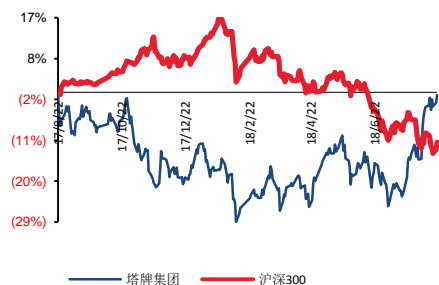


材料 材料 II

## 粤东执牛耳者，高景气度区域逆势扩张

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,192/895
总市值/流通(百万元)	16,596/12,454
12 个月最高/最低(元)	14.38/10.14

### 相关研究报告:

证券分析师: 周雨

电话: 010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210090002

联系人: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

### 报告摘要

**粤东水泥龙头，区位优势难复制。**广东水泥市场受地理条件影响，呈现区块化现象，粤东区域由于其独特地理位置，外来水泥运输不方便进入成本较高。公司为粤东最大的水泥制造企业，全面覆盖粤东地区（河源、惠州、潮汕、梅州等），产能占比达到 53%，具有绝对的话语权。公司熟料近 100% 自供，得天独厚的区位及资源优势难以复制，竞争优势明显。

**粤东存供给缺口，基建补短板或将拉动上亿吨需求。**2017 年广东省供给缺口达 3800 万吨，其中粤东地区供给缺口约 635 万吨。地产投资韧性十足，18H1 广东地产投资增速约 20% 远超全国平均增速；“十三五”期间广东省加大基础设施建设，其中粤东是重点抓手，预计 18 年将投资 1200 亿元，根据广东省《供给侧结构性改革补短板重大项目 2018 年投资计划通知》，以交通网络工程为重点的基建项目总投资超过 1.9 万亿，目前已纳入省重点项目约 1.3 亿元，将拉动 1 亿吨以上的水泥需求。

**区域景气度延续，独家逆势投放产能。**我们认为粤东地区供给缺口持续存在，公司独家逆势扩张建设 2 条先进的万吨线，预计至 19 年底公司水泥总产能将达到 2200 万吨，充分受益于区域高景气度，叠加大湾区一体化推进带来政策红利，业绩弹性十足，成长性被市场低估。

**分红率提升引领行业趋势。**过去 3 年公司分红比例均在 40% 以上，18H1 分红比例达 58% 冠绝行业，以公告日计算半年度股息率达到 3.5%（年化收益超 7%），在资产荒的时代，高股息率或是水泥股价坚挺的基石；

**投资建议：**粤东地区供需格局确定性和延续性强，公司作为区域龙头，受益景气度提升和产能独家投放，业绩有望加速释放。预测 2018-2020 年公司 EPS 为 1.66、1.80 和 2.09 元，现价对应 18-20 年 PE 估值分别为 8.39、7.73 和 6.65 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**区域固定资产投资不及预期、产品原材料价格大幅上涨

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4564	7035	7330	8273
(+/-%)	25.76	54.13	4.21	12.86
净利润(百万元)	721	1979	2146	2496
(+/-%)	58.73	174.47	8.43	16.31
摊薄每股收益(元)	0.76	1.66	1.80	2.09
市盈率(PE)	15.60	8.39	7.73	6.65

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

投资故事.....	4
粤东水泥龙头，大湾区新星.....	5
供需高确定性，景气度延续性强.....	6
广东水泥需求持续增长，是全国最好区域之一.....	6
供给侧改革下，广东持续存供给缺口.....	9
公司区位独特，万吨线投产恰逢其时.....	11
产能逆市扩张，独享高景气红利.....	12
盈利稳健提升，费用管控突出.....	13
先进产能投产进一步降低成本.....	14
高分红彰显长期吸引力.....	16
盈利预测与投资建议.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司生产线分布情况.....	5
图表 3：公司股权结构稳定.....	6
图表 4：广东省房地产开发投资完成额及增速.....	6
图表 5：广东省房屋新开工面积累积值及增速.....	6
图表 6：广东省 2017-2020 年 2.5 万亿基础设施投资项目.....	7
图表 7：粤东六市人均 GDP 明显落后广东其它各市和全国平均水平.....	7
图表 8：粤东地区部分在建和待建重大基础交通项目.....	8
图表 9：粤港澳大湾区区域图.....	9
图表 10：供给侧改革相关政策.....	9
图表 11：全国、广东及粤东地区水泥供需对比.....	10
图表 12：2017-2018 年部分区域错峰生产安排.....	10
图表 13：两广地区 42.5 标号水泥价格（元/吨）.....	11
图表 14：产能辐射大湾区核心区域.....	11
图表 15：公司矿山资源分布.....	12
图表 16：粤东地区水泥企业产能占比.....	12
图表 17：2012-2017 年我们测算公司粤东地区市占率(%).....	12
图表 18：公司营业收入及增速.....	13
图表 19：公司净利润及增速.....	13
图表 20：公司盈利水平稳定.....	14
图表 21：主要水泥上市公司吨三费对比.....	14
图表 22：塔牌集团与海螺水泥吨细分费用对比（原始数据来自 2017 年年报）.....	14
图表 23：塔牌集团与海螺水泥单位水泥成本对比（单位：元/吨）.....	15
图表 24：公司 10000T/D 生产线与 5000T/D 生产线主要技术指标对比.....	15

---

图表 25: 海螺水泥与塔牌集团折旧对比 .....	15
图表 26: 2015-2018H1 公司分红比例 .....	16
图表 27: 塔牌集团水泥熟料盈利预测 .....	17

