

受益华南，产销两旺

投资要点

- **事件:**公司发布2018年半年报,1-6月实现营业收入30.3亿元,同比增长53.8%;实现归母净利润8.6亿元,同比增长177.3%;经营活动产生的现金流量净额为11亿元,同比增长845.2%;基本每股收益0.72元。
- **2018上半年量价齐升,全年业绩将实现高增长。**受益地区需求旺盛,公司上半年各项财务数据表现亮眼,销售毛利率大幅提升至42%(2017同期28%),销售净利率28%(2017同期16%),期间费用率大幅下降至4%(2017同期8%)。单季度看,二季度营业收入同比增长70%(一季度35%),归母净利润同比增长180%(一季度174%),毛利率环比下滑2个百分点,净利率环比下滑3个百分点,期间费用率与一季度持平(5%)。公司业绩高增长得益于产销两旺,由于公司1号万吨生产线投产贡献业绩,产量同比增长16.8%,销量同比增长14.2%,销售价格同比上升34.5%。
- **受益华南地区水泥需求强劲,公司全年业绩有望创历史新高。**从2018上半年水泥行业运行情况来看,水泥价格高开高走,虽然受春节复工较晚影响,3月水泥需求同比下滑,但4月下游开工率高水泥需求旺盛,受淡季错峰影响,水泥价格淡季不淡。从产量上看,2018上半年水泥产量10亿吨,较2017年同期下降0.64%;分地区看,西南地区和中南地区产量同比增长分别为5.59%和1.34%,华北、东北和西北地区产量同比明显下滑,分别为-5.21%、-12.85%和-11.81%;分省看,广东省产量增幅排名第1,达到6.97%,这与广东省经济发展强劲需求旺盛直接相关,公司受益明显,2018全年业绩有望创历史新高。
- **粤东水泥价格还有上升空间,2号万吨线投产为业绩提供高弹性。**公司在蕉岭县共设计了2条万吨生产线,1号生产线于2017年底投产,水泥产能新增400万吨/年,总产能提升幅度为29%;2号万吨生产线有望2019年投产,水泥总产能将达到2200万吨。华南地区水泥均价还有向上空间,新增产能将为企业带来较大业绩弹性。
- **盈利预测与评级:**预计公司2018-2020年EPS分别为1.53、2.15和2.79元,未来三年归母净利润将保持66%的复合增长率。考虑到公司所处区域水泥需求旺盛且2号万吨线有望2019年投产贡献业绩,首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:**(1)下游需求大幅下滑的风险;(2)2号万吨线投产不及预期的风险。

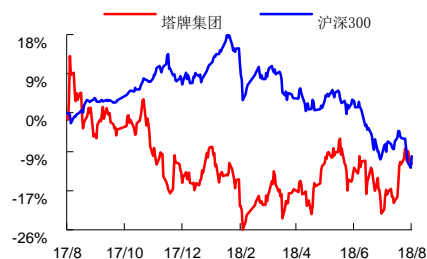
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4564.08	6750.08	9378.53	12160.08
增长率	25.76%	47.90%	38.94%	29.66%
归属母公司净利润(百万元)	720.98	1829.07	2558.35	3325.29
增长率	58.73%	153.69%	39.87%	29.98%
每股收益EPS(元)	0.60	1.53	2.15	2.79
净资产收益率ROE	8.81%	18.82%	21.47%	22.57%
PE	21	8	6	5
PB	1.89	1.58	1.29	1.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 余尊宝
执业证号: S1250518070002
电话: 023-63786519
邮箱: yzbao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.92
流通A股(亿股)	8.95
52周内股价区间(元)	10.14-15.52
总市值(亿元)	154.28
总资产(亿元)	101.70
每股净资产(元)	7.28

