

塔牌集团 (002233)

证券研究报告

2018年04月26日

2018年一季报深度点评：量稳价升，业绩弹性凸显

事件

近期塔牌集团公布2018年一季报，报告期间，公司实现营业收入12.25亿元，同比增加34.90%；实现归母净利润3.72亿元，同比增加173.69%。

量稳价升，业绩弹性凸显

报告期公司实现水泥销量304.27万吨，同比下降了5.34%，受燃料价格上涨的影响，水泥销售成本同比增长4.13%；在销量下降、成本上升的情况下，公司水泥销售价格较上年同期大幅增长40.68%，导致归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长173.69%，业绩靓丽。根据测算，公司2018Q1水泥吨净利为122.16元，同比增加79.87元，增幅为188.82%，远高于水泥售价增幅。

区域基本面景气延续

从水泥价格的角度观察，华南地区的水泥价格在2017年区域新增产能投放水平高于全国平均的情形下，表现非常强势，体现出区域需求的良好韧性；水泥库存的情形可以佐证华南区域水泥出货的顺畅，广东区域整体水泥库存比低于全国平均水平。

公司量价均有弹性，员工持股激发公司活力

展望2018年全年，在区域需求旺盛、盈利弹性有保证的情形下，公司显著的销量弹性将是国内水泥公司中首屈一指的，因而看好公司2018年的业绩弹性。同时根据公司公告，公司近期推出员工持股计划草案，覆盖范围广，我们认为此举有助于连接员工和上市公司的利益，有望激发公司的经营活力。

盈利预测

我们预计公司2018年、2019年营业收入分别为61.39亿、63.22亿，归母净利润分别为13.69亿、14.46亿，EPS分别为1.15、1.21，对应最新收盘价PE为10.10倍、9.56倍。同行业可比公司估值进行对比，可比公司2018年平均PE为9.41倍，考虑到公司行业稀缺的销量弹性以及区域需求旺盛的景气格局，给予公司2018年11倍PE，对应目标价12.65元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料采购价格大幅上升，区域水泥需求出现大幅下滑。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,629.17	4,564.08	6,139.16	6,322.37	6,413.98
增长率(%)	(5.34)	25.76	34.51	2.98	1.45
EBITDA(百万元)	966.75	1,282.24	1,932.39	2,029.27	2,036.25
净利润(百万元)	454.23	720.98	1,368.66	1,445.54	1,451.46
增长率(%)	19.22	58.73	89.83	5.62	0.41
EPS(元/股)	0.38	0.60	1.15	1.21	1.22
市盈率(P/E)	30.42	19.17	10.10	9.56	9.52
市净率(P/B)	2.95	1.69	1.56	1.43	1.32
市销率(P/S)	3.81	3.03	2.25	2.19	2.15
EV/EBITDA	8.04	9.70	5.23	4.62	4.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	11.59元
目标价格	12.65元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,192.28
流通A股股本(百万股)	803.61
A股总市值(百万元)	13,818.47
流通A股市值(百万元)	9,313.83
每股净资产(元)	7.17
资产负债率(%)	13.56
一年内最高/最低(元)	15.93/9.90

作者

盛昌盛	分析师
SAC执业证书编号：S1110517120002	
shengchangsheng@tfzq.com	
黄顺卿	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040002	
huangshunqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1. 事件

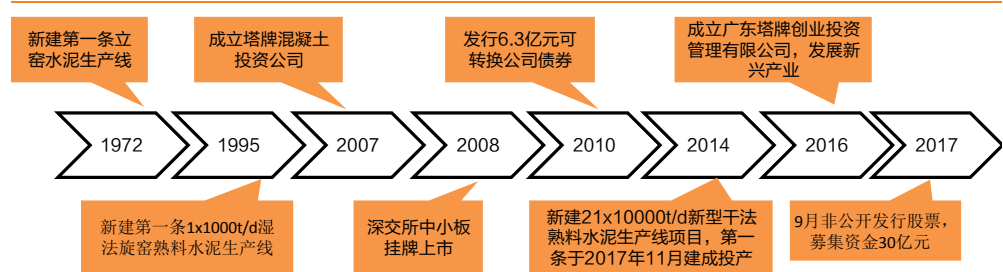
近期塔牌集团公布 2018 年一季报，报告期间，公司实现营业收入 12.25 亿元，同比增加 34.90%；实现归母净利 3.72 亿元，同比增加 173.69%。

2. 量稳价升，业绩弹性凸显

2.1. 公司是粤东区域水泥龙头

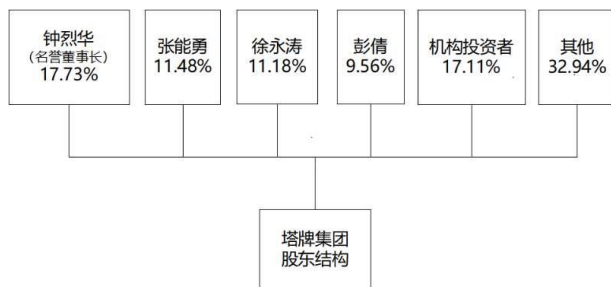
塔牌集团，前身为广东塔牌集团有限公司，于 2007 年整体改制为股份有限公司。集团于 2008 年 4 月在深交所上市，2010 年发行 6.3 亿元可转债并在深圳证券交易所挂牌交易。公司目前为全国 60 家水泥工业结构调整 60 家大型企业之一，也是广东省唯一一家本土上市水泥企业。目前，其拥有 6 个大中型熟料和水泥生产企业，全资子公司 12 家，主营业务包括熟料水泥、混凝土、新型材料（管材）三大主业。

