

塔牌集团 (002233)

建筑材料

发布时间: 2020/9/28

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 立足粤东，湾区风流

### 报告摘要:

**粤东龙头水泥企业，区域布局优势尽显。**公司是粤东地区规模最大的水泥制造企业，万吨线实现全面投产，目前可实现水泥年产量 2200 万吨。产品主要覆盖粤东、粤北、珠三角入海口穗深惠区域及部分赣南、闽西区域，以福州基地为中心，向西进军惠东，东进武平，三处基地向周边辐射，可以承接珠三角、大湾区市场需求，也可稳定粤东、粤北并且辐射闽西、赣南市场。上游矿山资源丰富，区域布局优势明显。

**湾区发展、基建补短板提振需求。**广东省 2020 年基建重点项目总投资 5.9 万亿，新基建同步发展，2020 年计划投资额达 172 亿元。2020 年 8 月《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》获批，总投资金额达 4741 亿元。针对广东省各地发展不均情况，《2020 年公共服务领域补短板项目》发布，相应项目周期长，体量大，投资额巨大有效提振广东省水泥需求。

**供给端限制犹存，华南水泥景气将持续。**自 2015 年的供给端失控，水泥行业竞争关系逐渐恶化，国家针对水泥行业出台一系列政策恢复供需的平衡。广东省产能置换、错峰生产政策趋于严格，2015 年来公司两条万吨线为广东省唯一新增产能。紧供给态势下，公司 2020 上半年水泥销售均价 386.90 元/吨，同比增长 17.58% 达到历史新高；供给受限，需求不断提升，预计公司水泥价格仍能维持高位，华南区域水泥景气仍将持续。

**经营稳健，低费率高股息提升核心竞争力。**公司近年来业绩稳步提升，保障高额现金分红。资产负债结构行业领先，积极布局产品结构优化，同步发展大健康产业，低费率体现优质管理能力，提升公司核心竞争力。

**维持公司“买入”评级。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.87 元/2.07 元/2.30 元。

**风险提示：**基建投资增速不及预期、水泥价格剧烈波动。

### 股票数据 2020/9/28

6 个月目标价 (元)	22.68
收盘价 (元)	13.94
12 个月股价区间 (元)	9.49 ~ 16.86
总市值 (百万元)	16,620
总股本 (百万股)	1,192
A 股 (百万股)	1,192
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	10

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-10%	17%	55%
相对收益	-5%	6%	36%

### 相关报告

- 《塔牌集团 (002233)：中报业绩超预期，下半年预计将更上一层楼》  
--20200801
- 《塔牌集团 (002233)：疫情影响不改全年预期，2020 年值得期待》  
--20200421
- 《塔牌集团 (002233)：19Q4 价量齐升促业绩超预期，2020 年将再上台阶》  
--20200228
- 《塔牌集团 (002233) 调研简报—多重利好背景下，或迎估值和盈利戴维斯双击》  
--20191202

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

075533685875 wangxiaoy@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6630	6891	8237	9719	10718
(+/-)%	45%	4%	20%	18%	10%
归属母公司净利润	1723	1734	2230	2471	2743
(+/-)%	139%	1%	29%	11%	11%
每股收益 (元)	1.45	1.45	1.87	2.07	2.30
市盈率	10	10	7	7	6
市净率	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
净资产收益率 (%)	19.2%	17.7%	20.9%	21.2%	21.5%
股息收益率 (%)	6.1%	6.1%	8.0%	8.9%	9.9%
总股本 (百万股)	1192	1192	1192	1192	1192

## 目 录

<b>1.</b>	<b>粤东龙头水泥企业，区域布局优势尽显.....</b>	<b>5</b>
1.1.	股权集中，结构稳定.....	5
1.2.	三大基地八条产线，产品覆盖粤东、闽西、赣南.....	6
1.2.1.	三大基地稳步发展，地理区位优势明显.....	6
1.2.2.	八条产线全面投产，万吨线促进产量大幅提升.....	8
<b>2.</b>	<b>专注水泥主业，经营业绩稳步提升.....</b>	<b>9</b>
2.1.	水泥龙头企业，业绩稳步提升.....	9
2.2.	专注水泥主营，混凝土业务同步发展.....	10
2.3.	疫情以来公司表现超预期，现金流正增长.....	11
<b>3.</b>	<b>大湾区发展新机遇，粤东补短板支撑需求.....</b>	<b>13</b>
3.1.	广东省基建兴起，水泥市场最大推动力.....	13
3.1.1.	固定资产投资景气仍在，广东省领跑全国.....	13
3.1.2.	“新基建”同步发展，投资力度大幅提升.....	14
3.1.3.	地方专项债规模空前，支撑基建项目资金运转.....	15
3.2.	大湾区保持发展活力，推动区域水泥需求提升.....	15
3.2.1.	与国际湾区仍有差距，发展前景可期.....	15
3.2.2.	政策红利，保持湾区发展活力.....	16
3.3.	区域发展不均，“补短板”支撑需求.....	17
3.3.1.	粤东地区发展相对薄弱.....	17
3.3.2.	公共服务等领域补短板项目展开，维持粤东区域水泥景气.....	18
<b>4.</b>	<b>供给端限制犹存，产能淘汰仍在持续.....</b>	<b>18</b>
4.1.	错峰生产实施力度趋于严格，产能置换势在必行.....	19
4.2.	产能淘汰犹存，助力提升塔牌市占率.....	21
4.3.	区域供需格局优化，水泥价格有望继续攀升.....	22
<b>5.</b>	<b>公司经营稳健，低费率高股息提升核心竞争力.....</b>	<b>23</b>
5.1.	公司负债率偏低，经营主业造血能力强.....	23
5.2.	产品结构优化，多产业齐头并进.....	25
5.2.1.	重心向中高强度水泥产品转移，产品结构趋于优化.....	25
5.2.2.	抓住机遇，积极布局大健康产业.....	25
5.3.	费率管控水平优质，为营业利润提供保障.....	26
5.4.	良好经营业绩保障高分红，股权激励提高管理活力.....	28
<b>6.</b>	<b>估值与盈利预测.....</b>	<b>29</b>
<b>7.</b>	<b>风险提示.....</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历史沿革.....	5
图 2: 塔牌集团股权结构.....	6
图 3: 塔牌集团基地产品覆盖区域.....	6
图 4: 梅州市水泥产量及增幅.....	7
图 5: 惠州龙门基地地理位置.....	7
图 6: 塔牌集团水泥品牌.....	8
图 7: 公司水泥产量(万吨)及增幅.....	9
图 8: 公司水泥销量(万吨)及增幅.....	9
图 9: 2015年-2019年公司营业收入及同比.....	9
图 10: 2015年-2019年公司归母净利润及同比.....	9
图 11: 公司营业收入区域占比.....	10
图 12: 公司营业收入产品占比.....	10
图 13: 公司商品混凝土业务营收(亿元)以及增幅.....	11
图 14: 公司半年度归母净利(亿元)以及增幅.....	11
图 15: 公司 2020 年分季度营收(亿元)、归母净利润(亿元)以及增幅.....	12
图 16: 广东省部分城市 42.5 等级水泥价格(元).....	12
图 17: 广东省各区域 2020 年重点建设投资.....	13
图 18: 广东省与全国固定资产投资完成额累计同比对比.....	14
图 19: 2020 年提前下发专项债(一季度)的资金使用(亿元).....	15
图 20: 世界四大湾区对比.....	15
图 21: 粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图.....	17
图 22: 广东省各城市 2019 年人均 GDP(万元).....	17
图 23: 中南地区新型干法熟料产能(万吨)及增速.....	20
图 24: 2019 年 1-12 月广东水泥产量情况(万吨).....	21
图 25: 国内水泥企业数量变化情况(单位: 家).....	22
图 26: 中南地区与全国水泥价格指数.....	23
图 27: 公司水泥销售均价(元/吨)以及增幅.....	23
图 28: 塔牌集团以及同业公司资产负债率(%).....	24
图 29: 塔牌集团以及同业公司流动比率.....	24
图 30: 公司经营性现金流(百万元)、净利润(百万元)以及经营现金流占比.....	24
图 31: 公司子公司营收占比.....	25
图 32: 子公司 2019 年净利润以及 ROE.....	25
图 33: 公司各等级水泥产品销售量占比.....	25
图 34: 公司 2019 年各等级水泥销售量同比增幅.....	25
图 35: 梅州康养旅游示范区规划图.....	26
图 36: 公司销售费用/营业总收入(%)横向对比.....	26
图 37: 公司期间费用横向对比.....	27
图 38: 公司水泥吨毛利(元/吨)以及增幅.....	28
图 39: 公司现金分红总额以及股利支付率.....	28
图 40: 公司历史估值情况.....	30
表 1: 公司产线情况统计.....	8
表 2: 2020 年广东省“新基建”相关新开工项目统计.....	14

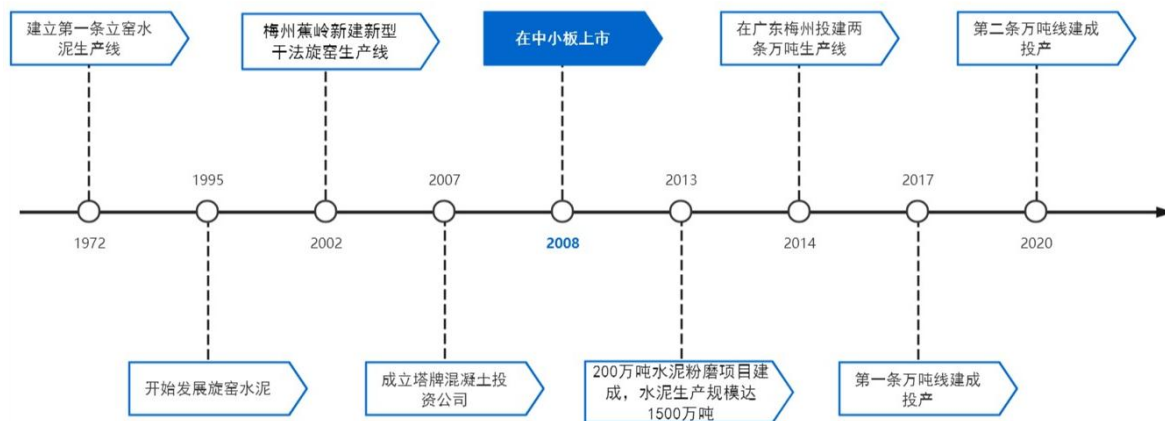
表 3: “大湾区”相关政策汇总.....	16
表 4: 公共服务补短板部分项目 .....	18
表 6: 近年水泥市场重大政策梳理.....	18
表 8: 2019 年部分地区水泥熟料错峰 生产停窑统计表.....	19
表 9: 2018 年亿级水泥生产省份累计产量及增速.....	20
表 10: 广东省主要水泥产线.....	21
表 11: 公司万吨线节能情况对比.....	27
表 12: 公司业绩拆分预测.....	29

## 1. 粤东龙头水泥企业，区域布局优势尽显

稳步发展，终成粤东区域龙头。广东塔牌集团股份有限公司是一家以水泥为主业的集团公司，前身为广东省梅州文福水泥厂，第一条立窑水泥生产线于1975年建成，2008年在深交所中小板挂牌上市，2010年发行6.3亿可转债，并在2017年非公开发行募集资金30亿元，用以推动万吨线的建成，进一步释放公司产能。

自成立起，近50年的成长让公司在粤东地区形成行业优势，公司也在产能扩张的道路上稳步前进。2002年，公司收购东风集团两条日产干法旋窑水泥熟料生产线，水泥产能达到110万吨，同年，公司在梅州蕉岭新建日产5000吨的新型干法旋窑水泥熟料生产线。2004年在惠州龙门，福建龙岩各发展两条日产4500吨的新型干法水泥熟料生产线，并对已有的湿法旋窑生产线进行技术改造。目前，公司可实现年产水泥2,200万吨，拥有全资、控股、参股混凝土企业二十多家，总资产114.90亿元，归属于母公司净资产99.42亿元。是粤东地区规模最大的水泥制造企业。

