



Research and
Development Center

粤东水泥龙头，业绩有望继续增长

—— 塔牌集团（002233.sz）深度报告

2020年01月22日

娄永刚 首席分析师
丁士涛 行业分析师
冯孟乾 研究助理

粤东水泥龙头，业绩有望继续增长

深度报告

2020年01月22日

本期内容提要：

- ◆ **粤东市场需求强劲，高景气行情或将延续：**粤东地区经济发展较为缓慢，脱贫攻坚与基础设施“补短板”持续推动水泥的消费。地区各市财政对省内转移支付依赖程度较高，而广东省财政实力居全国首位，将有力保障粤东基础设施建设。此外，2019年地区雨水天气压制的部分需求，将延至2020年释放，水泥需求仍将高企。由于地形复杂，区域市场相对封闭，同时新增产能有限、错峰生产调节空间较大，供给整体可控。2019年四季度，天气好转带来的需求集中释放，使水泥价格一路走高。2020年，地区供需格局依然较好，价格有望继续高位运行。
- ◆ **区域水泥龙头，期待业绩再攀高峰：**塔牌集团占据粤东水泥市场半壁江山，将充分受益区域市场向好。公司还将在2020年投产一条10000t/d熟料线，全年有望实现产品量价齐升，业绩再创新高。此外，公司账面现金充裕，若按2018年分红比例测算，2020年股息率达到8.46%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计塔牌集团19-21年摊薄EPS为1.45元、1.78元和1.81。考虑到水泥行业区域性较强，南北方市场景气差异较大，我们选取A股中部分南方水泥行业上市公司做对比，可比公司PE(2020E)均值为7倍，塔牌集团的PE(2020E)为6倍，低于行业平均值。考虑到公司所处区域市场持续向好，且2020年有新增产能释放，业绩有望再创历史新高，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**下游需求超预期；公司熟料产能释放超预期；原燃材料成本下降等。
- ◆ **风险因素：**粤东及周边地区水泥需求不及预期；公司新增产能释放不及预期；外来水泥流入规模超预期；原燃材料成本上升风险；环保、安全等突发事件风险；股东减持风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	4,564.08	6,630.34	7,090.61	8,305.33	8,698.89
增长率 YoY %	25.76%	45.27%	6.94%	17.13%	4.74%
归属母公司净利润(百万元)	720.98	1,723.11	1,726.05	2,116.75	2,153.02
增长率 YoY%	58.73%	139.00%	0.17%	22.64%	1.71%
毛利率%	29.52%	40.35%	39.37%	41.11%	40.03%
净资产收益率 ROE%	11.21%	20.09%	18.36%	19.44%	16.53%
EPS(摊薄)(元)	0.60	1.45	1.45	1.78	1.81
市盈率 P/E(倍)	19	8	8	6	6
市净率 P/B(倍)	1.66	1.51	1.38	1.13	0.96

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年01月21日

证券研究报告

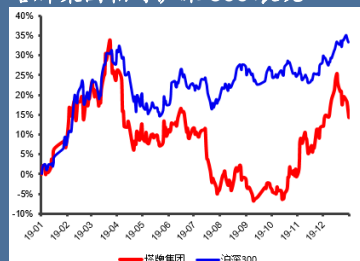
公司研究——首次覆盖

塔牌集团 (002233.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

塔牌集团相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

姜永刚 首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.com

公司主要数据 (2020.1.21)

收盘价(元)	11.37
52周内股价波动区间(元)	9.24-13.28
最近一月涨跌幅(%)	-2.99
总股本(亿股)	11.92
流通A股比例(%)	97.46
总市值(亿元)	135.56

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

目 录

公司简介: 粤东水泥龙头, 盈利维持高位.....	2
区域水泥市场有望延续高景气行情.....	4
粤东继续“补短板”, 水泥消费仍将高企.....	4
市场相对封闭, 供给整体可控.....	6
价格强势反弹, 高位具备支撑.....	7
柳暗花明, 业绩上升通道再次打开.....	8
粤东地区市场主导者.....	8
受益区域市场景气, 期待盈利再上台阶.....	9
股息率较高, 具备安全边际.....	10
盈利预测与估值.....	11
盈利预测.....	11
相对估值与投资评级.....	11
风险因素.....	12

表 目 录

表 1: 粤东地区重点交通项目梳理.....	4
表 2: 2019 年 1-11 月粤东地区各地市一般公共预算收支情况表 (万元).....	6
表 3: 粤东周边地区主要熟料产线汇总.....	6
表 4: 塔牌集团盈利预测.....	11
表 5: 塔牌集团可比公司估值.....	12