## 投资故事

公司所在的粤东地区景气度未来 2~3 年内确定性较强，基建补短板和新农村建设贡献增量，而供给存在明显缺口，塔牌集团产能逆势扩张，成长性被市场低估。

**粤东水泥龙头，区位优势难复制。**目前公司水泥产能为 1800 万吨，全面覆盖粤东地区（河源、惠州、潮汕、梅州等），产能占比达到 53%，具有绝对的话语权。粤东由于其独特的地理位置，受莲花山脉阻隔，外来水泥运输不方便，进入成本较高。塔牌产能地处粤东的地理优势明显，同时，公司产能基地具有丰富的矿山资源，基本实现自供，稀缺的矿山资源铸就资源壁垒，得天独厚的区位及资源优势难以复制，竞争力十足。

**粤东存供给缺口，基建补短板或将拉动上亿吨需求。**2017 年广东省供给缺口达 3800 万吨，其中粤东地区供给缺口约 635 万吨，强供给侧改革阶段，新增产能难度大幅提升。我们认为，广东地区地产投资有韧性，18 年上半年广东省地产投资增速依旧维持在 20% 左右，远超全国平均增速，提供需求支撑；同时，“十三五”期间广东省将在基建方面投资 4.8 万亿，预计 17-20 年将投资 2.5 万亿，其中粤东地区为基建投资重点建设区域，预计 18 年将投资 1200 亿元；同时，根据广东省《供给侧结构性改革补短板重大项目 2018 年投资计划通知》，以交通网络工程为重点的基建项目总投资超过 1.9 万亿，目前已纳入省重点项目约 1.3 亿元，我们测算，将拉动 1 亿吨以上的水泥需求。

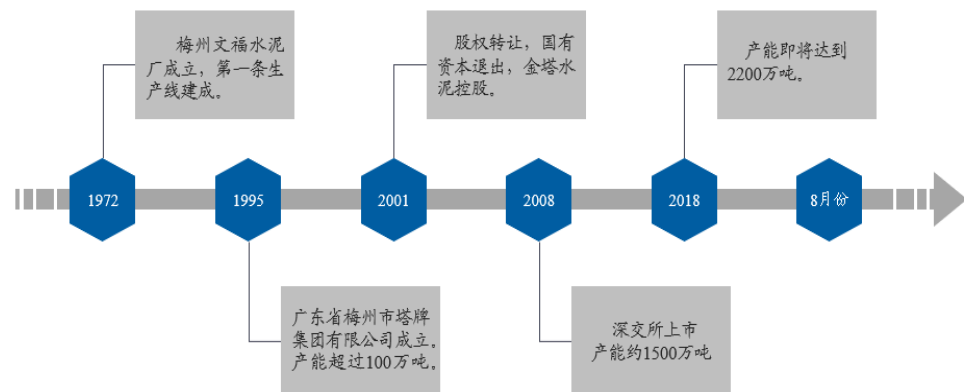
**区域景气度延续，公司产能逆势扩张。**粤东区域景气度延续，在供给侧改革的大背景下，一方面错峰生产常态化，另一方面淘汰落后产能严控新增产能，供给存在缺口的格局或仍将持续，而公司逆势扩张建设 2 条代表先进产能的万吨线，其中第一条已经在 2017 年 11 月点火投产，第 2 条预计将在 2019 年投产，届时水泥总产能将达到 2200 万吨，充分受益于区域高景气度，叠加大湾区一体化推进带来政策红利，价格将持续维持高位，公司业绩弹性十足。

**分红率提升，高股息率将引领行业趋势。**过去 3 年公司分红比例均在 40% 以上，18 年上半年分红比例达到 58%，冠绝水泥企业，以公告日计算，半年度股息率达到 3.5%（年化超过 7%），高分红具有较强的吸引力。我们认为从投资的角度来看，在资产荒的时代，水泥企业大幅分红后股息率普遍高于货币资金市场平均回报率，或是水泥股价坚挺的基石；

## 粤东水泥龙头，大湾区新星

塔牌集团前身为广东省梅州文福水泥厂，于1972年建设了第一条立窑水泥生产线，2008年公司在深交所上市，通过资本市场的融资，公司加快了产能规模拓展，2014年公司开始建设代表先进产能的万吨线，首条万吨线已在2017年投产，预计第2条万吨线于19年投产，届时公司水泥总产能将达到2200万吨。目前公司具有7条新型干法熟料水泥生产线（配套粉磨）和2个百万吨级的独立粉磨站，生产基地主要布局在广东省梅州市、惠州市以及福建省龙岩市，年产水泥1800万吨，为粤东最大的水泥生产企业。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

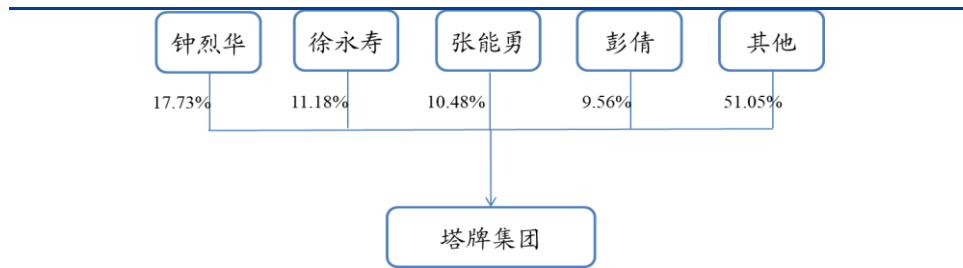
图表2：公司生产线分布情况

企业名称	设计产能 (T/D)	地址
<b>福建</b>		
福建塔牌水泥有限公司	5,000	福建省龙岩市武平县岩前镇
	5,000	福建省龙岩市武平县岩前镇
<b>广东</b>		
蕉岭鑫达旋窑水泥有限公司（塔牌集团）一线	10,000	广东省梅州市蕉岭县蕉城镇
蕉岭鑫达旋窑水泥有限公司（塔牌集团）	5,000	广东省梅州市蕉岭县蕉城镇
梅州金塔水泥有限公司（塔牌集团）	2,500	广东省梅州市蕉岭县蕉城镇
惠州塔牌水泥有限公司	5,000	广东省惠州市龙门县
	5,000	广东省惠州市龙门县

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

**公司股权结构稳定。**上市以来公司的前四大股东一直为钟烈华、徐永寿、张能勇和彭倩，目前共持有公司约49.45%的股份，其中实际控制人钟烈华先生具备专业技术背景，曾任职于文福水泥厂技术员，且公司长期与华南理工大学合作，深厚的技术背景为塔牌集团发展奠定坚实基础。

图表 3: 公司股权结构稳定



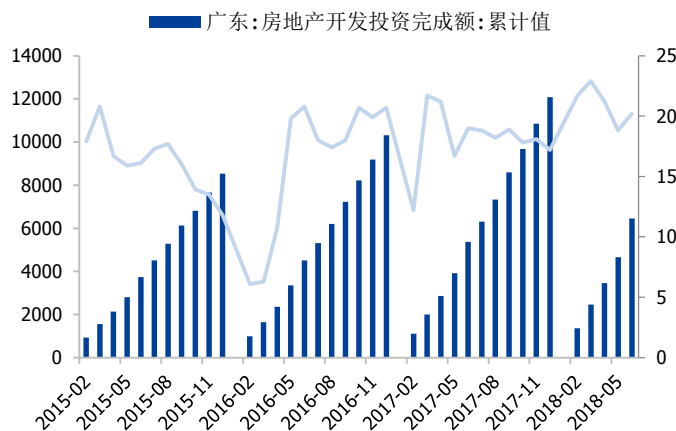
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

## 供需高确定性, 景气度延续性强

### 广东水泥需求持续增长, 是全国最好区域之一

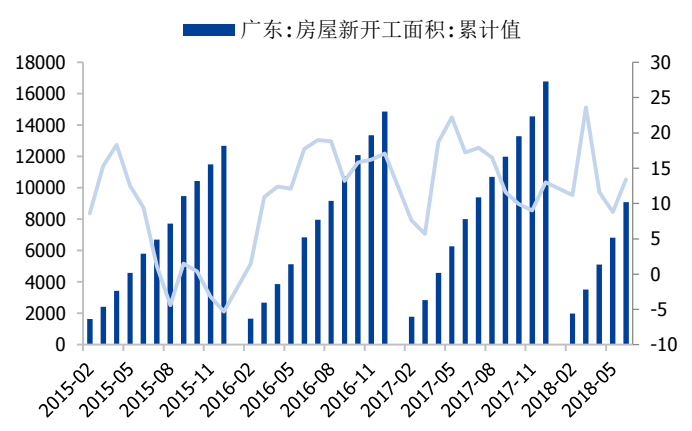
广东地区地产投资稳定增长。2017 年广东省房地产投资完成额 12076 亿元, 同比增长 17.2%, 明显高于全国同期 7% 的增速; 房屋新开工面积 16775 万平方米, 同比增长 13%, 同样明显高于全国同期 7% 的增速, 18 年上半年依旧延续高增长态势, 投资及新开工增速分别为 20% 和 13.4%, 均领先于全国平均增速。我们认为, 下半年地产投资有韧性, 仍保持平稳增长态势, 提供需求支撑。

图表 4: 广东省房地产开发投资完成额及增速



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 5: 广东省房屋新开工面积累积值及增速



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究所

省内基建补短板或成推广典型, 拉动区域需求超过 1 亿吨。“十三五”期间, 广东省将重点推进对全省或区域发展具有重要影响的公路、铁路、机场、港航、能源、水利、信息、城建、环保和科技等基础设施重大项目建设。建设项目 543 项, 总投资约 4.8 万亿元, 其中 2017-2020 年投资约 2.5 万亿元, 建成投产一批重大项目。

2018 年 7 月 9 日, 广东省公布《广东省发展改革委关于印发供给侧结构性改革补短板重大项目 2018 年投资计划的通知》, 在由轨道交通工程和高速公路工程、港航工程、普通

公路工程四部分组成的交通网络工程包里，项目总投资额达 13652.87 亿元，其中纳入广东省重点项目计划部分的项目总共有 13011.72 亿元，粗略测算，将拉动水泥需求 1 亿吨以上。我们认为广东作为发达省份，省内基础设施发展仍然差距很大，广东的发展模式将很大可能为东部其他省份所借鉴；

图表 6: 广东省 2017-2020 年 2.5 万亿基础设施投资项目

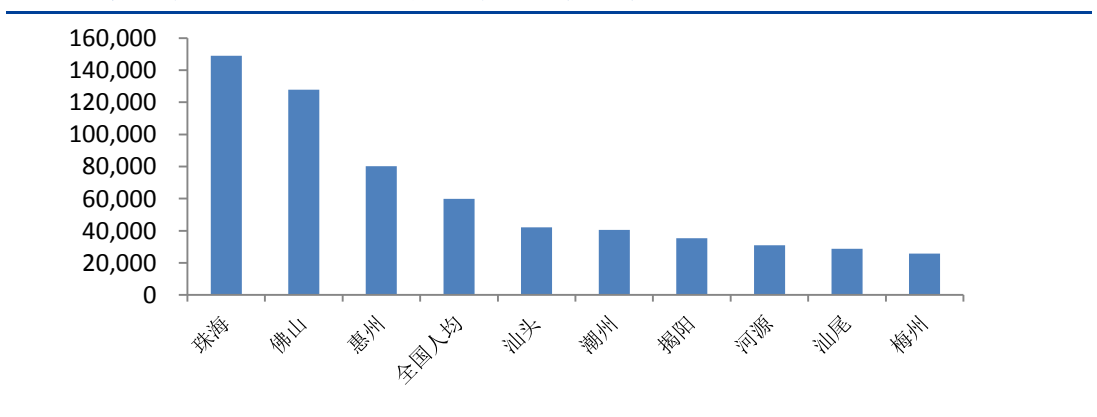
项目	计划投资额 (亿元)
高速公路	4580
国省道、农村公路等五项	1450
高快速铁路	1360
珠江三角城际铁路	1300
民航运输	880
港口码头	380
航道整治	280
现代能源	6150
水利防灾减灾和水安全保障	1130
信息基础设施建设	1390
城市基础建设	3530
生态环保基础设施	1700
科研基础设施	640