图 1: 公司发展历史沿革



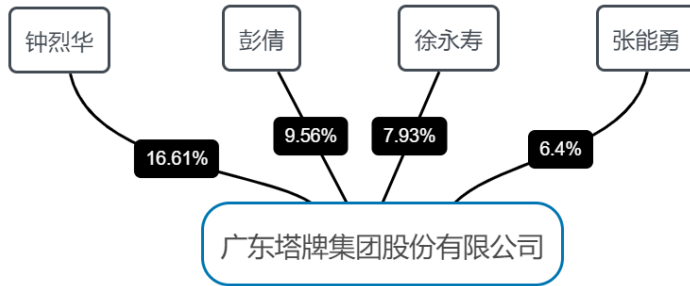
数据来源：东北证券，公司官网

### 1.1. 股权集中，结构稳定

塔牌集团股权集中，一直以来四大股东始终为钟烈华、彭倩、徐永寿、张能勇，其目前持股总占比为40.50%，稳定的股权结构可保证高效的公司执行力。钟烈华为集团实际控制人，曾任水泥工艺工程师，在水泥行业有丰富的经验。此外，公司与华南理工大学长期合作，不断地引进和应用新技术、新设备、新工艺；并成立了广东省首家水泥行业省级技术中心和工程技术研究开发中心，在设备升级、工艺优化及生产自动化等方面拥有一定的技术储备。



图 2: 塔牌集团股权结构



数据来源：东北证券，Wind

公司的深厚技术背景为未来的产品革新奠定坚实基础，稳定的股权结构有助于公司长期贯彻经营战略方针，塔牌集团先后荣获“全国质量工作先进单位”、“国家守合同重信用企业”、“全国建材行业先进集体”、“中国建材百强企业”、“全国五一劳动奖状”、“全国模范劳动关系和谐企业”、“广东省五一劳动奖状”、“广东上市公司综合实力 10 强”、“广东上市公司最具盈利能力 10 强”等荣誉称号。

### 1.2. 三大基地八条产线，产品覆盖粤东、闽西、赣南

塔牌集团产品主要覆盖粤东、粤北、珠三角入海口穗深惠区域及部分赣南、闽西区域，公司市场覆盖区域北靠山南傍海，公司借势布局，以福州基地为中心，向西进军惠东，东进武平，三处基地向周边辐射，可以承接珠三角、大湾区市场需求，也可稳定粤东、粤北并且辐射闽西、赣南市场。由于水泥不易储存运输半径较短，对运输距离以及时间有极大要求，公司覆盖市场区域内部无大型水路，形成了天然壁垒。

图 3: 塔牌集团基地产品覆盖区域



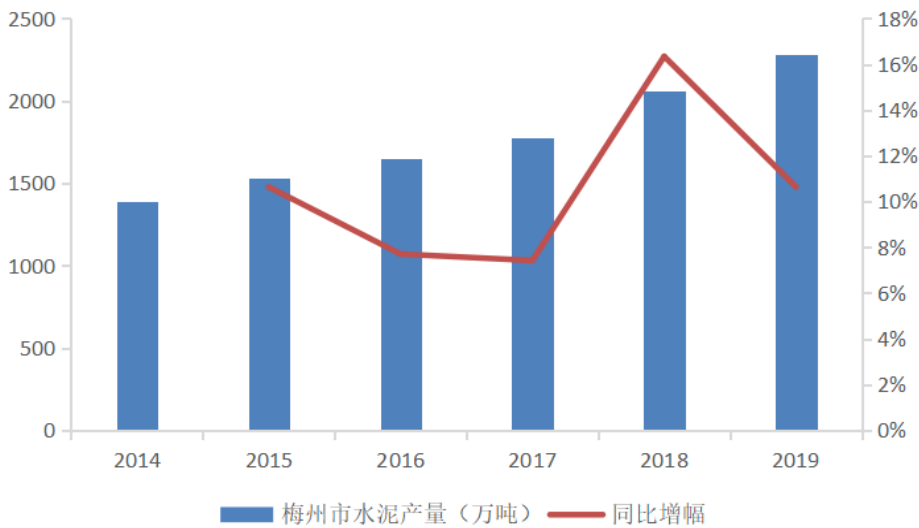
数据来源：东北证券，公司官网

#### 1.2.1. 三大基地稳步发展，地理区位优势明显

梅州基地是塔牌集团建设时间最早的生产基地。公司自 2014 年起开始建设文福万

吨线一期与二期，在 2017 年，第一条万吨线建成并顺利投产，2020 年 4 月第二条万吨线也顺利点火投产，是我国第十三条投产的万吨线。2018 年，由于文福一期万吨线投产，梅州市水泥产量同比高速提升 16.35%，首次进入全国水泥十大产地榜单，从 2013 年排名 60 名以外一举成为继清远之后广东第二大水泥产地。目前，广东省内共有三条日产万吨线，除公司拥有的两条外，另外一条万吨线为阳春海螺水泥二期。至此，公司梅州基地总共拥有四条成熟产线，熟料产能超过 800 万吨。

图 4: 梅州市水泥产量及增幅



数据来源：东北证券，中国水泥网

公司的惠州龙门生产基地位于龙门县，地处粤东与珠三角交界处，矿产资源丰富，目前已经探明的石灰石储量约为 9 亿吨，塔牌控制龙门县 1 个主要石灰石矿区，目前，龙门生产基地共有两条产线，熟料年产能超过 300 万吨。在地理位置上，惠州位于珠三角地区，是公司战略上挺进珠三角市场的重要布局，惠州龙门基地距离深圳近 180 公里，有着一定的运输成本优势，未来珠三角地区的相关项目不断推进，公司水泥需求有望进一步提升。

图 5: 惠州龙门基地地理位置



数据来源：东北证券，百度地图

福建生产基地地处粤东与蕉岭县交界的福建省龙岩市武平县，当地矿产资源丰富，已探明石灰石储量在 2 亿吨以上，石灰石储量居于福建之首，并且煤炭资源储量丰富目前已探明煤炭储量约 7000 多万吨。塔牌在该区域已探明的 3 个石灰石矿区中占有其中一个。龙岩基地于梅州基地距离较近，现有两条产线，孰料年产能超过 300 万吨，产能以基地为中心由粤东市场向赣南、闽西交界地区渗透。

### 1.2.2. 八条产线全面投产，万吨线促进产量大幅提升

公司主要生产塔牌、粤塔、嘉应、恒塔四大品牌和 32.5R、42.5R、52.5R 三个等级旋窑水泥，32.5R 水泥质量稳定，性能可靠，具有凝结硬化快，早期强度高，泌水性小，和易性、耐磨性好，抗冻性强等特点，适用于各类工业和民用建筑（8 层以下）、大体积混凝土和地下工程等；42.5R、52.5R 水泥质量稳定，性能可靠，色泽美观，具有凝结硬化快，早期强度高，养护周期短，后期强度增长率稳定，和易性、耐磨性好，抗冻性强等特点，适用于各类高层建筑、道路桥梁、机场跑道、港口码头等重点工程。

图 6: 塔牌集团水泥品牌



数据来源：东北证券，公司官网

公司目前共有八条新型干法孰料生产线，2020 年 4 月，公司梅州基地第二条万吨线顺利投产，在 2020 年上半年末孰料产量已达到 1 万吨/天。现共有孰料产能 1463 万吨、水泥产能 2200 万吨，位居广东省前列，在粤东地区极大市场份额。

表 1: 公司产线情况统计

生产基地	所属分公司	持股比例	产能 (t/d)	投产年份
广东梅州基地	蕉岭分公司	100%	10000	2017
	鑫达旋窑	100%	5000	2003
	金塔水泥	100%	2500	2005
	惠州塔牌	100%	5000	2006
广东惠州基地	惠州塔牌	100%	5000	2008
	福建塔牌	100%	5000	2009
福建龙岩基地	福建塔牌	100%	5000	2010

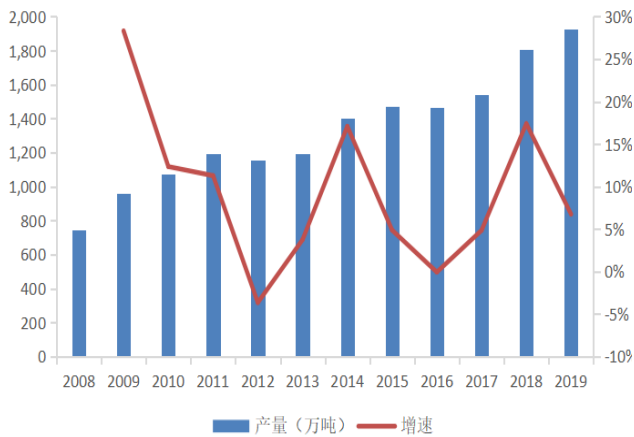
数据来源：东北证券，公司公告

受益于第一条万吨线投产拉动，公司在 2018 年迎来产量新高峰，水泥产销量均明显增长，2018 年产量 1806.68 万吨，同比增长 17.40%；水泥销量 1795.29 万吨，同



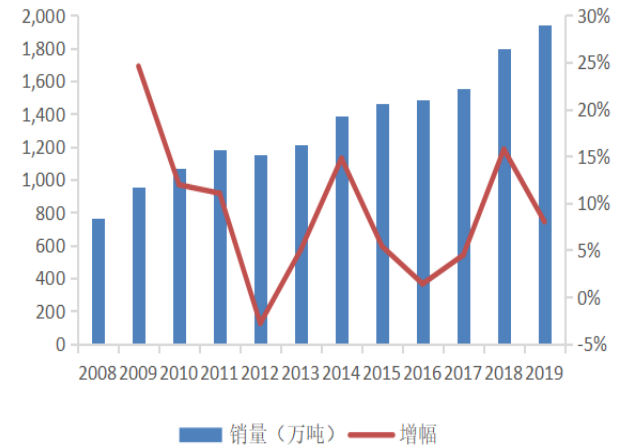
比增长 15.74%，并且 2018 年水泥销售价格同比大幅提升，使得公司 2018 年营业收入以及归母净利润快速提升，创造历史新高。如今，公司第二条万吨线也顺利点火投产，有助于公司进一步提升水泥产量、市占率。

图 7: 公司水泥产量 (万吨) 及增幅



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 公司水泥销量 (万吨) 及增幅



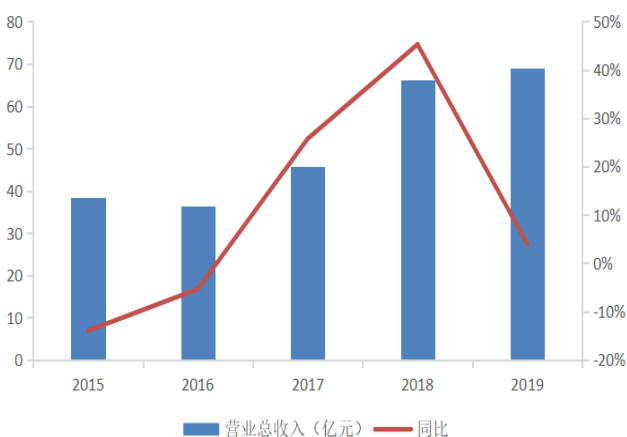
数据来源: 东北证券, Wind

## 2. 专注水泥主业，经营业绩稳步提升

### 2.1. 水泥龙头企业，业绩稳步提升

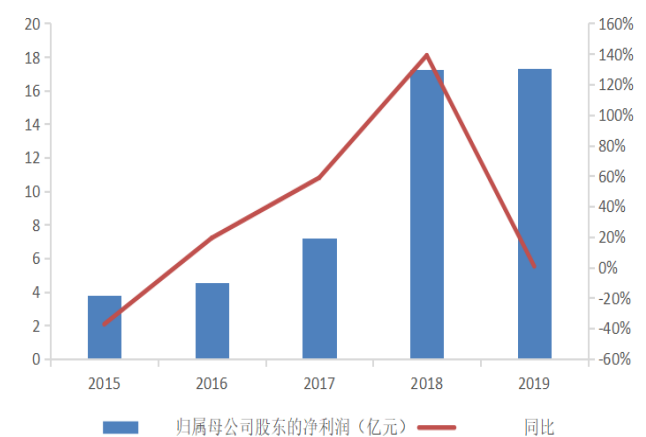
公司是广东省规模较大、综合竞争力较强的水泥龙头企业之一，近年来公司应收以及归母净利稳定增长，2018 年归母净利润大幅增加，同比上涨超过 100%。但是 2019 年主要受到水泥价格小幅下跌以及成本上涨影响，公司营业收入 68.91 亿元，同比增长 3.93%；2019 年实现归属于上市公司股东的净利润 173347.92 万元，较上年同期增长了 0.60%；