图 目 录

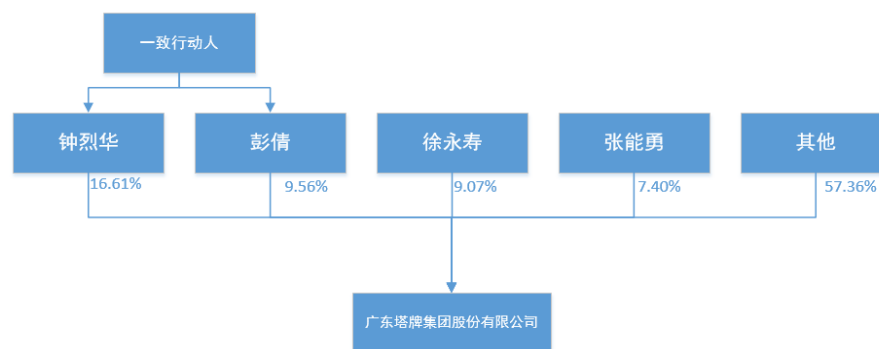
图 1: 塔牌集团股权结构(截至 2020 年 1 月 14 日).....	2
图 2: 塔牌集团 2013-2018 营业收入及变化情况.....	3
图 3: 塔牌集团 2013-2018 归母净利润及变化情况.....	3
图 4: 塔牌集团 2018 年各业务营收占比.....	3
图 5: 塔牌集团 2013-2018 毛利率及净利率变化情况.....	3
图 6: 广东省固定资产投资完成额情况.....	4
图 7: 广东省水泥产量.....	4
图 8: 揭阳、汕头水泥价格走势.....	8
图 9: 公司水泥销售区域.....	9
图 10: 2017-2019Q3 塔牌集团水泥销售情况.....	9
图 11: 2017-2019Q3 塔牌集团水泥吨毛利及吨净利情况.....	9
图 12: 公司历年分红金额及分红比例.....	10

公司简介：粤东水泥龙头，盈利维持高位

塔牌集团的前身是 1972 年始建的文福水泥厂，1995 年正式改制成为“广东塔牌集团股份有限公司”，并于 2008 年在深圳证券交易所上市，股票代码为 002233.SZ。公司主要从事各类硅酸盐水泥、预拌混凝土的生产和销售，是粤东地区规模最大的水泥制造企业，现有 7 条新型干法熟料水泥生产线，生产基地主要布局在广东省梅州市、惠州市和福建省龙岩市，年产水泥 1,800 万吨。公司位于梅州市文福镇的第二条万吨生产线将于 2020 年建成投产，届时水泥年产能将达到 2,200 万吨。

截至 2020 年 1 月 14 日，公司总股本为 11.92 亿股，其中自然人钟烈华持股 16.61%，其一致行动人彭倩女士持股 9.56%，是公司控股股东及实际控制人。

图 1：塔牌集团股权结构(截至 2020 年 1 月 14 日)

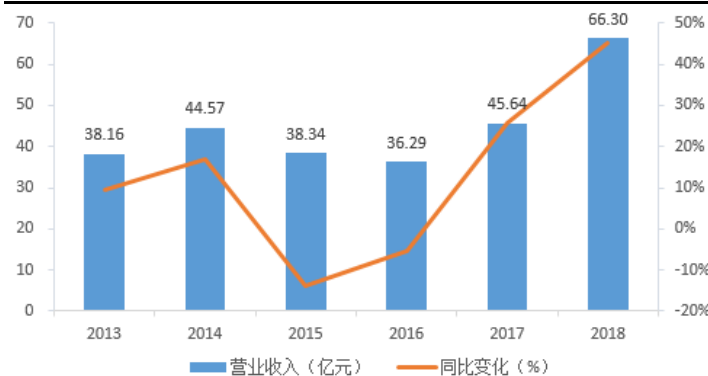


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

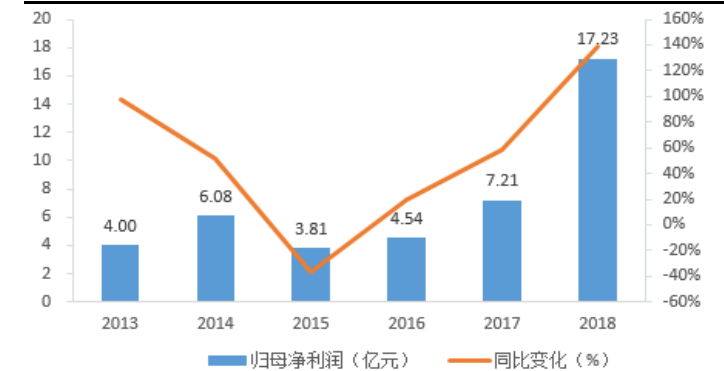
公司业务结构中，水泥生产销售占据绝对主导地位。2018 年公司实现营业收入 66.30 亿元，其中水泥业务 61.76 亿元，占比 93.14%；商品混凝土业务 2.93 亿元，占比 4.43%；商品熟料业务 1.16 亿元，占比 1.75%。

2018 年业绩大幅提升，2019 年仍然乐观。2018 年，公司实现营业收入 66.30 亿元，较上年同期增加 45.27%；实现归母净利润 17.23 亿元，较上年同期增长 139%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 44.32 亿元，同比减少 2.02%；实现归母净利润 10.53 亿元，同比减少 15.65%，业绩虽同比有所下滑，但四季度随着产品售价一路上行，营收及利润预计将明显提升。

