

2019年10月21日

华南 Q3 供需改善，中期高景气或可维持

塔牌集团 (002233)

评级:	买入	股票代码:	002233
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	13.65/9.52
目标价格:	11.76	总市值(亿)	116.13
最新收盘价:	9.74	自由流通市值(亿)	113.18
		自由流通股数(百万)	1,162.05

事件概述

塔牌集团 10 月 21 日发布三季报。2019Q3 公司实现收入 15.72 亿元，同比增长 5.42%，实现归母净利润 3.52 亿元，同比下滑 8.9%。

► **2019Q3 华南供需改善，水泥业务逐渐企稳。** 我们测算 2019Q3 公司水泥熟料销量 490 万吨，同比增长 15.5%，平均售价 307 元/吨，环比 Q2 下滑 16 元/吨，但由于成本同样环比下滑，公司 2019Q3 吨毛利仍达 101 元/吨，环比 Q2 基本企稳。Q3 公司预收款项环比 Q2 增长 32.6%至 2.2 亿元，印证粤东地区 2019H1 被雨水压制需求逐渐释放，当地供需格局改善。

► **华南地区 Q4 涨价条件良好。** 根据数字水泥数据，广东地区 9 月单月水泥产量同比增长 18.2%，带动累计同比增速由负转正，同时 9 月中下旬以来当地高标水泥价格已上涨 50 元/吨。我们判断随着雨水天气减少。粤东 Q4 需求仍将同比稳定增长，而当前广东省平均库存位于 50%低位，Q4 水泥价格上涨条件良好。

► **中期高景气预计可以维持。** 就中期而言，我们认为粤港澳大湾区的建设将支撑当地水泥需求稳定增长，同时考虑到 1) 华南地区市场集中度高 (CR4: 64%)，利于协同，2) 华南地区产能利用率 (接近 100%)，面对潜在风险操作空间充足，我们认为中期内华南地区水泥供需格局仍将维持良好，行业将保持较高景气度。

投资建议

基于更为乐观的销量预测，我们小幅上调公司 2019-2021 年收入预测 1.5%/2.9%/7.8%至 67.7/74.3/77.8 亿元，小幅上调 2021 年净利润预测 1.6%至 18.1 亿元。但基于更加谨慎的吨毛利预测，我们小幅下调公司 2019-2020 年净利润预测 3.3%/2.8%至 15.6/17.5 亿元。给予公司基于 2020 年净利润预测 8x PE (与行业平均估值基本相同) 估值，下调目标价 12.9%至 11.76 元，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4564.08	6630.34	6772.08	7427.54	7780.05
YoY (%)	25.76%	45.27%	2.14%	9.68%	4.75%
归母净利润(百万元)	720.98	1723.11	1561.25	1748.50	1833.74
YoY (%)	58.73%	139.00%	-9.39%	11.99%	4.88%
毛利率 (%)	29.52%	40.35%	34.26%	36.09%	36.13%
每股收益 (元)	0.60	1.45	1.31	1.47	1.54
ROE	8.81%	19.20%	16.16%	16.85%	16.47%
市盈率	16.07	6.73	7.42	6.63	6.32

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-83025915

相关研究: 华南阴雨拖累量价, 下半年需求有望释放 2019.8.6

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6630.34	6772.08	7427.54	7780.05	净利润	1724.00	1562.06	1749.40	1834.69
YoY (%)	45.27%	2.14%	9.68%	4.75%	折旧和摊销	423.85	310.79	320.85	336.14
营业成本	3955.28	4451.94	4746.86	4969.29	营运资金变动	545.13	89.37	62.67	44.42
营业税金及附加	96.12	98.17	107.68	112.79	经营活动现金流	2615.64	1718.41	1959.11	2041.44
销售费用	108.90	101.58	111.41	116.70	资本开支	-749.14	-510.79	-510.79	-510.79
管理费用	321.45	304.74	334.24	350.10	投资	-1419.85	0.00	0.00	0.00
财务费用	-13.90	-25.19	-33.33	-43.31	投资活动现金流	-2017.04	-240.79	-310.79	-310.79
资产减值损失	15.40	15.40	15.40	15.40	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	114.27	200.00	200.00	200.00	债务募资	-20.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2306.25	2088.65	2337.85	2451.30	筹资活动现金流	-911.46	-877.60	-1027.93	-1078.05
营业外收支	-12.97	-10.79	-10.79	-10.79	现金净流量	-312.87	600.03	620.39	652.60
利润总额	2293.28	2077.86	2327.06	2440.51	主要财务指标				
所得税	569.28	515.80	577.66	605.83	成长能力 (%)				
净利润	1724.00	1562.06	1749.40	1834.69	营业收入增长率	45.27%	2.14%	9.68%	4.75%
归属于母公司净利润	1723.11	1561.25	1748.50	1833.74	净利润增长率	139.00%	-9.39%	11.99%	4.88%
YoY (%)	139.00%	-9.39%	11.99%	4.88%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.45	1.31	1.47	1.54	毛利率	40.35%	34.26%	36.09%	36.13%
资产负债表 (百万元)					净利率	26.00%	23.07%	23.55%	23.58%
货币资金	1472.05	2072.08	2692.47	3345.07	总资产收益率 ROA	15.75%	13.25%	13.85%	13.62%
预付款项	38.49	38.49	38.49	38.49	净资产收益率 ROE	19.20%	16.16%	16.85%	16.47%
存货	527.21	593.41	632.73	662.37	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3391.11	3391.27	3406.64	3414.90	流动比率	2.98	3.08	3.23	3.42
流动资产合计	5428.86	6095.26	6770.32	7460.83	速动比率	2.67	2.76	2.91	3.10
长期股权投资	491.17	491.17	491.17	491.17	现金比率	0.81	1.05	1.28	1.53
固定资产	2860.23	2744.35	2788.35	2902.02	资产负债率	17.91%	17.96%	17.69%	17.20%
无形资产	655.38	620.58	585.79	551.00	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5514.05	5687.86	5851.60	6000.06	总资产周转率	0.64	0.60	0.61	0.60
资产合计	10942.92	11783.11	12621.92	13460.89	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.45	1.31	1.47	1.54
应付账款及票据	985.25	1108.97	1182.43	1237.84	每股净资产	7.53	8.10	8.71	9.34
其他流动负债	839.03	871.05	914.93	941.85	每股经营现金流	2.19	1.44	1.64	1.71
流动负债合计	1824.28	1980.02	2097.36	2179.69	每股股利	1.69	0.77	0.86	0.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	135.87	135.87	135.87	135.87	PE	6.73	7.42	6.63	6.32
非流动负债合计	135.87	135.87	135.87	135.87	PB	1.34	1.20	1.12	1.04
负债合计	1960.15	2115.89	2233.23	2315.56					
股本	1192.28	1192.28	1192.28	1192.28					
少数股东权益	7.09	7.90	8.80	9.75					
股东权益合计	8982.76	9667.23	10388.69	11145.33					
负债和股东权益合计	10942.92	11783.11	12621.92	13460.89					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁昞：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。