

塔牌集团 (002233)

公司研究/调研简报

粤港澳大湾区建设在即，业绩有望稳定增长

调研简报/建材

2019 年 05 月 21 日

一、事件概述

近期我们对公司进行了调研，与公司深入交流了水泥行业情况。

二、分析与判断

➤ 粤港澳大湾区建设在即，公司业绩有望稳定增长

2019 年 2 月 20 日，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，粤港澳大湾区包括珠三角九市，总面积 5.6 万平方公里，2017 年末总人口约 7000 万人，是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。《纲要》中提出“完善大湾区经粤东西北至周边省区的综合运输通道。推进赣州至深圳、广州至汕尾、深圳至茂名、岑溪至罗定等铁路项目建设，适时开展广州经茂名、湛江至海安铁路和柳州至肇庆铁路等区域性通道项目前期工作，研究广州至清远铁路进一步延伸的可行性。有序推进沈海高速（G15）和京港澳高速（G4）等国家高速公路交通繁忙路段扩容改造。”塔牌水泥作为广东本地名列前茅的大型水泥企业（产能 2000 万吨），主要销售区域为粤东北、潮揭汕、珠三角及赣南、闽南、闽西等地区，在未来大湾区的建设中有望持续受益。

➤ 两条万吨线陆续投产，吨水泥成本下降提升盈利能力

公司正在建设的产能置换项目——塔牌 600 万吨水泥项目的两条日产 1 万吨熟料水泥生产线是行业单位产能较大、环境污染较小、能源消耗较低、资源利用率和劳动生产率较高的生产线，是最先进的水泥生产线。第一条生产线于 2017 年底建成投产，第二条生产线将于 2019 年底建成投产。伴随第一条万吨线的投产，公司的水泥毛利率有明显提升，过去三年的水泥毛利率依次为 27%（2016），31%（2017），42%（2018）。

➤ 现金流优秀，资本开支减少，高股息支付率有望成为常态。

据 wind，塔牌集团自上市以来平均分红率为 40.1%，过去 10 年公司的股利支付率呈上升趋势，2018 年的股利支付率达 58.79%，按照目前股价测算的股息率约 7%。自上市以来公司经营现金流非常优秀，2018 年达到 26 亿。据公司公告，来几年，公司除万吨线项目二期工程外，没有其他大的资本开支计划，在现金流充裕的情况下，公司将加大现金分红力度，保持较高比例的现金分红。在错峰限产等供给限制措施的大背景下，我们判断公司现金流有望保持高位，假设保持 60%左右的高股息支付率，按照当前股价测算预计 2019 年的股息率约 8%。

三、投资建议

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.52 元、1.80 元、2.00 元，对应 PE 分别为 7.3 倍、6.2 倍、5.5 倍。据 wind，当前水泥行业可比公司平均估值约为 9 倍，此外考虑到粤港澳大湾区建设及万吨线的投产，未来环保政策收紧有望持续受益，给予推荐评级。

四、风险提示：

项目进度低于预期；下游需求增长低于预期。

推荐

首次评级

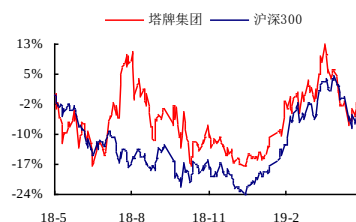
当前价格： 11.05 元

交易数据

2019-5-20

近 12 个月最高/最低(元)	13.92/9.99
总股本(百万股)	1,192
流通股本(百万股)	1,162
流通股比例(%)	97.46
总市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	128

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

分析师：李晓辉

执业证号： S0100518040001

电话： 010-85127543

邮箱： lixiaohui@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,630	7,519	8,258	9,216
增长率 (%)	45.27%	13.40%	9.83%	11.60%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,723	1,816	2,141	2,388
增长率 (%)	139.00%	5.40%	17.87%	11.53%
每股收益 (元)	1.45	1.52	1.80	2.00
PE (现价)	8	7.3	6.2	5.5
PB	/	1.2	1.0	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	6,630	7,519	8,258	9,216
减：营业成本	3,955	4,482	4,721	5,263
营业税金及附加	96	120	132	147
销售费用	109	158	173	194
管理费用	321	406	446	498
财务费用	(14)	(13)	(13)	(13)
资产减值损失	15	7	7	7
加：投资收益	114	70	70	70
二、营业利润	2,306	2,429	2,862	3,191
加：营业外收支净额	(13)	(6)	(6)	(6)
三、利润总额	2,293	2,423	2,856	3,185
减：所得税费用	569	606	714	796
四、净利润	1,724	1,817	2,142	2,389
归属于母公司的利润	1,723	1,816	2,141	2,388
五、基本每股收益 (元)	1.45	1.52	1.80	2.00

资产负债表				
项目 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,472	3,881	6,316	9,039
应收票据	101	323	355	396
应收账款	54	165	182	203
预付账款	38	46	50	56
其他应收款	17	23	25	28
存货	527	628	661	737
其他流动资产	2,831	2,287	2,287	2,287
流动资产合计	5,429	7,353	9,876	12,746
长期股权投资	491	491	491	491
固定资产	2,860	4,406	4,103	3,802
在建工程	320	320	320	320
无形资产	655	32	35	39
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	5,514	5,249	4,949	4,653
资产总计	10,943	12,602	14,825	17,398
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	985	1,121	1,180	1,316
预收账款	276	403	425	474
其他应付款	60	74	74	74
应交税费	289	203	203	203
其他流动负债	9	8	8	8
流动负债合计	1,824	1,809	1,890	2,074
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,960	1,809	1,890	2,074
股本	1,192	1,192	1,192	1,192
资本公积	3,736	3,736	3,736	3,736
留存收益	4,042	5,858	7,999	10,386
少数股东权益	7	8	9	10
所有者权益合计	8,983	10,794	12,936	15,324
负债和股东权益合计	10,943	12,602	14,825	17,398

现金流量表				
项目 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流量	2,616	2,326	2,352	2,640
投资活动现金流量	(2,017)	70	70	70
筹资活动现金流量	(911)	13	13	13
现金及等价物净增加	(313)	2,409	2,435	2,723

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010 年 8 月至 2016 年 2 月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产技术管理。2016 年 3 月加入民生证券，从事石化、建材方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。