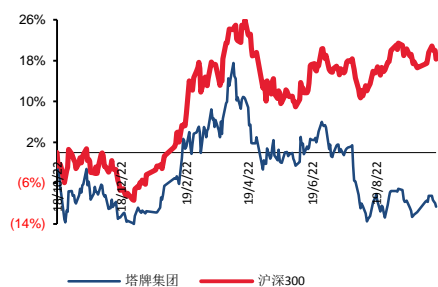


材料 材料 II

2019 三季度报点评: 2019H2 需求逐步释放, 区域景气度回升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,192/1,162
总市值/流通(百万元)	11,613/11,318
12 个月最高/最低(元)	13.65/9.52

■ 相关研究报告:

塔牌集团(002233)《塔牌集团: 中期分红可观, 2019H2 需求复苏值得期待》--2019/08/06

塔牌集团(002233)《业绩预告点评: 天气因素致 Q2 量价低于预期, 2019H2 需求仍有望复苏》--2019/07/30

塔牌集团(002233)《2019 年一季报点评: 业绩符合预期, 阴雨天气致售价有所下滑》--2019/04/22

■ 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: 公司公告 2019 年前三季度实现营收 44.32 亿元, 同比下滑 2.02%, 归母净利润 10.53 亿元, 同比下滑 15.65%; 其中 Q3 单季度实现营收 15.72 亿元, 同增 5.42%, 归母净利润 3.53 亿元, 同比下滑 8.9%。

■ 点评:

Q3 量升价跌, 业绩略低于预期。19 年前三季度公司实现水泥销量 1314.75 万吨, 同比增长 8.56%, 领先于广东省前三季度水泥累计产量增速 (0.99%), 其中 Q2 销量约 490 万吨, 同比增长约 16%。广东地区 7-8 月上旬仍受雨水天气影响, 工程施工进度缓慢, 导致 7 月广东省水泥产量同比下滑 0.67%, 但随着进入 8 月中下旬, 雨水天气减少下游需求快速恢复, 8、9 月份广东水泥产量分别同增 3.54%、18.24%, 需求释放带动了公司产销量的增长; 而受前期区域需求下滑的影响, 导致 7 月份区域价格仍处下行通道, 进入 9 月份区域价格才出现明显回升, 我们测算 Q3 公司水泥熟料平均出厂价约 305 元/吨, 同比下滑约 23 元/吨, 环比下滑约 10 元/吨, 同时受车辆标准载重及环保整治等因素影响, 水泥辅材采购价格上升, 导致整体成本略有上升, 测算 Q3 吨成本约 202 元/吨, 同比增长约 1.2 元/吨, 吨毛利约为 102 元, 同比下滑约 24 元/吨, 盈利水平下滑明显, 吨三费约 16 元/吨, 同比基本持平。

公司现金流良好, 资产负债表强劲。三季度公司经营性现金流为 4.69 亿元, 同比小幅增长, 环比二季度增长约 32%; 报告期末, 公司在手现金为 8.84 亿元, 可交易性金融资产约 20 亿元, 资产负债率仅为 13.2%, 公司整体现金流良好, 充足的现金流一方面保障各项业务稳步推进, 另一方面偿还本息负债, 降低财务费用; 同时公司依旧保持高分红回馈股东, 公司中期已向全体股东每 10 股派发现金股利 3 元 (含税), 若下半年按同样分红方案, 当前股息率约 6%, 十分具有吸引力。**2019H2 需求逐步回暖, 大湾区建设提振中期需求。**进入 8 月中下旬, 随着天气好转, 区域内基建、地产及农村需求逐步释放, 9 月广东产量同比增长 18.2%, 领跑全国, 目前珠三角地区已经开启第三轮涨价, Q4 区域景气度有望进一步提升; 我们认为, 在国家加大基建逆周期调节力度的背景下, 广东高达万亿的基建投资将提振区域需求, 同时未来大湾区建设将带来新的增量, 提振中期需求; 预计公司第二条万吨线窑线将于年底投运, 产能逆势扩张充分受益区域高景气度。