图 1：公司发展沿革



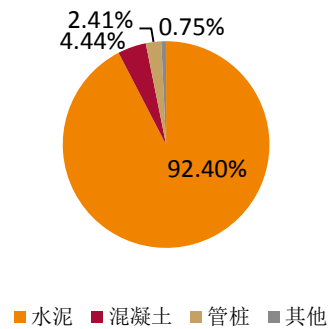
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：塔牌集团股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：塔牌集团 2017 年主营业务收入构成

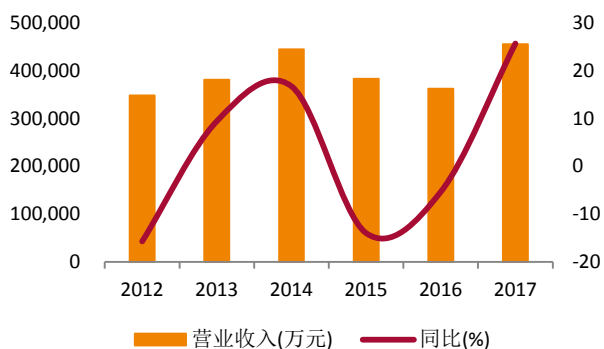


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司自上市以来平稳增长，除由于行业周期因素带来的 2012 和 2015 年负增长外，利润规模均保持正增长速度。即使在 2015 年水泥行业整体泥沙俱下之际，公司产销仍然逆势上扬，根据公司 2015 年年度报告，公司当前生产水泥 1468.89 万吨，销售水泥 1464.56 万吨，同比分别增长 4.87%，5.39%。

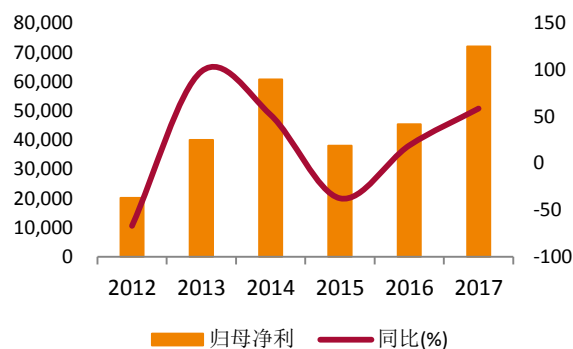
2017 年公司生产水泥 1538.90 万吨，销售水泥 1551.18 万吨，同比分别增长 4.85%，4.46%；2017 年公司营业收入 45.64 亿元，营业成本 36.49 亿元，较同期分别增长 25.76%、19.13%；归属于上市公司股东的净利润 7.21 亿元，较上年同期增长了 58.73%；每股收益 0.7635 元，较上年同期增加 0.2558 元/股。

图 4：公司近六年来营业收入及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司近六年来归母净利（万元）及同比

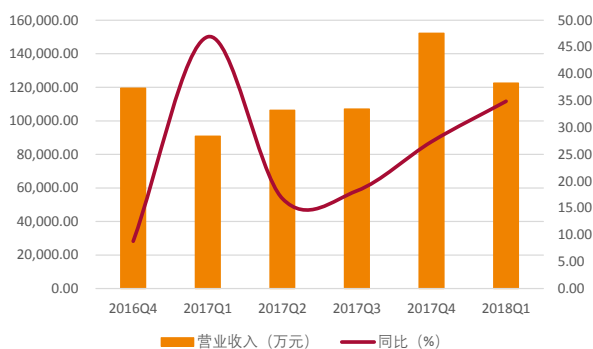


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 量稳价升，业绩弹性凸显

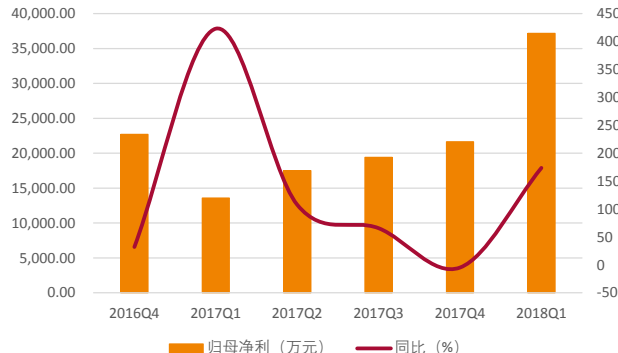
根据公司公告，2018年1-3月，公司实现水泥产量336.76万吨，较上年同期增长了1.07%；受到春节后下游需求启动缓慢影响，报告期内公司水泥销量304.27万吨，同比下降了5.34%，受燃料价格上涨的影响，水泥销售成本同比增长4.13%；在销量下降、成本上升的情况下，公司水泥销售价格较上年同期大幅增长40.68%，导致归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长173.69%，业绩靓丽。根据公司公告测算，公司2018Q1水泥吨毛利为176.78元，同比增加100.76元，增幅为132.54%；吨净利为122.16元，同比增加79.87元，增幅为188.82%，远高于水泥售价增幅。

图 6：公司近六个季度营业收入及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

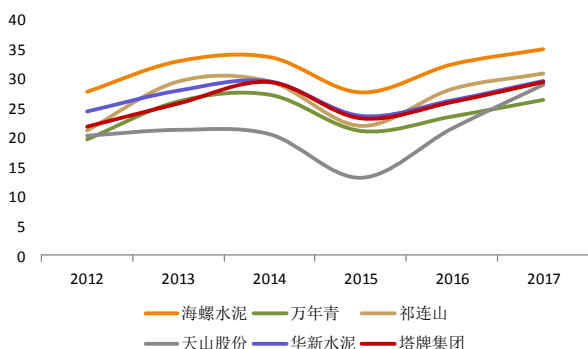
图 7：公司近六个季度归母净利及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

