



002233.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 11.06

板块评级: 中性

## 塔牌集团

### 万吨线产能释放, 区域供需持续景气

公司产能布局位于水泥需求较大的粤东、珠三角地区; 广东地区水泥需求长期靠外省进口, 万吨线投产有望短期内达产, 产能充分释放。水泥价格高峰期叠加产能释放, 看好公司未来利润高增。

#### 支撑评级的要点

- **省内供给持续趋紧, 新增产能将持续释放:** 在错峰停窑和治超新规的影响下, 广东省内水泥供给持续趋紧。汕头、揭阳、潮州等城市所处的粤东地区当前正处于大量基建项目, 地产项目建设落地时期, 水泥需求处于高位。由于潮汕地区并没有水泥供应, 公司在惠州、梅州、龙岩三地布局生产基地, 是粤东、粤东北地区主要水泥供应商, 将首先受益于潮汕地区基建、房建增长。随着公司文华万吨生产线去年11月投产, 公司成为水泥板块为数不多的仍有产能释放的公司。我们认为当前万吨生产线尚未完全达产, 在粤东需求的持续带动下, 新生产线有望年底完全达产, 公司水泥销量继续增长确定性较大。
- **新增产能对市场冲击较小:** 由于广东省内水泥需求强劲, 规模小的落后产能逐渐淘汰, 公司新点火产能将主要起到弥补落后产能淘汰带来的市场真空。预计公司另一条万吨生产线将在2019年底投产, 进一步填补市场真空, 成为水泥行业供给侧改革的充分受益者。

#### 评级面临的主要风险

- 新增产能未能达产, 产品价格波动, 停窑时间超预期

#### 估值

- 预计2018-2020年公司营收分别为68.40亿元, 78.66亿元, 81.02亿元; 归母净利润分别为11.06亿元, 12.19亿元, 12.11亿元; EPS分别为0.93, 1.02, 1.02。目前行业平均PE为11.9倍, 综合考虑公司增长预期以及整体规模, 给予15倍市盈率, 目标价13.95元。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,629	4,564	6,840	7,866	8,102
变动(%)	(5)	26	50	15	3
净利润(人民币 百万)	454	721	1,106	1,219	1,211
全面摊薄每股收益(人民币)	0.508	0.605	0.928	1.023	1.016
变动(%)	19.2	19.1	53.4	10.2	(0.7)
市场预期每股收益(人民币)	0.508	0.605	1.052	1.177	1.296
全面摊薄市盈率(倍)	23.0	19.3	12.6	11.4	11.5
价格/每股账面价值(倍)	34.3	0.7	7.0	6.2	6.1
每股现金流量(人民币)	0.34	17.91	1.67	1.89	1.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	10.7	8.0	7.4	7.5
每股股息(人民币)	0.21	0.30	0.42	0.46	0.46
股息率(%)	1.9	2.7	3.8	4.2	4.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.3)	(3.9)	8.4	(4.4)
相对深证成指	10.2	6.7	20.0	7.0

发行股数(百万)	1,192
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	9,185
3个月日均交易额(人民币 百万)	147
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
钟烈华	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年6月28日收市价为标准

