

推荐 (首次)

塔牌集团 (002233) 研究报告

风险评级: 中风险

粤东水泥龙头 经营持续优化构筑竞争护城河

2020年10月27日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

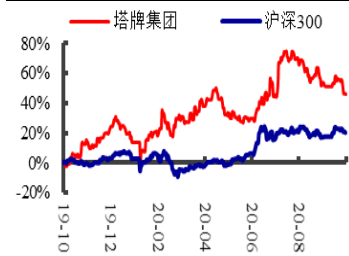
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2020年10月26日

收盘价(元)	13.39
总市值(亿元)	159.65
总股本(亿股)	1,192.28
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	20.26%
12月最高价(元)	16.86
12月最低价(元)	9.49

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **经营情况理想, 业绩规模持续壮大。**2019年末公司水泥产能1800万吨。文福万吨线项目二期于2020年4月建成投产, 新增水泥产能400万吨, 目前水泥产能达约2200万吨, 在粤东市场的占有率将进一步提高。公司近年水泥产能及销量均实现稳健提升。2019年水泥产能为1800万吨/年, 2019年水泥产量为1928.38万吨, 产能利用率超过100%。公司计划2020年全年实现生产熟料1648万吨, 产销水泥2180万吨, 保持平稳增长。
- **区域布局占据天然优势 构筑竞争护城河。**公司水泥主要以惠州龙门、梅州、福建三大生产基地为核心。粤东及珠三角、闽西、赣南等地区经济发达, 基建及房地产建设需求高, 水泥消耗旺盛。公司三大水泥生产基地接近市场, 地理位置优势突出, 较其它竞争对手具有经济运输半径的优势。同时, 公司具有完整产业链, 可以促进公司在提高抗风险能力的基础上增加新的经济增长点。
- **水泥行业景气度理想, 企业效益提升可期。**水泥行业近年持续的行业治理措施, 导致整体产能过剩矛盾得到明显缓解, 供需状态趋良性平衡。“六稳”、“六保”下, 基建逆周期调节作用凸出, 房地产投资保持韧性, 带动水泥需求有望延续。另外, 珠江-西江区域价格在全国领先, 叠加四季度南方仍是施工旺季, 水泥需求景气延续, 价格可望维持高位甚至进一步回升。
- **总结与投资建议。**公司盘踞粤东地区水泥熟料基地, 同时靠近经济发达、水泥需求旺盛的珠三角及周边市场, 具备资源禀赋及区位优势。近年稳健推进产能扩张, 实现经营规模及效益持续扩大。上半年新投产产线将进一步提升年内产能及销量, 带动业绩进一步上升。同时逆周期调节带动基建投资, 房地产开发韧性充足, 水泥需求量价提升值得期待。四季度仍为华南区域水泥市场销售旺季, 行业景气度得以维持。公司区域布局占据天然优势, 经营持续优化构筑竞争护城河, 同时持续较高的分红率积极回报投资者, 投资价值凸显。预测公司2020年——2021年EPS分别为1.81元和1.96元, 对应当前股价PE分别为7.4倍和6.8倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

- **风险提示。**基建及房地产投资低于预期; 水泥价格下跌。
主要财务指标预测表

单位(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	6,891	7,842	8,626	9,316
增长率(%)	3.93%	13.80%	10.00%	8.00%
归属净利润(百万)	1,733	2,161	2,337	2,502
增长率(%)	0.42%	24.64%	8.17%	7.07%
毛利率(%)	37.67%	43.50%	42.00%	41.50%
ROE(%)	17.85%	19.07%	17.86%	16.73%
每股收益(元)	1.45	1.81	1.96	2.10
市盈率(倍)	9.21	7.39	6.83	6.38

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 经营情况理想，业绩规模持续壮大	3
3. 区域布局占据天然优势 构筑竞争护城河	5
4. 费用控制理想 经营质量持续提升	6
5. 水泥行业景气度理想，企业效益提升可期.....	7
5.1 需求维持景气 企业效益提升可期	7
5.2 水泥价格有望进一步回升	8
6. 总结与投资建议	9
7. 风险提示.....	9