资料来源: 广东省人民政府官网, 太平洋证券研究院

**粤东是广东补短板的重要抓手之一。**从人均 GDP 来看，粤东是广东省经济发展相对较慢的地区，粤东 6 市人均 GDP 水平均低于全国平均水平，未来建设力度依旧比较大，也是 2020 年全面建成小康社会的重点区域。

根据《关于进一步促进粤东西北地区振兴发展的决定》规划在 2020 年前，粤东各市人均生产总值要达到或超过全国平均水平；16 年部署了《促进粤东西北地区振兴发展 2016 年重点工作任务》，强调“十三五”要重点发展粤东基础设施建设；2018 年交通运输基本建设计划完成投资 1200 亿元，不断加强的粤东基础设施建设投资，将为粤东经济发展带来极大的促进，同时也将为粤东水泥市场稳步提升的景气度提供有效的保障。

图表 7: 粤东六市人均 GDP 明显落后广东其它各市和全国平均水平



资料来源: 国家统计局, 太平洋证券研究院

据不完全统计，目前粤东地区部分重大项目共 18 项，合计投资 3228.94 亿元，其中铁路及高铁 1784 亿元，高速公路为 697.32 亿元，道路为 747.62 亿元。按照每投资 1 亿元高速铁路将拉动水泥需求约 1.2 万吨，投资 1 亿元修建高速公路将拉动水泥需求约 0.9 万吨，每投资 1 亿元道路将拉动水泥 0.7 万吨计算，初步测算，粤东当前在建及待建项目将拉动水泥需求 3292 万吨，假设大部分项目分为 5 年建设完工，则每年新增需求超过 600 万吨。

图表 8：粤东地区部分在建和待建重大基础交通项目

项目类型	项目名称	总投资
铁路/高铁	广州至汕尾段项目	390
	梅汕高铁	196
	双龙高铁（待建）	381
	赣州至深圳高铁广东段	459
	汕尾至汕头铁路	290
	鹰瑞梅铁路（瑞金至梅州段）	68
	河惠莞高速公路龙川至紫金段	180
高速	潮汕环线高速（含潮汕连接线）二期工程	74.62
	揭阳至惠来高速	79.7
	大潮高速	145.21
	大丰华高速丰顺至五华段项目	63.56
	兴汕高速公路五华至陆河段项目	55.9
	兴宁至汕尾高速海丰至红海湾段	44.65
	梅平高速	34.48
道路	梅州东环高速公路项目	19.2
	广东滨海景观公路（东莞至潮州段约 700 公里）（待建）	700
	梅畚快速干线项目	18.02
	省道 223 线雁洋至松源出省快速通道项目	29.6

资料来源：广东省人民政府官网，太平洋证券研究院

**大湾区一体化加速推进，政策红利释放。**粤港澳大湾区作为世界四大湾区之一，不论从人口规模还是经济体量都位居世界前列，随着大湾区一体化的不断推进，将带来新的需求增量；区内水泥企业将受益于政策发展带来的长期红利，因此该区域确定性很高。

图表 9: 粤港澳大湾区区域图



资料来源: 粤港澳大湾区研究院官网, 太平洋证券研究院

### 供给侧改革下, 广东持续存供给缺口

**严控新增产能, 压减过剩产能。**2016 年国务院办公厅提出到 2020 年再压减一批水泥熟料, 水泥熟料排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右; 18 年上半年, 国家对供给侧结构性改革和环保督查力度的不断加大, “蓝天保卫战”、“环保限产”、“错峰生产”等多项影响到水泥产能发挥的限产措施持续发酵。

根据《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》计算, 2018-2020 年广东省计划累计减少产能 1270 万吨。国家供给侧改革不断加深, 水泥市场供需关系继续得到改善, 行业效益同比大幅增长, 良好效益主要得益于需求和价格的高位稳定。在行业自律逐步完善和环保限产的背景下, 区域水泥库存不断保持低位, 公司盈利水平有望不断改善。

图表 10: 供给侧改革相关政策

时间	文件/会议	内容
2017 年 12 月	《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》	在“十三五”期间, 以去产能为突破口, 有效解决水泥行业产能严重过剩, 企业数量过多, 集中度不高, 结构不合理和效益不稳等根本性的行业发展问题。
2017 年 6 月	《水泥工业“十三五”发展规划》	提高资源能源效率、提升技术装备水平和减少低标号水泥比例, 提高功能品位向高端发展, 向节能减排和绿色低碳发展, 将成为行业追求的主要目标。
2017 年 3 月	《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	要求通过严格常态化执法和强制性标准实施, 促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能, 依法依规关停退出。
2017 年 1 月	《“十三五”节能减排综合工作方案》	明确“十三五”节能减排工作的主要目标, 控制重点区域流域排放, 分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业、领域限期整改方案, 升级改造环保设施, 确保稳定达标。
2016 年 12 月	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录(2016 年本)的通知》	对于钢铁、水泥、平板玻璃等产能严重过剩行业颁布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》, 不得以其它任何名义、任何方式备案新增产能项目不符合环评审批和新增授信支持等相关业务, 合力推进供给侧改革合作。
2016 年 10 月	《建材工业发展规划(2016-2020)》	加快结构优化、开展专项行动, 大力压减传统建材过剩产能。
2016 年 5 月	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(34 号文)	再次明确提出严禁新增产能, 淘汰落后产能, 推进联合重组
2015 年 12 月	中央经济工作会议	确定供给侧结构性改革任务之一是积极稳妥化解过剩产能。
2015 年 11 月	中央财经领导小组第 11 次会议	习近平总书记首次提出供给侧结构性改革

2013年	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	意见提出坚决“遏制产能盲目扩张”
2009年	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	提出“严格控制新增产能”