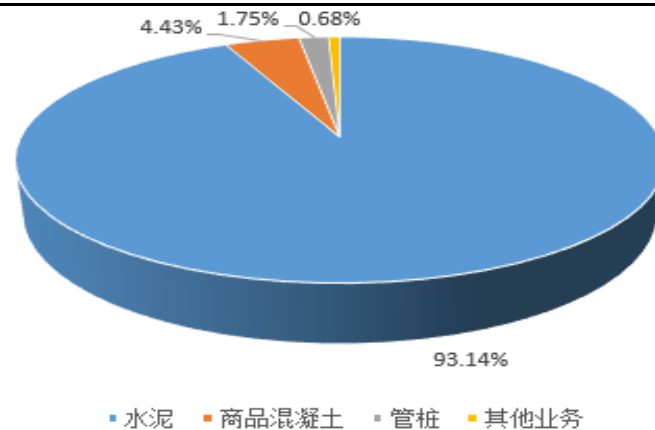
近两年受益产品价格持续走强，公司盈利能力维持较高水平。2018 年，公司销售毛利率为 40.35%，同比增加 10.83 个百分点；销售净利率为 26.00%，同比增加 10.19 个百分点，均为历来最高。2019 年前三季度，由于治理超载和原材料自身价格上涨等因素，导致成本上升，但盈利能力仍然较好，销售毛利率为 33.91%；销售净利率为 23.78%。

图 2：塔牌集团 2013-2018 营业收入及变化情况


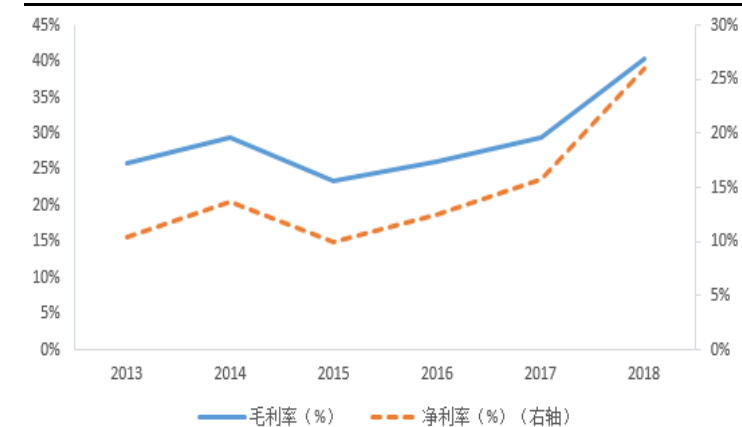
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：塔牌集团 2013-2018 归母净利润及变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：塔牌集团 2018 年各业务营收占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：塔牌集团 2013-2018 毛利率及净利率变化情况


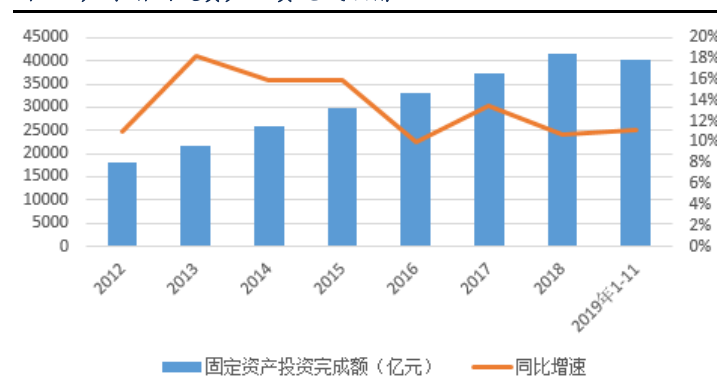
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

区域水泥市场有望延续高景气行情

粤东继续“补短板”，水泥消费仍将高企

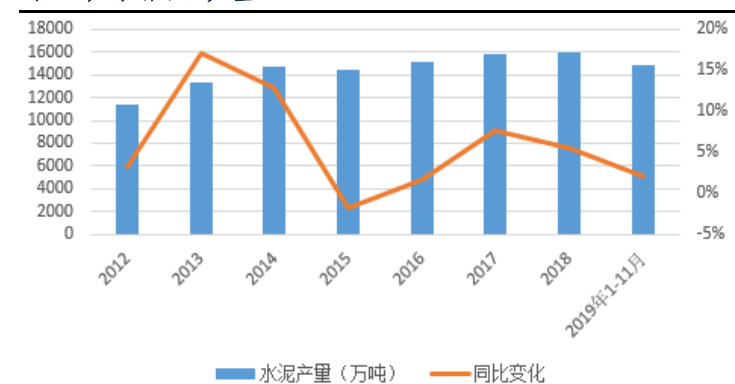
水泥需求与固定资产投资密切相关，广东省固定资产投资增速连续多年保持 10% 以上，水泥消费强劲。2019 年 1-11 月，广东省固定资产投资完成额达到 40,400.42 亿元（根据增速测算），同比增长 11.20%，同期全国固定资产投资增速为 5.2%；广东省水泥产量为 1.49 亿吨，同比增长 2%。历年广东省固定资产投资增速与水泥产量增速变化趋同，但 2019 年，水泥产量增速明显背离固定资产投资增速。我们认为，2019 年广东雨水天气较多对当地施工影响较大，水泥需求在一定程度上被抑制，不过被压制的需求有望释放于 2020 年。