插图目录

图 1：公司营收构成情况	3
图 2：公司近年水泥产量变化	4
图 3：公司近年水泥销量变化	4
图 4：公司近年营收增长情况	4
图 5：公司近年归属净利润增长情况	4
图 6：公司销售主要区域	5
图 7：公司近年费用率变化情况	6
图 8：公司近年 ROE 变化情况	6
图 9：销售毛利率、净利率变化	7
图 10：资产负债率变化情况	7
图 11：公司近年现金分红情况	7
图 12：广东及全国固定资产投资增速对比.....	8
图 13：广东及全国房地产投资增速对比.....	8
图 14：全国水泥产能及增速情况	8
图 15：全国及珠江-西江水泥价格走势.....	9

表格目录

表 1：公司盈利预测（截至 2020/10/26）	10
---------------------------------	----

1. 公司简介

公司是国家重点支持 60 家大型水泥企业之一，是广东地区仅有的两家入围水泥生产企业之一。2019 年中国水泥上市公司综合实力排名第十位（数据来源：中国水泥协会）。公司主要从事各类硅酸盐水泥、预拌混凝土的生产和销售，是粤东地区规模较大的水泥制造企业。经过多年发展，塔牌集团已建成广东梅州、惠州，福建龙岩三大水泥生产基地，现有水泥生产规模 2200 万吨，拥有全资、控股、参股混凝土企业二十多家，在职员工 2955 人。截至 2020 年 6 月，拥有 12 家全资子公司、1 家分公司，总资产 114.90 亿元。

公司拥有“塔牌”、“嘉应”、“粤塔”、“恒塔”四个品牌，具有较高知名度，在粤东地区是广大用户的首选品牌，并畅销深圳、东莞、惠州等珠三角发达城市，以及福建和江西的部分地区。

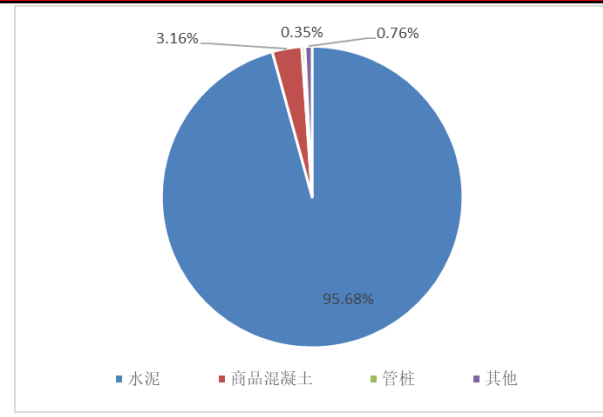
2. 经营情况理想，业绩规模持续壮大

得益于水泥行业“上大压小、扶优汰劣”以及提高行业集中度的结构性调整方向，公司发展空间实现拓展。公司属于国家产业政策扶持企业，经过多年持续发展，产能及经营规模持续扩大。

从 1975 年第一条立窑水泥生产线建成投产；1991 年至 1994 年新建三家立窑水泥生产企业，水泥产能规模达 100 万吨；到 1995 年至 2007 年建立旋窑水泥生产线，产能持续扩大；2008 年随着公司在深交所挂牌上市，并且多条新型生产线陆续建成投产，企业发展进入快速阶段。2013 年鑫达公司 200 万吨/年水泥粉磨项目建成投产，塔牌集团水泥生产规模提升至 1500 万吨。2017 年第一条万吨级新型干法旋窑熟料水泥生产线投产，2019 年末公司水泥产能 1800 万吨。文福万吨线项目二期于 2020 年 4 月建成投产，新增水泥产能 400 万吨，目前水泥产能达约 2200 万吨，在粤东市场的占有率将进一步提高。

公司主要产品为硅酸盐水泥和预拌混凝土。硅酸盐水泥，主要应用于高速公路、水电大坝、铁路、机场等基础设施建设以及房地产等各类建筑工程。预拌混凝土主要指由水泥、集料、水以及根据需要掺入的外加剂、矿物掺合料等材料按一定比例，在搅拌站经计量、拌制后出售的并采用运输车在规定时间内运至使用地点的混凝土拌合物，预拌混凝土主要用于各类土木工程建设。从公司营收构成看，2019 年 95%以上营收来自于水泥销售，商品混凝土营收占比约 3.2%。

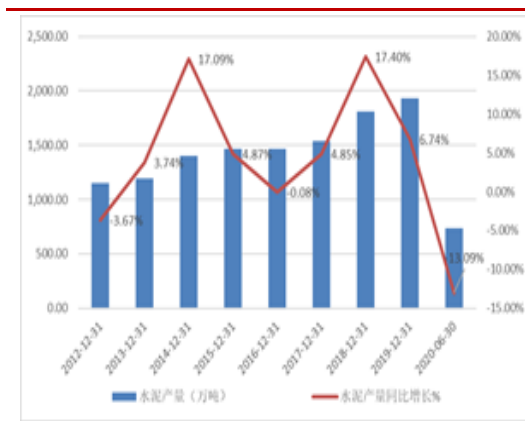
图1：公司营收构成情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