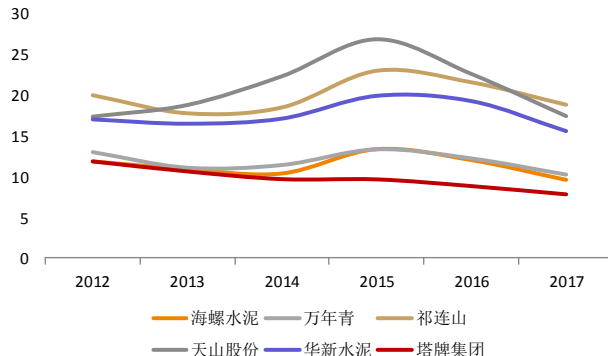
成本控制能力强，公司盈利能力高于行业平均，在同行业中，公司的毛利率属于中等水平。2017年公司毛利率为29.6%；公司期间费用率不断下降，2017年仅为7.7%，远低于行业平均水平，其中销售费用和财务费用均明显低于平均水平，展现出公司优秀的成本控制能力。

图 8：主要水泥上市公司近六年来毛利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

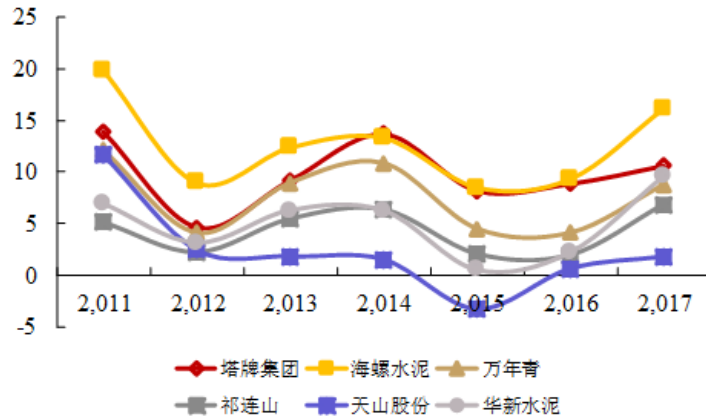
图 9：主要水泥上市公司近六年来期间费用率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司超行业平均的盈利能力是建立在加强管理和营销管控、努力提升资本回报率的基础上。塔牌自上市以来，一直坚持低负债高回报的财务政策。公司的 ROIC 水平一直在水泥上市企业中居前。其较低的负债率使得公司在行业整体下行过程中财务更加自由灵活，可以通过投资其他资产和业务平衡自身所处行业的波动。

图 10：同行业公司 ROIC 水平对比



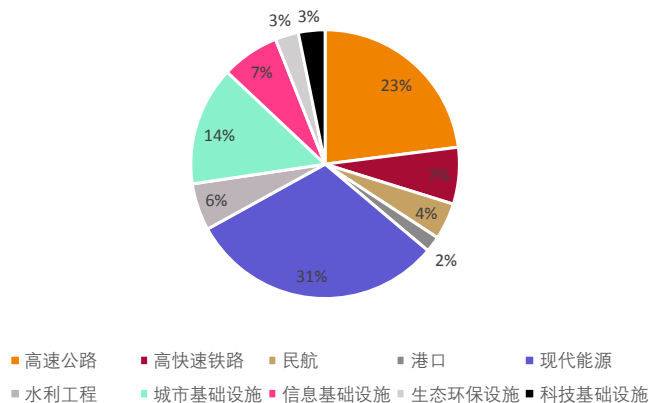
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 区域基本面景气延续

3.1. 广东省内水泥行业供需格局

基建目标由量转质，社会投资为主有保障。根据广东省基础设施建设“十三五”投资计划，十三五期间广东省将在基建方面投资 4.8 万亿用于 543 个项目，主要用于建设对省或区域有重大影响的公路、铁路、机场、港口、水利等方面的重大设施，预计 2017-2020 年投资约 2.5 万亿。2017 年广东省公布《推进基础设施供给侧改革实施方案》，深化十三五建设目标，以“形成高质量和效率的现代化基础设施”为亮点进一步加快建设，事实上广东省的基建单位面积公路、铁路、机场流量等都在全国领先，而现代化建设则是在现有数量保证基础上提升基建的质量水平。《实施方案》的另一重点在于“积极发挥市场配置”作用，195 项经营性项目将以社会投资为主，约需投资 1 万亿元，按照 2 倍杠杆计，预计撬动民间资本 2 万亿元，基建项目投资有保障。