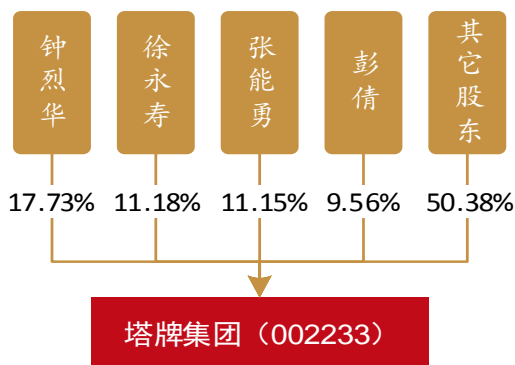
相关研究

1 公司简介

广东塔牌集团股份有限公司（塔牌集团）是粤东地区规模最大的水泥制造企业，主要从事各类硅酸盐水泥、预拌混凝土的生产和销售。产能上，截至 2017 年底，公司拥有 7 条新型干法熟料水泥生产线，主要分布在广东省梅州市、惠州市和福建省龙岩市，合计水泥产能 1800 万吨。公司在蕉岭县有 2 条万吨新型干法旋窑熟料生产线，1 号生产线已于 2017 年 11 月投产，2018 年贡献业绩，2 号生产线预计 2019 年建成投产。

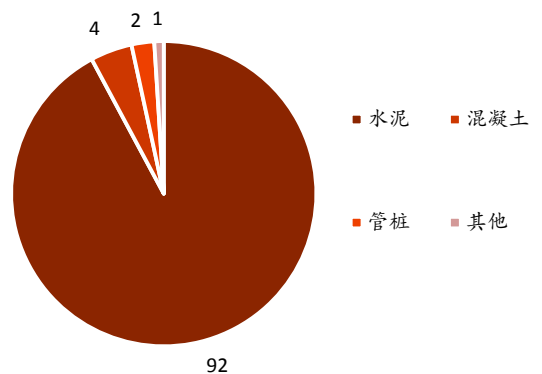
公司股权结构分散。如图 1 所示，钟烈华持股比例最大，占比 17.73%，其中钟烈华与彭倩为一致行动人，钟烈华为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构（2018 中报）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司主营构成（%）（2017 年报）



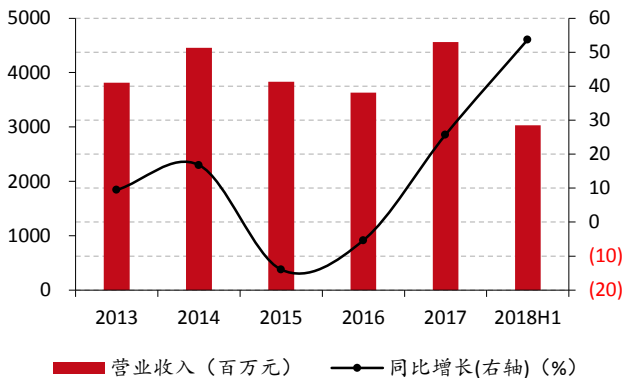
数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务集中。如图 2 所示，水泥是公司核心业务，收入占比达到 92%，混凝土和管桩业务占比较小，公司主营业务突出。

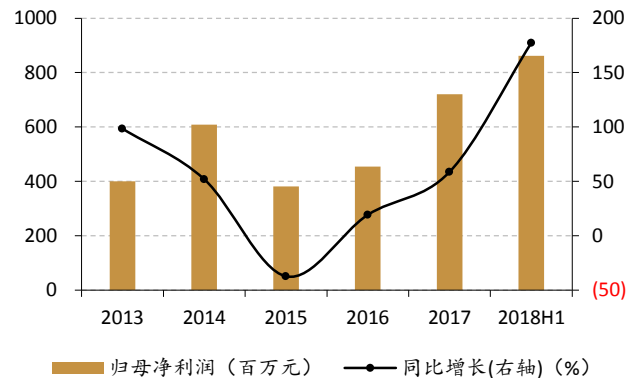
2 公司经营情况

公司业绩周期波动比较明显。如图 3-4 所示，公司 2013-2017 年营业收入增幅不大，归母净利润增速 2013-2015 年快速下滑，2016-2017 年反弹明显，公司在 2017 年营业收入和归母净利润大幅增长，主要得益于行业供需格局改善。2017 年是去产能大年，水泥行业作为“两高一剩”是去产能重点行业，特别是 2017 年四季度环保错峰影响，水泥价格较历史同期大幅增长。

