

证券研究报告—动态报告

建材

水泥 II

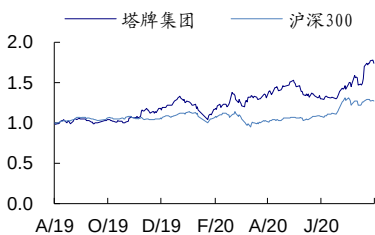
塔牌集团(002233)
买入

2020 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,192/1,162
总市值/流通(百万元)	19,148/18,662
上证综指/深圳成指	3,340/13,466
12 个月最高/最低(元)	16.86/9.48

相关研究报告:

《塔牌集团-002233-2019 年财报点评: 业绩持续改善, 新增万吨线助力区域建设》——2020-03-17
 《塔牌集团-002233-2019 年中报点评: 二季度业绩承压, 高分红提供安全边际》——2019-08-06
 《塔牌集团-002233-雄踞一方, 固若金汤》——2019-06-03
 《塔牌集团-002233-2018 年年报点评: 业绩创新高, 助力粤港澳大湾区建设》——2019-03-13
 《塔牌集团-002233-重大事件快评: 粤港澳大湾区的水泥龙头》——2019-02-19

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
盈利能力再创新高, 新增产能推升未来业绩
● 业绩逆势增长, 高分红策略延续

2020 年 H1 公司实现营收 27.99 亿元, 同比-2.10%, 归母净利润 9.19 亿元, 同比+31.15%, 扣非净利润 8.29 亿元, 同比+46.92%, EPS 为 0.78 元/股, 符合此前业绩预告, Q2 实现营收 18.08 亿元, 同比+22.19%, 归母净利润 5.95 亿元, 同比+116.27%, 业绩增长主因上半年粤东地区水泥价格高于去年同期, 对冲了疫情导致需求下滑的影响。公司连续三年中期现金分红, 上半年拟 10 派 3.2(含税), 分红率 41.4%。

● 盈利能力再创新高, 现金流大幅增长

2020 年 H1 公司实现水泥销量 675.67 万吨, 同比减少 18.12%, 主因上半年疫情导致出货减少, Q2 后逐渐恢复, 单季度销量同比增长 5.51%。我们测算上半年水泥销售价格约为 387 元/吨, 同比增加 58 元, Q2 吨价格环比下降约 20%, 主要由于去年四季度价格较高, 今年高开低走, 但总体仍然保持历史高位; 受益于煤价和电力成本下降, 吨成本实现 200 元/吨, 同比减少 15 元, 吨毛利约 187 元/吨, 同比大幅提高 73 元。上半年, 公司费用端(不含研发)小幅提高 0.22pct 至 6.17%, 其中管理费用率同比增加 0.63pct 至 3.6%, 主因员工持股计划摊销的股份支付费用以及矿山剥离费用摊销增加。报告期内, 公司经营活动现金流净额大幅增长 92.3%至 5.41 亿元, 状态充裕健康。

● 区域投资回升显著, 下半年需求有望持续发力

为对冲疫情影响, 政府加大投资力度, 上半年广东省固定资产投资增速转正实现 0.1%, 其中基建投资增速同比增长 7.2%, 较年初低点提高 22pct, 粤东地区房地产投资大增 49%。近期, 广东省交运厅再次上调公路水路投资目标 450 亿至 1750 亿元, 同时《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》获得批复, 下半年各类项目需求有望集中释放。

● 新增产能增厚业绩, 维持“买入”评级

公司是粤东地区水泥龙头, 随着上半年文福万吨线项目二期点火投产, 公司水泥和熟料年产能分别增至 2200、1463 万吨。预计区域下半年需求保持强劲, 新增产能有望增厚业绩, 预计 2020-22 年 EPS 为 1.9/2.1/2.2 元/股, 对应 PE 为 8.5/7.6/7.2x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 经济下滑超预期; 项目落地不及预期; 产能释放不及预期。
盈利预测和财务指标

