

三季报基本符合预期，看好四季度量价

投资要点

- **事件:**公司发布2018年三季报,1-9月实现营业收入45.2亿元,同比增长48.7%;实现归母净利润12.5亿元,同比增长147.4%;经营活动产生的现金流量净额为15.5亿元,同比增长331.4%;基本每股收益1.05元。
- **三季报基本符合预期,全年业绩值得期待。**受益地区需求旺盛,1-9月产销两旺,水泥产量和销量同比增长分别为16%和14%,叠加业务区域水泥价格高位稳定,公司前三季度业绩高增长。单三季度看,营业收入同比增长39%,归母净利润同比增长99%,增速较前两季度有所下降,主要原因为毛利率较二季度高位下降至39%,但毛利率仍处于历史高位区间。公司1号万吨生产线从2018年开始贡献业绩,公司四季度仍有量价齐升逻辑,全年业绩将保持高增长。
- **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%。2018三季度水泥价格仍在高位维持,水泥产量明显增加,1-9月全国水泥累计产量15.8亿吨,同比增长1%,主要原因是国家在下半年加大了对基建投资的资金供给,基建投资直接拉动水泥需求。公司业务区域主要在广东、福建,这些地区经济发展速度较快,基建需求叠加经济带建设,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。**与高水泥价格的华东地区相比,华南地区水泥价格仍有上升空间,公司业务地区主要为陆路运输,区域外水泥进入较难。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,新增水泥产能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,维持“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。

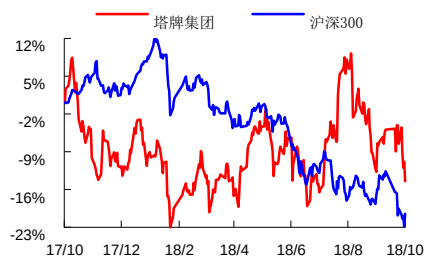
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4564.08	6750.08	9378.53	12160.08
增长率	25.76%	47.90%	38.94%	29.66%
归属母公司净利润(百万元)	720.98	1829.07	2558.35	3325.29
增长率	58.73%	153.69%	39.87%	29.98%
每股收益EPS(元)	0.60	1.53	2.15	2.79
净资产收益率ROE	8.81%	18.82%	21.47%	22.57%
PE	19	8	5	4
PB	1.69	1.41	1.16	0.94

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)	10.14-14.19
总市值(亿元)	138.42
总资产(亿元)	101.70
每股净资产(元)	7.28

相关研究

1. 塔牌集团 (002233): 受益华南, 产销两旺 (2018-08-08)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	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)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	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	19.20	7.57	5.41	4.16					
PB	1.69	1.41	1.16	0.94					
PS	3.03	2.05	1.48	1.14					
EV/EBITDA	9.31	4.07	2.70	1.77					
股息率	1.36%	1.04%	2.64%	3.70%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn