1%, 高于全国增速 5.7 个百分点; 房地产投资增速 10%, 高出全国平均增速 0.1 个百分点。经济发展, 尤其是基础建设、房地产等领域的增长直接拉动水泥行业需求。

图 12: 广东省近五年 GDP 及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 13: 广东省近五年房地产开发投资及增速 (单位: 亿元)



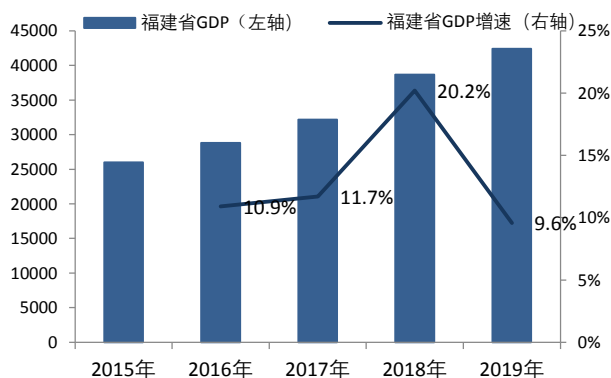
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

此外, 福建南部地区 (公司龙岩生产基地辐射) 同样是公司主要销售区域。福建省近几年经济发展速度迅猛, 2019 年 GDP 突破 40000 亿元, 房地产开发投资金额也逐年增加; 2020 年福建发改委宣布省年度重点项目 1567 个, 总投资达 38400 亿元, 其中包

括 117 个交通基建项目。

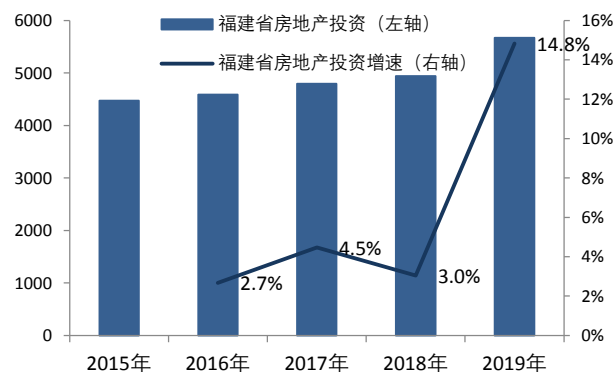
2020 年闽西南协同发展区再次向水泥行业需求释放积极信号。在闽西南协同发展区办公室第四次主任会议上，宣布重点推进基础设施项目 62 个，总投资 6386.5 亿元。其中，闽西南协同发展区陆路交通互联互通三年行动计划在 2020 年将实施 82 个项目，总投资约 6181 亿元，2020 年年度计划投资 376.6 亿元。

图 14: 福建省近五年 GDP 及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 15: 福建省近五年房地产开发投资及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.3. “大湾区”建设，需求注入“强心针”

粤港澳大湾区由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆九个珠三角城市组成，总面积 5.6 万平方公里，是中国开放程度最高、经济活力最强的区域之一。2017 年 3 月，国务院《政府工作报告》提出研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，标志着大湾区建设正式上升为国家战略。

中共中央、国务院于 2019 年 2 月 18 日印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，提出加强基础设施建设，畅通对外联系通道，提升内部联通水平，推动形成布局合理、功能完善、衔接顺畅、运作高效的基础设施网络，为粤港澳大湾区经济社会发展提供有力支撑。

表 3: 《粤港澳大湾区发展规划纲要》基础建设相关内容

目标	主要内容	相关项目
建设世界级机场群	巩固提升香港国际航空枢纽地位，强化航空管理培训中心功能，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动。	香港机场第三跑道、澳门机场改扩建，广州、深圳机场改扩建，广州新机场(前期研究)

畅通对外综合
运输通道

完善大湾区经粤东西北至周边省区的综合运输通道。

构筑大湾区快速
交通网络

以连通内地与港澳以及珠江口东西两岸为重点，构建以高速铁路、城际铁路和高等级公路为主体的城际快速交通网络，力争实现大湾区主要城市间 1 小时通达。

完善水利基础
设施

大力推进雨洪资源利用等节约水、涵养水的工程建设。

赣州至深圳、广州至汕尾、深圳至茂名、岑溪至罗定、广州经茂名(前期研究)、湛江至海安铁路(前期研究)、柳州至肇庆铁路(前期研究)、广州至清远铁路(前期研究)、沈海高速和京港澳高速扩容改造。

