



2019-03-12

公司点评报告

买入/维持

塔牌集团 (002233)

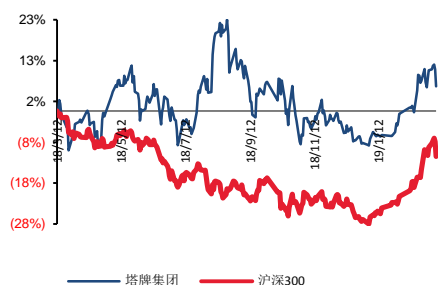
目标价: 15.3

昨收盘: 12.19

材料 材料 II

## 2018 年年报点评: 量价齐升业绩靓丽, 激励计划升级彰显信心

### ■ 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)	14,534/10,902
12 个月最高/最低(元)	13.92/9.99

### 相关研究报告:

塔牌集团 (002233)《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》—2019/03/03

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 4.74 亿元, 同增 119.3%。公司 2018 年每股派发股息 0.85 元 (中期 0.42, 末期 0.43)。

### 点评:

**受益于粤东基建及农村需求, 18Q4 量价齐升粤东高景气度维持。** 由于公司员工持股计划计提管理费用 0.87 亿元, 公司业绩略低于三季度业绩指引中值。根据我们测算, 公司 18 年四季度销量 584 万吨, 同比增长 19.4%, 平均售价 336 元, 同比上升 48.5 元/吨, 吨毛利 129 元/吨, 同比提升 38.5 元, 吨净利 74.2 元/吨, 同比提升 33 元/吨。18 年全年公司水泥外销量 1795 万吨, 同比上升 15.7%, 平均售价 344 元/吨, 同比上升 72 元/吨, 吨毛利 144 元/吨, 同比上升 61 元/吨, 扣除万吨线折旧带来的成本增加后 (估算为 9 元/吨), 公司 2018 年吨成本上升 3 元/吨, 主要因为原料及运输成本的上升。受益于大湾区建设及强劲的农村需求, 粤东地区 2018 年供需格局保持良好, 同时公司万吨线的投产使得公司充分享受量价齐升红利, 销量增长领跑行业;

**现金流良好, 资产负债表强劲。** 公司 18 年经营净现金流 26.2 亿元, 是净利润的 1.5 倍, 应收账款及票据同比大幅下降至 1.55 亿元, 周转天数由 2017 年的 33 天大幅降低至 8.4 天, 体现了公司良好的现金管理能力。截止 2018 年底, 公司资产负债率维持在 17.9% 的低位, 且无有息负债, 从而为公司中长期的发展奠定了坚实的基础。

**2019 年出货仍然强劲, 员工持股计划改革彰显信心。** 尽管雨水天气下华南需求启动慢于预期, 但受益于粤东旺盛的需求, 公司 2019 年前两月销量同比上升 10%, 价格未受明显影响; 同时公司预计 2019 年年中第二条万吨线粉磨站将投产, 而熟料窑年底也将投运, 从而使得公司 2019 年销量稳定增长。3 月 11 日, 公司公告了更新后的员工持股计划, 将基于公司年度综合收益的最高计提比例由 5% 提升到 10%, 彰显了公司对于未来发展的信心;

**粤港澳大湾区提振中期需求。** 根据我们相关统计, 粤港澳大湾区在经济体量上已不亚于纽约、旧金山、东京三大湾区, 有发展成为一流湾区的潜力, 但内部九市二区发展极不均衡, 因此我们判断基于互联互通的基建投资将成为湾区建设的重要载体。2 月以来, 深圳、东莞的大湾区项目已经集中开工, 表明相关建设已经加速, 而塔牌集团惠州工厂将明显受益。同时考虑到广东省地产对棚改货币化的依赖程度很低 (0.63%), 我们认为

当地房地产市场受此轮调控收紧的影响较低，需求在中期内将保持稳定。因此我们认为随着湾区建设的不断推进，华南地区水泥需求在中期内仍将保持稳定增长；

**投资建议：**基于对华南地区行业格局以及公司投资收益更谨慎的预测，我们维持盈利预测不变。我们预计 2019-20 年公司归母净利润 18.44 亿元和 21.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.55 元和 1.8 元；，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	2018A	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	8.45	7.88	6.79

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	8.45	7.88	6.79
						PB (X)	2.28	1.47	1.53	1.33	1.15
						PS (X)	2.94	2.63	2.19	2.03	1.77
						EV/EBITDA (X)	10.91	8.46	4.53	3.69	2.54

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。