资料来源：水泥协会，国务院网站，发改委，太平洋证券研究院

**水泥结构性过剩，广东等地区仍有缺口。**目前行业产能过剩分化明显，三北地区产能过剩严重，根据数据统计，广东省 2009 年后几乎没有新建生产线，2010-2014 年广东地区产能为净减少 2004 万吨，远低于全国净增加 10.15 亿吨，因此造成了广东省连续多年靠外来输入水泥满足需求；我们测算 2017 年广东及粤东地区供给缺口分别为 3800 万吨和 635 万吨；我们认为水泥归根结底是区域性市场，广东供给缺口持续存在。

图表 11：全国、广东及粤东地区水泥供需对比

地区	2010-2014 年 新增水泥产能	2010-2014 年 淘汰落后水泥产 能	产能增减	2017 年水泥 产能	2017 年水泥 销量	供需情况
全国	17.57 亿吨	7.42 亿吨	10.15 亿吨	38.3 亿吨	23 亿吨	产能过剩 15 亿吨
广东	2559 万吨	4563 万吨	-2004 万吨	1.22 亿吨	1.6 亿吨	供给缺口 3800 万吨
粤东	460 万吨	1250 万吨	-790 万吨	2865 万吨	3500 万吨	供给缺口 635 万吨

资料来源：国家统计局、工业和信息化部、广东省水泥行业协会统计数据，太平洋证券研究院

**错峰生产常态化，行业发展有序。**2018 年广东地区继续执行错峰生产，计划停窑 40 天，福建地区每条熟料生产线停产 20 天，错峰生产常态化，强供给侧改革背景下，整体供需格局持续改善，尤其华南地区需求保持稳定增长的区域，水泥价格水平常年维持景气向上。

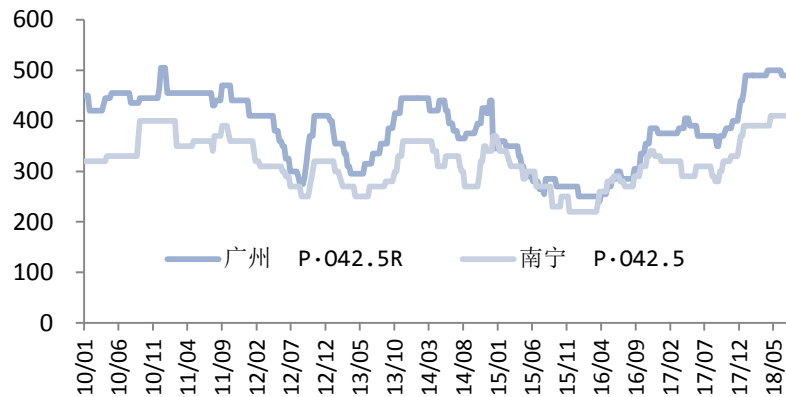
图表 12：2017-2018 年部分区域错峰生产安排

地区	限产时间	控制产能
福建	2018 年 6-8 月	每条熟料线停窑 20 天。
广东	2018 年 2 月 1 日至 4 月 30 日； 5 月 1 日至 9 月 30 日	全年停窑 40 天。2018 年 2 月 1 日至 4 月 30 日所有熟料生产线停窑 20 天。原计划 2018 年 5 月 1 日至 9 月 30 日所有熟料生产线停窑 20 天，现更改为 6-8 月停窑 10 天。
广西	2018 年全年	原计划全年停窑 40 天，其中，2-4 月停窑 20 天，5-9 月停窑 20 天。但近期企业开会更改停窑计划，商定 6-8 月，每条熟料线停窑 100 天。

资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

**18 年以来，区域景气度维持高位。**上半年广东地区 42.5 标号水泥同比增长 30% 左右，整体供需格局持续向好。我们认为，广东地区房地产投资平稳增长，“十三五”期间基建补短板，将加大基础建设的投资力度，叠加大湾区的推进，需求端支撑明显，价格仍将维持高位，区域龙头企业受益明显。

图表 13: 两广地区 42.5 标号水泥价格 (元/吨)



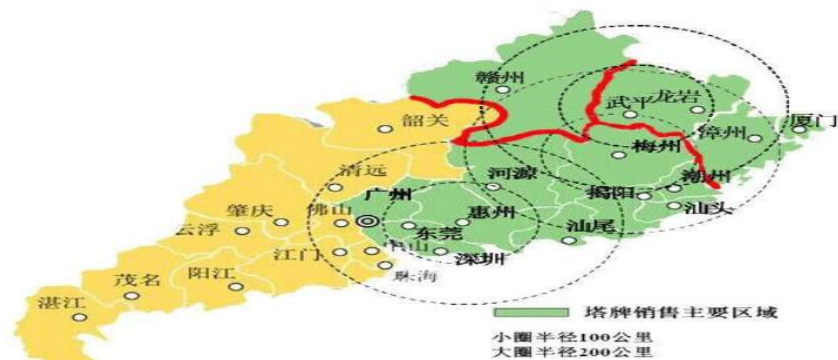
资料来源: 数字水泥网, 太平洋证券研究院

## 公司区位独特, 万吨线投产恰逢其时

广东水泥市场区块化现象明显, 大致可分为四大区域。主要是珠江三角洲地区、粤北地区、粤东地区和粤西地区。粤东地区市场主要由塔牌公司主导, 粤北地区市场主要由台泥水泥和华润水泥主导, 粤西地区市场主要由海螺水泥、华润水泥、中材水泥主导, 珠江三角洲地区市场主要由华润水泥、惠州光大主导。

偏居一隅, 区位资源难复制。受运输半径影响, 水泥行业有明显的区域性特征, 通常而言, 一般水泥运输半径为: 陆运 200 公里, 水运 500 公里, 公司主要销售区域集中在粤东地区以及周边的深圳、东莞、惠州等周边地区, 由于莲花山脉等阻隔, 粤东的汕尾、揭阳、潮州等城市形成相对独立的市场, 水泥只能依靠梅州、惠州等地运送, 而临近的福建等地运输到潮揭汕地区受制于运费影响, 不够经济性。公司主要生产基地布局在梅州、惠州、龙岩, 扼咽喉要道, 首尾相连, 全面辐射粤东地区, 与外来水泥企业相比具有很大的成本优势。我们认为, 这是公司在粤东地区具有绝对产品价格话语权的关键, 也是外来水泥企业无法复制的独特区位优势。