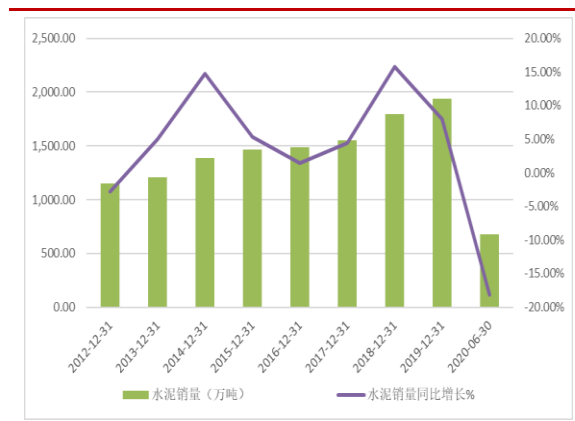
公司近年水泥产能及销量均实现稳健提升。2019 年水泥产能为 1800 万吨/年，2019 年水泥产量为 1928.38 万吨，产能利用率超过 100%。2020 年上半年，受疫情影响，公司水泥产量 738.22 万吨，销量 675.67 万吨，较上年同期分别下降了 13.09%、18.12%。公司计划全年实现生产熟料 1648 万吨，产销水泥 2180 万吨，保持平稳增长。

图2：公司近年水泥产量变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图3：公司近年水泥销量变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司营收净利润方面，近年也实现持续较快增长。公司营业收入从 2011 年 38.3 亿上升至 2019 年 68.9 亿，年复合增长率为 15.7%；净利润从 3.8 亿提升至 17.34 亿，年复合增长率达 46%。

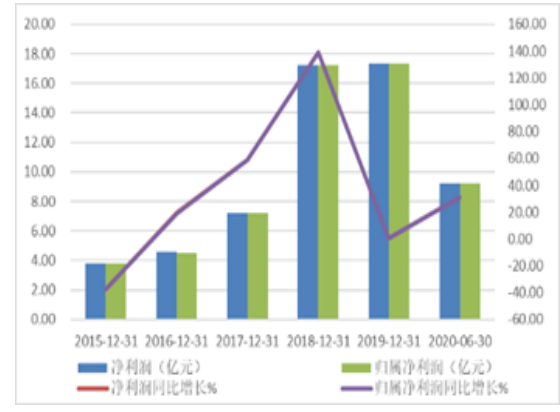
2020 年上半年受疫情影响，整体水泥需求下降，公司实现营业收入 27.99 亿元，较上年同期下降了 2.1%；但由于水泥价格实现同比增长，公司利润总额、归属上市公司股东净利润分别为 12.2 亿元和 9.18 亿元，较上年同期分别上升 31.18%和 31.15%。预计全年业绩也将维持理想增幅。

图4：公司近年营收增长情况

图5：公司近年归属净利润增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 区域布局占据天然优势 构筑竞争护城河

由于水泥是质重价低的资源型产品，因此水泥企业一般选址于靠近石灰石资源的地区，在地理位置布局上受到局限。另外，由于水泥产品标准化程度高、单价低，承担运输成本的能力较弱，一般公路运输优势销售半径不超过 200 公里，水路运输优势销售半径不超过 500 公里。受石灰石资源和运输成本的制约，水泥企业呈现出明显的区域性特征。

公司根据水泥行业资源依赖性和市场区域性特征，一直致力于以资源为依托、以市场为导向构建及优化产业布局。公司水泥主要以惠州龙门、梅州、福建三大生产基地为核心。

粤东地区（梅州、惠州山区）目前是广东省重点发展的三大水泥熟料基地之一，石灰石储量丰富，并且粤东地区已初步形成水泥产业集群效应，配套的石灰石矿山开采、物流等均较完备，产业集群对外辐射的影响力已初步显现。公司通过公路运输把产品销往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。

整体看，粤东及珠三角、闽西、赣南等地区经济发达，基建及房地产建设需求高，水泥消耗旺盛。公司三大水泥生产基地接近市场，地理位置优势突出，较其它竞争对手具有经济运输半径的优势。同时，公司具有完整的产业链，上游具有矿山，下游具有混凝土搅拌站等，完整的产业链可以促进公司在提高抗风险能力的基础上增加新的经济增长点。