投资建议: 基于对华南地区行业格局以及公司产能投放情况, 我们下调 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.22 (-15.9%)、1.5 (+23%) 和 1.7

(+13.5%)元，对应19-21年PE估值分别为8、6.5和5.7倍，暂时维持目标价13.6元和“买入”评级。

风险提示：固定资产投资大幅下滑，限产不及预期，原燃料价格大幅上涨；

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6630	6615	7539	8262
(+/-%)	45.27	(0.23)	13.97	9.59
净利润(百万元)	1726	1452	1786	2028
(+/-%)	139.42	(15.89)	23.04	13.52
摊薄每股收益(元)	1.45	1.22	1.50	1.70
市盈率(PE)	6.96	7.98	6.49	5.71

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)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	997	1472	2322	3771	5363	营业收入	4564	6630	6615	7539	8262
应收和预付款项	125	92	121	136	148	营业成本	3217	3955	4295	4723	5101
存货	468	527	541	594	642	营业税金及附加	68	96	96	109	120
其他流动资产	3377	3337	3337	3353	3366	销售费用	94	109	109	124	136
流动资产合计	4968	5429	6320	7854	9519	管理费用	262	321	321	366	401
长期股权投资	480	491	491	491	491	财务费用	-2	-14	-39	-63	-97
投资性房地产	12	11	11	11	11	资产减值损失	10	15	3	5	5
固定资产	2687	2860	2658	2434	2188	投资收益	61	114	114	114	114
在建工程	399	320	1120	820	620	公允价值变动	-12	36	0	0	0
无形资产开发支出	655	655	621	589	558	营业利润	973	2309	1945	2390	2711
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-9	-13	-13	-13	-13
其他非流动资产	4824	5514	6078	5521	5044	利润总额	964	2296	1932	2377	2698
资产总计	9792	10943	12398	13376	14563	所得税	242	569	479	589	669
短期借款	20	0	0	0	0	净利润	722	1727	1453	1788	2029
应付和预收款项	1096	1261	1241	1376	1491	少数股东损益	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	721	1726	1452	1786	2028
其他负债	488	699	1734	1804	1861						
负债合计	1604	1960	2975	3179	3351						
股本	1192	1192	1192	1192	1192						
资本公积	3736	3736	3736	3736	3736						
留存收益	3177	4042	4480	5253	6268						
归母公司股东权益	8181	8976	9414	10187	11201						
少数股东权益	7	7	8	9	11						
股东权益合计	8188	8983	9422	10196	11212						
负债和股东权益	9792	10943	12398	13376	14563						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	951	2616	1725	2240	2483	毛利率	29.52%	40.35%	35.06%	37.35%	38.26%
投资性现金流	-2696	-2017	-875	223	123	销售净利率	15.80%	26.03%	21.95%	23.70%	24.54%
融资性现金流	2063	-911	-1012	-1013	-1013	销售收入增长率	25.76%	45.27%	-0.24%	13.98%	9.59%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	54.60%	137.27%	-17.10%	22.28%	12.43%
						净利润增长率	58.73%	139.42%	-15.89%	23.04%	13.52%
						ROE	8.81%	19.23%	15.42%	17.54%	18.10%
						ROA	7.36%	15.77%	11.71%	13.36%	13.92%
						ROIC	11.57%	28.38%	25.24%	35.06%	44.60%
						EPS (X)	0.76	1.45	1.22	1.50	1.70
						PE (X)	15.60	6.96	7.98	6.49	5.71
						PB (X)	1.74	1.34	1.23	1.14	1.03
						PS (X)	3.11	1.81	1.75	1.54	1.40
						EV/EBITDA (X)	10.16	3.89	4.03	2.85	2.04

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@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	张文婷	18820150251	zhangwt@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。