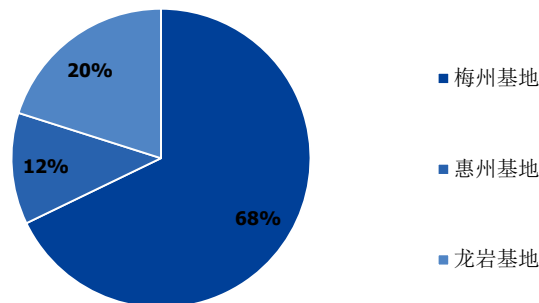
图表 14: 产能辐射大湾区核心区域



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

目前公司在手矿山资源约 4 亿吨，分别分布在三大基地，其中梅州基地所在的蕉岭县矿山资源丰富，公司目前所有熟料线都配套一体化的粉磨产能，实现 100% 熟料自供。从矿山资源分布情况来看，梅州基地，龙岩基地以及惠州基地分别占比 68%，20% 和 12% 左右，在环保趋严的背景下，矿山资源稀缺性逐步显现，公司所拥有的矿山形成一定的壁垒。

图表 15: 公司矿山资源分布



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

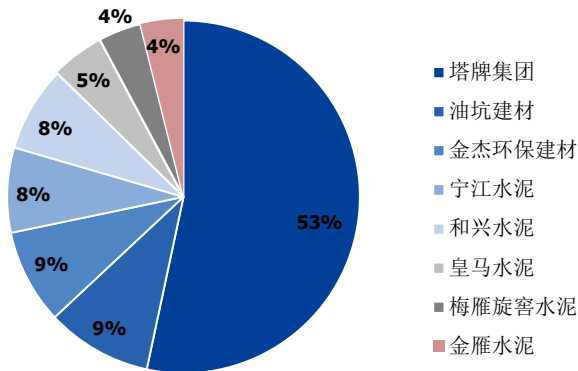
### 产能逆市扩张，独享高景气红利

**2 条万吨线投放，独享区域高景气红利。**公司从 2014 年开始建设 2 条新型干法熟料水泥万吨线（10000t/d\*2，含 2\*20MW 纯低温），该项目是目前水泥行业单线规模最大、工艺技术最先进以及资源综合利用最好的水泥生产线（2017 年 10 月公司通过非公开发行新增股票方式融资 30 亿元用于建设万吨线）。

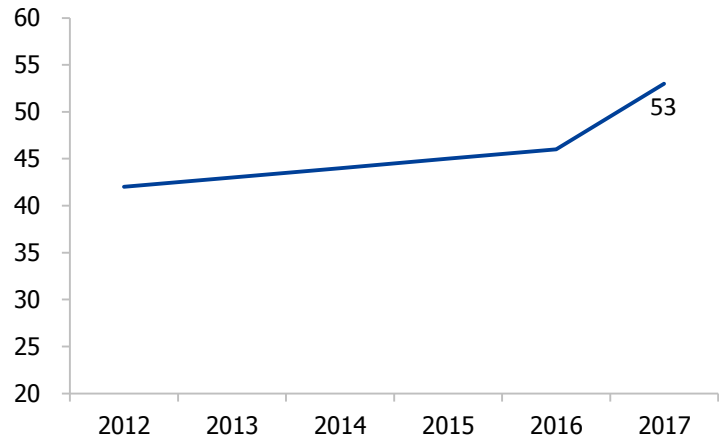
目前公司第一条生产线于 2017 年 11 月 11 日点火试产，并于今年初满产，我们测算上半年第一条万吨线熟料产量超过 180 万吨，显示出了良好工况；第二条线正在有条不紊建设中，预计 2019 年下半年建成投产，2020 年将满产，届时公司产能在粤东市占率将达到 60% 以上。我们认为，当前行业新建产线批文停滞，而粤东区域存在供给缺口此时新产能的建设并投放市场，将独家享受景气度提升带来的业绩弹性，进一步扩大市场份额，塔牌集团在粤东市场龙头地位进一步稳固，区域控制力增强。

图表 16: 粤东地区水泥企业产能占比

图表 17: 2012-2017 年我们测算公司粤东地区市占率(%)