图6：公司销售主要区域



数据来源：公司网站，东莞证券研究所

4. 费用控制理想 经营质量持续提升

在规模持续扩大的同时，公司不断提升管理效率，改进销售策略，构筑竞争护城河，实现效益的不断提升。公司具有完善的销售网络，共有两千多个销售网点，与各地代理商建立了长期稳定的合作关系。近年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渠道，为客户提供便利，并通过员工持股计划激励及捆绑员工与公司利益。

公司整体费用率（销售、管理、财务及研发费用率之和）呈现逐年走低趋势，同时水泥吨毛利趋势性向上，经营情况理想。整体费用率从2015年近9.6%下降至2020年中报时的6.6%附近。ROE从2015年8.7%上升至2019年17.7%；同时毛利率，净利润率也实现趋势性上升。另一方面，公司负债率水平实现趋势性下降，财务结构持续优化。

从公司现金分红情况来看，2011年以来，股利支付率均超30%；2013年以来超40%；2017年接近50%，随后两年均维持50%以上水平。公司上市以来整体分红率达43.5%，累计派息38.89亿元。2019年公司每股股利0.85元，2020年中报派息0.32元每股，年报继续维持理想分红可期。公司慷慨分红，积极回报投资者，令人满意，另一方面也看出企业盈利能力优秀，现金流理想。

图7：公司近年费用率变化情况

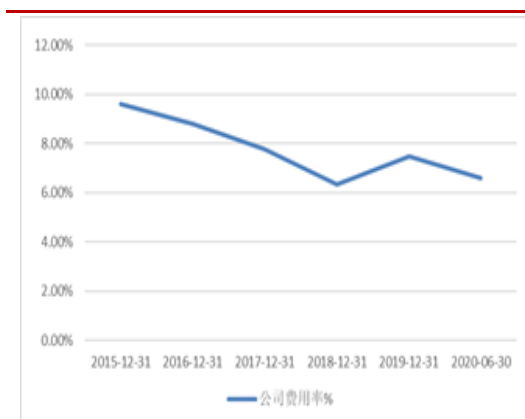


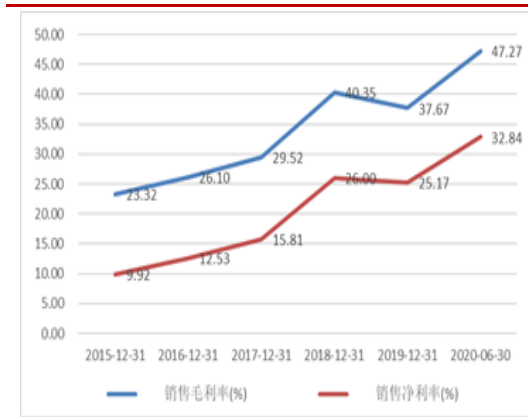
图8：公司近年ROE变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

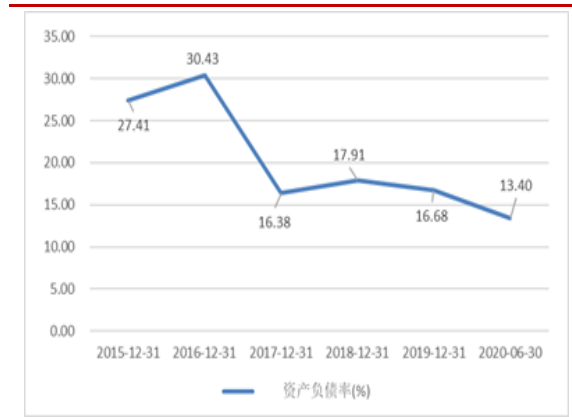
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图9：销售毛利率、净利率变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图10：资产负债率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图11：公司近年现金分红情况



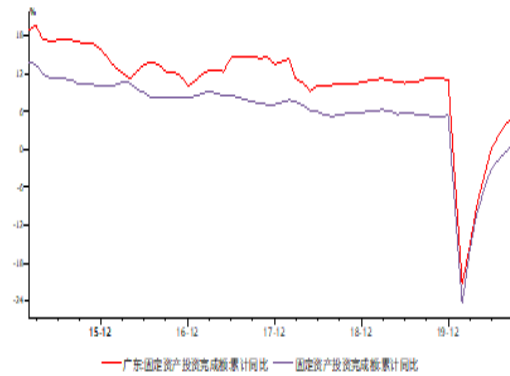
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