2018 年水泥行业维持高景气度，公司业绩再上一层楼。1-6 月实现营业收入 30.3 亿元，同比增长 53.8%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 177.3%。公司业绩高增长得益于产销两旺，由于公司 1 号万吨生产线投产贡献业绩，产量同比增长 16.8%，销量同比增长 14.2%，销售价格同比上升 34.5%。从 2018 上半年水泥行业运营情况来看，水泥价格高开高走，虽然受春节复工回暖影响，3 月水泥需求同比下滑，但 4 月下游开工率高水泥需求旺盛，受淡季错峰影响，水泥价格淡季不淡。产量上看，2018 上半年水泥产量 10 亿吨，较 2017 年同期下降 0.64%；分地区看，西南地区和中南地区产量同比增长分别为 5.59%和 1.34%，华北、东北和西北地区产量同比明显下滑，分别为-5.21%、-12.85%和-11.81%；分省看，广东省产量增幅排名第 1，达到 6.97%，这与广东省经济发展强劲需求旺盛直接相关。

图 3: 公司 2013-2018H1 营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2013-2018H1 归母净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 盈利预测

关键假设:

假设 1: 受华南地区水泥需求旺盛影响, 叠加公司 1 号万吨线投产贡献业绩, 公司水泥业务 2018-2020 年订单增速分别为 50%、40%和 30%, 毛利率保持在 45%;

假设 2: 混凝土业务和管桩业务占比较小, 受地区经济发展拉动需求, 2018-2020 年混凝土业务订单业务保持 30%的增速、管桩业务订单业务保持 15%增速, 两项业务毛利率保持不变;

假设 3: 2018-2020 年期间费用率保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	4564.1	6750.1	9378.5	12160.1
	增速	25.8%	47.9%	38.9%	29.7%
	毛利率	29.5%	43.3%	43.5%	43.6%
水泥	收入	4217.3	6325.9	8856.3	11513.1
	增速	27.0%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	30.6%	45.0%	45.0%	45.0%
混凝土	收入	202.8	263.7	342.8	445.6
	增速	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	19.1%	22.0%	22.0%	22.0%
管桩	收入	110.1	126.6	145.6	167.4
	增速	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
其他业务	收入	33.9	33.9	33.9	33.9

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	-38.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.53、2.15 和 2.79 元，未来三年归母净利润将保持 66% 的复合增长率。考虑到公司所处区域水泥需求旺盛且 2 号万吨生产线 2019 年有望投产贡献业绩，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：珠光颜料行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价	每股收益 (元)			市盈率		
		(元)	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
000672	上峰水泥	9.46	0.97	1.59	1.82	10	6	5
600801	华新水泥	19.8	1.39	2.45	2.71	10	8	7