图 6：广东省固定资产投资完成额情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：广东省水泥产量



资料来源：万得，信达证券研发中心

与珠三角地区相比，粤东地区经济发展较为缓慢，人口呈净流出状态且基础设施落后，因此水泥需求以农村市场和基建领域为主。2018 年，广东省在《关于打赢脱贫攻坚战三年行动方案（2018—2020 年）》中明确提出，要加快补齐贫困地区基础设施短板，确保到 2020 年如期完成脱贫攻坚任务。粤东地区是广东省重点脱贫区域，2020 年是脱贫攻坚收官之年，农村及基础设施领域需求仍将旺盛。此外，我们梳理了粤东地区目前在建重点交通建设工程，整理发现 2019 年完工项目较少，绝大多数项目均将在 2020 年继续施工。

表 1：粤东地区重点交通项目梳理

项目	建设内容	起止规划起止时间	总投资 (亿元)
高速公路	兴宁至汕尾高速公路五华至陆河段	2016-2020	51.47
	兴宁至汕尾高速公路海丰至红海湾开发区段	2015-2022	46.10
	梅大高速公路梅州东环支线	2016-2020	19.7
	汕湛高速公路汕头至揭西段	2013-2020	11.74

河惠莞高速公路紫金至惠阳段	75.84 公里	2016-2020	92.87
河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段	45.9 公里	2016-2020	102.20
潮汕环线高速公路	82.57 公里	2015-2020	152.21
大埔至潮州高速公路	120.52 公里	2015-2020	142.79
大丰华高速公路	40.149 公里	2016-2020	52.88
沈海高速汕尾陆丰至深圳龙岗段	146.55 公里	2018-2023	254.40

普通公路	潮州东联络线项目	6.54 公里	2019-2024	10.61
	汕头市苏埃通道工程一级公路	6.68 公里	2015-2021	57.06
	国道 G228 线龙湖段	7.8 公里	2018-2021	29.71
	汕头市牛田洋快速通道	15.789 公里	2018-2022	98.24
	汕头市中山东路	18.64 公里	2018-2020	64.15
	国道 G228 线澄海段	24.1 公里	2019-2021	42.60
	国道 G205 线河源市热水至埔前段改线工程	36.9 公里	2019-2021	48.66
	国道 G206 线平远县田螺纽至超竹段	11.43 公里	2019-2021	6.02
	国道 G324 线海丰县城至梅陇段	9.9 公里	2019-2021	2.60
	国道 G205 线龙川县城段改线工程	24.202 公里	2019-2021	13.08
广东滨海景观公路（东莞至潮州段）	700 公里	待建	700.00	

铁路	赣州至深圳铁路广东段铁路	302 公里	2017-2021	464.22
	广州至汕尾铁路	206.2 公里	2017-2022	432.10
	汕头至汕尾铁路	163 公里	2018-2022	264.60
	龙川至龙岩铁路	192.4 公里	待建（预计 2019 年底至 2022）	381.00
	瑞梅铁路	239.2 公里	待建	155.80

资料来源：信达证券研发中心整理

粤东地区各地市政府财政实力普遍较弱，对省内财政转移支付依赖程度较高。广东省经济实力、财政收入和专项债发行规模均居全国首位，粤东地区基础设施建设具备保障。2020 年 1 月 14 日，广东省长马兴瑞在政府工作报告中披露，2019 年全省地区生产总值（GDP）为 10.5 万亿元以上（约合），年增 6.3%。2019 年 1-11 月，广东省一般公共预算收入完成 11493.77 亿元，同比增长 4.4%。广东省于 2019 年共发行专项债 1815 亿元，占全国总规模的 8.44%，2020 年已新发行 1235 亿（截至 2020.1.15），且不再投向土储和棚改，重点投向基础设施领域。

表 2: 2019 年 1-11 月粤东地区各地市一般公共预算收支情况表 (万元)

科目	一般公共预算收入		一般公共预算支出	
	累计完成数	同比增减	累计完成数	同比增减
梅州市	817,086	-5.4%	3,669,637	1.6%
汕尾市	355,703	7.2%	2,318,492	5.4%
汕头市	1274,499	1.6%	3,231,778	15.7%
潮州市	410,985	1.1%	1,681,712	7.5%
揭阳市	642,041	-6.9%	3,104,754	9.7%