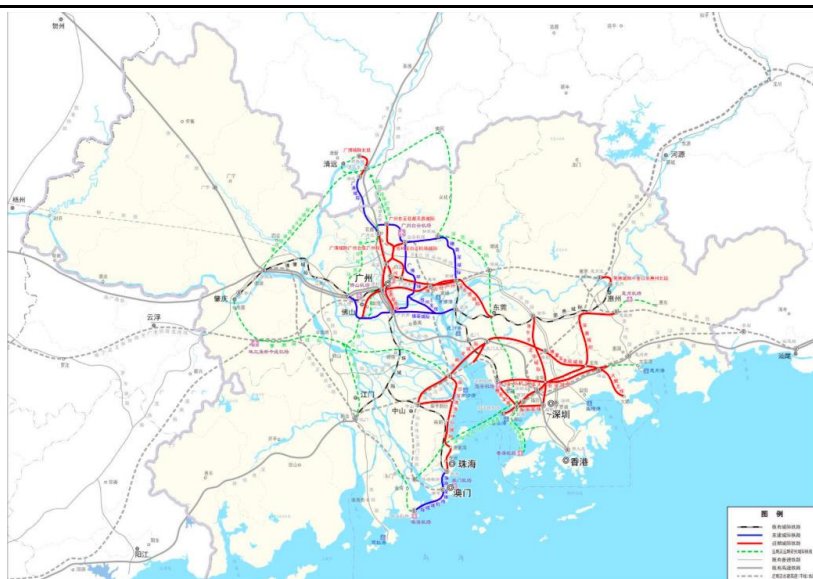
深中通道、虎门二桥过江通道、珠三角主要城市的城市轨道交通项目、莲塘/香园围口岸、粤澳新通道(青茂口岸)、横琴口岸(探索澳门莲花口岸搬迁)、广深港高速铁路西九龙站

珠江三角洲水资源配置工程、第四条对澳供水管道工程

数据来源：国务院官网，东吴证券研究所

2020 年 8 月，国家发展改革委公布《关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划的批复(发改基础〔2020〕1238 号)》，同意在粤港澳大湾区有序实施一批城际铁路项目。规划近期到 2025 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 4700 公里，全面覆盖大湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈；远期到 2035 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 5700 公里，覆盖 100%县级以上城市。

图 16：粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图



数据来源：中国发改委官网，东吴证券研究所

规划预计建设 13 条城际铁路和 5 个枢纽工程项目，总里程约 775 公里，形成主轴强化、区域覆盖、枢纽衔接的城际铁路网络。其中，2022 年前启动深圳机场至大亚湾城际深圳机场至坪山段、广清城际北延线等 6 个城际铁路项目和广州东站改造工程等 3 个枢纽工程建设，规划建设里程 337 公里；待相关建设条件落实后，有序推进塘厦至龙岗、常平至龙华等 7 个城际铁路项目和广州站改造工程等 2 个枢纽工程实施，规划建设里程 438 公里。

表 4：大湾区近期建设项目

项目	里程 (公里)	投资 (亿元)	主要途径点	备注
深惠城际前海保税区至惠城南段（含大鹏支线）	133	781	西丽、深圳北站、龙华、龙岗、沥林、惠城南	2022 年前启动建设
深圳机场至大亚湾城际深圳机场至坪山段	70	435	深圳机场、龙华、坪山	2022 年前启动建设
广清城际北延线	21	63	清远站	2022 年前启动建设
广清城际广州北至广州段	26	137	广州北站、白云站、广州站	2022 年前启动建设
莞惠城际小金口至惠州北段	8	34	惠州北站	2022 年前启动建设
穗莞深城际南延线	35	244	深圳机场站、福田、皇岗	2022 年前启动建设
中南虎城际中山至塘厦段	63	222	中山、南沙、塘厦	建设条件落实后有序推进
塘厦至龙岗城际	65	224	塘厦、龙岗	建设条件落实后有序推进
常平至龙华城际	40	145	常平、龙华、福田	建设条件落实后有序推进
佛山经广州至东莞城际	107	953	东平新城、芳村、鱼珠、新塘	建设条件落实后有序推进
广州东至花都天贵城际	38	285	广州东站、天贵	建设条件落实后有序推进
芳村至白云机场城际	39	325	芳村、白云站、白云机场	建设条件落实后有序推进
南沙至珠海（中山）城际	79	486	南沙、中山、珠海	建设条件落实后有序推进
广州东至新塘五六线	29	58	广州东站、新塘站	2022 年前启动建设
广州至广州南联络线	15	77	广州站、广州南站	2022 年前启动建设
广州东站改造工程	----	25	----	2022 年前启动建设
广州至广州东三四线	7	55	广州站、广州东站	建设条件落实后有序推进
广州站改造工程	----	183	----	建设条件落实后有序推进

数据来源：中国发改委官网，东吴证券研究所

2.4. 粤东龙头尽享区域优势

公司是国家重点支持 60 家大型水泥企业之一，产业结构调整政策将为公司进一步发展拓展空间，得益于水泥行业“上大压小、扶优汰劣”以及提高行业集中度的结构性调整方向，公司一直属于国家产业政策扶持企业。

受地形影响，广东地区水泥市场相对封闭，而公司生产基地布局极具地缘优势。公司三大生产基地之一的梅州基地位于蕉岭县，地处粤闽赣交界处，石灰石资源丰富，且公司收购该地唯一的矿山开采企业文华矿山。该基地有力辐射了周围揭阳、潮州、汕头、汕尾等因缺乏石灰石资源而造成水泥缺口的地区。龙门基地地处珠三角和粤东交界地区，石灰石资源丰富，且公司具有龙门地区 2 项开采规模合计 60 万立方米的矿山开采权。龙门基地距离珠三角市场较海螺、台泥等地区其他大规模水泥企业生产基地更近，有利于公司进入珠三角地区，快速提高市场份额。

为贯彻落实《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》（中发〔2019〕49 号）精神，广东省政府于 2020 年 8 月就支持民营企业参与交通基础设施建设发展，提出破除市场准入壁垒，维护公平竞争秩序的要求，有利于民营企业进入交通基础设施建设项目竞标流程。

塔牌水泥在粤闽赣地区具有相当的规模、品牌、市场和地缘优势，是目前粤闽赣地区品牌附加值高、市场影响力大和行业竞争力强的民营龙头企业，在基础设施建设参与中拥有较高区域竞争优势。

图 17：塔牌集团部分工程项目



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 水泥产能扩张+混凝土投资，主业进一步做强

3.1. 产能规模全国前十

水泥为公司主营业务，2019 年水泥销售收入占到公司总收入的 95.68%，比例不断提高，2019 年实现熟料产能 1163 万吨，水泥产能 1800 万。公司现有广东梅州、惠州，福建龙岩三大生产基地，所处粤东地区目前是广东省重点发展的三大水泥熟料基地之一，并且生产基地受益于粤东地区优质石灰石资源、大湾区强劲的水泥需求以及水泥的高价格水平，具有极大生产优势。

公司目前拥有 8 条生产线，在 2019 年年报中公司也明确表明继续全力推进水泥产业做大做强的策略，2020 年计划实现生产熟料 1648 万吨，产销水泥 2180 万吨。

表 5: 公司快速发展阶段重要生产线

投产时间	主要内容
2013 年	鑫达公司 200 万吨/年水泥粉磨项目建成投产，塔牌集团水泥生产规模达 1500 万吨。
2017 年	2 × 10000t/d 新型干法旋窑熟料水泥生产线项目点火生产，预计年产熟料 300 万吨、水泥 400 万吨，将提高公司水泥产能 30%以上。 (即文福万吨线项目)
2020 年	2 × 10000t/d 新型干法熟料水泥生产线新建工程(含 2 × 20MW 纯低温余热发电系统)项目第二条生产线，预计年产熟料 300 万吨，增加水泥产能 400 万吨。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 文福万吨线项目逐步投产，增量可观

在公司拥有的 8 条生产线中，文福万吨线项目 2 条 10000t/d 新型干法熟料水泥生产线是公司的重点项目。

该项目由塔牌集团股份有限公司蕉岭分公司负责。项目总占地面积 1383 亩，总投资 40 亿元(含矿山)，其中环保投资 2.7 亿元，约占总投资的 8%。项目建设 2 × 10000t/d 熟料水泥生产线，采用新型干法预分解生产工艺和纯低温余热发电技术，生产产品为 P.O42.5 普通硅酸盐水泥，可年产熟料 600 万吨、水泥 745 万吨，产品散装率达 70%。配套建设 2 × 20MW 纯低温余热发电机组，年发电量为 25920 × 104kWh，年供电量为 23976 × 104kWh，仅此一项每年可为公司节约 8 万多吨标准煤，降低生产电力成本。该项目生产的产品主要销往粤东区域，包括梅州、潮州、揭阳、汕头、河源等城市。

第一条万吨生产线已经于 2017 年 11 月正式投产，2019 年实现效益 50360.15 万元；第二条生产线于 2020 年 4 月 29 日顺利点火，预计 2020 年可实现新增产能 400 万吨。

图 18: 塔牌集团文福万吨生产线项目



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

文福万吨线项目的 10000t/d 新型干法熟料水泥生产线，是目前行业单位产能最大、能源消耗最低、环境污染最小、资源利用率和劳动生产率最高的水泥生产线，和其他先进窑相比具有较大优势。