图 11：2017-2020 年广东省“十三五”基础设施建设投资分布

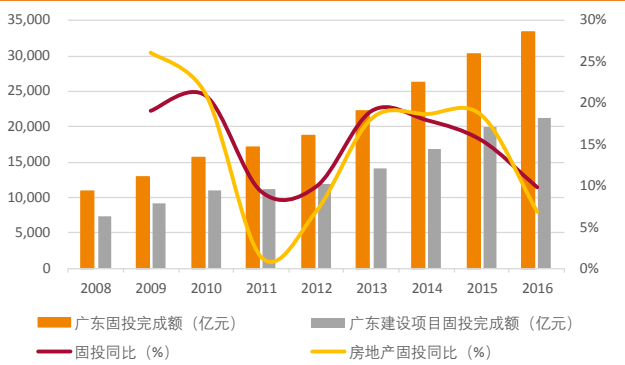


资料来源：Wind，天风证券研究所

企业补库意愿强烈，二季度地产投资支撑有保障。我们二季度看好全国地产投资增速继续增长，同时一季度企业房屋新开工面积增速回升，新开工、施工面积的增长以及地价的快

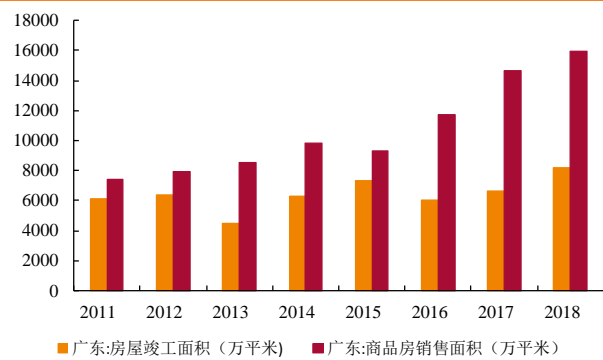
速上涨，都对地产投资形成一定支撑。过去五年，广东商品房销售面积均高于竣工面积，市场库存处于近年低位，后市潜在供应不足。根据国家统计局数据，2018年2月，广东省地产新开工面积同比增速25%、22.9%，均达到近3年以来最高点，可见企业补库存意愿强烈。2017年粤东地区在全省范围内交易活跃，揭阳、潮汕地区销售面积增速全省名列前茅。

图 12：2017 年以来广东省固投完成额及同比



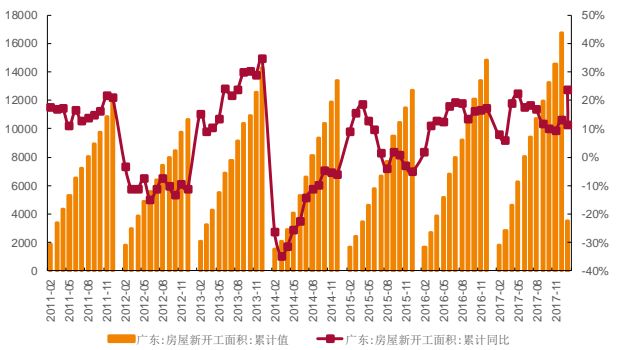
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：广东省房地产销售面积及同比



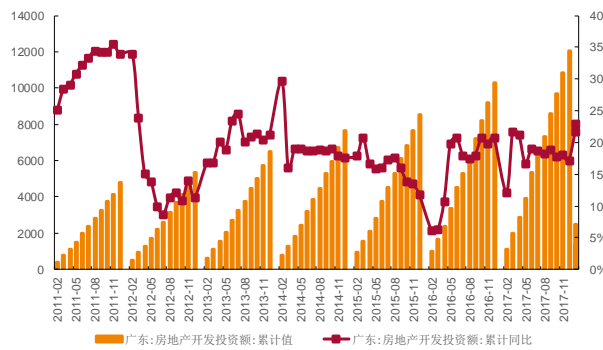
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：广东省新开工面积（万平方米）及同比



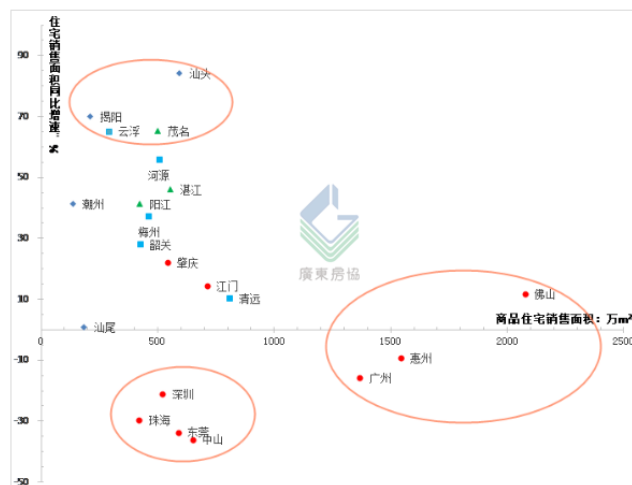
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：广东省房地产开发投资额（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017 年广东省各市商品住宅销售面积及同比增速散点分布



资料来源：广东省房地产协会，天风证券研究所

2016年3月，广东供给侧改革总体方案印发，其中提到截止2018年，全省水泥熟料产能控制在1.1亿吨，塔牌的两万吨线二期工程正在建设。对此，政府在10月针对建材工业稳

增长调收益的意见中重申，在 2020 年之前，不得以任何名义、任何方式备案水泥熟料新增产能项目，排名前 10 家水泥熟料生产企业的生产集中度应达 80%以上（目前约 70%）。2018 年 3 月全广东熟料产能已经达到 9866 万吨，折水泥产能 1.28 亿吨。在塔牌万吨线等新型干法水泥线建设投产的预期下，政府进一步加强落后产能淘汰工作成定局，区域集中度将得到进一步实际性提高。

表 1：2016 年以来广东省去产能及停产计划

时间	政策名称	有关措施
2016 年 2 月	《广东省供给侧结构性改革总体方案（2016-2018 年）》	水泥熟料产能控制在 1.1 亿吨以内
2016 年 10 月	广东省 2017 年水泥错峰生产计划	2017 年全年淡季停产 40-45 天，其中一季度停产 30 天。
2016 年 10 月	广东省人民政府办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见	水泥熟料严禁新增产能，暂停产能置换
2017 年 11 月	《关于 2018 年广东省水泥企业继续试行错峰生产的通知》	全年计划错峰生产停窑 40 天/窑，分春节前后和酷暑伏天、台风雨季实行