资料来源: 广东省财政厅, 信达证券研发中心

市场相对封闭, 供给整体可控

粤东地区熟料来自周边地区, 未来新增产能有限。粤东地区主要包括汕头、潮州、揭阳、汕尾四市, 但当地均无熟料生产线, 由于区域地形复杂, 熟料主要来自周边的梅州、惠州、河源三市, 此外还有部分闽赣熟料流入。经数字水泥网统计, 截至 2019 年底, 粤东周边地区熟料年产能约为 2700 万吨。2020 年, 该地区仅塔牌集团投产一条 10000t/d 熟料产线, 新增产能 11.1%, 不过产量释放要在下半年。

广东省错峰生产力度较低, 长期看供给弹性较高。广东全省以及粤东地区均存在一定水泥供给缺口, 因此广东省并未出台错峰生产政策, 行业协会则会根据情况组织若干时长的自发停产 (通常天数较少), 一般企业自主检修时长可覆盖要求停产时间。参照错峰生产政策给全国水泥市场带来的积极变化, 我们认为, 粤东地区供给调节手段尚未施展, 区域市场水泥景气度将延续较长时间。

表 3: 粤东周边地区主要熟料产线汇总

地区	具体地址	企业	产能 (t/d)
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	蕉岭县龙腾	5000
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	蕉岭县龙腾	5000
梅州市	梅州市梅县白渡镇	梅县凯盛	2500
梅州市	梅州市梅县雁洋镇	梅县梅雁	2000
梅州市	梅州市蕉岭县蕉城镇	塔牌集团	5000
梅州市	梅州市蕉岭县蕉城镇	塔牌集团	2500
梅州市	梅州市蕉岭县蕉城镇	塔牌集团	10000
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	梅州皇马	2500

梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	梅州皇马	5000
梅州市	梅州市平远县大柘镇	宁江建材	4000
惠州市	惠州市博罗县公庄镇	博罗固力	2500
惠州市	惠州市龙门县龙华镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县龙华镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县龙江镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县龙江镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县萍陵镇	华润水泥	3000
惠州市	惠州市龙门县萍陵镇	塔牌集团	5000
惠州市	惠州市龙门县萍陵镇	塔牌集团	5000
河源市	河源市东源县上莞镇	河源和兴	4000
河源市	河源市东源县漳溪乡	金圆水泥	5000

资料来源:数字水泥网, 信达证券研发中心

价格强势反弹, 高位具备支撑

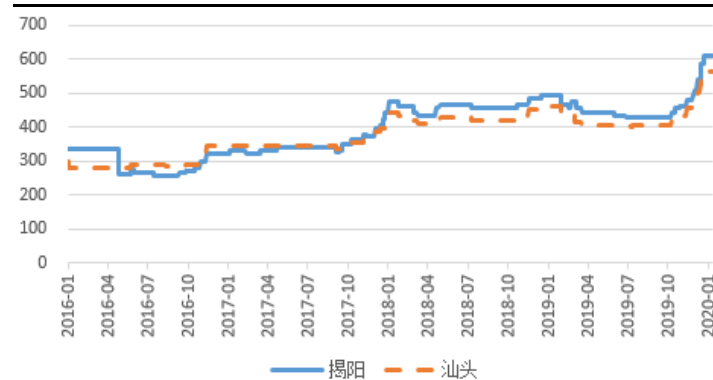
我们选取粤东地区的揭阳和汕头两个城市来进行水泥价格走势分析。

2019年前三季度, 受雨水天气较多影响, 下游需求不足, 两市水泥价格整体呈现稳中下滑的态势。截至2019年9月30日, 揭阳市水泥平均价为430元/吨, 较年初下滑13.13%; 汕头市水泥平均价为405元/吨, 较年初下滑12.33%。

进入2019年四季度, 随着地区天气情况好转, 需求集中释放, 水泥价格一路冲高, 涨幅惊人。截至2019年12月31日, 揭阳市水泥平均价为610元/吨, 较9月末增长41.86%, 较上年同期增长23.23%; 汕头市水泥平均价为565元/吨, 较9月末增长39.51%, 较上年同期增长22.29%。

展望后市, 2020年粤东地区供需格局依然较好, 价格有望继续高位运行。新增需求以及递延的上年需求, 将共同支撑2020年水泥消费, 同时供给端新增产能可控, 尤其上半年变动较小。若天气状况保持良好, 2020年上半年, 区域水泥企业或将迎来近年来最好的时光。