图 9: 2015 年-2019 年公司营业收入及同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 2015 年-2019 年公司归母净利润及同比

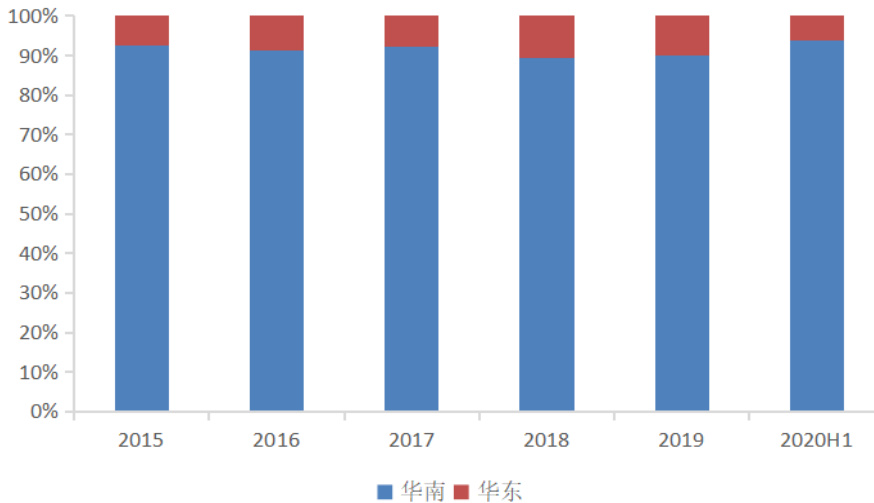


数据来源: 东北证券, Wind

公司根植广东，水泥销售区域集中在粤东地区以及周边的深圳、东莞、惠州、福建

龙岩、江西赣州等周边地区。2019 年公司营业收入来源中华南地区 61.85 亿元，占比 89.76%，同比增长 4.52%。2020 年上半年华南地区营收占比为 93.18%。受到公司基地和产线布局影响，区域性强。

图 11: 公司营业收入区域占比

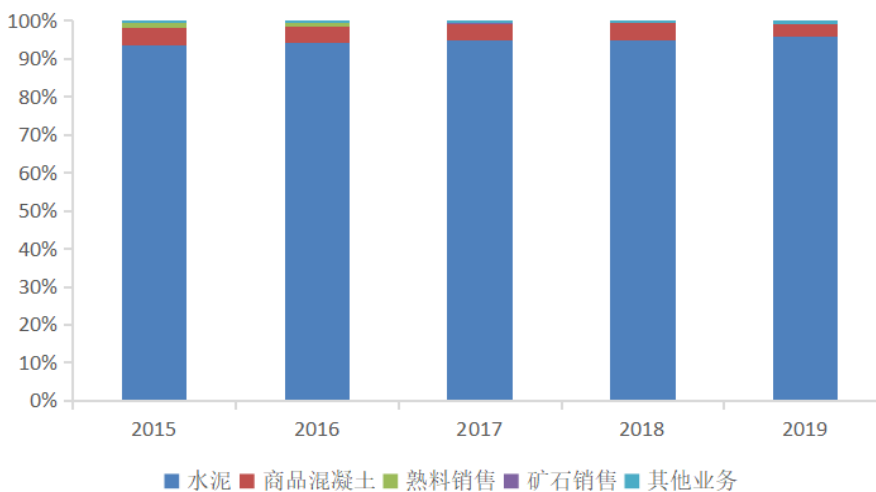


数据来源：东北证券，Wind

## 2.2. 专注水泥主营，混凝土业务同步发展

塔牌集团主营业务涵盖了水泥及熟料销售、商品混凝土、矿石销售等业务，其中水泥的生产与销售占据了主导地位。并且 2019 年公司对外转让丰顺构件全部股权，有意不再经营管桩业务，专注水泥主业。随着企业不断壮大，集团秉持着做大水泥主业、增加混凝土份额的战略，水泥业务占比逐渐提升。2019 年公司实现水泥产量 1928.38 万吨，较上年同期增长了 6.74%；实现水泥销量 1939.12 万吨，较上年同期增长了 8.01%。

图 12: 公司营业收入产品占比

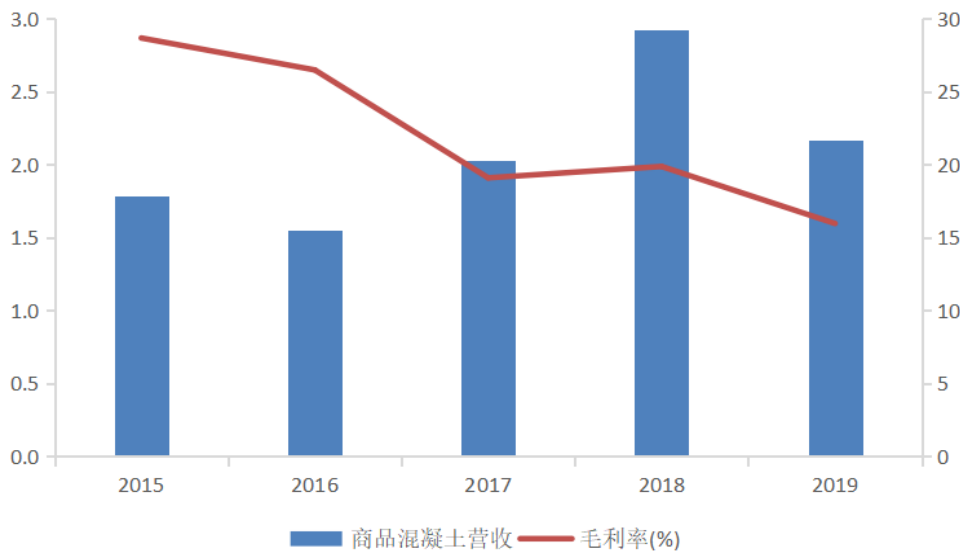


数据来源：东北证券，Wind

同时公司也在商品混凝土业务进一步发展，积极整合提升混凝土搅拌站，优化布局；

进一步完善经营管理机制；降低混凝土成本，提高混凝土产业竞争力；2020 年上半年公司商品混凝土实现营业收入 1.03 亿元，同比增长 12.43%，毛利率同比增加 5.38pct 至 21.81%，为近三年毛利最高水平。

图 13: 公司商品混凝土业务营收(亿元)以及增幅

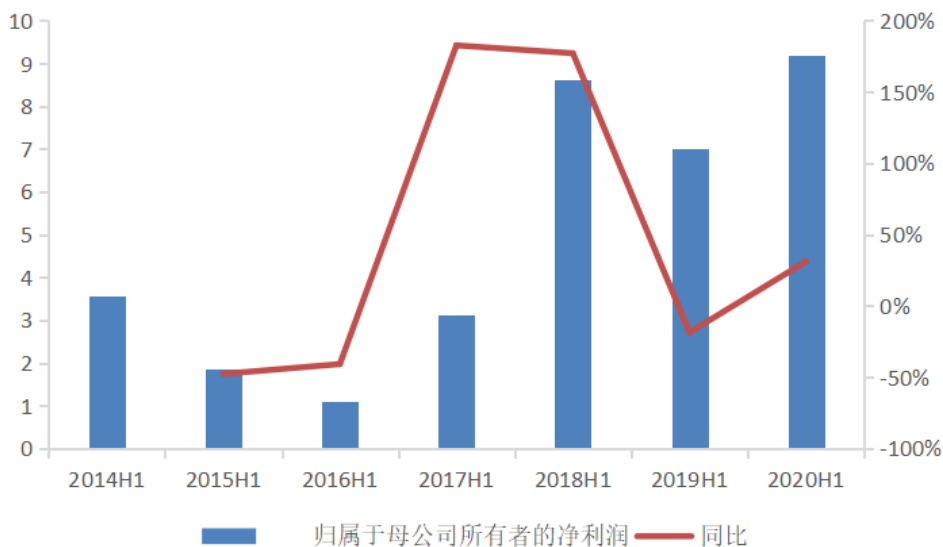


数据来源：东北证券，Wind

### 2.3. 疫情以来公司表现超预期，现金流正增长

受到疫情影响销量略减，水泥价格上升推升盈利。公司 2020 上半年实现营收 27.99 亿元，同比下降 2.10%。受益于销售成本下降和原材料煤炭价格下滑，综合毛利上升 13.19pct，实现净利润 9.19 亿元，同比增长 31%。

图 14: 公司半年度归母净利(亿元)以及增幅

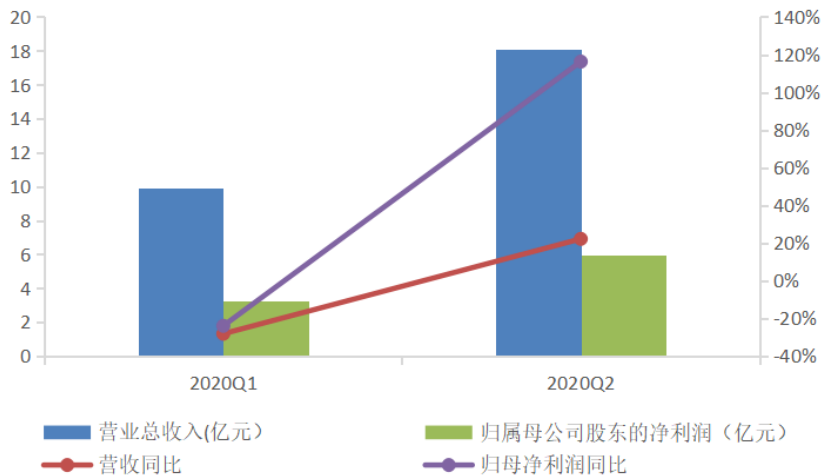


数据来源：东北证券，Wind

分季度看，公司第一季度业务表现较为惨淡，2020 年第一季度营业收入为 9.91 亿

元，同比下降 28.16%；归母净利润为 3.23 亿元，同比下降 23.95%。随着疫情得到控制，各地有序复工复产，市场对水泥需求逐渐上升，行业景气度复苏，公司第二季度业绩增长较大增幅较快。公司 2020 年第二季度营业收入为 18.08 亿元，同比增长 22.19%；归母净利润为 5.96 亿元，同比增长 116.73%，基本面逐步修复。公司上半年经营性活动产生现金流量净额 5.4 亿元，同比增长 92.34%。粤东水泥市场需求弹性大，下半年进入旺季，预计全年业绩增长稳定。

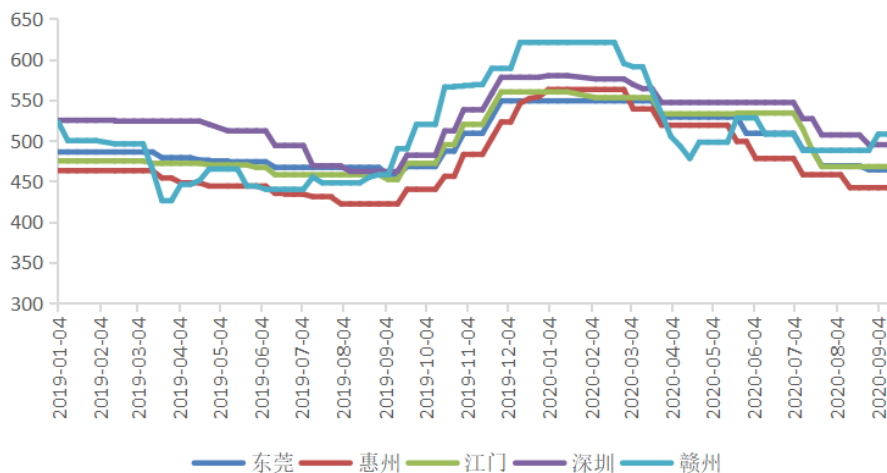
图 15: 公司 2020 年分季度营收（亿元）、归母净利润（亿元）以及增幅



数据来源：东北证券，Wind

2020 年上半年公司实现水泥销量 675.67 万吨，其中第一季度水泥销量占比 30.52%，同比下降 45.78%，第二季度水泥销量同比增长 5.54%。2020 年粤东地区水泥价格高开低走，呈现平稳下降趋势，但整体来说高于去年同期水平。水泥价格的上涨对冲了销量下降的影响，带动了公司的营业收入。此外，水泥业务毛利率也有了明显的提升，2020 年上半年达到了 48.21%，同比上升 13.69%。2020 年上半年，受到疫情影响公司一季度经营情况受到影响，但疫后全面复工复产持续加速，公司经营情况逐步好转，受益于上半年粤东地区水泥提价，公司销售价格同比上升 17.58%。