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

从行业自身而言，由于水泥新增项目审批暂停，短期内区域内主要新增项目为一条塔牌万吨线，未来区域新增产能压力不高。而在环保压力和产能淘汰的双重影响下，更多的小企业将推出市场竞争，市场产能将得以较好的消化。在此背景下，区域龙头企业进一步加强价格协同是趋势，未来三年内供给端有持续向好的基础。

表 2：广东省目前主要在建水泥项目

	区域	产能（万吨/台泥）	预期投产时间
塔牌万吨二线	粤东	310	2018 年
台泥（韶关）	粤北	186	2018 年
龙腾旋窑（拟建）	粤东	165	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

3.2. 粤东市场基建需求蓬勃旺盛

由于广东独特的山地条件和水泥依赖交通半径的内在原因，广东水泥市场区域化特征明显。从地理位置上，广东市场可以被分成五个部分：珠三角市场、粤北市场、粤东市场、粤东北市场和粤西（北）市场，其中，其中，珠三角市场包括：广州、深圳、珠海、中山、惠州、佛山、东莞、肇庆、江门九个城市；粤北市场包括：韶关市、清远市；粤东北市场包括：梅州市、河源市；粤东市场包括：汕头市、潮州市、揭阳市和汕尾市；粤西（北）市场包括：湛江市、茂名市、阳江市和云浮市。

图 17：广东省水泥市场划分



从产能地域分布来看，广东熟料水泥生产线主要集中在粤北和珠三角，海螺、华润水泥、台泥在这两个地方共集中约近 4000 万吨/年的水泥产能，而粤东地区没有产能，受山脉隔断影响，其主要通过粤东北（梅州）和珠三角（惠州）地区采购水泥以满足市场需求。

图 18：广东水泥产能分布

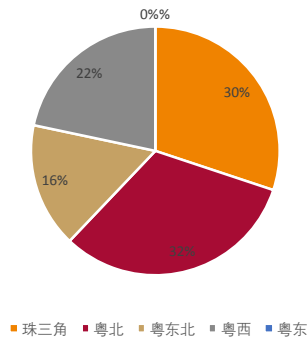
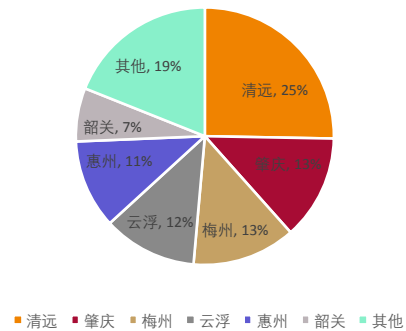


图 19：广东熟料产能城市间分布



由于粤东地区发展水平一直落后于全省平均水平，广东省为支持粤东地区发展，于 2013 年推出《关于进一步促进粤东地区振兴发展的决定》，计划安排在 2020 年人均生产总值达到或超过全国平均水平，各市达标时间表为：2018 年汕头、潮州；2019 年揭阳、河源；2020 年梅州、汕尾。决定推出后，根据国家统计局数据，粤东地区固定资产投资保持高速增长，2013-2015 年 8 月月均增幅 20% 以上。从 2015 年下半年开始，由于金融危机和产业升级的压力，广东连续出台“双转移”、“腾笼换鸟”等产业政策，粤东地区 GDP、固定资产投资增幅均出现回落。在此背景下，2016、2017 年作为“十三五”起承之年，广东省分别出台两年的促进粤东地区振兴发展的重点工作任务，16 年为项目、平台建设做铺垫，加强山区道路建设、产业园等基础设施建设以及配套融资基金和措施的成立，17 年则注重产业结构的调整与重点领域的改革，去产能和产业的提质增效同时进行，加大市场放权，简化金融、行政审批制度。随着各项配套措施的逐步落实，预计未来区域内培育形成优渥的环境将利于项目推行落地。

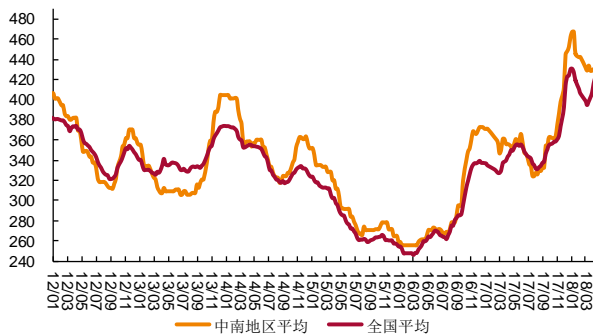
表 3：粤东 2018 年开工新建及计划建设重大项目

	项目名称	总投资（亿）
铁路	梅州潮汕铁路	198.2
	鹰瑞梅铁路（瑞金-梅州）	---
	梅州东环高速	19.97
高速	大（埔）丰（顺）华高速公路	55.88
	兴宁汕尾高速公路（梅州段）	25.58
	梅州平远高速公路	34.48
	大埔潮州高速公路（梅州段）	77.12
道路	梅畚快速干线	18.02
	省道 223 线出省快速通道	29.6
	梅州（五华）抽水蓄能电站	70.52
其他	梅州电网工程	17.73
	韩江高陵水利枢纽工程	59.19