表 6: 文福万吨项目和其他先进大型窑技术对比

项目	文福万吨线项目	其他先进大型窑
水泥综合能耗	85 千克标煤/吨	100 千克标煤/吨
水泥综合电耗	84 度/吨	95 度/吨
人均劳动生产率	20000 吨/年	10000 吨/年

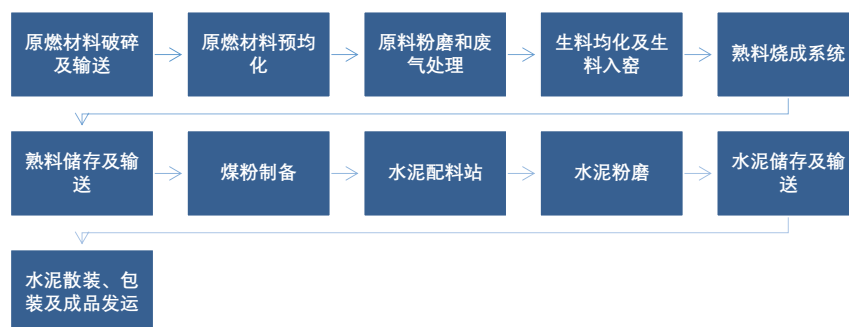
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 技术进步+产品结构优化

在技术方面，公司一贯重视技术改造，积极实施科技兴企发展战略，长期与华南理工大学等高等院校进行合作，充分利用科研院所力量，不断地引进和应用新技术、新设备、新工艺，扎实推进水泥智能化工厂建设，使水泥生产技术始终保持在行业先进行列，保持公司核心竞争力。公司还成立了广东省首家水泥行业省级技术中心和工程技术研究开发中心，在设备升级、工艺优化及生产自动化等方面拥有一定的技术储备，为智能生产夯实技术基础。

公司利用新型干法水泥熟料生产线，采用新型原料、燃料预均化技术、节能粉磨技术及装备，全线由计算机集散控制，实现自动化和高效、优质、低耗、环保的水泥生产过程。新型干法熟料产能占公司熟料总产能比例 100%，生产线在帮助公司实现绿色生产的同时极大降低公司成本。

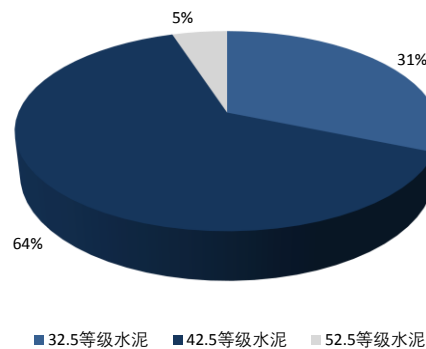
图 19: 塔牌集团新型干法水泥熟料生产工艺示意



数据来源：公司官网整理，东吴证券研究所

在产品结构方面，2018 年国家标准化管理委员会批准 GB175-2007《硅酸盐通用水泥》3 号修改单，宣布于 2019 年 10 月 1 日起取消复合硅酸盐水泥 32.5 强度等级(PC32.5R)，保留 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个强度等级。广东省目前还未出台文件，但针对市面上 PC32.5 水泥依旧鱼目混珠的乱象，塔牌集团总经理何坤皇在 2019 年 11 月 12 日的“推进广东水泥企业绿色发展座谈会”上提倡全面取消 32.5 等级水泥，促进广东省水泥市场健康发展。公司目前主导产品为“塔牌” 42.5R、52.5R 等级通用硅酸盐水泥，其中 52.5 等级水泥生产数量较上年增长最快，增长 10.3%，这部分产品是行业内盈利能力最强的高端品种，结构优化从一定程度上提升公司效益。

图 20：公司 2019 年各等级水泥产品生产数量占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

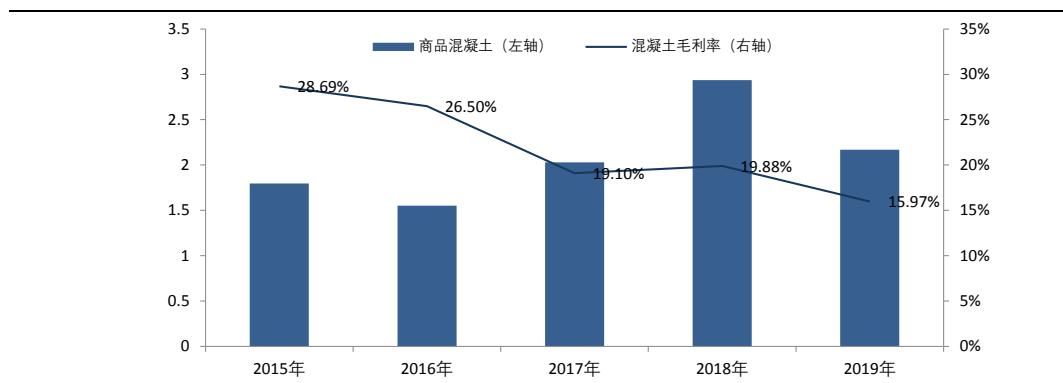
3.4. 预拌混凝土投资收益可观

预拌混凝土主要指由水泥、集料、水以及根据需要掺入的外加剂、矿物掺合料等材料按一定比例，在搅拌站经计量、拌制后出售的并采用运输车在规定时间内运至使用地点的混凝土拌合物，主要用于各类土木工程建设。

