

## 供需格局向好，高盈利高分红低估值品种

### ——塔牌集团(002233.SZ) 2018 年年报点评

公司简报

#### ◆2018 年公司业绩同比增长 139.0%，EPS1.45 元

2018 年 1-12 月公司实现营业收入 66.3 亿元，同增 45.3%，归属上市公司股东净利润 17.2 亿元，同增 139.0%，每股收益 1.45 元；单 4 季度公司营收 21.1 亿元，同增 38.5%，归属上市公司股东净利润 4.7 亿元，同增 119.4%。利润分配预案：每 10 股派发 4.3 元现金股利（含税），现金分红率高达 58.8%。报告期内公司销售规模、经营业绩和分红率均创历史新高。

#### ◆量价齐升，盈利水平历史最优

报告期内公司综合毛利率 40.4%，同比 17 年上升 10.8 个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为 1.6%、4.9%、-0.2%，同比下降 0.4、0.9、0.2 个百分点，期间费率 6.3%，同比 17 年下降 1.4 个百分点。单 4 季度公司综合毛利率 38.5%，同比 17 年上升 6.9 个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为 2.0%、7.9%、-0.2%，同比变动-0.3、0 和 0.2 个百分点，期间费率 9.7%，同比 17 年下降 0.1 个百分点。

18 年公司水泥销量 1795 万吨，同比增长 15.7%，主要由 17 年末投产的文福万吨线一期贡献。此外，受益于环保趋严、大企业协同错峰生产和四季度旺季西江停航，18 年华南区域水泥价格同比涨幅 22.9%，公司盈利能力提升至历史最优水平，销售净利率达 26.0%。

#### ◆港珠澳大湾区叠加粤东乡村振兴，区域供需格局向好

港珠澳大湾区一体化和珠三角交通网络建设布局，叠加粤东地区乡村振兴战略和新农村建设，区域水泥需求继续向好。供给端，除塔牌文福万吨线二期工程将于 19 年末投产外，未来广东省内没有其他新增产能，且 19 年南方地区环保治理力度仍将进一步趋严，预计区域内供需两旺的竞争格局亦将延续。公司作为珠三角地区水泥龙头，市占率有望进一步提升。

#### ◆盈利预测与投资建议

区域内水泥供需格局向好，公司商混业务快速成长，文福熟料万吨线项目将持续贡献产品销量增长，高盈利水平有望延续。此外公司股息率高达 7%，估值具有安全边际。维持公司 19-20 年的盈利预测 EPS 1.96、2.16 元，新增 21 年的盈利预测 EPS 2.38 元，维持目标价 14.00 元对应 2019 年约 7 倍 PE 水平，“买入”评级。

#### ◆风险提示：需求表现不及预期，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,564	6,630	8,414	9,408	10,372
营业收入增长率	25.76%	45.27%	26.90%	11.82%	10.25%
净利润(百万元)	721	1,723	2,334	2,570	2,834
净利润增长率	58.73%	139.00%	35.45%	10.11%	10.27%
EPS(元)	0.60	1.45	1.96	2.16	2.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.81%	19.20%	21.55%	19.18%	17.88%
P/E	20	8	6	6	5
P/B	1.8	1.6	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 03 月 13 日

## 买入(维持)

当前价/目标价：12.19/14.00 元

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-52523816

[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

胡添雅 (执业证书编号：S0930518110002)

021-52523817

[hutianya@ebsec.com](mailto:hutianya@ebsec.com)

### 联系人

### 市场数据

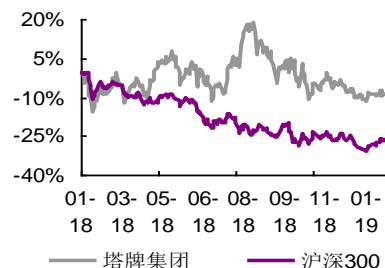
总股本(亿股)：11.92

总市值(亿元)：145.34

一年最低/最高(元)：9.59/14.19

近 3 月换手率：87.60%

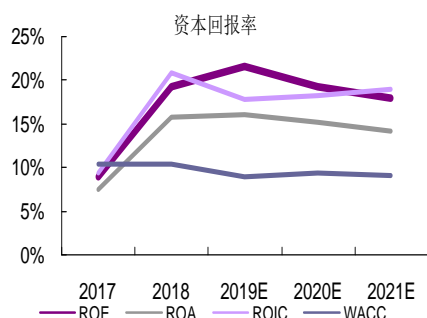
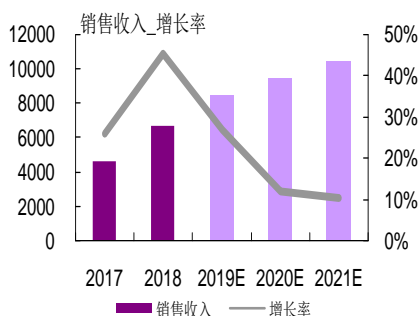
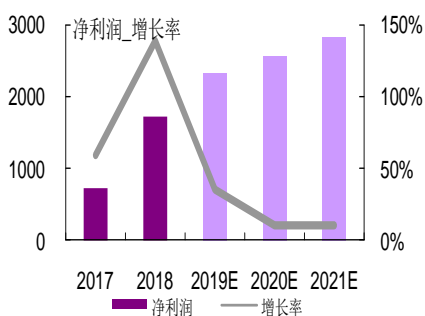
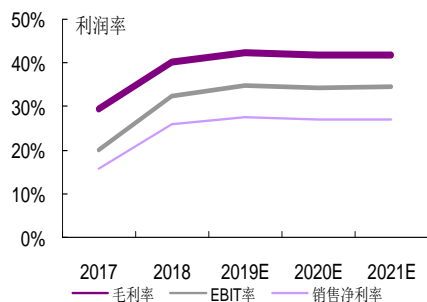
### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.20	-1.81	19.13
绝对	8.63	15.65	9.36

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,564</b>	<b>6,630</b>	<b>8,414</b>	<b>9,408</b>	<b>10,372</b>
营业成本	3,217	3,955	4,833	5,446	6,004
折旧和摊销	340	424	55	95	134
营业税费	68	96	122	136	150
销售费用	94	109	138	155	170
管理费用	262	321	379	423	467
财务费用	-2	-14	-17	-19	-21
公允价值变动损益	-12	36	0	0	0
投资收益	61	114	170	179	188
<b>营业利润</b>	<b>973</b>	<b>2,306</b>	<b>3,118</b>	<b>3,432</b>	<b>3,784</b>
<b>利润总额</b>	<b>964</b>	<b>2,293</b>	<b>3,105</b>	<b>3,419</b>	<b>3,771</b>
少数股东损益	1	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>721</b>	<b>1,723</b>	<b>2,334</b>	<b>2,570</b>	<b>2,834</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>9,792</b>	<b>10,943</b>	<b>14,564</b>	<b>16,908</b>	<b>19,989</b>
流动资产	4,968	5,429	8,522	9,996	12,252
货币资金	997	1,472	2,103	3,233	5,220
交易型金融资产	194	351	0	0	0
应收帐款	104	54	1,010	913	805
应收票据	314	101	841	941	1,037
其他应收款	17	17	252	329	363
存货	468	527	822	926	1,021
可供出售投资	289	592	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	480	491	576	666	760
固定资产	2,687	2,860	3,657	4,366	5,015
无形资产	655	655	671	687	701
<b>总负债</b>	<b>1,604</b>	<b>1,960</b>	<b>3,728</b>	<b>3,499</b>	<b>4,131</b>
无息负债	1,584	1,960	1,510	1,958	2,285
有息负债	20	0	2,218	1,542	1,846
<b>股东权益</b>	<b>8,188</b>	<b>8,983</b>	<b>10,837</b>	<b>13,408</b>	<b>15,858</b>
股本	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192
公积金	4,069	4,237	4,332	4,332	4,332
未分配利润	2,843	3,540	5,267	7,837	10,286
少数股东权益	7	7	8	10	11

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>951</b>	<b>2,616</b>	<b>-1,190</b>	<b>2,499</b>	<b>2,760</b>
净利润	721	1,723	2,334	2,570	2,834
折旧摊销	340	424	55	95	134
净营运资金增加	1,857	40	3,781	195	232
其他	-1,966	429	-7,360	-361	-440
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-2,696</b>	<b>-2,017</b>	<b>-21</b>	<b>-761</b>	<b>-760</b>
净资本支出	592	749	950	850	850
长期投资变化	480	491	-85	-89	-94
其他资产变化	-3,768	-3,257	-886	-1,522	-1,516
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,063</b>	<b>-911</b>	<b>1,843</b>	<b>-608</b>	<b>-13</b>
股本变化	298	0	0	0	0
债务净变化	-685	-20	2,218	-676	304
无息负债变化	240	376	-450	448	328
<b>净现金流</b>	<b>318</b>	<b>-313</b>	<b>631</b>	<b>1,130</b>	<b>1,987</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	25.76%	45.27%	26.90%	11.82%	10.25%
净利润增长率	58.73%	139.00%	35.45%	10.11%	10.27%
EBITDA 增长率	35.98%	104.78%	16.77%	11.52%	11.38%
EBIT 增长率	61.63%	134.55%	37.40%	10.36%	10.53%
<b>估值指标</b>					
PE	20	8	6	6	5
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	11	5	5	4	3
EV/EBIT	15	6	6	4	4
EV/NOPLAT	20	8	7	6	5
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	2	2	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	29.52%	40.35%	42.56%	42.12%	42.12%
EBITDA 率	27.51%	38.78%	35.49%	35.40%	35.76%
EBIT 率	20.06%	32.38%	34.84%	34.38%	34.47%
税前净利润率	21.13%	34.59%	36.91%	36.35%	36.35%
税后净利润率 (归属母公司)	15.80%	25.99%	27.74%	27.32%	27.32%
ROA	7.37%	15.75%	16.03%	15.21%	14.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.81%	19.20%	21.55%	19.18%	17.88%
经营性 ROIC	9.27%	20.76%	17.71%	18.20%	18.83%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.23	2.98	3.31	4.55	4.58
速动比率	2.93	2.69	2.99	4.13	4.19
归属母公司权益/有息债务	409.03	-	4.88	8.69	8.59
有形资产/有息债务	446.15	-	6.10	10.28	10.24
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.60	1.45	1.96	2.16	2.38
每股红利	0.30	0.43	0.00	0.32	0.36
每股经营现金流	0.80	2.19	-1.00	2.10	2.31
每股自由现金流(FCFF)	-1.19	1.05	-2.06	1.26	1.46
每股净资产	6.86	7.53	9.08	11.24	13.29
每股销售收入	3.83	5.56	7.06	7.89	8.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