图 16: 广东省部分城市 42.5 等级水泥价格（元）



数据来源：东北证券，Wind

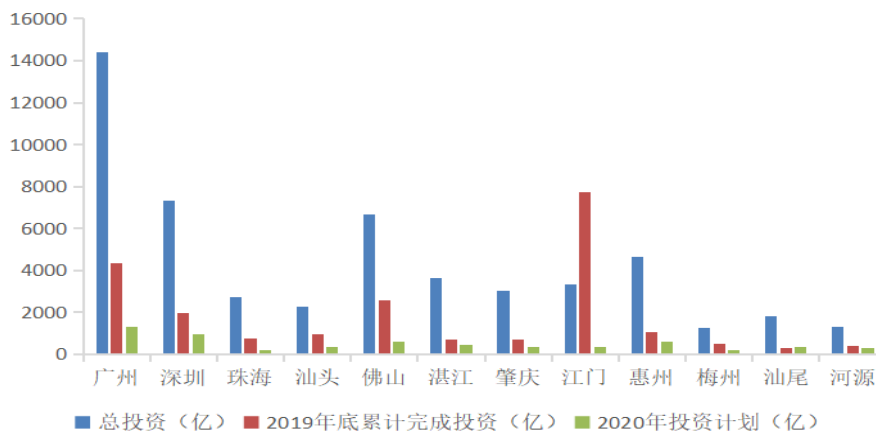
进入下半年，各地赶工需求旺盛，市场对水泥需求量增大。同时，雨季已过，部分区域水泥价格停止下降。八月初长三角地区熟料价格提升，水泥迎来旺季。我们预计下半年公司水泥销量会持续增加，叠加水泥价格上涨，公司业绩有望超预期。

### 3. 大湾区发展新机遇，粤东补短板支撑需求

#### 3.1. 广东省基建兴起，水泥市场最大推动力

广东省在建大项目个数增多，粤东水泥市场有保障。2020年3月5日，广东省发改委公布了广东2020年重点建设项目计划，为统筹推进疫情防控和经济社会发展打下坚实基础。总投资5.9万亿元的1230个重点项目中，包括高速公路、城际/城市轨道交通、铁路工程、机场工程、特高压等基建项目。今年一季度，共有亿元以上建设项目5196个，同比增加367个，其中10亿元以上项目1340个，同比增加198个。其中在粤东，汕尾明阳智能海上风电产业园将于今年建成。塔牌集团所覆盖区域的基建投资力度加大，将拉动水泥市场需求。

图 17: 广东省各区域 2020 年重点建设投资



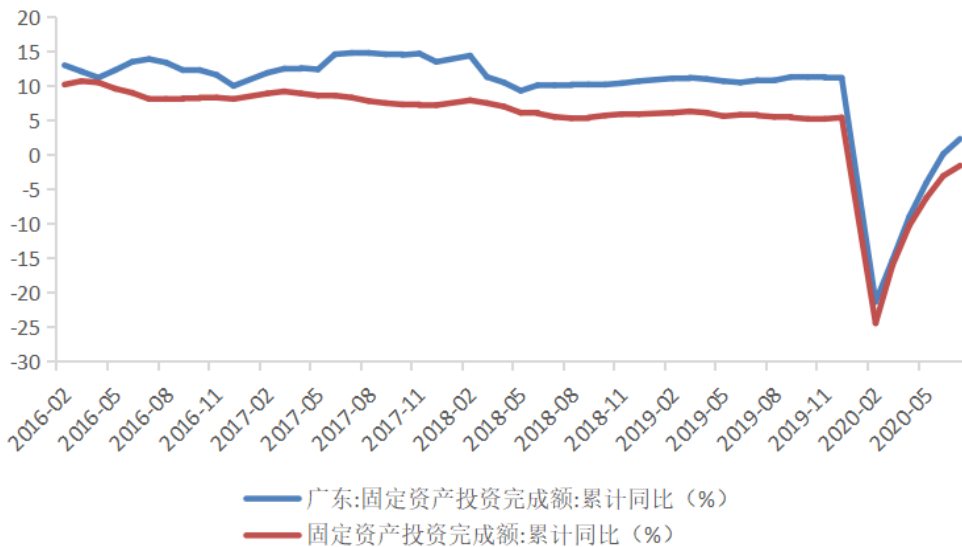
数据来源：东北证券，广东省统计局

##### 3.1.1. 固定资产投资景气仍在，广东省领跑全国

广东省在固定资产投资增速近几年领跑全国，在2020年上半年收到疫情的不利影响下，广东省乃至全国的固定资产投资同比增幅陡降，但是在疫情逐步得到控制后，广东省固定资产投资同比增速降幅不断收窄，直到2020年6月广东省固定资产投资完成额累计同比为0.1%，领先全国指标实现转正，今年7月广东省固定资产投资完成额累计同比为2.3%，固定资产投资景气程度仍在。



图 18: 广东省与全国固定资产投资完成额累计同比对比



数据来源: 东北证券, Wind

### 3.1.2. “新基建”同步发展, 投资力度大幅提升

从广东省 2020 年《广东省 2020 年重点建设项目计划》中看出, 2020 年广东省将加大投资力度建设以 5G 网络建设为主要内容的信息基础设施工程, 除了续建两个项目外, 还将新开工 6 个与 5G 网络、数据中心相关的项目, 今年计划投资额达 172 亿元, 较去年的约 30 亿大幅增加。广东信息基础设施建设方面持续加码。在去年底开通 3.7 万座 5G 基站的基础上, 广东力争今年建设 6 万座 5G 基站, 全省 5G 用户数达 2000 万, 100M 光纤用户占比提升到 90% 以上。与通信相关的“新基建”的发展, 与“老基建”的建设密不可分, 广东省加大“新基建”项目投资, 也将从侧面提振华南地区水泥需求。

表 2: 2020 年广东省“新基建”相关新开工项目统计

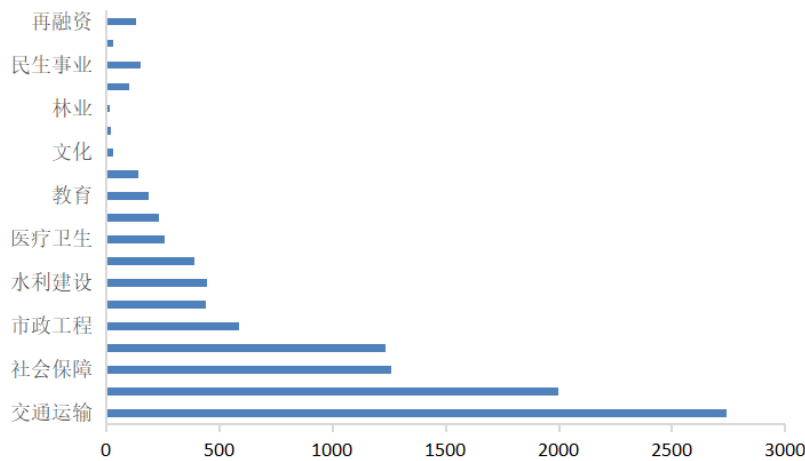
新开工项目名称	建设内容以及规模	总投资 (万元)	项目所在地
广东电信 5G/4G 移动网络建设项目	新增 1620 个 4G 站点, 新增 14317 个 5G 基站	500,000	广东省
广东铁塔移动通信基础设施项目	新建 4G 站址 3000 个, 室分面积 5000 万平方米, 地铁 200 公里, 高铁隧道 100 公里, 新建 5G 站址 40000 个。	384,200	广东省
广东移动通信基础设施项目	建设 2.4 万个 5G 基站	600,000	广东省
广东电信乡村信息基础设施建设自然村光网覆盖项目	完成 2000 个自然村光网覆盖	8,000	广东省
广州南沙国际数据自贸港项目	打造下一代互联网云计算创新中心, 创建跨境金融数据服务平台	300,000	广州市
深圳“一带一路”大数据谷项目	建设离岸数据中心、国家新型互联网交换中心以及粤港澳跨境数据服务平台	300,000	深圳市

数据来源: 东北证券, 广东省发改委

### 3.1.3. 地方专项债规模空前，支撑基建项目资金运转

目前，广东省已经累计发行专项债超过 3000 亿元，发行规模位于全国首位。我国一季度各地新增发行专项债券中，已经使用的金额为 8255 亿元，占发行额的 77%，全部用于铁路、城市轨道交通等交通基础设施，生态环保，农林水利，市政和产业园区等领域重大基础设施项目建设。广东省于 2020 年 8 月 16 日，发行粤港澳大湾区土地储备专项债券，发行额 341.9 亿元，并且同时发行了全国首只水资源专项债券，发行额 10 亿元，该项水资源专项债的资金将全部用于支持广东最大水利工程——珠三角水资源配置工程建设。专项债发行规模加大，有效支撑广东省基建项目基本资金运转。

图 19: 2020 年提前下发专项债（一季度）的资金使用（亿元）



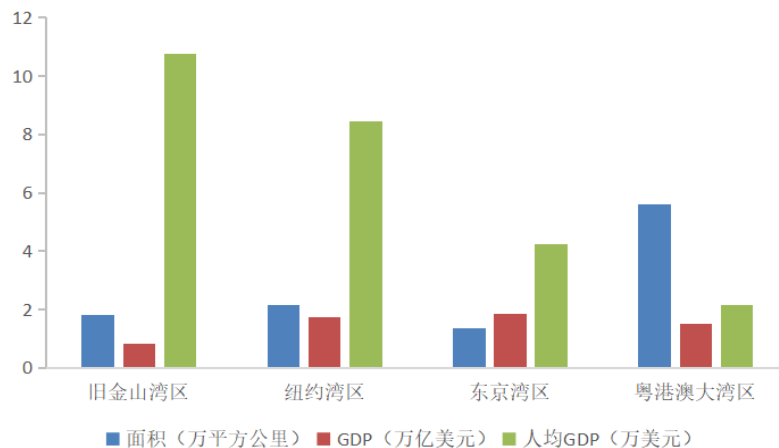
数据来源：东北证券，Wind

## 3.2. 大湾区保持发展活力，推动区域水泥需求提升

### 3.2.1. 与国际湾区仍有差距，发展前景可期

我国自 2017 年提出“大湾区”概念起，湾区发展始终是广东区域的重中之重，但是与世界三大知名湾区经济相比，我国粤港澳大湾区虽然在占地面积、客运吞吐量、进出口总量上领先于其他三大湾区，但是在人均产出，单位面积产出落后于其他三大湾区。所以，我国粤港澳大湾区城市建设与基础建设尚未完备，产业基地于轨道交通建设仍待发展，未来对于水泥等建筑材料需求提升空间巨大。

图 20: 世界四大湾区对比



数据来源：东北证券，公开资料整理

### 3.2.2. 政策红利，保持湾区发展活力

现在湾区也是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，是国家建设世界级城市群和参与全球竞争的重大战略步骤。随着《粤港澳大湾区发展规划纲要》的发布，大湾区的积极建设拉开序幕，在城市建设、轨道交通建设、城市地下管廊建设等方面有多个政策相继出台，为大湾区的持续建设提供红利。

**表 3：“大湾区”相关政策汇总**

政策名称	发布日期	内容摘要
广东省《2017 年政府工作报告》	2017.1	携手港澳推进珠三角世界级城市群和粤港澳大湾区建设
国务院《2017 年政府工作报告》	2017.3	研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能
发改委《神话粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》	2017.7	明确提出粤港澳三地将在中央有关部门的支持下，打造国际一流湾区和城市世界群
《推动粤港澳大湾区机制创新行动方案》	2018.3	梳理湾区体制机制障碍和需要先行研究解决的问题
《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》	2018.5	完善换打完去的城际轨道网，希望建成“一小时城轨交通图”
《粤港澳大湾区发展规划纲要》	2019.2	预计到 2022 年，粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛
广东省推进粤港澳大湾区建设三年行动计划	2019.7	完善大湾区高速公路网，到 2020 年，大湾区内地实现高速公路通车里程 5000 公里
发改委关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划批复	2020.8	总投资约 4741 亿元，规划建设 13 个城际铁路和 5 个枢纽工程项目，总里程约 775 公里

数据来源：东北证券，国家各部委网站

2020 年 8 月，《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》获发改委批复，总投资约 4741 亿元，规划建设 13 个城际铁路和 5 个枢纽工程项目，总里程约 775 公里，预计到 2025 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 4700 公里，全面覆盖大湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈；远期到 2035 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 5700 公里，覆盖 100% 县级以上城市。相应基建项目规模大、工期长、区域广，对广东省水泥需求有积极推动。

图 21: 粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图



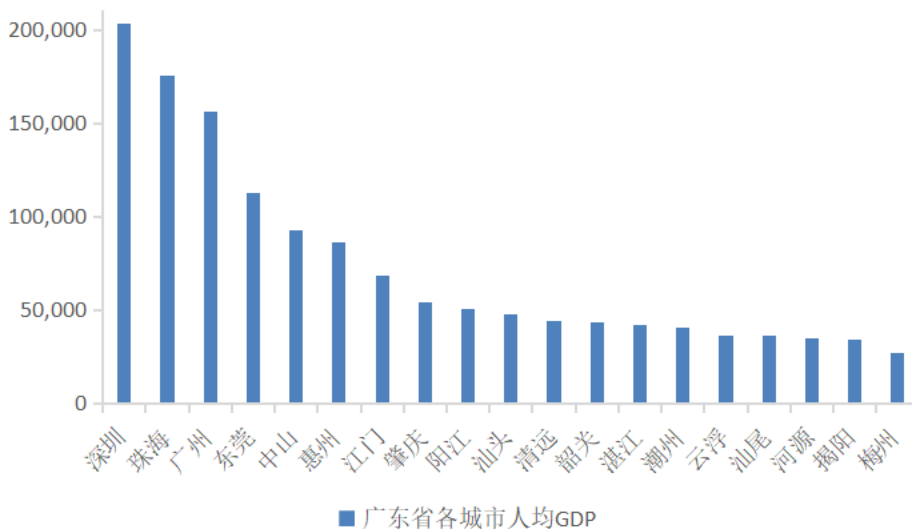
数据来源: 东北证券, 粤港澳大湾区门户网

### 3.3. 区域发展不均, “补短板”支撑需求

#### 3.3.1. 粤东地区发展相对薄弱

广东地区区域发展不均衡问题由来已久, 从 2019 年广东省各地级市人均 GDP 看, 粤东地区城市发展情况相对薄弱, 塔牌集团基地所在的梅州地区人均 GDP 相对较低, 公司产品主要覆盖的粤东地区相对于其他区域经济发展活力也相对较低, 未来建设力度较大。

图 22: 广东省各城市 2019 年人均 GDP (万元)



数据来源: 东北证券, Wind

### 3.3.2. 公共服务等领域补短板项目展开，维持粤东区域水泥景气

面对 2020 年疫情的挑战，广东省公布《2020 年公共服务领域补短板项目》，加大在医疗卫生、应急物资储备、农产品流通、城乡环境治理等领域的投资力度，项目共 512 个，总投资 2140 亿元，年度计划投资 814 亿元。同时 2020 年新农村建设项目也逐步提上日程，2020 年 5 月《广东省“四好农村路”建设攻坚方案》正式印发，目标在 2020 年；全面完成通村组硬化路建设约 3155 公里，全面完成珠三角核心 6 市通建制村至少一条双车道公路改造约 228 公里；完成农村公路危桥改造 100 座。不断加强建设投资，将为粤东等欠发达区域经济发展带来推动力，同时也将维持粤东地区水泥市场景气度。

**表 4: 公共服务补短板部分项目**

项目名称	总投资（万元）	2020 年计划投资（万元）	项目所在地
广东省公共卫生医学中心（广东省传染病医院）建设项目	580394	10000	广州
广州市南方医院增城分院二期	250000	16000	广州
广州市第十二人民医院易址新建项目	123611	1200	广州
惠州市龙门县人民医院第一分院建设项目（永汉镇中心卫生）	20273	6000	惠州
惠州市惠东县荣超公立医院建设项目	22600	3000	惠州
惠州市第三人民医院二期扩建项目	49999	10900	惠州
茂名市人民医院应急大楼建设项目	120000	2000	茂名
梅州海吉新城农副产品商贸物流园	12970	3900	梅州

数据来源：东北证券，广东省发改委

## 4. 供给端限制犹存，产能淘汰仍在持续

由于自 2015 年的供给端失控，水泥行业竞争关系逐渐恶化，国家针对水泥行业出台一系列政策恢复供需的平衡，其中主要包括：1. 提出产能置换，淘汰落后产能；2. 引导部分省市不再承接或逐步退出水泥行业；3. 实施企业错峰生产；4. 环保限产常态化。该类政策对水泥行业格局产生新变革，塔牌集团积极响应国家政策，推进智能水泥工厂建设，较好地适应趋严的外部环境。

**表 5: 近年水泥市场重大政策梳理**

政策名称	核心内容	政策影响
供给侧改革	去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板	各地陆续出台去产能政策、淘汰落后产能
《水泥工业“十三五”发展规划》	到 2020 年末，产业结构转型升级向纵深转折取得阶段成果	产业结构优化，技术装备水平提升，水泥行业产能严重过剩矛盾基本解决，效益显著提升；水泥行业绿色发展水平更高，两化融合深度发展，产业集中度显著提高，国际竞争力、引



领力进一步提升

《产业转移指导目录（2018年本）》	各省产业发展指导目录,包括引导优先承接发展、调整推出,不再承接	北京、河北、山东、海南、广西、重庆、四川不再承接水泥产业转移。
错峰生产	采暖季	水泥:涉及15省,其他地区结合当地情况,在春节期间、酷暑伏和预计开展看错峰生产
蓝天保卫战三年计划	改善大气污染以及环境质量	各地陆续出台行动计划,水泥煤炭企业环保限产常态化
环保“回头看”	河南、内蒙、宁夏、陕西、云南等环保再检查	水泥行业普遍减产
公路运输新规定	加强超限运输车辆行驶公路管理	治理超载导致汽运紧张
《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	要求各地坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能,严禁备案新增产能项目	广东省近年除塔牌集团万吨线,无新增产能。
《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	停产两年或三年累计生产不超过一年的水泥熟料产线不能用于产能置换(自2021年1月1日起实施)	对产能置换有更高要求,对小规模水泥企业生产线提出挑战。

数据来源:东北证券,工信部网站,发改委网站

#### 4.1. 错峰生产实施力度趋于严格,产能置换势在必行

随着供给侧改革的推进,水泥行业将持续执行错峰生产计划,且实施的力度趋于严格。从2019年全国各地水泥行业错峰生产计划来看,错峰生产共涉及全国26个省份,基本涵盖了全国主流水泥企业,错峰周期在20天至180天不等,限制熟料年产能2.6亿吨左右,占全国总产能24.6%。其中影响产量最高为西北地区预计7420万吨;其次为西南地区约为5910万吨。

表 6: 2019年部分地区水泥熟料错峰生产停窑统计表

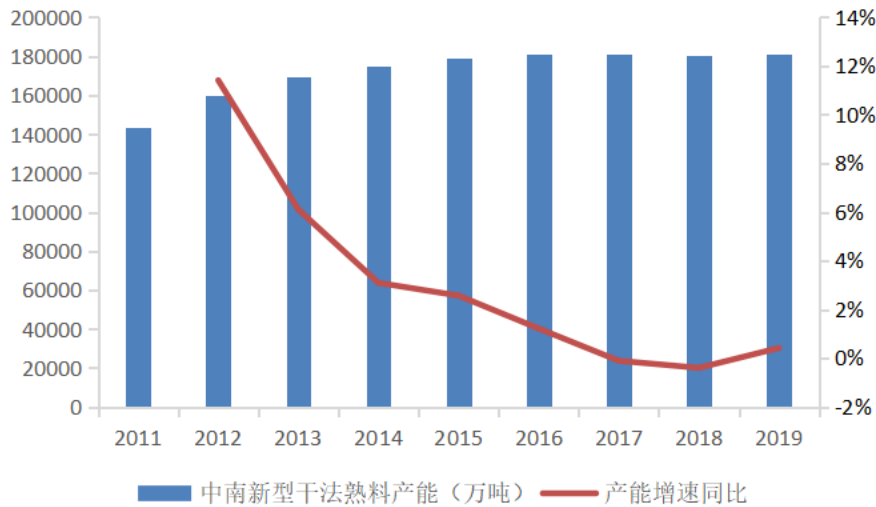
区域	省份	涉及品牌	周期	错峰描述	影响产量(万吨)
华东	江苏	海螺、南方、中联	30	错峰生产	300
	浙江	海螺、南方、尖峰等	30	国庆检修	260
	江西	海螺、南方、万年青等	55	错峰生产	250
	福建	华润、南方、台泥、福建	15	错峰生产	160
华南	广东	海螺、塔牌、台泥、中材、南方等	45	错峰生产	1830
西南	重庆	南海、海螺、台泥、红狮等	85-110	错峰生产	1000
	四川	中联、西南、海螺、台泥等	90-100	错峰生产	1730
	贵州	海螺、红石、台泥、西南	90-120	错峰生产	1350

数据来源:东北证券,百年建筑网

就广东省而言,2019年发布《关于2019年广东省水泥企业继续试行错峰生产的通知》,其总错峰生产周期为45天,经影响产量近2000万吨。错峰生产缩短水泥熟料装置运转时间,我国中南地区新型干法熟料产能在2016年进入平台期,随着政策的收紧和监管力度的加强,中南地区新型干法熟料产能缓慢下降,供需关系的到

改善，步入良性的发展周期。错峰生产从最初的“一刀切”到“差异化错峰”，愈加合理，从而间接推动水泥行业超低排放标准的制定和落地。

图 23: 中南地区新型干法熟料产能（万吨）及增速



数据来源：东北证券，Wind

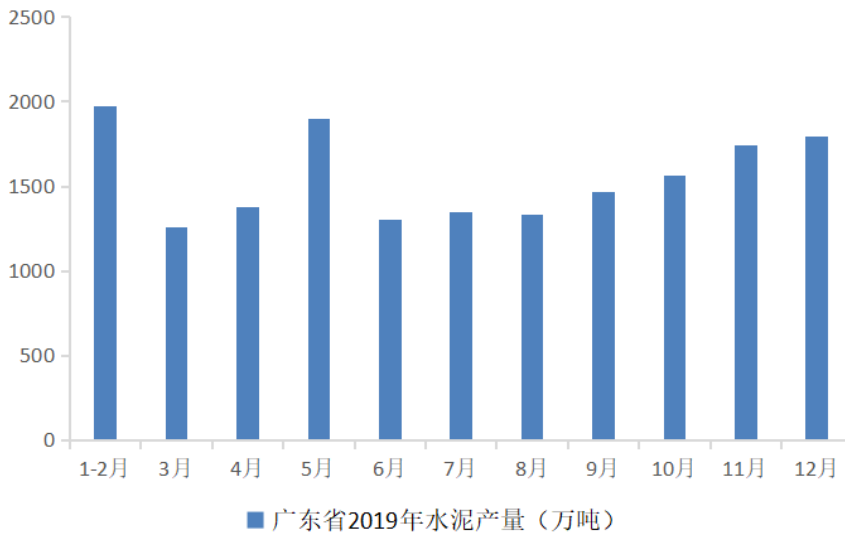
伴随错峰生产，熟料产能置换也齐头并进，2019 年全国熟料产线涉及淘汰置换的产线有 26 条，约 1800 万吨的熟料产能将陆续退出，水泥行业严禁新增产能，压减过剩产能，产能总量保持平稳。自 2014 年以来，水泥产能和熟料产能增长率均呈现下降态势，2016 年开始水泥产能持续负增长。2018 年我国水泥产能削减 550 万吨，下降 1.65%，新增熟料产能为 600 万吨，累计熟料产能较 2017 年仅增长 0.31%。产能置换政策的实施解决我国水泥产能过剩的难题，从源头上限制水泥生产能力新增，保证产能利用率稳中向好。2018 年，由于停产限产政策，大部分亿吨级水泥生产省份出现了不同程度的产量缩水。但广东省在政策环境压力下，水泥产能仍然在该年保证 3.24% 的稳定增长，表明广东省水泥供给仍然处于略小于总体需求的状态。

表 7: 2018 年亿级水泥生产省份累计产量及增速

排名	地区	当月产量 (万吨)	累计产量 (万吨)	当月同比增长 (%)	累计增长 (%)
1	广东省	1302.31	7622.61	-2.59	3.24
2	四川省	1249.63	6840.16	-2.97	-5.63
3	江苏省	1103.63	6712.63	-32.61	-25.2
4	河南省	1215	6259.08	-15.87	-20.32
5	山东省	1207.99	5892.66	-22.26	-24.44
6	安徽省	1108.36	5798.35	-10.1	-13.65
7	云南省	953.57	5776.84	-4.51	3.15

数据来源：东北证券，国家统计局

图 24: 2019 年 1-12 月广东水泥产量情况 (万吨)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

#### 4.2. 产能淘汰犹存, 助力提升塔牌市占率

塔牌集团作为粤东水泥龙头, 其 600 万吨新型干法熟料水泥生产线是广东省、梅州市重点产业项目, 也是当前水泥行业单位产能最大、能源消耗最低、环境污染最小、工艺技术最先进、资源综合利用率和劳动生产率最高的水泥生产线项目。4 月 29 日, 广东塔牌集团投资 43 亿元建成的 600 万吨水泥项目二期工程成功点火投产, 也是 2015 年来广东省唯一获批的新设水泥产线。

表 8: 广东省主要水泥产线

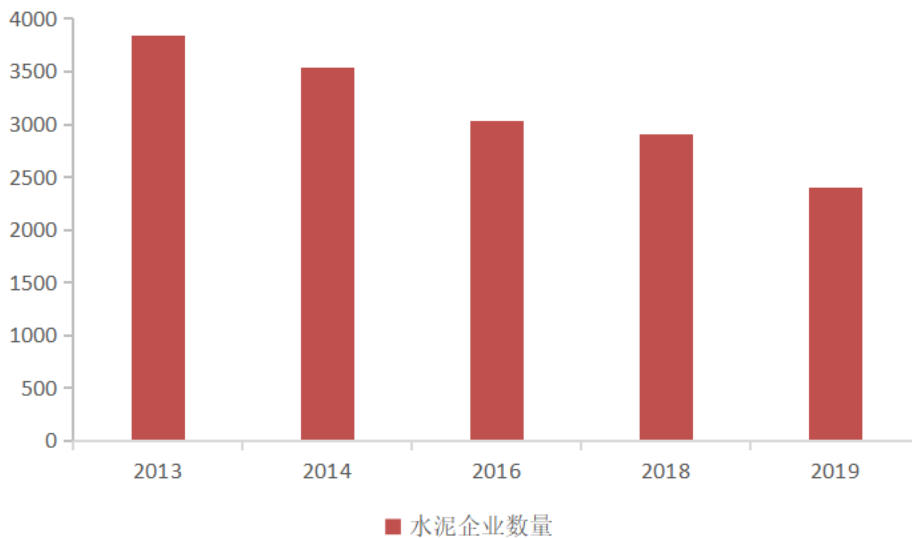
企业名称	建设地址	建成投产时间	设计产能 (吨/日)
广州市越堡水泥有限公司	广州市花都区新华街马溪工业区内	2005 年 4 月	6000
梅州市塔牌集团蕉岭鑫达旋窑水泥有限公司	梅州市蕉岭县文福镇	2003 年 6 月	5000
广东塔牌集团股份有限公司蕉岭分公司	梅州市蕉岭县文福镇白湖村	2020 年 4 月	10000
广东塔牌集团股份有限公司蕉岭分公司		2017 年 11 月	10000
台泥 (英德) 水泥有限公司	英德市英城镇观音山	2006 年 1 月	5000
	英德市英城镇观音山	2006 年 1 月	5000
	英德市英城镇观音山	2008 年 1 月	6000
	英德市英城镇观音山	2008 年 1 月	6000
阳春海螺水泥有限责任公司	广东省阳春市春湾镇自由村	2013 年 9 月	5500
	广东省阳春市春湾镇自由村	2015 年 7 月	12000

廉江市丰诚水泥有限公司 廉江市石岭镇沙塘工业区南面 2016年7月 6000

数据来源：东北证券，广东省工信部

供给侧改革以来，近六年国内水泥企业数量逐年减少，从2013年的3840家减少至2400多家，其中减少最为明显的就是粉磨站企业，熟料与水泥制造一体化的企业受到冲击较少。主要在于粉磨站无矿山资源，在供给侧改革的背景下，企业竞争加剧，在原材料环节上受制的粉磨站因此生存越发困难，市场空间被不断挤压。在水泥企业逐渐减少的同时，大品牌企业的平均规模逐步变大，伴随着政策调整、市场竞争的优化。水泥行业市场份额因此向塔牌企业这样的优质企业不断集中。

图 25: 国内水泥企业数量变化情况 (单位: 家)

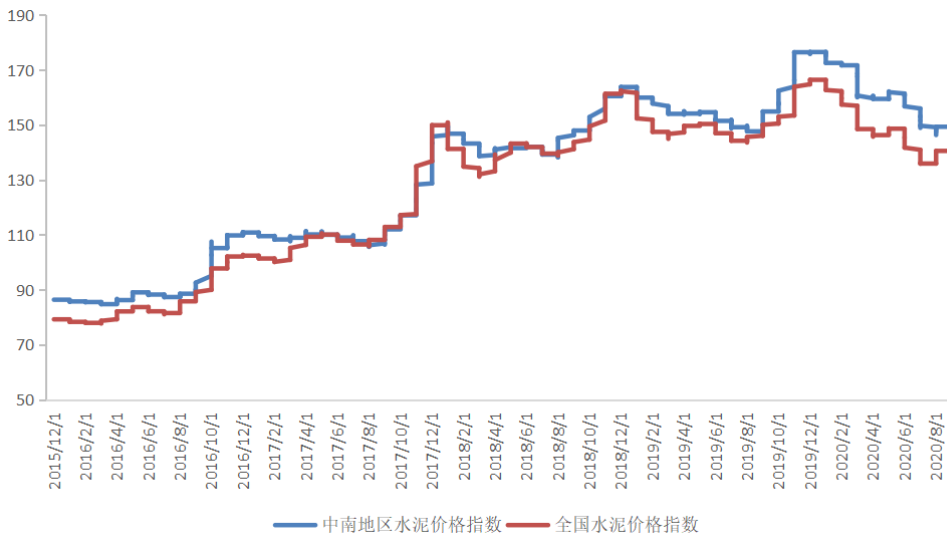


数据来源：东北证券，百年建筑网

### 4.3. 区域供需格局优化，水泥价格有望继续攀升

2019年中国建材联合会联手15家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》。指导目录中，主要对产能低下的粉末设施、产能利用率较低的水泥熟料产线进行淘汰。并且，据公司公告，塔牌集团的文福600万吨熟料水泥项目方圆300公里范围内，2500吨/日以下的水泥熟料生产线约有14条，另外区域内还有多家单套粉磨水泥产能100万吨以下的粉磨设施。若区域内上述落后产能淘汰完毕后，公司产品覆盖区域水泥供给将进一步压缩，从水泥价格指数中可以看到，中南地区水泥价格指数与全国水泥价格指数差距逐步加大，伴随产能进一步淘汰，区域内水泥供需格局将持续向好。

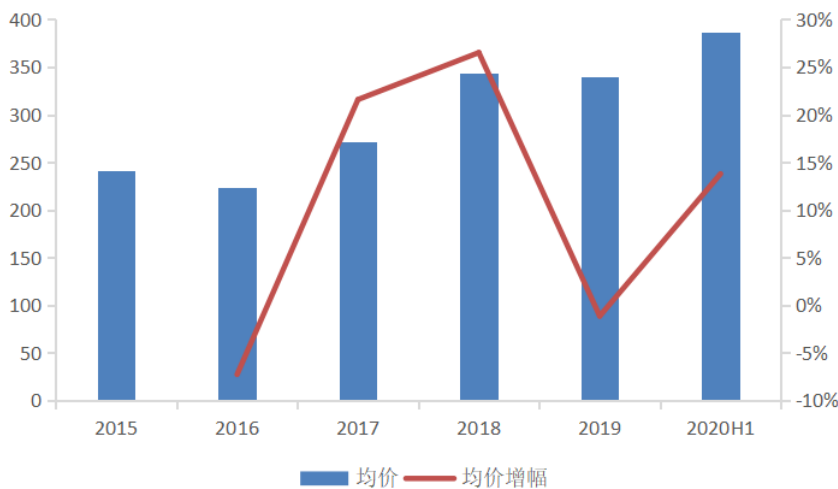
图 26: 中南地区与全国水泥价格指数



数据来源: 东北证券, Wind

公司 2020 上半年水泥销售均价 386.90 元/吨, 同比增长 17.58% 达到历史新高; 综合广东省供需分析, 供给端受限, 需求端景气度不断提升, 预计公司水泥价格仍能维持高位。

图 27: 公司水泥销售均价 (元/吨) 以及增幅



数据来源: 东北证券, Wind

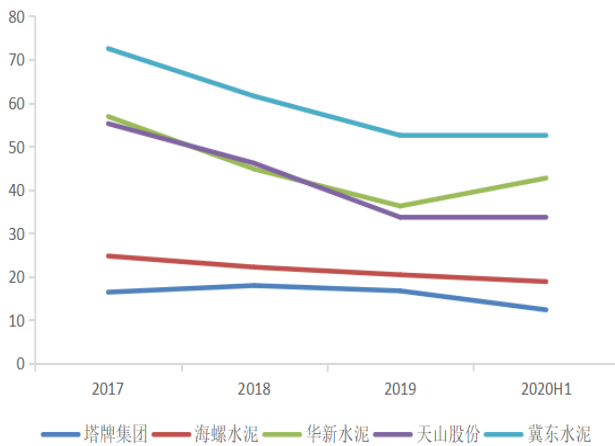
## 5. 公司经营稳健, 低费率高股息提升核心竞争力

### 5.1. 公司负债率偏低, 经营主业造血能力强

短期内公司偿债压力较小。从公司资产负债表结构看, 公司最近 3 年的资产负债率分别为: 16.38%、17.91%、16.68%, 与其他水泥企业横向相对比后发现, 公司资产负债率水平偏低, 且最近两年公司没有有息负债。另外, 公司流动比率较高, 2019 年流动比率为 2.98, 处在行业中上游, 说明公司偿债能力较好。

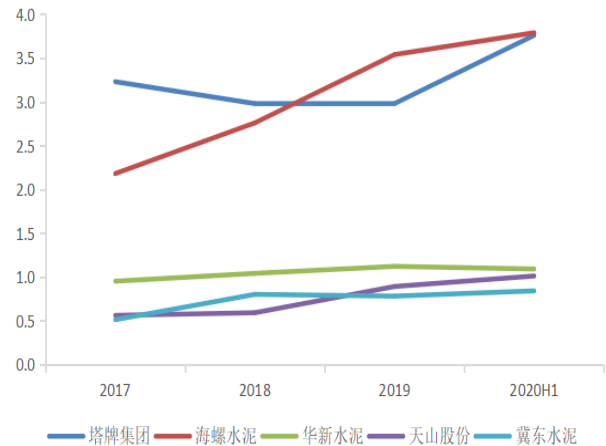


图 28: 塔牌集团以及同业公司资产负债率 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

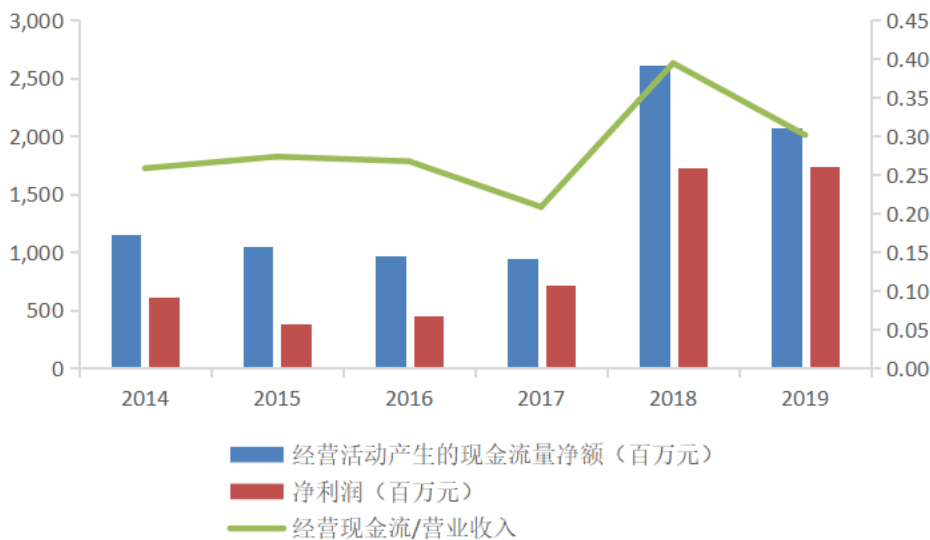
图 29: 塔牌集团以及同业公司流动比率



数据来源: 东北证券, Wind

良好的盈利质量为主业造血能力提供保障, 2014 年~2019 年, 塔牌集团经营性现金流净额均高于净利润, 现金流充沛, 盈利质量高, 经营性现金流净额也高于资本开支, 并且公司近几年的经营性现金流净额占营业收入比例均在 20% 以上。自身造血能力在无需借债的情况下能够满足未来业务发展需求, 为主营造血能力保驾护航。