公司拥有全资子公司广东塔牌混凝土投资有限公司，下属控股、参股混凝土企业 20 多家。混凝土投资于 2007 年 8 月 2 日成立，截止 2019 年 12 月 31 日，注册资本人民币 30000 万元，由公司 100% 持股。2010 年公司发布 6.3 亿元可转债投资多个混凝土搅拌站项目完善产业链，大举进军混凝土产业。

2019 年混凝土投资实现收入 2.17 亿元、净利润 0.43 亿元，虽较 2018 年有所下降，但从近五年趋势上看收入保持上涨趋势。2019 年公司商品混凝土收入占总收入的 3.16%，仅次于水泥产品。

图 21：近五年公司混凝土收入及毛利率（单位：亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 拓展新兴产业，推动绿色转型

4.1. 进军银行、大健康等新兴产业，打造“双轮驱动”

2020 年开始，公司在发展策略上强调：积极探索和快速发展新兴产业，实施传统产业和新兴产业“双轮驱动”。

2016 年公司成立广东塔牌创业投资管理有限公司助推发展新兴产业，2019 年又追加投资 3 亿元。公司积极借助投资机构、咨询机构的信息渠道和资源优势，加强沟通和合作，努力寻找优质的财务投资项目、产业投资项目和并购重组项目。2017 年广东银监局辖内第一家民营银行梅州客商银行成立。公司作为梅州客商银行的第二大股东，出资 4 亿元，持股比例为 20%。梅州客商银行的正式开业，是公司在谋求新兴产业发展过程中的一次成功创举，2019 年梅州客商银行净利润达 5824 万元，同比增加 16.27%。

图 22：梅州客商银行

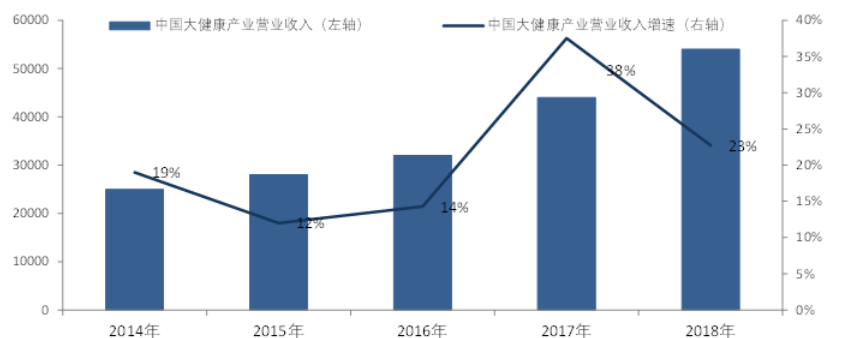


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司顺应“十三五”规划指导，积极探索具有高增长潜力的新兴产业。受社会发展水平和民众需求影响，中国大健康产业近几年来迅猛发展，公司已将大健康产业项

目纳入发展规划中。大健康产业不同于传统医疗产业发展模式，是一种从单一救治模式转向“防—治—养”一体化防治模式，除了医疗医药工业，以保健食品、药妆、功能性日用品等为主的保健品产业也迅速发展。

图 23：2014-2015 年中国大健康产业整体营收情况（单位：亿元）



数据来源：艾媒数据中心，东吴证券研究所

广东正在构建“一核一带一区”区域发展新格局。北部生态发展区是粤港澳大湾区的重要生态屏障，发展绿色生态有机产业是未来工作重点之重。而蕉岭作为“世界长寿乡”，具备培育大健康产业天时地利人和的条件——蕉岭境内森林覆盖率达79.35%，生态环境良好，拥有丰富植物、农作物资源。梅州市和蕉岭县高度重视大健康产业，近年不断完善产业布局，包括打造广东（梅州）大健康高科技产业园，不断优化营商环境。蕉岭当地政府也有大力发展健康养生产业的规划，加快建材产业绿色转型，以长寿文化驱动县域绿色发展，全力发展新型建材和长寿健康“两大百亿产业”，建设“世界寿乡·富美蕉岭”，打造梅州寿乡品牌之星。

图 24：蕉岭县丝苗米产业园



数据来源：南方日报官网，东吴证券研究所

4.2. 打造绿色工厂，推动降耗减排

塔牌集团坚持“诚信、规范、发展、效益”的经营理念，始终把生态环境保护、资源综合利用、节能减排、可持续发展作为企业经营战略决策的核心要素。

近年来国家各部门出台了多项关于环境治理、绿色节能、错峰生产、资源综合利用、协同处置方面的政策。公司积极响应国家环保政策，根据《工业绿色发展规划》（2016-2020）及《绿色制造工程实施指南》的文件精神，积极推行绿色工厂对标建设工作，在 2018 年福建塔牌已被国家工信部列入为第三批绿色工厂示范企业，广东区域的水泥企业也已经按照绿色工厂要求进行对标并完善绿色建设。

图 25：塔牌集团绿色工厂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

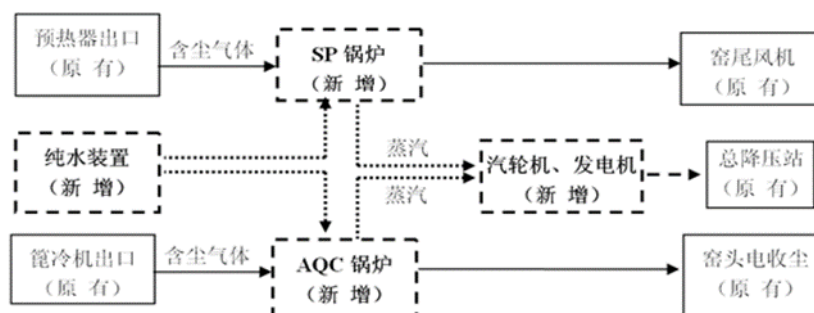
2018 年，塔牌集团制订了创建绿色生态水泥工厂行动计划，匠心打造绿色工厂。2019 年，公司继续抓好新型干法旋窑生产降氮脱硝 SNCR+低氮燃烧管理工作，一直保持项目稳定有效运行，保证水泥窑烟气氮氧化物排放浓度由原平均 600 - 800mg/Nm³ 的降至目前的 200-310mg/Nm³，脱硝效率达 60%以上，氨逃逸率小于 8PPm。

2016 年公司开始推进智能水泥工厂建设，完善中控 DCS 系统引入 MFA 无模型自适应控制系统建设，投入使用跨带式原料在线分析仪和粒度分析仪，引进生产可视化监控系统，建设智能物流，全面完成电子商务建设及信息化系统整合优化升级等项目，能耗大幅下降，效率大幅提升。2019 年公司继续投资 9145 万元升级完善各企业环保设备设施、节能减排、智能化建设等方面技术改造项目，通过全面升级改造后，累计实现年节标煤约 1890 吨。

4.3. 余热发电顺利推进

公司在惠州龙门分公司二条 4500t/d 水泥熟料生产线配套了 7MkW 及 9MkW 的纯低温余热发电机组，每吨水泥熟料可发电 25~30kWh，可节能约 3 万吨标煤。2020 年的文福万吨项目第二条生产线也配有 2×20MW 纯低温余热发电系统，新建生产线在提高公司产能的同时，继续坚持绿色工厂的路线。

图 26: 公司余热发电主要工艺流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

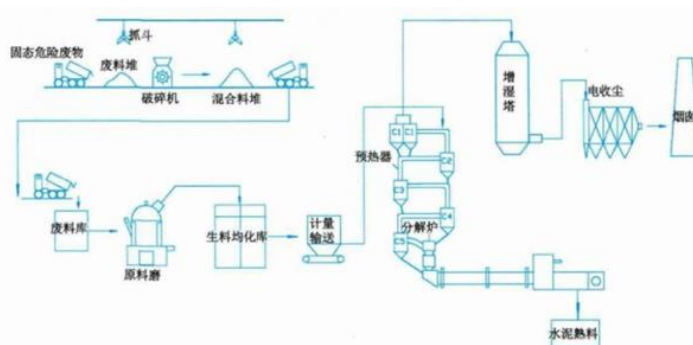
4.4. 积极推进水泥窑固废协同处置

近年来，工业和信息化部发布并实施《工业固体废物资源综合利用评价管理暂行办法》和《国家工业固体废物资源综合利用产品目录》，2020 年 9 月 1 日起，修订后的固体废物污染环境防治法进一步明确促进固废综合利用。