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

- (1) 原材料价格大幅上涨的风险；
- (2) 下游需求大幅下滑的风险；
- (3) 2 号万吨生产线投产不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4564.08	6750.08	9378.53	12160.08	净利润	721.70	1847.55	2584.19	3358.88
营业成本	3216.87	3826.79	5298.68	6861.45	折旧与摊销	340.08	376.22	376.22	376.22
营业税金及附加	67.70	108.77	147.12	192.49	财务费用	-2.22	1.69	2.30	3.00
销售费用	94.04	67.50	93.79	121.60	资产减值损失	10.05	10.00	10.00	10.00
管理费用	262.25	270.00	375.14	486.40	经营营运资本变动	-1744.74	-1398.47	-1348.64	-1484.98
财务费用	-2.22	1.69	2.30	3.00	其他	1626.59	-14.85	-11.60	-14.07
资产减值损失	10.05	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	951.47	822.14	1612.47	2249.06
投资收益	61.41	10.00	10.00	10.00	资本支出	-361.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-11.89	-5.07	-6.47	-6.91	其他	-2334.48	10.62	3.53	3.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2695.81	10.62	3.53	3.09
营业利润	972.85	2470.25	3455.02	4488.23	短期借款	-335.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.68	-6.14	-6.50	-6.74	长期借款	-350.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	964.18	2464.11	3448.52	4481.49	股权融资	2958.67	0.00	0.00	0.00
所得税	242.47	616.56	864.33	1122.60	支付股利	-187.88	-144.20	-365.81	-511.67
净利润	721.70	1847.55	2584.19	3358.88	其他	-23.23	-77.73	-2.30	-3.00
少数股东损益	0.73	18.48	25.84	33.59	筹资活动现金流净额	2062.56	-241.93	-368.11	-514.67
归属母公司股东净利润	720.98	1829.07	2558.35	3325.29	现金流量净额	318.22	590.84	1247.88	1737.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	997.06	1587.89	2835.77	4573.25	成长能力				
应收和预付款项	456.70	702.46	971.86	1253.61	销售收入增长率	25.76%	47.90%	38.94%	29.66%
存货	468.21	556.91	769.21	997.65	营业利润增长率	61.98%	153.92%	39.87%	29.90%
其他流动资产	3046.16	4403.74	6042.96	7777.66	净利润增长率	58.73%	156.00%	39.87%	29.98%
长期股权投资	480.00	480.00	480.00	480.00	EBITDA 增长率	34.38%	117.30%	34.60%	26.97%
投资性房地产	11.55	11.55	11.55	11.55	获利能力				
固定资产和在建工程	3085.68	2808.14	2530.59	2253.05	毛利率	29.52%	43.31%	43.50%	43.57%
无形资产和开发支出	655.45	572.18	488.91	405.64	三费率	7.76%	5.03%	5.02%	5.02%
其他非流动资产	591.43	576.02	560.61	545.20	净利率	15.81%	27.37%	27.55%	27.62%
资产总计	9792.24	11698.90	14691.48	18297.61	ROE	8.81%	18.82%	21.47%	22.57%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.37%	15.79%	17.59%	18.36%
应付和预收款项	1435.04	1718.63	2454.80	3173.34	ROIC	13.29%	25.86%	30.77%	34.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.72%	42.19%	40.88%	40.03%
其他负债	149.18	164.94	202.97	243.36	营运能力				
负债合计	1604.22	1883.57	2657.77	3416.69	总资产周转率	0.55	0.63	0.71	0.74
股本	1192.28	1192.28	1192.28	1192.28	固定资产周转率	1.98	2.65	4.13	6.10
资本公积	3735.51	3735.51	3735.51	3735.51	应收账款周转率	39.43	47.12	43.07	42.46
留存收益	3176.76	4861.64	7054.17	9867.79	存货周转率	7.58	7.47	7.98	7.75
归属母公司股东权益	8180.59	9789.42	11981.95	14795.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.69%	—	—	—
少数股东权益	7.43	25.91	51.75	85.34	资本结构				
股东权益合计	8188.02	9815.33	12033.70	14880.92	资产负债率	16.38%	16.10%	18.09%	18.67%
负债和股东权益合计	9792.24	11698.90	14691.48	18297.61	带息债务/总负债	1.25%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.23	3.99	4.10	4.36
					速动比率	2.93	3.68	3.80	4.06
					股利支付率	26.06%	7.88%	14.30%	15.39%
					每股指标				
					每股收益	0.60	1.53	2.15	2.79
					每股净资产	6.86	8.21	10.05	12.41
					每股经营现金	0.80	0.69	1.35	1.89
					每股股利	0.16	0.12	0.31	0.43
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1310.71	2848.16	3833.55	4867.45					
PE	21.40	8.43	6.03	4.64					
PB	1.89	1.58	1.29	1.04					
PS	3.38	2.29	1.65	1.27					
EV/EBITDA	10.52	4.63	3.11	2.09					
股息率	1.22%	0.93%	2.37%	3.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn