

塔牌集团 (002233)

公司研究/点评报告

毛利率大幅提升，归母扣非净利同比增 47%

—塔牌集团 2020 半年报点评

点评报告/建材行业

2020 年 8 月 11 日

一、事件概述

公司 2020 年 8 月 10 日发布 2020 年半年报，2020 年上半年营收 28 亿元，同比下降 2%，归母净利润 9.2 亿元，同比增长 31%，归母扣非净利 8.3 亿元，同比增 47%。

二、分析与判断

➤ 毛利率大幅提升，2020 年归母扣非净利同比增 47%

据公司公告，水泥行业在新冠疫情和超长梅雨双重影响下，国内水泥市场需求阶段性下滑严重，上半年全国累计水泥产量 9.98 亿吨，同比下降 4.8%，去年同期为增长 6.8%。今年上半年，公司实现水泥产量 738.22 万吨、销量 675.67 万吨，较上年同期分别下降了 13.09%、18.12%。今年上半年，公司水泥销售价格较上年同期上升了 17.58%，水泥销售成本较上年同期下降了 7.01%，叠加影响下使得公司综合毛利率由上年同期 34.08% 上升至 47.27%，上升了 13.19 个百分点。毛利率的大幅提升使得公司归母扣非净利在销量下滑的情况下同比大幅增长 47%。

➤ 大湾区建设在即，下游需求有望稳定增长。

基建增速持续回暖，地产增速略有下滑。2019 年广东固定资产投资完成额累计同比为 11.1%，房屋新开工面积累计同比为 -3.7%。

2019 年 2 月 20 日，中共中央、国务院印发的《粤港澳大湾区发展规划纲要》，粤港澳大湾区包括香港、澳门和珠三角九市，总面积 5.6 万平方公里，是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。《纲要》中提出“完善大湾区经粤东西北至周边省区的综合运输通道”等。未来几年随着大湾区基础设施建设进一步加速，广东水泥需求有望持续增长。塔牌水泥作为广东本地名列前茅的大型水泥企业（2020 年产能 2200 万吨）在未来大湾区的建设中有望持续受益。

➤ 水泥行业加大淘汰落后产能力度，供需格局未来持续向好

近期，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》。水泥行业淘汰落后产能指导目录主要内容有：单套粉磨水泥产能 100 万吨以下的粉磨设施（特种水泥除外）；水泥熟料产能利用率 70% 以下的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2020 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前）；水泥熟料产能利用率 70% 以上的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022 年底前）等。据公司公告，对于塔牌来说，公司文福 600 万吨熟料水泥项目方圆 300 公里范围内，2500 吨/日（含）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，区域内水泥供需格局将持续向好。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.64 元、1.91 元、2.18 元，对应 PE 分别为 10.0 倍、8.6 倍、7.5 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 14 倍，维持推荐评级。

四、风险提示：

大湾区建设进度拖后等导致下游需求下滑；淘汰落后产能速度放缓。

推荐

维持评级

当前价格： 16.38

交易数据 2020-8-10

近 12 个月最高/最低(元)	16.38/9.12
总股本(百万股)	1192.28
流通股本(百万股)	1162.05
流通股比例(%)	97%
总市值(亿元)	195.29
流通市值(亿元)	190.34

该股与沪深 300 走势比较



分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1, 塔牌集团(002233)公司调研简报:粤港澳大湾区建设在即，业绩有望稳定增长
20190521

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,891	7,845	8,983	10,194
增长率 (%)	3.9%	13.8%	14.5%	13.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,733	1,950	2,281	2,602
增长率 (%)	0.6%	12.5%	17.0%	14.0%
每股收益 (元)	1.46	1.64	1.91	2.18
PE (现价)	11.2	10.0	8.6	7.5
PB	2.0	1.6	1.5	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,891	7,845	8,983	10,194
营业成本	4,295	4,779	5,478	6,224
营业税金及附加	96	109	125	142
销售费用	97	134	142	160
管理费用	434	442	502	595
研发费用	6	4	5	7
EBIT	1,963	2,378	2,730	3,067
财务费用	(23)	(88)	(151)	(227)
资产减值损失	(12)	0	0	0
投资收益	250	142	169	187
营业利润	2,341	2,618	3,060	3,490
营业外收支	(33)	0	0	0
利润总额	2,307	2,599	3,039	3,466
所得税	573	648	756	862
净利润	1,734	1,951	2,283	2,604
归属于母公司净利润	1,733	1,950	2,281	2,602
EBITDA	2,373	2,777	3,152	3,498
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1287	2466	4275	5683
应收账款及票据	152	359	273	333
预付款项	41	42	51	57
存货	463	726	609	891
其他流动资产	723	723	723	723
流动资产合计	5283	6955	8553	10332
长期股权投资	497	638	807	994
固定资产	2870	3183	3348	3511
无形资产	659	621	589	559
非流动资产合计	6469	7351	7532	7799
资产合计	11752	14307	16085	18130
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	867	1112	1249	1375
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1774	2175	2423	2724
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	186	186	186	186
非流动负债合计	186	186	186	186
负债合计	1960	2361	2609	2910
股本	1192	1192	1192	1192
少数股东权益	9	11	13	15
股东权益合计	9792	11945	13476	15221
负债和股东权益合计	11752	14307	16085	18130

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.9%	13.8%	14.5%	13.5%
EBIT 增长率	-8.5%	21.1%	14.8%	12.3%
净利润增长率	0.6%	12.5%	17.0%	14.0%
盈利能力				
毛利率	37.7%	39.1%	39.0%	38.9%
净利润率	25.2%	24.9%	25.4%	25.5%
总资产收益率 ROA	14.8%	13.6%	14.2%	14.3%
净资产收益率 ROE	17.7%	16.3%	16.9%	17.1%
偿债能力				
流动比率	3.0	3.2	3.5	3.8
速动比率	2.7	2.9	3.3	3.5
现金比率	2.2	2.3	2.8	3.0
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	5.3	4.0	3.9
存货周转天数	41.5	44.8	43.9	43.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.6	1.9	2.2
每股净资产	8.2	10.0	11.3	12.8
每股经营现金流	1.7	1.8	2.5	2.4
每股股利	0.9	0.5	0.6	0.7
估值分析				
PE	11.2	10.0	8.6	7.5
PB	2.0	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.7	6.1	4.8	4.0
股息收益率	5.2%	3.3%	3.9%	4.4%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,734	1,951	2,283	2,604
折旧和摊销	422	399	422	431
营运资金变动	224	(91)	459	(71)
经营活动现金流	2,084	2,135	3,017	2,802
资本开支	1,362	312	455	536
投资	668	0	0	0
投资活动现金流	(562)	(312)	(455)	(536)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(928)	(643)	(753)	(859)
现金净流量	594	1,180	1,809	1,407

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。