资料来源：中国水泥网，太平洋证券研究院

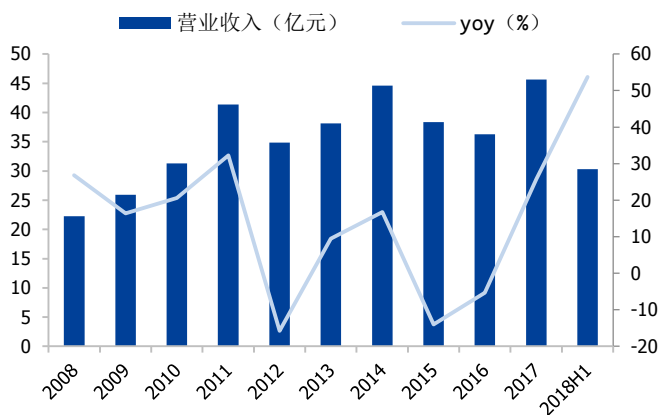


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

### 盈利稳健提升，费用管控突出

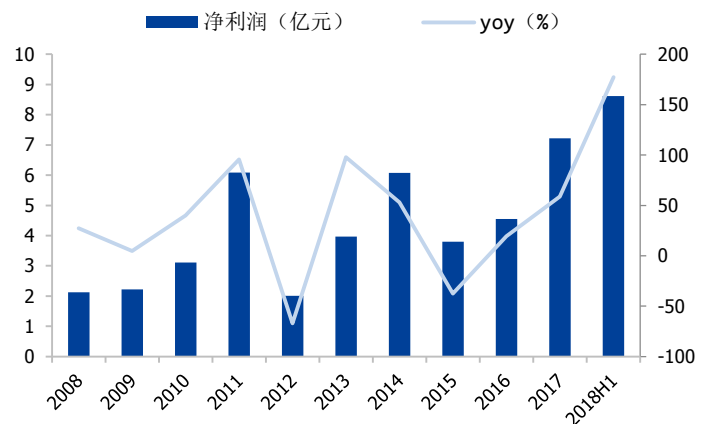
17年公司实现水泥销量1552万吨，营收45.6亿元(+25.8%)，归母净利润7.21亿元(+58.7%)，保持稳定增长态势。18年延续17年增长态势，上半年公司实现量价齐升，营收达到30.31亿元，同比增长53.75%，净利润为8.62亿元，同比增长177.15%，均创历史新高，一方面得益于上半年广东水泥价格大幅上涨，同比提升约100元/吨；另一方面来自公司产销量持续提升，17年9月公司首条万吨线投产，产能增加，上半年公司水泥产销量分别为829.29万吨(+16.76%)和790.52万吨(+14.25%)。

图表 18：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 19：公司净利润及增速

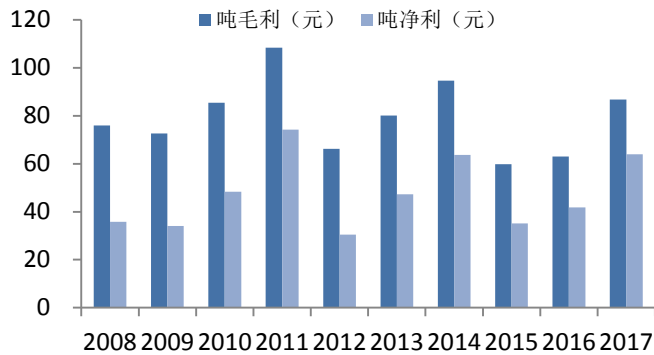


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

费用管控能力突出，经销渠道功力深厚。2017年公司吨三费仅为22.8元，明显低于业内同行，吨净利达到64元。公司费用管控能力逐年提升，从细分费用来看，2017年公司吨销售费用仅为6元，大幅低于海螺水泥，我们对比了塔牌和海螺费用上的单位支出，其中塔牌每吨包装、运输费用基本在稳定在4.3~4.4元，海螺则在8元以上，这与销售模式有很大关系；公司以经销为主、直销为辅的营销模式发展成熟，基本没有工程垫资；

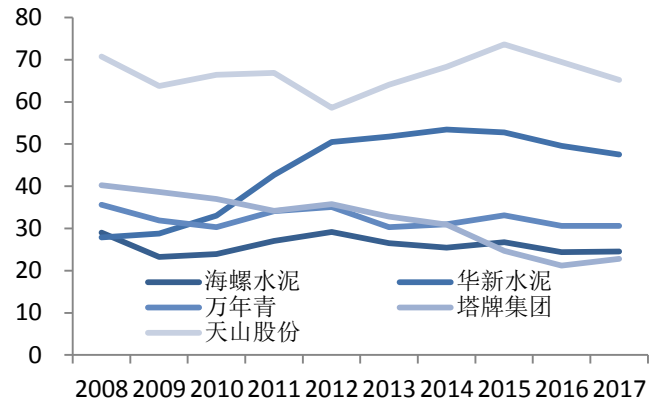
公司生产基地 250 公里范围内有 2000 多个经销网点，建立了完善的营销体系，渠道控制力突出。

图表 20: 公司盈利水平稳定



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 21: 主要水泥上市公司吨三费对比



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 22: 塔牌集团与海螺水泥吨细分费用对比 (原始数据来自 2017 年年报)

海螺水泥		塔牌集团	
吨管理费用(元)	11.73	吨管理费用(元)	16.89
吨工资及福利费	5.87	吨职工薪酬	10.44
吨非税基金收费	1.50	吨折旧	0.71
吨折旧及摊销	1.39	吨长期资产摊销	2.90
吨环保费	0.79	吨其他	2.84
吨其他	2.18		
吨销售费用(元)	12.11	吨销售费用(元)	6.06
吨工资及福利费	1.71	吨包装费	2.32
吨折旧费	0.79	吨运输费	2.19
吨出口费、中间费及运输费	2.85	吨职工薪酬	0.84
吨包装及装卸费	5.19	吨折旧	0.19
吨其他	1.57	吨物料消耗	0.19

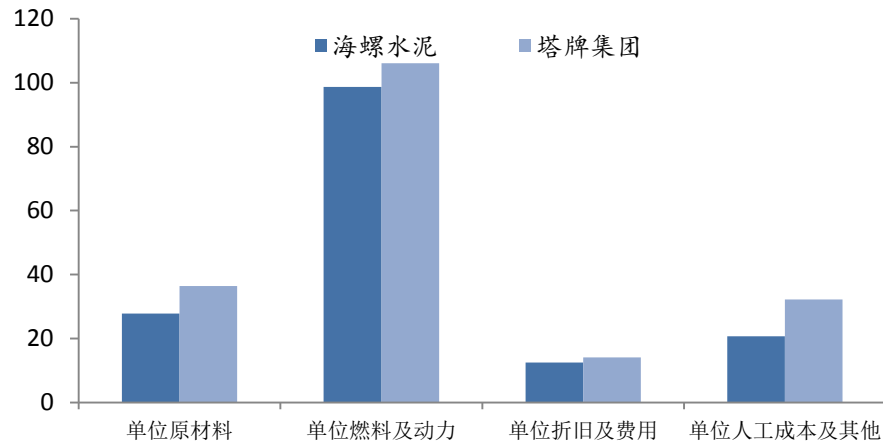
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

### 先进产能投产进一步降低成本

吨成本将进一步下降。从细分成本来看，公司单位原材料成本比海螺水泥高 8.6 元/吨，由于公司所在地梅州地区石灰石含黏土较多，需要进行去土化预处理，整体石灰石成本比海螺高 15-20 元左右；单位耗能高 7.4 元/吨，主要原因为公司产能规模较小，未来随

着先进的万吨线陆续投产，公司单位耗能将进一步降低以及自动化程度提升，单位人工成本也将减少。

图表 23: 塔牌集团与海螺水泥单位水泥成本对比 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

我们测算, 10000t/d 生产线相对于 5000t/d 的生产线, 每年可以节约标准煤 3.6 万吨, 节约电量 400 万度, 能耗指标大幅降低, 同时单位劳动生产率大幅提升。

图表 24: 公司 10000t/d 生产线与 5000t/d 生产线主要技术指标对比

项目	10000t/d 生产线设计值	5000t/d 生产线国内先进值	对比
熟料标准煤耗	99 (kg/t)	105 (kg/t)	年节约标准煤 3.6 万吨
熟料综合电耗	53 (kwh/t)	55 (kwh/t)	
可比水泥综合电耗	80(kwh/t)	85 (kwh/t)	年节约电量 400 万度
劳动生产率	单线投产后: 1.9 (万吨水泥/人.年); 两线投产后: 2.5 (万吨水泥/人.年)	1 (万吨/人.年)	一条 10000t/d 生产线计划定员 197 人; 两条 10000t/d 生产线计划定员 300 人

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

同时, 公司生产线采用加速折旧, 与海螺水泥相比, 公司机械设备折旧年限为 10 年, 海螺水泥为 15 年, 目前福建龙岩基地两条生产线及惠州基地两条生产线折旧接近完成, 未来折旧成本将进一步减少, 整体来看, 公司盈利能力将继续改善。

图表 25: 海螺水泥与塔牌集团折旧对比

海螺水泥	使用寿命 (年)	残值率 (%)	年折旧率 (%)
房屋及建筑物	30	5	3.17
机械设备	15	5	6.33
办公设备及其他设备	5	5	19

运输工具	5-10	5	9.5-19
塔牌集团	使用寿命 (年)	残值率 (%)	年折旧率 (%)
房屋及建筑物	20-50	3-10	1.8-4.85
铁路专用线	10	10	9
机械设备	10	3-10	9-9.7
运输设备	5	3-10	18-19.4
其他设备	5	3-10	18-19.4

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 高分红彰显长期吸引力

分红率中枢再提升，高股息率将引领行业趋势；过去3年公司分红比例均在40%以上，18年上半年分红比例达到58%，冠绝水泥企业，以现价计算，半年度股息率达到3.5%（年化超过7%），高分红具有较强的吸引力。我们认为从投资的角度来看，在资产荒的时代，水泥企业大幅分红后股息率普遍高于货币资金市场平均回报率，或是水泥股价坚挺的基石；

图表 26：2015-2018H1 公司分红比例

分红年度	现金分红金额 (含税)	净利润	分红占净利润的比率
2018 年 H1	500,335,506.72(预案)	861,501,814.30	58.08%
2017 年	357,682,504.80	720,977,023.87	49.61%
2016 年	187,877,753.49	454,230,186.11	41.36%
2015 年	161,038,074.42	380,986,689.82	42.27%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 盈利预测与投资建议

推出员工持股计划，彰显未来发展信心。18年4月，公司推出员工持股计划，计划未来五年分6期执行，首期资金来源于每年薪酬激励奖金（完成业绩目标，提取归母净利润5%），持股总额估计约3150万元，股票来源于公司回购股票（12个月内，回购价格不超过13元/股，股票不少于242万股，占公司总股本比例不超过1%）；我们认为，此次员工持股计划有利于充分调动管理层积极性，改善公司管理，对未来发展充满信心。

粤东地区供需格局持续改善，公司作为区域龙头，受益于景气度提升，随着产能不断扩张，公司业绩有望加速释放。预测2018-2020年公司EPS为1.66、1.80和2.09元，现价对应18-20年PE估值分别为8.39、7.73和6.65倍，给予“买入”评级。

图表 27: 塔牌集团水泥熟料盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
熟料产能 (万吨)	1163	1163	1163	1473	1473
水泥产能 (万吨)	1800	1800	1800	2200	2200
水泥产量 (万吨)	1467.74	1538.9	1760	1950	2100
水泥销量 (万吨)	1484.91	1551.18	1841.25	1900.17	2137.69
增速	1.4%	4.5%	18.7%	3.2%	12.5%
营业收入(万元)	362916.6	456408.2	703457.28	733039.98	827344.59
水泥占比	91.5%	92.4%	92.5%	92.8%	92.5%
水泥营收 (万元)	331959.9	421721.2	650698.0	680261.1	765293.7
增速	-7.4%	27.0%	54.3%	4.5%	12.5%
水泥成本 (万元)	245337.1	297238.8	349837.6	357232.1	395473.0
吨出厂均价 (元/吨)	223.6	271.9	353.4	358	358
吨成本 (元/吨)	165.2	191.6	195	193	190
吨毛利 (元/吨)	58.4	80.3	158.4	165	168
吨管理费用 (元/吨)	12.5	15.6	15.0	15.6	15.6
吨销售费用 (元/吨)	6.0	5.6	6.2	6.5	6.8
吨财务费用 (元/吨)	1.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
吨三项费用 (元/吨)	19.7	21.1	21.1	21.9	22.1
吨净利润 (元/吨)	26.1	40.4	103.0	107.3	109.4
吨营业外净收入 (元/吨)	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
净利润 (万元)	41604.7	65795.4	193329.7	207705.4	238157.7

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 风险提示

- 固定资产投资下滑, 需求下降
- 供给侧改革低于预期, 落后产能出清低于预期
- 原材料及煤炭价格持续上涨, 带来成本上涨



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。