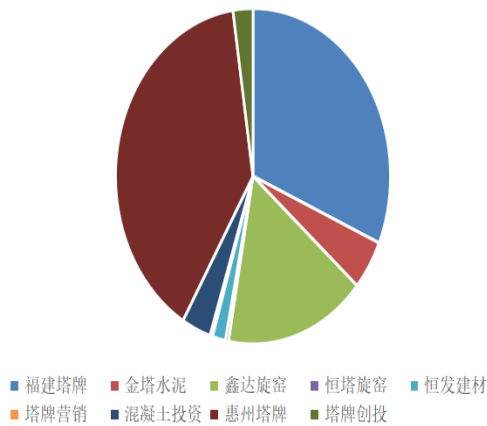
图 30: 公司经营性现金流 (百万元)、净利润 (百万元) 以及经营现金流占比



数据来源: 东北证券, Wind

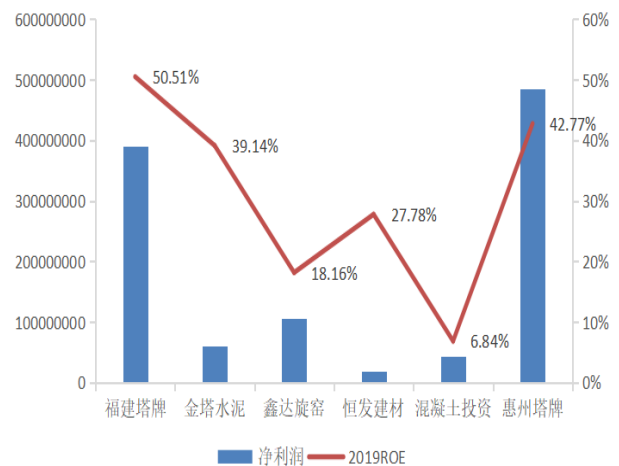
核心子公司盈利能力出众, 公司全资子公司包括福建塔牌、恒发建材、金塔水泥、鑫达旋窑、惠州塔牌以及混凝土投资, 除混凝土投资以外其他子公司的主营业务均是水泥生产和销售, 六家子公司对于公司营业收入以及净利润贡献巨大, 六家子公司营业收入以及净利润之和占公司整体的 90% 以上。除混凝土投资 ROE 相对较低以外, 其他五家子公司 ROE 在 2015 年触底回升, 2019 年福建塔牌 ROE 为 50.51%, 惠州塔牌 ROE 也高达 42.77%, 六家子公司 2019 年平均 ROE 超过 30%, 盈利能力出众。

图 31: 公司子公司营收占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 32: 子公司 2019 年净利润以及 ROE



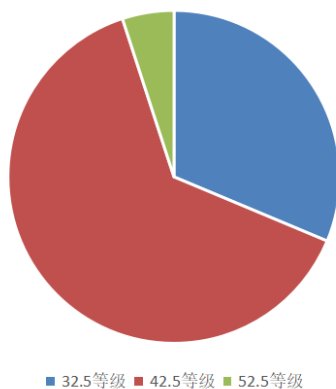
数据来源: 东北证券, Wind

## 5.2. 产品结构优化, 多产业齐头并进

### 5.2.1. 重心向中高强度水泥产品转移, 产品结构趋于优化

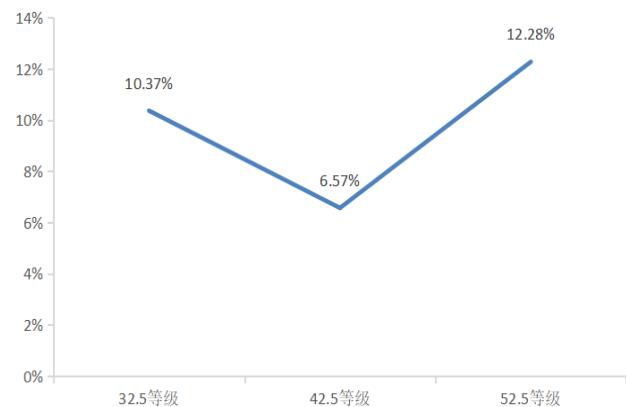
公司产品结构紧跟市场, 我国 2018 出台《硅酸盐通用水泥》3 号修改单, 文件宣布 2019 年 10 月 1 日起取消复合硅酸盐水泥 32.5 强度等级(PC32.5R), 保留 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个强度等级。对于广东省而言, 目前 32.5 等级水泥仍未推出市场, 但公司积极调整产品结构, 目前公司销售产品中 42.5 等级水泥销量占比 63.68%, 52.5 等级水泥销量也稳步升高, 销售增幅最高, 2019 年 52.5 等级水泥销量同比提高 12.28%。公司产品结构重心向高端水泥产品转移, 带动盈利能力进一步提升。

图 33: 公司各等级水泥产品销售量占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 34: 公司 2019 年各等级水泥销售量同比增幅



数据来源: 东北证券, Wind

### 5.2.2. 抓住机遇, 积极布局大健康产业

大健康领域发展机遇众多。由于工业化、城镇化、人口老龄化进程加快, 并且 2020 年新冠疫情冲击巨大, 我国现阶段面临逐渐增多的疾病威胁以及健康因素影响。我国早在 2016 年 10 月 25 日, 国务院印发《“健康中国 2030”规划纲要》, 是建国以来首次在国家层面上提出的健康领域的中长期规划, 因此大健康产业的蓬勃发展和

市场蓝海吸引了众多企业在此领域布局。今年梅州大健康高科技产业园正在积极进行规划布局，依托长寿乡品牌和生态优势发展大健康产业，塔牌集团位于梅州，地理位置优越，在今后大健康产业的规划发展中具有独特优势。

图 35: 梅州康养旅游示范区规划图

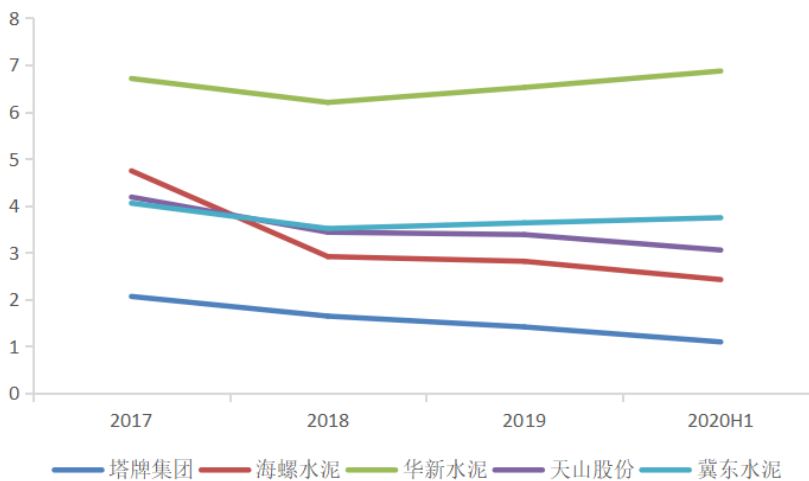


数据来源：东北证券，梅州市人民政府官网

### 5.3. 费率管控水平优质，为营业利润提供保障

经销模式和直销模式并存的营销模式，销售费用与同业相比较低。公司的水泥销售模式根据销售对象的不同，建立了经销模式和直销模式并存的多渠道、多层次的销售网络，共有两千多个销售网点，并于各地代理商建立了稳定的合作关系，并且能够迅速反馈市场需求，以便于公司迅速调整营销策略，同时，公司紧跟时代步伐，开设了塔牌水泥的电子商务销售平台，通过网上销售扩宽销售。种种营销手段帮助公司降低销售费用比例，塔牌集团与同行业公司对比销售费用占总营收比例降低，并且有逐步下降的趋势，帮助公司进一步增厚利润。

图 36: 公司销售费用/营业总收入 (%) 横向对比

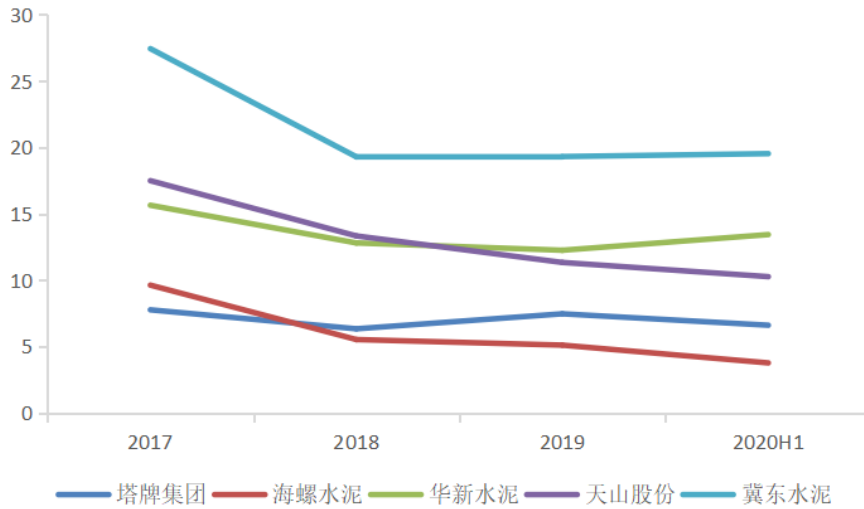


数据来源：东北证券，Wind

公司期间费用率保持在同业较低水平，仅次于行业龙头海螺水泥，除销售费用外，

公司财务费用近年为负，侧面体现公司现金流充裕。同时公司管理费用也保持在同业中下水平，体现了优秀的费用管控能力。

图 37: 公司期间费用横向对比



数据来源: 东北证券, Wind

积极落实成本管控和技术升级改造。塔牌集团相比于其他先进大型水泥窑，水泥的电耗和煤耗均减少约 12%-15%，公司秉持“清洁生产、低碳生产、智能生产、安全生产”的建设理念，2019 年继续投资 9145 万元升级完善各企业环保设备、智能化建设、节能减排能技术改造项目，通过改造升级后的生产线已累计年节约煤月 1890 吨，有效降低成本提升毛利。

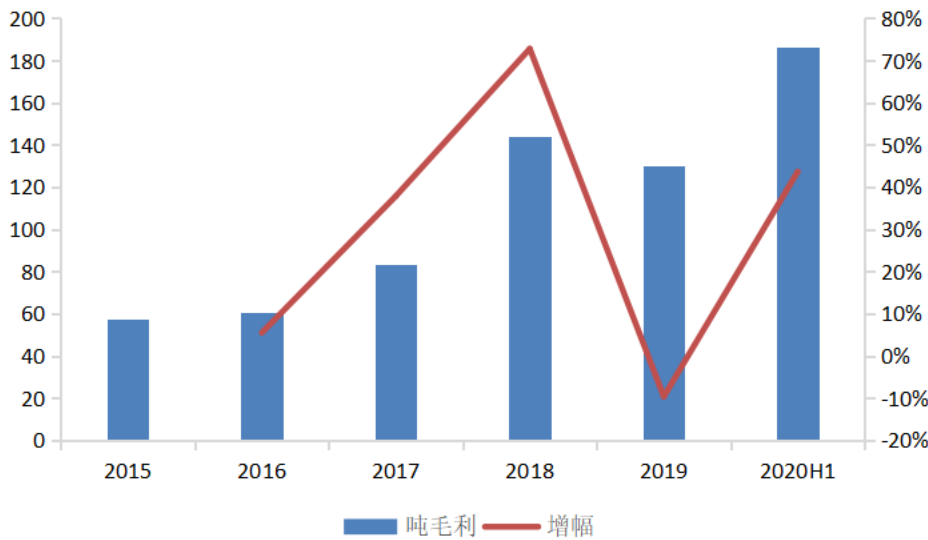
表 9: 公司万吨线节能情况对比

项目	文福万吨线项目	其他先进大型窑	项目
水泥综合能耗	85 千克标煤/吨	100 千克标煤/吨	水泥综合能耗
水泥综合电耗	84 度/吨	95 度/吨	水泥综合电耗