资料来源：发改委网站，天风证券研究所

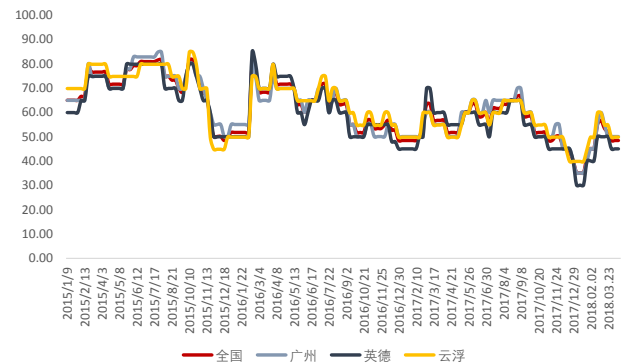
从水泥价格的角度观察，2017 年四季度华东水泥的价格明显高于全国平均，同时也高于中南地区价格涨幅。根据数字水泥网的统计，进入 2018 年之后，华东水泥价格出现了较快回落，而华南地区价格整体处于稳中有升的态势，根据数字水泥网数据，2018 年 1 季度华东地区高标水泥价格从最高点 530 元最多下降了 120 元每吨，而华南的价格标杆广东省广州市的高标水泥价格整体从低点 490 元还提升 10 元每吨，即使考虑到两个区域淡旺季的不同，华南地区的水泥价格在 2017 年区域新增产能投放水平高于全国平均的情形下，整体表现非常强势，体现出区域需求的良好韧性；水泥库存的情形可以佐证华南区域水泥出货的顺畅，广东区域整体水泥库容比低于全国平均水平。

图 20：中南地区高标水泥价格（元/吨）强于全国平均



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 21：广东地区水泥库存（%）整体低于全国平均



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

4 公司量价均有弹性，员工持股激发公司活力

塔牌自梅州起家，主要市场为广东潮汕（粤东）和客家地区（粤东北），三大生产基地惠州、武平和梅州首尾相连，销售区域覆盖整个粤东地区。根据公司最新年报，公司水泥产能约 1800 万吨/年。2017 年，全公司生产线平均产能利用率达到 85.5%，公司公告文福一线 300 万吨水泥产线的实际点火时间为 2017 年 11 月，因此全年的实际产能利用率仍高达 107%，公司产能基本全部释放。根据公司公告，公司在文福另一条万吨线正在建设过程中，公司水泥产能还有进一步提升的空间。

表 4：公司近年来水泥产能产量情况

时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017
水泥产量	1153	1196	1401	1469	1468	1539
产能	1400	1400	1400	1400	1400	1800

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

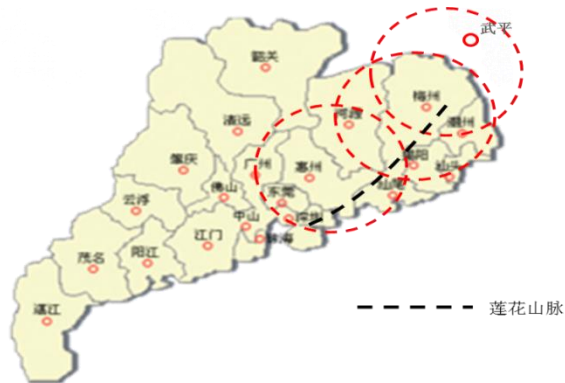
由于粤东四市被横亘在当地的莲花山脉阻隔，区域东北部的梅州和西部的惠州成为了当地仅有的陆地出口，在这两座粤东市场的“桥头堡”，塔牌均有成熟的生产基地以据守要塞。梅州基地距离汕头、惠州基地距离汕尾均在 150km 水泥运输半径之内，粤东头尾市场均处于公司有力的控制区域，其他地区水泥品牌进入门槛高，公司市场话语权得以保证。公司的另一个基地-福建龙岩基地距离梅州只有 20km，其生产的产品主要返销至粤东地区以进一步加强公司市场掌控权。在把控区域大局上，塔牌已经占据天时地利，在此基础上，其自身不断强化在粤东区域内的营销能力。根据公司公告，公司在粤东的销售网点超过 2000 个，形成以梅州为中心，连接潮汕揭阳整个粤东、横跨闽粤赣的销售网络。其销售点已经细入到村镇级别，品牌营销深入人心。根据卓创资讯的统计，近年来塔牌在粤东产能占比一直稳定保持在 40%以上。

表 5：公司生产基地及产能

	企业名称	熟料产能	投产年份
梅州基地	塔牌鑫达	5000t/d	2002
	塔牌金塔	2500t/d	2005
	文福一线	10000t/d	2017
惠州基地	惠州龙门	5000t/d	2006
		5000t/d	2008
武平基地 (约 60%回销粤东)	福建塔牌	4500t/d	2009
		4500t/d	2010

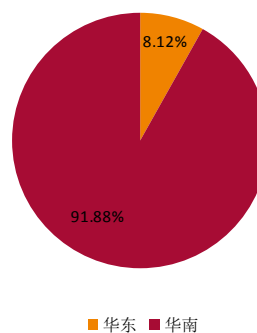
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：公司生产基地分布地域图



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：公司 2017 年主营收入来源地分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

除了地形带来的区位优势，基地所在的梅州、惠州及周边石灰石资源总量占广东总量的 19.3%，就近的原材料供应地和便利的交通使得公司具有成本优势，而作为粤东唯一一处具有适合水泥生产的高品位、低成本、露天开采的石灰石产地--梅州蕉岭，也已经由政府承诺将交由塔牌集团统一开采。

由于广东省经济水平较高，一直是水泥消费大省，吸引大量水泥企业建厂，而周边地区的水泥也可通过公路等运输工具进入当地市场。根据广东省水泥协会的统计，2018 年省内设计熟料生产能力为 9,470 万吨，实际产能可达 1.15 亿吨，预计水泥产能将超过 1.65 亿吨。粤东和粤东北作为广东产能最小的地区，区域竞争压力较小，与粤东地区邻近的赣南闽西

地区经济水平落后，区域内水泥厂规模普遍较小，工艺水平落后，将是公司下一步市场拓展的重点地区。

粤东梅州地区的落后产能淘汰为公司市场扩张产能打开了更大的市场空间。根据中国水泥协会统计，2011-2014年，梅州共淘汰了1384万吨熟料产能，2011年之后共新增产能589万吨，存在800万吨缺口。截止2018年3月末，粤东及粤东北地区下的熟料产2500t/d以下差能已经基本全部淘汰，在政府暂停新增水泥生产线审批的背景下，塔牌的市场空间正不断扩大。

根据公司最新年报，公司文福2*10000t/d新型干法熟料水泥生产线正在建设，2017年一期项目建成，增加年熟料产能约300万吨，约合水泥产能400万吨，二期预计2018年建成后，将在梅州熟料产能将达到850万吨，水泥生产能力将达到约2300万吨。二期项目完全投产后，根据卓创资讯的现有产能数据，我们测算塔牌熟料产能将占到梅州地区的56%，优势地位得以巩固。文福一期2017年11月底投产，从2017年产量数据来看市场完全吸收了第一期释放的产能。公司计划于2018年投产第二条万吨线，该线的未来效益，将主要取决于市场新增需求和塔牌消化市场（主要为市场以前外购部分）的能力。由于塔牌为粤东（北）区域价格领导者，其作为本土企业较低的边际成本、成熟的品牌营销效应以及可先发制人的优势将有效的为二期建设赢来空间。

从2018年1季度公司的业绩表现来看，公司新产线的投产对区域水泥价格并没有出现预期中的负面影响，体现出区域需求的高景气度。展望2018年全年，在区域需求旺盛、盈利弹性有保证的情形下，公司显著的销量弹性将是国内水泥公司中首屈一指的，因而看好公司2018年的业绩弹性。公司一季报也预计公司2018年1-6月归母净利润在7.14亿元-8.70亿元的区间，同增130%-180%，体现出公司对区域基本面和公司业绩的信心。

此外，公司还发起建立银行，拓宽盈利渠道，盘活可用资产。2015年6月，公司与广东宝丽华新能源作为主发起人联合设立梅州客商股份有限公司，该公司是去年广东省唯一入选银监会第二批12家民营银行论证阶段的银行。2017年1月，银监会批准塔牌筹建梅州客商银行，该银行正式进入筹建阶段。2017年6月梅州客商银行注册成立，注册资本金为20亿元，当年实现盈利1000余万。2018年始的新财务年公司开始在客商银行办理业务。民营银行的轻型化、灵活化策略直击传统银行痛点，未来有望从中分羹，利于公司拓宽盈利渠道，提升公司竞争力；同时作为第二大股东，民营银行有助于拓宽公司融资渠道，盘活可用资产，助力公司业务发展。

表 6：梅州客商银行 5 位股东投资规模和持股比例

股东	批复持股比例	出资规模
宝丽华新能源	30%	6 亿
广东塔牌	20%	4 亿
广东喜之郎	19.90%	3.98 亿
广东超华科技	17.60%	3.52 亿
广东温氏集团	12.50%	2.5 亿

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据公司公告，公司近期推出员工持股计划草案，覆盖范围广，不仅包括公司管理层，还包括公司相当部分的骨干员工，我们认为此举有助于连接员工和上市公司的利益，有望激发公司的经营活力和管理活力。

表 7：广东塔牌集团 2018-2023 年员工持股计划

	条件
期数	六期，分别对应 2018-2023 年会计年度
参加对象	部分董事、监事、高级管理人员以及董事会确定的公司上一年度末登记在册的正式员工
标的股票价格	当次回购的平均价格
标的股票规模	任意时间内累计存量不超过公司股本总额的 10%
存续期	基本存续期为 36 个月
锁定期	购买公司回购的股票或二级市场购买标的股票，锁定期为 12 个月
首期员工持股计划	回购价格不超过 13 元/股（含），回购股票不少于 242 万股（含），占公司总股本比例不超过 1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5 盈利预测

根据公司公告，公司 2017 年水泥销量为 1551 万吨，公司于 2017 年底新增一条 300 万吨的产线，保守估计 2018 年公司水泥销量为 1750 万吨，考虑到公司还有一条万吨线处于建设阶段，2019 年保守估计公司水泥销量为 1800 万吨；吨价格方面，公司 2018 年一季度吨水泥售价为 403 元，保守估计 2018 年、2019 年公司吨水泥售价为 330 元。水泥成本方面整体维持平稳水平。

据此，我们预计公司 2018 年、2019 年营业收入分别为 61.39 亿、63.22 亿，归母净利分别为 13.69 亿、14.46 亿，EPS 分别为 1.15、1.21，对应最新收盘价 PE 为 10.10 倍、9.56 倍。同行业可比公司估值进行对比，可比公司 2018 年平均 PE 为 9.41 倍，考虑到公司行业稀缺的销量弹性以及区域需求旺盛的景气格局，给予公司 2018 年 11 倍 PE，对应目标价 12.65 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8：Wind 一致预期可比公司估值

PE	2017	2018E	2019E
海螺水泥	9.80	9.11	8.38
华新水泥	10.18	8.18	7.38
万年青	13.93	10.94	9.39
平均	11.30	9.41	8.38