此外, 我们发现历年来临近春节, 区域水泥价格会有小幅下滑, 但当前水泥价格依然坚挺, 也侧面反映了前水泥需求的旺盛。

图 8: 揭阳、汕头水泥价格走势


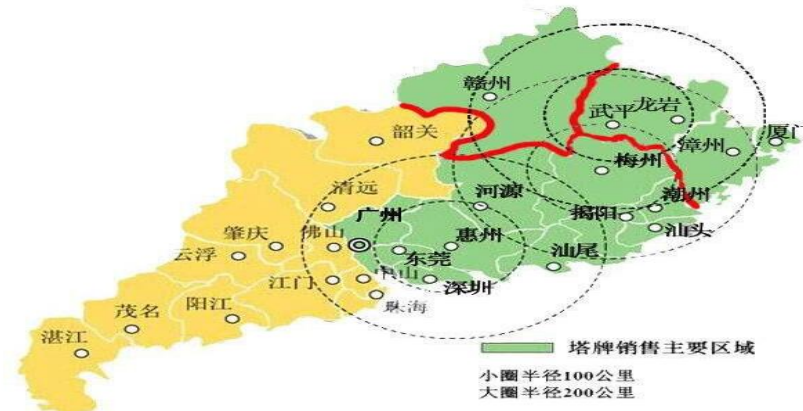
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

柳暗花明，业绩上升通道再次打开

粤东地区市场主导者

公司是泛粤东北地区最大的水泥熟料生产企业，占据粤东水泥市场半壁江山。截至 2019 年 12 月底，公司共拥有 3 个熟料生产基地，7 条新型干法熟料水泥生产线，熟料产能 1,163 万吨，水泥产能 1800 万吨。具体熟料产能分布为：广东梅州基地 3 条熟料产线，年产能 543 万吨；广东惠州基地 2 条熟料产线，年产能 310 万吨；福建龙岩基地（距梅州基地 20km）2 条产线，年产能 310 万吨。考虑到公司龙岩基地水泥熟料大部分回流至粤东，公司泛粤东北地区熟料市占率接近 40%，水泥市占率超过 50%。随着梅州第二条万吨线投产，公司熟料产能将增加至 1500 万吨左右，继续加强对粤东市场的掌控力。

惠州基地产品可辐射至珠三角，粤港澳大湾区的大规模建设必将拉动地区水泥需求，进而对公司产生积极影响。2019 年 2 月，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，（粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市，总面积 5.6 万平方公里。）规划指出，对粤港澳大湾区要“加强基础设施建设，畅通对外联系通道，提升内部联通水平，推动形成布局合理、功能完善、衔接顺畅、运作高效的基础设施网络”。

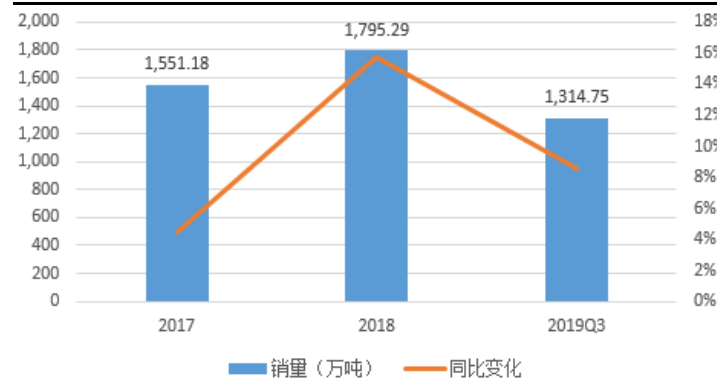
图 9：公司水泥销售区域


资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

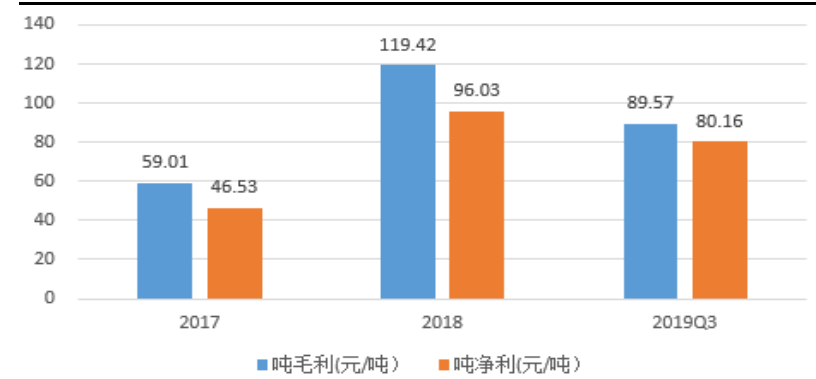
受益区域市场景气，期待盈利再上台阶

2019 年前三季度，公司水泥销量虽同比上涨，但受产品售价下滑与原燃材料成本上涨双重影响，吨毛利与吨净利双双下降，分别较 2018 年同期减少 41 吨/元、23 吨/元。2019 年 9 月份以来，粤东地区水泥价格一路上行，公司产品售价也随之水涨船高，四季度经营情况将大超市场此前预期。

我们上文分析，2020 年上半年粤东地区水泥售价仍将保持高位运行，公司业绩或在 2019 年上半年的低基数上迎来大幅上涨。此外，随着公司万吨线在 2020 年下半年释放产量，2020 年公司整体有望实现产品量价齐升，业绩再创新高。

图 10：2017-2019Q3 塔牌集团水泥销售情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2017-2019Q3 塔牌集团水泥吨毛利及吨净利情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

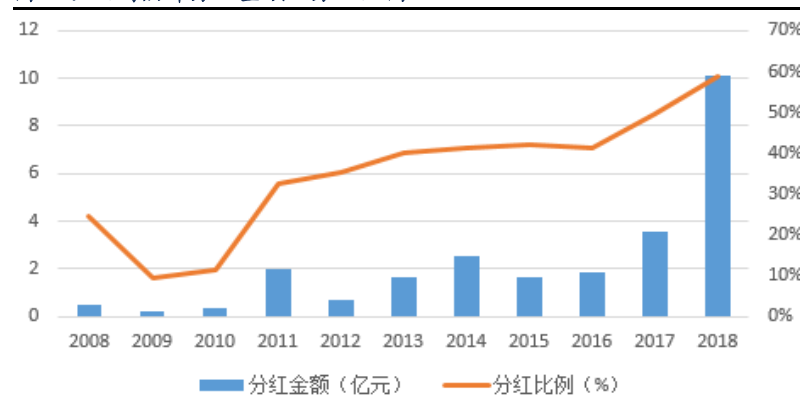
股息率较高，具备安全边际

公司账面现金充裕，且无任何借款、应付债券、其他应付款等，资产负债率极低。截至 2019 年 9 月 30 日，货币资金为 8.84 亿元，资产负债率仅为 13.19%。

公司比较注重股东回报，上市以来保持每年至少分红一次的频率。2018 年公司共进行了两次分红，总额达到 10.13 亿元，分红率高达 58.79%。根据公司公告：除万吨线二期工程建设资金支出外，当前并未其他的重大资金支出计划，未来公司将保持不低于 40% 的现金分红比例。2019 年，公司已在年中分红 3.58 亿元，但参照公司 2019 年业绩，分红比例远低于 40%。因此，我们认为公司在 2019 年末仍会派息一次。

基于公司业绩预期与资本支出计划，我们对公司 2020 年分红情况持乐观态度。根据我们测算，按照当前股价，若 2020 年分红比例按 58% 计算，则股息率达到 8.46%。

图 12: 公司历年分红金额及分红比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测与估值

盈利预测

根据塔牌集团目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 19-21 年营业收入分别为 70.91、83.05 和 86.99 亿元，同比增长 6.95%、17.12%和 4.74%；毛利率为 39.37%、41.11%和 40.03%。根据公司当前股本计算，我们预计塔牌集团 19-21 年摊薄 EPS 分别为 1.45 元、1.78 元和 1.81 元。以 2020-01-21 收盘价 11.37 元，对应的 19-21 年 PE 分别为 8X、6X 和 6X。

表 4：塔牌集团盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	66.30	70.91	83.05	86.99
同比 (%)		6.95	17.12	4.74
其中：水泥业务 (亿元)	61.76	67.99	79.95	83.84
同比 (%)		10.09	17.59	4.87
其中：商品混凝土业务 (亿元)	2.93	2.08	2.18	2.14
同比 (%)		-29.01	4.81	-1.83
其中：管桩业务 (亿元)	1.16	0.41	0.41	0.41
同比 (%)		-64.66	0.00	0.00
其中：石灰石业务 (亿元)	0.03	0.05	0.05	0.05
同比 (%)		66.67	0.00	0.00
营业成本 (亿元)	39.55	42.99	48.91	52.17
同比 (%)		8.70	13.77	6.67
毛利率 (%)	40.35	39.37	41.11	40.03

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

相对估值与投资评级

考虑到水泥行业区域性较强，南北方市场景气差异较大，我们选取 A 股中部分南方水泥行业上市公司做对比，可比公司 PE (2020E) 均值为 7 倍，塔牌集团的 PE (2020E) 为 6 倍，低于行业平均值。考虑到公司所处区域市场持续向好，且 2020 年有新增产能释放，业绩有望再创历史新高，给予“增持”评级。

表 5：塔牌集团可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
000789.SZ	万年青	11.40	1.67	1.77	1.83	8	7	6	6
600801.SH	华新水泥	22.91	3.20	3.29	3.39	7	7	7	7
600585.SH	海螺水泥	50.13	6.24	6.41	6.54	8	8	8	8
000672.SZ	上峰水泥	18.18	2.60	2.92	3.19	7	7	6	6
行业均值			3.43	3.60	3.74	8	7	7	7
002233.SZ	塔牌集团	11.37	1.45	1.78	1.81	9	8	6	6

资料来源：除塔牌集团为信达证券预测外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为 2020 年 1 月 21 日收盘价

风险因素

粤东地区及周边地区水泥需求不及预期；公司新增产能释放不及预期；外来水泥流入规模超预期；原燃材料成本上升风险；环保、安全等突发事件风险；股东减持风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,968.12	5,428.86	5,603.98	7,267.65	8,823.94
货币资金	997.06	1,472.05	1,587.24	3,137.79	4,638.19
应收票据	314.47	101.50	108.54	127.14	133.16
应收账款	103.94	53.91	57.66	67.53	70.73
预付账款	21.51	38.49	41.83	47.59	50.77
存货	468.21	527.21	573.01	651.89	695.39
其他	3,062.93	3,235.70	3,235.70	3,235.70	3,235.70
非流动资产	4,824.12	5,514.05	6,320.26	7,025.22	7,737.84
长期股权投资	480.00	491.17	491.17	491.17	491.17
固定资产(合计)	2,686.83	2,860.23	3,158.89	3,111.73	3,055.32
无形资产	655.41	655.38	655.31	650.32	649.75
其他	1,001.88	1,507.27	2,014.89	2,772.00	3,541.59
资产总计	9,792.24	10,942.92	11,924.25	14,292.87	16,561.78
流动负债	1,538.16	1,824.28	1,949.04	2,199.83	2,314.61
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	793.97	985.25	1,070.84	1,218.26	1,299.55
其他	724.19	839.03	878.20	981.57	1,015.06
非流动负债	66.05	135.87	135.87	135.87	135.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.05	135.87	135.87	135.87	135.87
负债合计	1,604.22	1,960.15	2,084.91	2,335.70	2,450.48
少数股东权益	7.43	7.09	7.98	9.07	10.18
归属母公司股东权益	8,180.59	8,975.67	9,831.36	11,948.10	14,101.12
负债和股东权益	9,792.24	10,942.92	11,924.25	14,292.87	16,561.78

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,564.08	6,630.34	7,090.61	8,305.33	8,698.89
同比(%)	25.76%	45.27%	6.94%	17.13%	4.74%
归属母公司净利润	720.98	1,723.11	1,726.05	2,116.75	2,153.02
同比(%)	58.73%	139.00%	0.17%	22.64%	1.71%
毛利率(%)	29.52%	40.35%	39.37%	41.11%	40.03%
ROE%	11.21%	20.09%	18.36%	19.44%	16.53%
EPS(摊薄)(元)	0.60	1.45	1.45	1.78	1.81
P/E	19	8	8	6	6
P/B	1.66	1.51	1.38	1.13	0.96
EV/EBITDA	10.36	4.99	5.00	4.18	4.11

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,564.08	6,630.34	7,090.61	8,305.33	8,698.89
营业成本	3,216.87	3,955.28	4,298.87	4,890.67	5,217.00
营业税金及附加	67.70	96.12	102.79	120.40	126.11
销售费用	94.04	108.90	116.46	136.42	142.88
管理费用	262.25	321.45	354.53	415.27	434.94
研发费用	0.00	3.07	3.28	3.84	4.02
财务费用	-2.22	-13.90	-15.55	0.66	-9.00
减值损失合计	10.05	15.40	3.45	4.18	6.23
投资净收益	61.41	114.27	66.94	80.87	87.36
其他	-3.94	47.97	9.43	10.20	9.81
营业利润	972.85	2,306.25	2,303.15	2,824.96	2,873.88
营业外收支	-8.68	-12.97	-5.96	-7.80	-8.44
利润总额	964.18	2,293.28	2,297.18	2,817.16	2,865.44
所得税	242.47	569.28	570.25	699.32	711.31
净利润	721.70	1,724.00	1,726.94	2,117.84	2,154.13
少数股东损益	0.73	0.89	0.89	1.09	1.11
归属母公司净利润	720.98	1,723.11	1,726.05	2,116.75	2,153.02
EBITDA	1,310.81	2,717.81	2,709.59	3,242.34	3,296.62
EPS(当年)(元)	0.60	1.45	1.45	1.78	1.81

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	951.47	2,615.64	2,136.88	2,598.70	2,555.30
净利润	721.70	1,724.00	1,726.94	2,117.84	2,154.13
折旧摊销	340.08	423.85	412.41	425.18	431.17
财务费用	6.56	0.68	0.00	0.00	0.00
投资损失	-61.41	-114.27	-66.94	-80.87	-87.36
营运资金变动	-72.37	539.13	61.38	133.49	52.65
其它	16.91	42.25	3.10	3.06	4.70
投资活动现金流	-2,695.81	-2,017.04	-1,151.33	-1,048.15	-1,054.90
资本支出	-591.76	-749.14	-1,218.27	-1,129.02	-1,142.26
长期投资	20,390.64	31,088.35	66.94	80.87	87.36
其他	-22,494.69	-32,356.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,062.56	-911.46	-870.36	0.00	0.00
吸收投资	2,967.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-685.00	-20.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	211.42	859.96	870.36	0.00	0.00
现金流净增加额	318.22	-312.87	115.19	1,550.55	1,500.40

研究团队简介

娄永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士，曾任中国有色金属工业协会副处长，2016年任广发证券有色行业研究员，开始从事证券行业研究工作，2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

丁士涛，金属和新材料行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行业工作经验，加盟信达证券研发中心后，先后从事有色金属和建材行业研究。

冯孟乾，金属和新材料行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。