数据来源: 东北证券, 公司公告

随着公司费用管理能力以及技术不断升级转型，公司吨毛利也逐年升高，除 2019 年公司毛利受水泥价格小幅下跌影响略有下降，2020 年上半年公司水泥产品平均吨毛利为 186.54 元/吨，增幅明显吨毛利创造历史新高。

图 38: 公司水泥吨毛利 (元/吨) 以及增幅

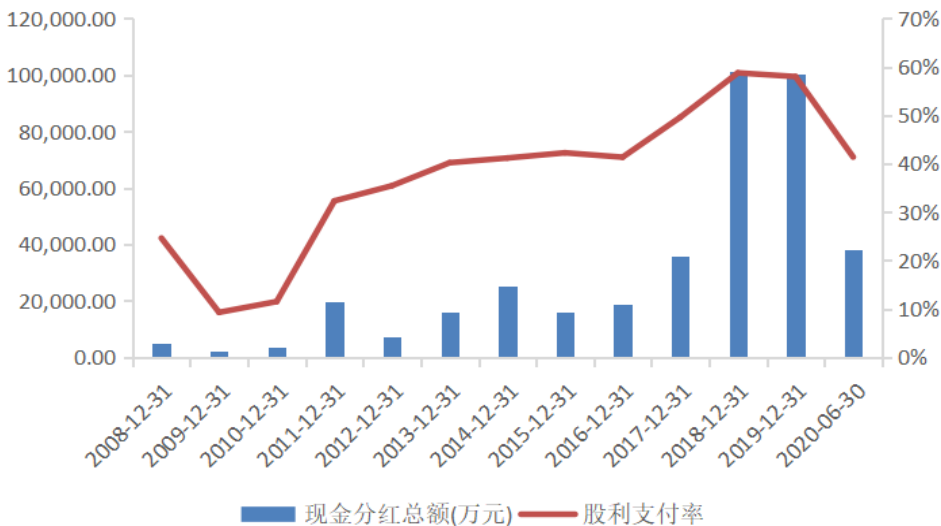


数据来源: 东北证券, Wind

#### 5.4. 良好经营业绩保障高分红, 股权激励提高管理活力

公司自从 2008 年成功上市以来, 便持续进行现金分红, 2018 年公司股利支付率为 58.92%, 2019 年股利支付率稍有回落但仍有 58.02%, 2020 年年中公司实施分红, 体现出公司具有稳定良好的经营业绩, 保障了较高的分红水平, 加大对股东的回馈。

图 39: 公司现金分红总额以及股利支付率



数据来源: 东北证券, Wind

实力员工持股计划, 提高管理层以及员工积极性, 提升公司管理活力。公司 2018 年公司推出员工持股计划, 共分六期实施, 在 2018 年至 2023 年的六年内, 滚动设立各期独立存续的员工持股计划。目前第一期员工持股计划已经完成股票购买, 并在 2019 年 3 月公布了第二期员工持股计划, 第二期员工持股计划股票来源为公司回购专用账户内已回购的股份, 已经在 7 月 28 日发布公告称完成非交易过户。员工持股计划对公司管理层的积极性调动起到积极左右, 并且能帮助优化公司管理效



率。

## 6. 估值与盈利预测

公司主营业务为水泥及熟料销售、商品混凝土、矿石销售。水泥销售业务营收占比超过总营收的 90%，为业绩主要影响因素。公司制定 2020 年销售计划为销售水泥 2180 万吨，但受到疫情以及广东地区雨水天气的影响，我们预计 2020 年水泥销量为 2000 万吨。但鉴于公司文福万吨线现已实现投产，并且粤东地区需求旺盛、供给不足的现状仍会持续，预计公司水泥吨均价仍将在高位。所以，预计公司水泥销售业务在未来三年分别实现 20%/18%/10% 的增速；并且预计 2020-2022 年水泥业务毛利率为 44%/41%/41%；预计公司商业混凝土业务 2020-2022 年实现 12%/15%/18% 的增速；矿石销售业务 2020-2022 年实现 50%/35%/20% 的增速。

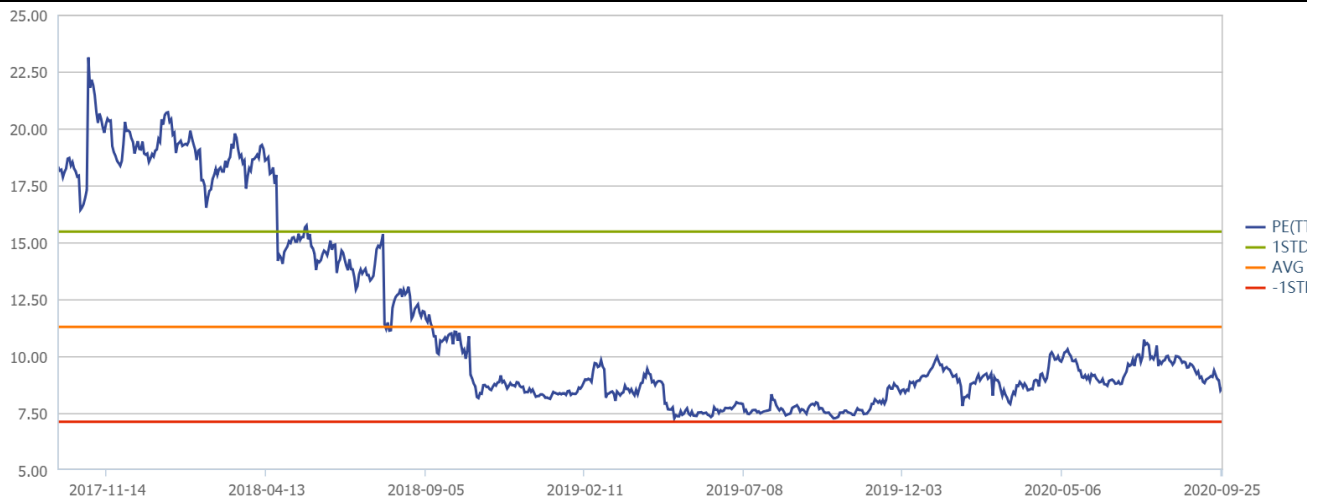
表 10: 公司业绩拆分预测

	业务	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入（百万）	水泥	6593	7912	9336	10008	
	yoy	7%	20%	18%	10%	
	商品混凝土	217	243	279	329	
	yoy	-26%	12%	15%	18%	
	矿石销售	4	5	7	9	
	yoy	17%	50%	35%	20%	
	其他业务	53	77	96	111	
	yoy	37%	45%	25%	15%	
	毛利率	水泥	38%	44%	41%	41%
		商品混凝土	16%	20%	22%	25%
矿石销售		49%	50%	50%	50%	
其他业务		79%	75%	75%	75%	

数据来源：东北证券，Wind

根据我们的盈利预测，公司 2020-2022 年实现营业收入 82.37/97.19/107.18 亿元，同比增长 20%/18%/10%；实现归母净利润 22.30/24.71/27.43 亿元，同比增长 29%/11%/11%，对应 EPS 为 1.87/2.07/2.30 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 7.7/6 倍。公司自 2018 年 9 月起市盈率趋于稳定，近期维持在 9 倍-11 倍之间，目前处于历史估值较低水平，维持“买入”评级。

图 40: 公司历史估值情况



数据来源: 东北证券, Wind

## 7. 风险提示

基建投资增速不及预期、水泥价格剧烈波动。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1287	5074	6394	7811	净利润	1734	2230	2471	2743
交易性金融资产	2608	0	0	0	资产减值准备	(12)	0	0	0
应收款项	41	49	58	64	折旧及摊销	319	392	396	361
存货	463	501	620	686	公允价值变动损失	101	50	75	85
其他流动资产	765	893	1055	1164	财务费用	(23)	(10)	(18)	(23)
<b>流动资产合计</b>	<b>5283</b>	<b>6658</b>	<b>8293</b>	<b>9908</b>	投资损失	(350)	(150)	(225)	(285)
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	2167	(40)	51	42
长期投资净额	497	450	550	600	其他	(1769)	2	2	3
固定资产	2870	3685	3435	3214	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>2078</b>	<b>2424</b>	<b>2677</b>	<b>2840</b>
无形资产	659	593	533	480	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>(562)</b>	<b>2532</b>	<b>(135)</b>	<b>(95)</b>
商誉	2443	1424	1372	1331	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>(928)</b>	<b>(1170)</b>	<b>(1222)</b>	<b>(1328)</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6469</b>	<b>6152</b>	<b>5891</b>	<b>5626</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>588</b>	<b>3787</b>	<b>1320</b>	<b>1417</b>
<b>资产总计</b>	<b>11752</b>	<b>12809</b>	<b>14184</b>	<b>15534</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	867	939	1162	1286	每股指标				
预收款项	242	262	324	359	每股收益 (元)	1.45	1.87	2.07	2.30
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	8.20	8.95	9.78	10.70
<b>流动负债合计</b>	<b>1774</b>	<b>1929</b>	<b>2296</b>	<b>2536</b>	每股经营性现金流量 (元)	1.74	2.03	2.25	2.38
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	186	194	211	221	营业收入增长率	4%	20%	18%	10%
<b>长期负债合计</b>	<b>186</b>	<b>194</b>	<b>211</b>	<b>221</b>	净利润增长率	1%	29%	11%	11%
<b>负债合计</b>	<b>1960</b>	<b>2123</b>	<b>2507</b>	<b>2757</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	9783	10674	11663	12760	毛利率	37.7%	43.6%	40.8%	40.6%
少数股东权益	9	12	14	17	净利率	25.2%	27.1%	25.4%	25.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11752</b>	<b>12809</b>	<b>14184</b>	<b>15534</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	145.7	182.8	180.4	174.8
					存货周转率 (次)	8.7	9.6	10.3	9.7
					偿债能力指标				
					资产负债率	16.7%	16.6%	17.7%	17.7%
					流动比率	3.0	3.5	3.6	3.9
					速动比率	2.7	3.2	3.3	3.6
					费用率指标				
					销售费用率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
					管理费用率	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
					财务费用率	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
					分红指标				
					分红比例	58%	60%	60%	60%
					股息收益率	6.10%	8.05%	8.92%	9.90%
					估值指标				
					P/E (倍)	10	7	7	6
					P/B (倍)	1.7	1.6	1.4	1.3
					P/S (倍)	2.4	2.0	1.7	1.6
					净资产收益率	17.7%	20.9%	21.2%	21.5%

利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6891	8237	9719	10718
营业成本	4295	4647	5754	6369
营业税金及附加	96	115	136	150
资产减值损失	(12)	0	0	0
销售费用	97	115	136	150
管理费用	440	526	620	684
财务费用	(23)	(10)	(18)	(23)
公允价值变动净收益	101	50	75	85
投资净收益	250	100	150	200
<b>营业利润</b>	<b>2359</b>	<b>2994</b>	<b>3316</b>	<b>3673</b>
营业外收支净额	(13)	(33)	(34)	(35)
<b>利润总额</b>	<b>2326</b>	<b>2960</b>	<b>3281</b>	<b>3641</b>
所得税	573	728	807	896
净利润	1753	2232	2474	2745
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1734</b>	<b>2230</b>	<b>2471</b>	<b>2743</b>
少数股东损益	1	2	2	3

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**王小勇:** 重庆大学技术经济及管理硕士, 四川大学水利水电建筑工程本科, 现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职, 先后在招商证券、民生证券, 新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验, 2007年以来具有13年证券研究从业经历, 善于把握周期行业发展脉络, 视野开阔, 见解独到, 多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn