



002233.SZ

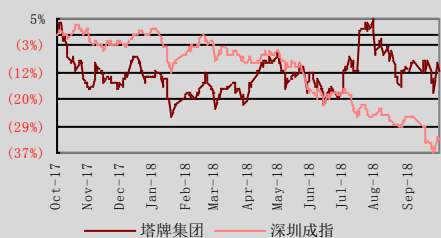
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.28

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.0)	(2.3)	7.8	(11.1)
相对深证成指	28.2	7.7	26.5	21.9

发行股数(百万)	1,192
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	10,092
3个月日均交易额(人民币 百万)	214
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10月23日收市价为标准

相关研究报告

《塔牌集团》 20180731

《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

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

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

塔牌集团

产能投放业绩持续释放, 18年业绩高增无忧

塔牌集团发布三季报, 三季度营业收入 14.91 亿元, 同增 39.36%; 归母净利润 3.87 亿元, 同增 99.43%; EPS 0.45 元, 同增 95.45%。

支撑评级的要点

- 三季度业绩继续保持高速增长, 吨利润指标环比小降: 2018 年受益于水泥行业错峰生产的常态化执行, 公司业绩持续保持高速增长, 前三季度合计营收 45.23 亿元, 同增 48.68%; 归母净利润 12.48 亿元, 同增 147.38%; EPS 1.40 元, 同增 150%。分季度来看, 三季度公司水泥销量为 420.58 万吨, 吨单价为 332.50 元, 环比有小幅下降。吨成本为 200.43 元, 环比有小幅上升。吨毛利为 132.07 元吨净利为 88.78 元。吨利润指标环比有小幅下降, 但总体仍处于较高水平。
- 产能投放产量持续释放, 各项财务指标进一步优化: 随着公司文福一线投产, 公司水泥产量自二季度起以较高速增长, 二三季度出货量增速分别为 31.23% 与 13.43%, 高于全国水平。三季度毛利率为 38.63%, 同比上升 8.91pct, 各项经营费用率下降 1.10pct, 净利润率提升 7.82pct。经营现金流屡创新高, 公司负债率持续改善。但由于公司目前投资文福万吨二线以及进行矿山扩建, 投资现金流出角度, 三季度实际现金流为负。
- 广东省内依旧景气, 三季度省内行业运行总体平稳: 广东省作为国内人口流入重点省份, 基建与房建需求依然旺盛, 三季度省内价格与库存总体保持平稳, 供给小幅抬升, 需求平稳, 成本指标有所下降。省内市场环境总体平稳供需保持紧俏的前提下, 公司 2018 年业绩大概率翻倍。

评级面临的主要风险

- 广东省内水泥价格超预期波动、新生产线建造不及预期。

估值

- 考虑到万吨产能投产冲击, 三季度吨利润指标有所下降。预计 2018-2020 年, 公司营收分别为 68.98 亿元、72.22 亿元、80.51 亿元; 归母净利润分别为 18.16 亿元、20.24 亿元、22.61 亿元; EPS 为 1.52、1.70、1.90。业绩持续高增, 维持公司买入评级。

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	6,898	7,222	8,051
变动(%)	(5)	26	51	5	11
净利润(人民币 百万)	454	721	1,816	2,024	2,261
全面摊薄每股收益(人民币)	0.381	0.605	1.524	1.698	1.896
变动(%)	19.2	58.7	151.9	11.4	11.7
市场预期每股收益(人民币)			1.54	1.75	1.99
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.60	1.70	1.90
调整幅度(%)			(4.5)	0.0	0.1
全面摊薄市盈率(倍)	29.6	18.7	7.4	6.6	5.9
价格/每股现金流量(倍)	44.1	0.6	6.4	5.1	4.4
每股现金流量(人民币)	0.26	17.91	1.76	2.23	2.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	10.3	4.9	4.4	4.0
每股股息(人民币)	0.16	0.30	0.61	0.68	0.76
股息率(%)	1.4	2.7	5.4	6.0	6.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测



图表 1. 2018Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2017Q3	2018Q3	同比增长(%)
营业收入	1,070.24	1,491.44	39.36
营业税及附加	14.90	19.82	33.05
净营业收入	1,055.34	1,471.62	39.44
营业成本	752.15	915.29	21.69
销售费用	21.27	24.27	14.09
管理费用	45.31	50.80	12.10
财务费用	0.89	(3.39)	(480.77)
资产减值损失	(0.26)	1.84	815.82
营业利润	257.48	519.94	101.94
营业外收入	2.22	0.51	(77.17)
营业外支出	0.43	6.25	1,358.03
利润总额	259.27	514.21	98.33
所得税	65.03	126.91	95.15
少数股东损益	0.18	0.27	51.27
归属母公司股东净利润	194.06	387.03	99.43
扣除非经常性损益的净利润	178.37	366.84	105.65
每股收益(元)	0.22	0.43	95.45
扣非后每股收益(元)	0.20	0.41	105.00
毛利率(%)	29.72	38.63	增加 8.91 个百分点
净利率(%)	18.15	25.97	增加 7.82 个百分点
销售费用率(%)	1.99	1.63	减少 0.36 个百分点
管理费用率(%)	4.23	3.41	减少 0.83 个百分点
财务费用率(%)	0.08	(0.23)	减少 0.31 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

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	6,898	7,222	8,051
销售成本	2,682	3,217	3,910	3,935	4,391
经营费用	369	424	655	686	765
息税折旧前利润	979	1,301	2,722	3,060	3,389
折旧及摊销	357	340	322	393	429
经营利润(息税前利润)	622	961	2,400	2,666	2,960
净利息收入/(费用)	(18)	2	22	33	56
其他收益/(损失)	38	41	74	74	74
税前利润	604	963	2,422	2,699	3,015
所得税	150	242	606	675	754
少数股东权益	0	1	2	2	2
净利润	454	721	1,816	2,024	2,261
核心净利润	416	680	1,742	1,950	2,187
每股收益(人民币)	0.381	0.605	1.524	1.698	1.896
核心每股收益(人民币)	0.349	0.570	1.461	1.636	1.834
每股股息(人民币)	0.158	0.300	0.610	0.680	0.760
收入增长(%)	(5)	26	51	5	11
息税前利润增长(%)	17	55	150	11	11
息税折旧前利润增长(%)	8	33	109	12	11
每股收益增长(%)	19	59	152	11	12
核心每股收益增长(%)	21	63	156	12	12

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	2,422	2,699	3,015
折旧与摊销	357	340	322	393	429
净利息费用	18	(2)	(22)	(33)	(56)
运营资本变动	263	1,958	116	(147)	(236)
税金	435	586	521	538	547
其他经营现金流	(180)	1,023	(1,100)	(1,169)	(1,247)
经营活动产生的现金流	971	951	2,026	2,577	2,925
购买固定资产净值	656	592	1,207	506	3
投资减少/增加	11	2,100	(54)	(54)	(54)
其他投资现金流	1	23,090	1,223	534	57
投资活动产生的现金流	(666)	20,398	70	82	108
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	727	811	906
其他融资现金流	(22)	146	6	5	2
融资活动产生的现金流	(0)	2,061	(721)	(805)	(904)
现金变动	305	320	168	1,347	2,126
期初现金	360	676	997	1,165	2,512
公司自由现金流	305	21,349	2,096	2,658	3,033
权益自由现金流	493	20,811	2,102	2,664	3,035

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	1,165	2,512	4,637
应收帐款	303	435	624	648	713
库存	381	468	721	753	840
其他流动资产	870	1,300	3,068	3,068	3,068
流动资产总计	2,659	4,968	5,578	6,980	9,257
固定资产	1,933	2,687	3,511	3,831	3,634
无形资产	682	655	634	612	590
其他长期资产	1,460	1,482	1,565	1,380	1,174
长期资产总计	4,075	4,824	5,710	5,823	5,398
总资产	6,734	9,792	11,288	12,804	14,655
应付帐款	676	794	965	971	1,084
短期债务	355	20	20	20	20
其他流动负债	590	724	879	1,075	1,351
流动负债总计	1,621	1,538	1,864	2,066	2,454
长期借款	350	0	0	0	0
其他长期负债	78	66	146	243	350
股本	895	1,192	1,192	1,192	1,192
储备	3,790	6,996	8,087	9,302	10,659
股东权益	4,684	8,188	9,279	10,494	11,851
少数股东权益	7	7	9	11	13
总负债及权益	6,734	9,792	11,288	12,804	14,655
每股帐面价值(人民币)	3.92	6.86	7.77	8.79	9.93
每股有形资产(人民币)	5.04	7.61	8.89	10.17	11.75
每股净负债/(现金)(人民币)	0.09	(0.76)	(0.84)	(1.89)	(3.58)

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.0	28.5	39.5	42.4	42.1
息税前利润率(%)	17.1	21.1	34.8	36.9	36.8
税前利润率(%)	16.6	21.1	35.1	37.4	37.5
净利率(%)	12.5	15.8	26.4	28.1	28.1
流动性					
流动比率(倍)	1.6	3.2	3.0	3.4	3.8
利息覆盖率(倍)	54.8	586.6	3000.0	3333.0	3699.5
净权益负债率(%)	2.3	(11.1)	(10.8)	(21.4)	(36.0)
速动比率(倍)	1.4	2.9	2.6	3.0	3.4
估值					
市盈率(倍)	29.6	18.7	7.4	6.6	5.9
核心业务市盈率(倍)	32.3	19.8	7.7	6.9	6.1
市净率(倍)	37.2	22.8	8.9	7.9	7.1
价格/现金流(倍)	2.9	1.6	1.5	1.3	1.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.1	0.6	6.4	5.1	4.4
周转率					
存货周转天数	13.7	10.3	4.9	4.4	4.0
应收帐款周转天数	38.3	37.4	38.2	38.0	38.1
应付帐款周转天数	30.4	34.8	33.0	32.7	32.3
回报率					
股息支付率(%)	92.0	90.1	90.1	90.1	90.1
净资产收益率(%)	41.4	49.6	40.0	40.1	40.1
资产收益率(%)	9.7	8.8	19.6	19.3	19.1
已运用资本收益率(%)	6.8	7.4	16.1	15.8	15.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371