水泥窑协同处置固废是国家支持的一个发展方向，也是当前处置社会固废最环保、最彻底、最经济的手段。截至 2019 年底，全国累计投产水泥窑协同处置危废项目 95 个，合计产能规模 576 万吨/年。2017 我国水泥窑协同处置危废项目新增 19 个，2018 年与 2019 年均增加 26 个，新增规模分别为 104 万吨/年、166 万吨/年和 139 万吨/年，产能快速释放。而广东省 2019 年新增水泥窑协同处置危废项目 3 个，产能释放速度慢于其他地区，仍有较大的增长空间便于公司扩张市场。

公司积极推进水泥窑协同处置固废业务，降低固废排放、无害处理社会废物帮助城市净化环境。文福项目两条生产线配套协同处理城乡废弃物系统，能够消化大量脱硫石膏、粉煤灰等工业废渣，每日协同处理大量的工业废渣及城乡废弃物 500 吨，可实现循环经济、变废为宝，社会效益、经济效益都十分显著。

图 27: 水泥窑协同处置固废主要工艺流程



数据来源：数字水泥网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

根据公司产能扩张计划及宏观经济状况，我们做出如下假设：

- 1) 公司文福万吨线项目顺利投产、按期达产，市场供需结构良好，故假设公司水泥业务在未来三年分别保持 26%、17%、11% 的增长速度；2019 年公司电力收入为 0，未来三年不再经营电力业务；2019 年公司对外转让丰顺构件全部股权，未来三年不再经营管桩业务（2019 年管桩业务收入计入其他业务收入）；同时公司完善下游生产线布局，增加熟料业务，在未来三年以 100%、20%、15% 的速度增长；2019 年公司进一步整合提升混凝土搅拌站，商品混凝土收益提高，未来三年收入增速分别假设为 30%、20%、10%；公司加快布局银行、大健康 and 水泥窑固废协同处置等新兴业务，未来三年石灰石及废渣收入和其他业务收入增速较快，分别为 350%、133%、20% 和 -2.63%、30%、25%。
- 2) 公司成本受煤炭、电力价格影响大，2019 年地区煤炭、电力价格未出现明显波动，对公司生产成本影响较小；利用新型干法预分解生产工艺、纯低温余热发电技术和规模生产降低生产成本，水泥、石灰石及废渣、商品混凝土及熟料毛利率呈上升趋势。

表 7：公司分业务盈利预测简表

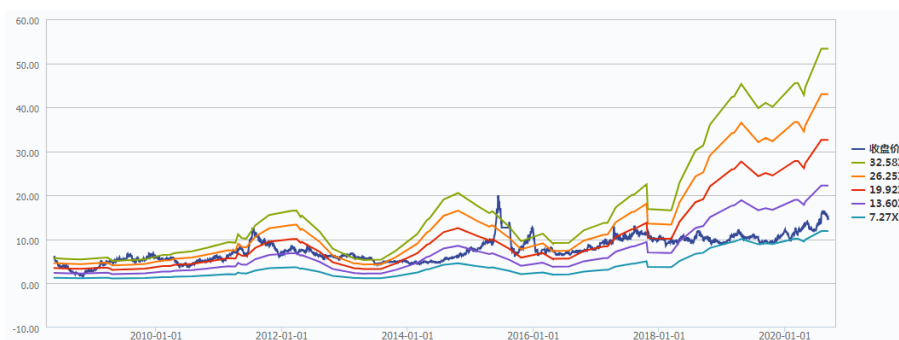
	单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
水泥	营业收入	6593.19	8296.17	9665.32	10707.27
	营业成本	4075.59	5033.06	5971.53	6508.30
	毛利率	38.18%	39.33%	38.22%	39.22%
	毛利	2517.60	3263.11	3693.79	4198.97
石灰石（及废渣）	营业收入	3.57	16.08	37.46	44.96
	营业成本	1.81	7.99	18.60	22.30
	毛利率	49.44%	50.34%	50.35%	50.40%
	毛利	1.77	8.09	18.86	22.66
商品混凝土	营业收入	216.78	281.81	338.02	371.84
	营业成本	182.16	236.66	283.77	312.09
	毛利率	15.97%	16.02%	16.05%	16.07%
	毛利	34.61	45.15	54.25	59.75
熟料	营业收入	-	150.91	181.05	208.50

	营业成本	-	87.53	104.95	120.73
	毛利率	-	42.00%	42.03%	42.05%
	毛利	-	63.38	76.09	87.77
	营业收入	77.16	75.14	97.66	122.08
其他业务收入	营业成本	35.19	15.03	19.24	24.01
	毛利率	54.39%	80.00%	80.30%	80.33%
	毛利	41.97	60.11	78.42	98.07
	营业收入	6891	8820	10320	11455
总计	营业成本	4295	5380	6398	6987
	毛利率	37.67%	39.00%	38.00%	39.00%
	毛利	2596	3440	3921	4467
	营业收入				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 88.20 亿元、103.20 亿元、114.55 亿元，同比增速分别为 28.0%、17.0%、11.0%；实现归属母公司股东净利润分别为 21.04 亿元、24.22 亿元、28.24 亿元，同比增速分别为 21.4%、15.1%、16.6%，目前业绩对应 2020-2022 年的 PE 分别为 8.18 倍、7.11 倍、6.10 倍。

图 28: 塔牌集团 PE-Band (截止 2020 年 9 月 10 日)



数据来源：wind，东吴证券研究所

从公司历史 PE 走势看，其历史估值区间运行区间为 7-30 倍，扣除极端情况，常态性运行区间为 7-20 倍，目前估值处于历史估值区间的下沿。因此，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

1) 广东基建不及预期

水泥行业与宏观经济运行情况密切相关，宏观经济政策变化及经济增长放缓，将

对公司长远发展产生负面影响。两广地区厂家高估大湾区建设水泥需求，可能造成市场供过于求。按照国家建材规划院的预测，2021 年广东省水泥需求可能会见顶。

2) 地区水泥市场竞争加剧

广东省经济发展水平较高一直是水泥消费大省，多家大型水泥制造企业已在广东省建厂扩产，同时，周边区域的大型水泥企业通过公路、水路等运输方式进入广东水泥市场。公司需要面对区域和周边区域大型水泥企业的竞争。

3) 新兴产业收益不及预期

公司仍以水泥主业为工作重点，新兴业务推进速度慢。同时公司进行多元布局进军金融、大健康产业，缺乏相关经验，加剧公司经营风险。

塔牌集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,283	6,610	8,039	10,850	营业收入	6,891	8,820	10,320	11,455
现金	1,287	2,002	3,787	6,009	减: 营业成本	4,295	5,380	6,398	6,987
应收账款	152	410	149	489	营业税金及附加	96	137	152	168
存货	463	777	698	913	营业费用	97	172	182	194
其他流动资产	3,382	3,421	3,406	3,439	管理费用	440	499	585	647
非流动资产	6,469	7,294	7,701	7,753	财务费用	-23	-30	-60	-107
长期股权投资	497	511	526	543	资产减值损失	-12	0	0	0
固定资产	2,870	3,725	4,205	4,376	加: 投资净收益	250	115	135	153
在建工程	1,052	1,015	965	869	其他收益	11	7	9	10
无形资产	659	664	638	611	营业利润	2,341	2,816	3,245	3,780
其他非流动资产	1,391	1,379	1,367	1,353	加: 营业外净收支	-33	-13	-17	-19
资产总计	11,752	13,904	15,740	18,602	利润总额	2,307	2,803	3,229	3,761
流动负债	1,774	2,515	2,359	2,884	减: 所得税费用	573	698	805	935
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	1	2	2	2
应付账款	867	1,487	1,352	1,727	归属母公司净利润	1,733	2,104	2,422	2,824
其他流动负债	906	1,028	1,008	1,158	EBIT	2,269	2,754	3,142	3,615
非流动负债	186	147	159	163	EBITDA	2,679	3,235	3,758	4,342
长期借款	0	12	16	12					
其他非流动负债	186	134	143	152					
负债合计	1,960	2,662	2,519	3,048	重要财务与估值指标				
少数股东权益	9	11	13	15		2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	9,783	11,231	13,209	15,540	每股收益(元)	1.45	1.76	2.03	2.37
负债和股东权益	11,752	13,904	15,740	18,602	每股净资产(元)	8.21	9.42	11.08	13.03
					发行在外股份(百万股)	1192	1192	1192	1192
					ROIC (%)	38.5%	40.1%	44.1%	50.0%
					ROE (%)	17.7%	18.7%	18.3%	18.2%
						37.7%	39.0%	38.0%	39.0%
现金流量表 (百万元)					毛利率 (%)				
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率 (%)	25.2%	23.9%	23.5%	24.7%
经营活动现金流	2,078	2,488	3,012	3,187	资产负债率 (%)	16.7%	19.1%	16.0%	16.4%
投资活动现金流	-562	-1,161	-849	-574	收入增长率 (%)	3.9%	28.0%	17.0%	11.0%
筹资活动现金流	-928	-613	-378	-391	净利润增长率 (%)	0.6%	21.4%	15.1%	16.6%
现金净增加额	588	715	1,785	2,222	P/E	9.93	8.18	7.11	6.10
折旧和摊销	410	482	616	728	P/B	1.76	1.53	1.30	1.11
资本开支	1,370	863	383	26	EV/EBITDA	5.00	3.92	2.90	2.00
营运资本变动	224	127	198	-64					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>