#### 相关研究报告

《塔牌集团: Q1业绩高于预期, Q2有望量稳价增》 20180424

《塔牌集团: 业绩量价齐升》 20180313

《塔牌集团(002233.SZ): 关注落后产能淘汰带来的盈利能力提升》 20101215

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥制造

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,629	4,564	6,840	7,866	8,102
销售成本	2,682	3,217	4,788	5,585	5,833
经营费用	369	424	650	747	770
<b>息税折旧前利润</b>	<b>979</b>	<b>1,301</b>	<b>1,734</b>	<b>1,878</b>	<b>1,847</b>
折旧及摊销	357	340	288	303	307
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>622</b>	<b>961</b>	<b>1,446</b>	<b>1,576</b>	<b>1,540</b>
净利息收入/(费用)	(18)	2	29	51	75
其他收益/(损失)	38	41	50	50	50
<b>税前利润</b>	<b>604</b>	<b>963</b>	<b>1,475</b>	<b>1,626</b>	<b>1,615</b>
所得税	150	242	369	407	404
少数股东权益	0	1	1	1	1
<b>净利润</b>	<b>454</b>	<b>721</b>	<b>1,106</b>	<b>1,219</b>	<b>1,211</b>
<b>核心净利润</b>	<b>416</b>	<b>680</b>	<b>1,056</b>	<b>1,169</b>	<b>1,161</b>
每股收益(人民币)	0.508	0.605	0.928	1.023	1.016
核心每股收益(人民币)	0.465	0.570	0.886	0.981	0.974
每股股息(人民币)	0.210	0.300	0.420	0.460	0.460
收入增长(%)	(5)	26	50	15	3
息税前利润增长(%)	17	55	50	9	(2)
息税折旧前利润增长(%)	8	33	33	8	(2)
每股收益增长(%)	19	19	53	10	(1)
核心每股收益增长(%)	27	23	55	11	(1)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	604	963	1,475	1,626	1,615
折旧与摊销	357	340	288	303	307
净利息费用	18	(2)	(29)	(51)	(75)
运营资本变动	263	1,958	(528)	(661)	(677)
税金	435	586	(126)	(151)	(150)
其他经营现金流	(180)	1,023	(201)	(210)	(208)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>971</b>	<b>951</b>	<b>1,935</b>	<b>2,178</b>	<b>2,167</b>
购买固定资产净值	656	592	4	1	0
投资减少/增加	11	2,100	(30)	(30)	(30)
其他投资现金流	1	23,090	30	51	76
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(666)</b>	<b>20,398</b>	<b>56</b>	<b>80</b>	<b>106</b>
净增权益	(1)	2,957	0	0	0
净增债务	210	(685)	0	0	0
支付股息	188	358	501	548	548
其他融资现金流	(22)	146	3	0	(0)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(0)</b>	<b>2,061</b>	<b>(497)</b>	<b>(548)</b>	<b>(549)</b>
现金变动	305	320	1,490	1,708	1,724
期初现金	360	676	997	2,487	4,195
公司自由现金流	305	21,349	1,991	2,258	2,273
权益自由现金流	493	20,811	1,995	2,258	2,273

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	676	997	2,487	4,195	5,919
应收帐款	303	435	620	701	716
库存	381	468	715	823	845
其他流动资产	870	1,300	3,068	3,068	3,068
<b>流动资产总计</b>	<b>2,659</b>	<b>4,968</b>	<b>6,889</b>	<b>8,787</b>	<b>10,548</b>
固定资产	1,933	2,687	2,703	2,507	2,248
无形资产	682	655	634	612	590
其他长期资产	1,460	1,482	1,204	1,121	1,096
<b>长期资产总计</b>	<b>4,075</b>	<b>4,824</b>	<b>4,541</b>	<b>4,239</b>	<b>3,933</b>
<b>总资产</b>	<b>6,734</b>	<b>9,792</b>	<b>11,429</b>	<b>13,026</b>	<b>14,481</b>
应付帐款	676	794	1,181	1,378	1,439
短期债务	355	20	20	20	20
其他流动负债	590	724	1,296	1,950	2,603
<b>流动负债总计</b>	<b>1,621</b>	<b>1,538</b>	<b>2,497</b>	<b>3,348</b>	<b>4,063</b>
长期借款	350	0	0	0	0
其他长期负债	78	66	137	212	288
股本	895	1,192	1,192	1,192	1,192
储备	3,790	6,996	7,602	8,274	8,938
<b>股东权益</b>	<b>4,684</b>	<b>8,188</b>	<b>8,794</b>	<b>9,466</b>	<b>10,130</b>
少数股东权益	7	7	8	10	11
<b>总负债及权益</b>	<b>6,734</b>	<b>9,792</b>	<b>11,429</b>	<b>13,026</b>	<b>14,481</b>
每股帐面价值(人民币)	5.23	6.86	7.37	7.93	8.49
每股有形资产(人民币)	6.72	7.61	9.00	10.36	11.60
每股净负债/(现金)(人民币)	0.12	(0.76)	(1.95)	(3.32)	(4.71)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	27.0	28.5	25.3	23.9	22.8
息税前利润率(%)	17.1	21.1	21.1	20.0	19.0
税前利润率(%)	16.6	21.1	21.6	20.7	19.9
净利率(%)	12.5	15.8	16.2	15.5	15.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	3.2	2.8	2.6	2.6
利息覆盖率(倍)	54.8	586.6	1807.0	1969.4	1924.9
净权益负债率(%)	2.3	(11.1)	(26.5)	(41.9)	(55.4)
速动比率(倍)	1.4	2.9	2.5	2.4	2.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	23.1	19.4	12.7	11.5	11.6
核心业务市盈率(倍)	25.3	20.6	13.3	12.0	12.1
市净率(倍)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	34.3	0.7	7.0	6.2	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	10.7	8.0	7.4	7.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	38.3	37.4	38.1	38.2	38.1
应收帐款周转天数	30.4	34.8	33.1	32.5	32.3
应付帐款周转天数	92.0	90.1	90.1	90.1	90.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	41.4	49.6	45.3	45.0	45.3
净资产收益率(%)	9.7	8.8	12.6	12.9	12.0
资产收益率(%)	6.8	7.4	9.7	9.4	8.4
已运用资本收益率(%)	12.4	13.8	17.6	22.7	27.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测