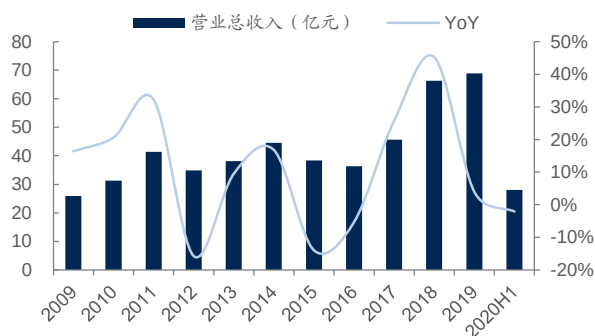
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,630	6,891	8,276	8,954	9,339
(+/-%)	45.3%	3.9%	20.1%	8.2%	4.3%
净利润(百万元)	1723	1733	2266	2524	2643
(+/-%)	139.0%	0.6%	30.7%	11.4%	4.7%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.46	1.90	2.12	2.22
EBIT Margin	32.4%	28.6%	35.2%	36.3%	36.5%
净资产收益率(ROE)	19.2%	17.7%	20.8%	20.7%	19.6%
市盈率(PE)	11.1	11.0	8.5	7.6	7.2
EV/EBITDA	8.3	9.1	7.0	6.3	6.0
市净率(PB)	2.13	1.96	1.75	1.57	1.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

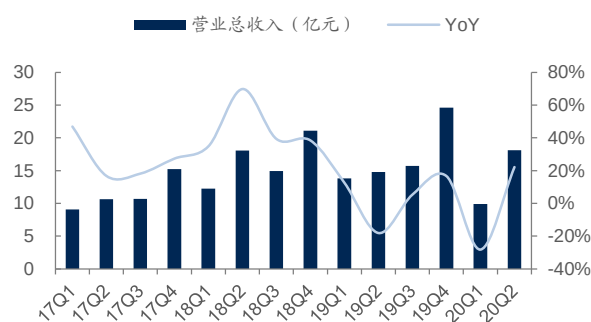
业绩逆势增长，高分红策略延续。2020 年 H1 公司实现营收 27.99 亿元，同比-2.10%，归母净利润 9.19 亿元，同比+31.15%，扣非净利润 8.29 亿元，同比+46.92%，EPS 为 0.78 元/股，符合此前业绩预告，Q2 实现营收 18.08 亿元，同比+22.19%，归母净利润 5.95 亿元，同比+116.27%，业绩增长主因上半年粤东地区水泥价格高于去年同期，对冲了疫情导致需求下滑的影响。公司连续三年中期现金分红，上半年拟 10 派 3.2（含税），分红率 41.4%。

图 1：公司营业收入及同比增速



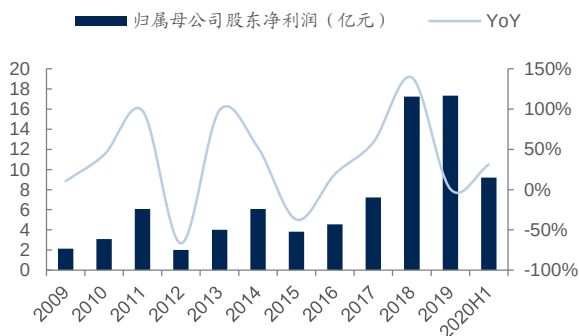
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



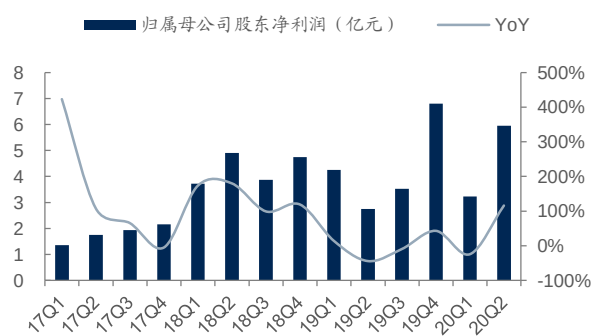
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

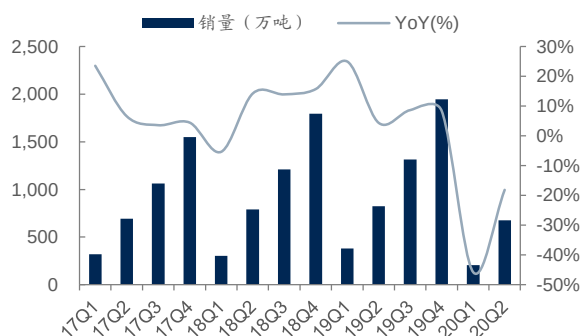
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

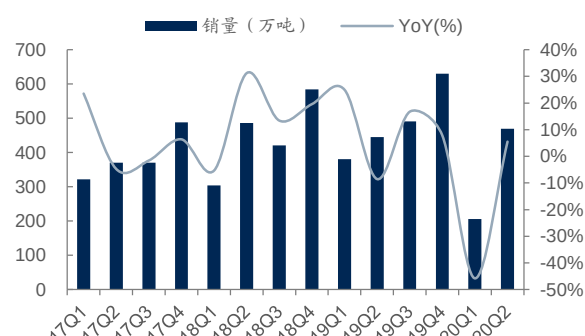
盈利能力再创新高，现金流大幅增长。2020 年 H1 公司实现水泥销量 675.67 万吨，同比减少 18.12%，主因上半年疫情导致出货减少，Q2 后逐渐恢复，单季度销量同比增长 5.51%。我们测算上半年水泥销售价格约为 387 元/吨，同比增加 58 元，Q2 吨价格环比下降约 20%，主要由于去年四季度价格较高，今年高开低走，但总体仍然保持历史高位；受益于煤价和电力成本下降，吨成本实现 200 元/吨，同比减少 15 元，吨毛利约 187 元/吨，同比大幅提高 73 元。上半年，公司费用端（不含研发）小幅提高 0.22pct 至 6.17%，其中管理费用率同比增加 0.63pct 至 3.6%，主因员工持股计划摊销的股份支付费用以及矿山剥离费用摊销增加。报告期内，公司经营活动现金流净额大幅增长 92.3%至 5.41 亿元，状态充裕健康。

图 5：公司水泥累计销量及增速



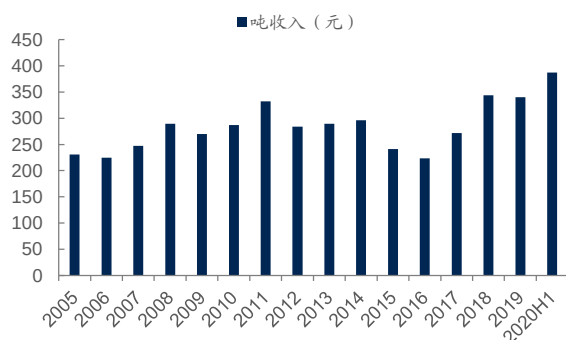
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度销量及增速



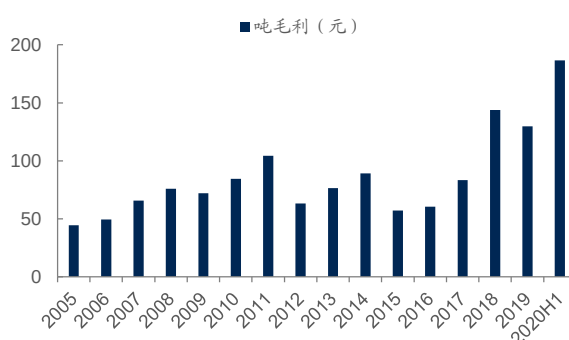
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司水泥吨收入保持高位



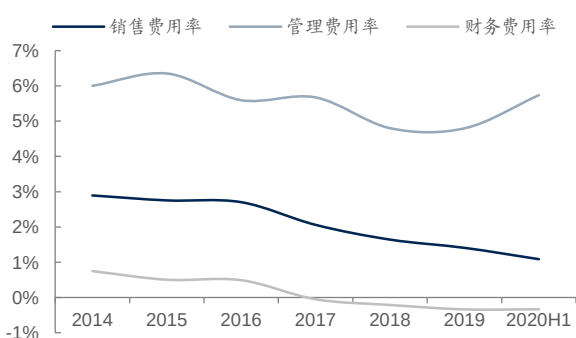
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司水泥吨毛利再创新高



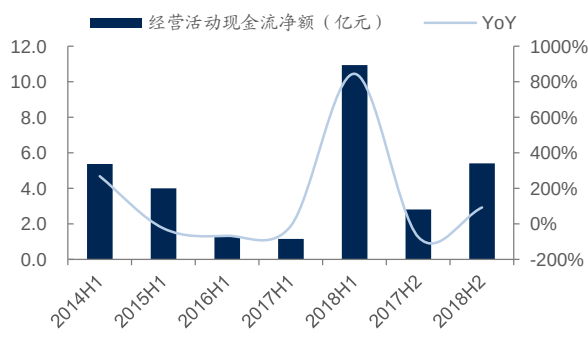
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营活动现金流净额大幅增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

区域投资回升显著，下半年需求有望持续发力。为对冲疫情影响，政府加大投资力度，上半年广东省固定资产投资增速转正实现 0.1%，其中基建投资增速同比增长 7.2%，较年初低点提高 22pct，粤东地区房地产投资大增 49%。近期，广东省交运厅再次上调公路水路投资目标 450 亿至 1750 亿元，同时《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》获得批复，下半年各类项目需求有望集中释放。

投资建议：新增产能增厚业绩，维持“买入”评级。公司是粤东地区水泥龙头，随着上半年文福万吨线项目二期点火投产，公司水泥和熟料年产能分别增至2200、1463万吨。预计区域下半年需求保持强劲，新增产能有望增厚业绩，预计2020-22年EPS为1.9/2.1/2.2元/股，对应PE为8.5/7.6/7.2x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1287	1100	1155	1213	营业收入	6891	8276	8954	9339
应收款项	161	204	232	254	营业成本	4295	4668	5050	5249
存货净额	463	617	689	739	营业税金及附加	96	119	129	135
其他流动资产	695	2210	2392	2495	销售费用	97	109	143	145
流动资产合计	5283	6809	7145	7378	管理费用	434	470	385	400
固定资产	3922	5191	6591	8163	财务费用	(23)	(4)	14	21
无形资产及其他	659	632	606	580	投资收益	250	130	156	156
投资性房地产	1391	1391	1391	1391	资产减值及公允价值变动	113	0	0	0
长期股权投资	497	517	538	560	其他收入	(14)	(3)	(3)	(3)
资产总计	11752	14541	16271	18072	营业利润	2341	3041	3386	3544
短期借款及交易性金融负债	0	1279	1573	1928	营业外净收支	(33)	(18)	(18)	(18)
应付款项	867	1075	1155	1192	利润总额	2307	3022	3367	3525
其他流动负债	906	1015	1054	1083	所得税费用	573	756	842	881
流动负债合计	1774	3369	3782	4203	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1733	2266	2524	2643
其他长期负债	186	246	301	359					
长期负债合计	186	246	301	359	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1960	3615	4083	4562		2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	9	10	11	12	净利润	1733	2266	2524	2643
股东权益	9783	10915	12178	13499	资产减值准备	(9)	4	3	3
负债和股东权益总计	11752	14541	16271	18072	折旧摊销	349	329	436	535
					公允价值变动损失	(113)	0	0	0
					财务费用	(23)	(4)	14	21
					营运资本变动	2018	(1332)	(105)	(49)
					其它	10	(3)	(2)	(2)
					经营活动现金流	3989	1263	2856	3129
					资本开支	(1142)	(1575)	(1812)	(2083)
					其它投资现金流	(2293)	0	0	0
					投资活动现金流	(3441)	(1595)	(1833)	(2106)
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(870)	(1133)	(1262)	(1321)
					其它融资现金流	1006	1279	294	355
					融资活动现金流	(733)	146	(968)	(966)
					现金净变动	(185)	(187)	55	58
					货币资金的期初余额	1472	1287	1100	1155
					货币资金的期末余额	1287	1100	1155	1213
					企业自由现金流	2705	(396)	954	961
					权益自由现金流	3712	885	1238	1301

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032