



2019-03-02

公司点评报告

买入/维持

塔牌集团 (002233)

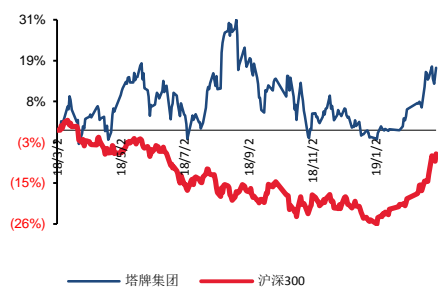
目标价: 15.3

昨收盘: 12.04

材料 材料 II

2018 年业绩快报点评: 区域维持高景气, 大湾区提振中长期需求

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,192/894
总市值/流通(百万元)	14,355/10,768
12 个月最高/最低(元)	13.92/9.99

■ 相关研究报告:

塔牌集团 (002233)《2018 三季度报点评: 区域高景气, Q4 已恢复至旺季盈利水平》--2018/10/22

塔牌集团(002233)《粤东执牛耳者, 高景气度区域逆势扩张》--2018/08/22

■ 证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 公司发布 2018 年年报, 18 年实现营收 66.3 亿元, 同增 45.27%, 归母净利润 17.21 亿元, 同增 138.7%; 其中 Q4 单季度实现营收 21.07 亿元, 同增 38.44%, 归母净利润 4.72 亿元, 同增 118.5%。

■ 点评:

计提激励奖压低全年增速。 三季报指引全年业绩中值为 17.3 亿元, 其中 Q4 单季度盈利 4.81 亿元。18 年业绩略低于预告中值, 主要是 Q4 公司根据《2018-2023 年员工持股计划》计提了用于员工持股的年度激励奖金 0.87 亿元 (根据绩效考核最高计提该年度归母综合收益的 5%), 导致了全年归母净利有所减少;

18Q4 量价齐升高景气, 进入 19 年需求恢复略低于预期。 测算 Q4 单季度水泥出厂价约 361 元/吨同增 73 元, 吨毛利约 159.6 元同增 69 元; Q4 吨净利约 109 元同增 68 元, 区域高景气。进入 2019 年后, 受华南雨水天气较多和工厂返乡较慢影响, 广东需求恢复程度低于往年, 预计随着天气好转需求将逐步恢复。我们认为, 目前广东省内产能并不过剩, 19 年各企业春节期间停窑 20 天基本执行完, 供需格局持续向好, 短期除了塔牌万吨线二期投产外, 区域内暂无其他大型水泥项目, 高景气有望维持。

产销逆势增长 15% 以上, 领跑全行业。 公司 18 年产销量分别是 1806.68、1795.29 万吨, 同增 17.4%、15.74%, Q4 单季度销量约 584 万吨, 同增 19.49% 冠绝行业; 公司一期万吨线已于 2017 年底建成, 18 年基本满产, 预计第二条万吨线 19Q4 投产 (粉磨年中先投), 预计 2019 年公司销量将达 1900 万吨以上, 同比增长 5.6%, 在景气度全国最高之一的广东有新增产能释放将产生极大的业绩弹性, 公司未来 2 年有望保持增长态势;

粤港澳大湾区规划发布, 提振中长期需求。 近期粤港澳大湾区规划发布, 19 年 2 月以来, 深圳首批 31 个 (总投资 749 亿元) 及东莞市首批 27 个 (总投资 534 亿元) 大湾区重点项目已经开工, 表明大湾区相关建设已经逐渐加速, 塔牌惠州厂将明显受益。考虑到广东省政府财政实力较好且 2019 年交通投资目标高位维稳, 我们对广东省十三五基建投资增速持乐观态度; 同时, 根据易居和克而瑞统计, 广东地区棚改货币化去库存面积占商品房销售面积比重仅分别为 0.63%, 受棚改货币化安置影响较小, 考虑到粤港澳大湾区人口长期流入趋势, 我们认为珠三角地区受此轮房地产下行周期影响较小, 中期内房地产市场仍将保持稳定。我们认为, 随着湾区建设的不断推进, 珠三角地区基建和地产投资依旧稳定, 未来仍将进一步提振水泥需求;

投资建议：基于行业供需谨慎判断以及复工较晚的影响，我们下调2019-20年公司业绩预测至18.44亿元和21.41亿元，对应EPS分别为1.55（-0.17）元和1.8（-0.1）元；对应当前PE估值分别为7.8和6.7倍，维持目标价15.3元，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资大幅下滑，限产不及预期；

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4564	6630	7145	8232
(+/-%)	25.76	45.27	7.77	15.21
净利润(百万元)	721	1721	1844	2141
(+/-%)	58.73	138.68	7.19	16.10
摊薄每股收益(元)	0.76	1.44	1.55	1.80
市盈率(PE)	13.18	8.34	7.78	6.70

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	676	997	2490	4200	6126	营业收入	3629	4564	6630	7145	8232
应收和预付款项	156	125	199	214	246	营业成本	2682	3217	3786	4095	4724
存货	381	468	500	541	624	营业税金及附加	68	68	98	106	122
其他流动资产	1447	3377	3466	3503	3582	销售费用	98	94	137	147	170
流动资产合计	2659	4968	6655	8458	10577	管理费用	203	262	381	411	473
长期股权投资	89	480	480	480	480	财务费用	18	-2	-11	-27	-64
投资性房地产	12	12	12	12	12	资产减值损失	-6	10	3	5	5
固定资产	1933	2687	2407	2751	2406	投资收益	34	61	61	61	61
在建工程	832	399	1099	799	699	公允价值变动	0	-12	0	0	0
无形资产开发支出	682	655	649	627	606	营业利润	601	973	2299	2470	2863
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	4	-9	-2	-6	-4
其他非流动资产	4075	4824	5198	5233	4762	利润总额	604	964	2296	2464	2859
资产总计	6734	9792	11853	13691	15339	所得税	150	242	573	617	715
短期借款	355	20	151	367	0	净利润	455	722	1723	1847	2144
应付和预收款项	964	1096	1237	1374	1577	少数股东损益	0	1	2	2	3
长期借款	350	0	0	0	0	归母股东净利润	454	721	1721	1844	2141
其他负债	380	488	971	1026	1112						
负债合计	2049	1604	2359	2767	2689						
股本	895	1192	1192	1192	1192						
资本公积	1074	3736	3736	3736	3736						
留存收益	2644	3177	4480	5907	7632						
归母公司股东权益	4678	8181	9484	10911	12635						
少数股东权益	7	7	10	12	15						
股东权益合计	4684	8188	9494	10923	12651						
负债和股东权益	6734	9792	11853	13691	15339						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	971	951	2090	2369	2716	毛利率	26.10%	29.52%	42.91%	42.69%	42.61%
投资性现金流	-667	-2696	-725	-447	2	销售净利率	12.52%	15.80%	25.95%	25.81%	26.01%
融资性现金流	4	2063	128	-213	-792	销售收入增长率	-5.34%	25.76%	45.27%	7.77%	15.21%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	16.88%	54.60%	137.52%	6.69%	14.68%
						净利润增长率	19.22%	58.73%	138.68%	7.19%	16.10%
						ROE	9.71%	8.81%	18.14%	16.90%	16.95%
						ROA	6.75%	7.36%	14.52%	13.47%	13.96%
						ROIC	10.94%	11.57%	27.80%	29.94%	37.87%
						EPS (X)	0.51	0.76	1.44	1.55	1.80
						PE (X)	23.46	13.18	8.34	7.78	6.70
						PB (X)	2.28	1.47	1.51	1.32	1.14
						PS (X)	2.94	2.63	2.17	2.01	1.74
						EV/EBITDA (X)	10.91	8.46	4.46	3.63	2.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@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。