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	675.54	997.06	2,916.09	3,701.89	4,191.12
应收账款	137.73	120.72	220.35	130.90	225.44
预付账款	28.07	21.51	46.91	21.36	46.83
存货	380.73	468.21	644.19	471.03	702.67
其他	1,437.20	3,360.63	2,200.86	2,261.22	2,759.36
流动资产合计	2,659.27	4,968.12	6,028.40	6,586.39	7,925.41
长期股权投资	88.91	480.00	480.00	480.00	480.00
固定资产	1,932.96	2,686.83	2,766.68	2,797.04	2,784.71
在建工程	832.08	398.85	275.31	213.19	157.91
无形资产	682.02	655.41	629.22	603.04	576.85
其他	538.55	603.02	642.54	595.38	543.32
非流动资产合计	4,074.52	4,824.12	4,793.76	4,688.65	4,542.80
资产总计	6,733.79	9,792.24	10,822.16	11,275.04	12,468.21
短期借款	355.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	763.04	867.52	1,045.48	923.27	1,088.44
其他	503.01	650.64	783.76	596.45	842.06
流动负债合计	1,621.05	1,538.16	1,829.24	1,519.72	1,930.50
长期借款	350.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	78.26	66.05	119.89	88.07	91.34
非流动负债合计	428.26	66.05	119.89	88.07	91.34
负债合计	2,049.31	1,604.22	1,949.13	1,607.79	2,021.83
少数股东权益	6.83	7.43	7.70	8.74	9.65
股本	894.66	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28
资本公积	1,074.46	3,735.51	3,735.51	3,735.51	3,735.51
留存收益	3,718.12	6,912.27	7,673.06	8,466.24	9,244.45
其他	(1,009.59)	(3,659.47)	(3,735.51)	(3,735.51)	(3,735.51)
股东权益合计	4,684.48	8,188.02	8,873.03	9,667.25	10,446.38
负债和股东权益总	6,733.79	9,792.24	10,822.16	11,275.04	12,468.21

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	454.67	721.70	1,368.66	1,445.54	1,451.46
折旧摊销	356.90	340.08	132.12	139.30	144.60
财务费用	20.91	6.56	(23.42)	(39.93)	(47.62)
投资损失	(34.11)	(61.41)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(421.88)	(1,497.05)	1,141.02	(77.88)	(364.09)
其它	594.58	1,441.59	(38.88)	(10.22)	21.51
经营活动现金流	971.06	951.47	2,519.50	1,396.80	1,145.85
资本支出	486.43	1,021.79	6.17	111.82	46.73
长期投资	(405.62)	391.10	0.00	0.00	0.00
其他	(747.81)	(4,108.70)	71.99	(109.12)	(77.92)
投资活动现金流	(667.00)	(2,695.81)	78.16	2.70	(31.19)
债权融资	705.00	20.00	1.89	0.63	0.84
股权融资	(5.47)	2,972.06	(52.62)	39.93	47.62
其他	(695.05)	(929.50)	(627.89)	(654.26)	(673.90)
筹资活动现金流	4.48	2,062.56	(678.62)	(613.70)	(625.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	308.54	318.22	1,919.04	785.80	489.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,629.17	4,564.08	6,139.16	6,322.37	6,413.98
营业成本	2,681.87	3,216.87	3,773.11	3,887.47	4,002.59
营业税金及附加	67.78	67.70	94.08	102.92	99.28
营业费用	98.13	94.04	135.06	132.77	134.69
管理费用	203.03	262.25	349.93	354.05	359.18
财务费用	17.87	(2.22)	(23.42)	(39.93)	(47.62)
资产减值损失	(5.87)	10.05	7.55	3.91	7.17
公允价值变动收益	0.15	(11.89)	(39.16)	(11.28)	20.57
投资净收益	34.11	61.41	60.00	60.00	60.00
其他	(68.53)	(106.99)	(41.67)	(97.44)	(161.15)
营业利润	600.61	972.85	1,823.69	1,929.90	1,939.27
营业外收入	8.09	1.10	8.08	5.76	4.98
营业外支出	4.33	9.77	6.51	6.87	7.72
利润总额	604.37	964.18	1,825.26	1,928.79	1,936.53
所得税	149.69	242.47	456.31	482.20	484.13
净利润	454.67	721.70	1,368.94	1,446.59	1,452.39
少数股东损益	0.44	0.73	0.28	1.05	0.94
归属于母公司净利润	454.23	720.98	1,368.66	1,445.54	1,451.46
每股收益(元)	0.38	0.60	1.15	1.21	1.22

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-5.34%	25.76%	34.51%	2.98%	1.45%
营业利润	19.32%	61.98%	87.46%	5.82%	0.49%
归属于母公司净利润	19.22%	58.73%	89.83%	5.62%	0.41%
获利能力					
毛利率	26.10%	29.52%	38.54%	38.51%	37.60%
净利率	12.52%	15.80%	22.29%	22.86%	22.63%
ROE	9.71%	8.81%	15.44%	14.97%	13.91%
ROIC	12.14%	17.77%	21.05%	27.48%	27.16%
偿债能力					
资产负债率	30.43%	16.38%	18.01%	14.26%	16.22%
净负债率	16.94%	8.17%	6.62%	-10.02%	-20.05%
流动比率	1.64	3.23	3.30	4.33	4.11
速动比率	1.41	2.93	2.94	4.02	3.74
营运能力					
应收账款周转率	29.29	35.32	36.00	36.00	36.00
存货周转率	8.96	10.75	11.04	11.34	10.93
总资产周转率	0.57	0.55	0.60	0.57	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.60	1.15	1.21	1.22
每股经营现金流	0.81	0.80	2.11	1.17	0.96
每股净资产	3.92	6.86	7.44	8.10	8.75
估值比率					
市盈率	30.42	19.17	10.10	9.56	9.52
市净率	2.95	1.69	1.56	1.43	1.32
EV/EBITDA	8.04	9.70	5.23	4.62	4.38
EV/EBIT	12.57	12.92	5.62	4.96	4.72

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com