5. 水泥行业景气度理想，企业效益提升可期

5.1 需求维持景气 企业效益提升可期

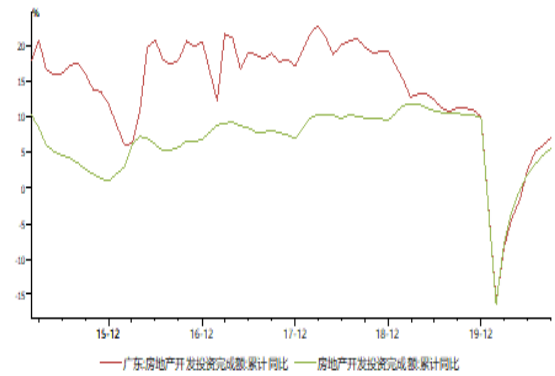
2019年广东省生产总值突破十万亿大关，投资平稳增长，固定资产投资增速11.1%，高于全国增速5.7个百分点；房地产投资增速10%，高出全国平均增速0.1个百分点。2020年前三季度，广东整体固定资产投资及房地产投资增速仍明显高于全国水平。截止三季度末，广东固定资产投资增速为5%，房地产开发投资增速为7.1%，分别高于全国4.2个百分点及1.5个百分点。四季度投资增速进一步回升预期高，广东地区水泥需求处于较好水平。

图12：广东及全国固定资产投资增速对比



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

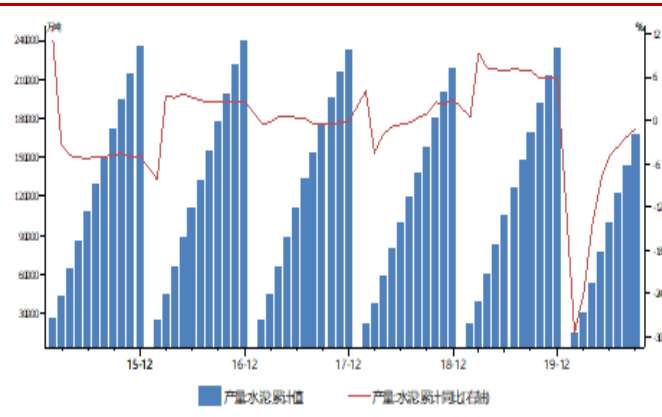
图13：广东及全国房地产投资增速对比



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

水泥行业近年持续的行业治理措施，包括错峰生产、淘汰落后产能、节能减排、矿山综合整治、错峰运输等政策执行，导致行业整体产能过剩矛盾得到了明显缓解，供需状态趋向良性平衡。“六稳”、“六保”背景下，基建逆周期调节作用凸出，房地产投资保持韧性，投资带动水泥需求有望得以延续。叠加减税降费、支持实体经济发展的政策措施，有望推动水泥行业效益维持理想增长。

图14：全国水泥产能及增速情况



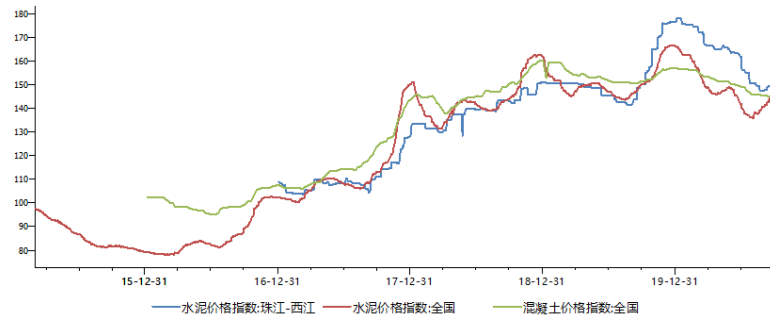
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

5.2 水泥价格有望进一步回升

从水泥价格指数来看，2020 年上半年受疫情影响，水泥价格整体从高位回落，但仍维持在近年价格高水平位置，并且进入三季度，水泥价格指数有明显的回升态势。而四季度在赶工期下，价格持续回升、维持高水平可期。

另外，珠江-西江区域价格在全国领先，叠加四季度南方仍是施工旺季，水泥需求景气延续，价格可望维持高位甚至进一步回升。

图15：全国及珠江-西江水泥价格走势



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

公司盘踞粤东地区水泥熟料基地，同时靠近经济发达、水泥需求旺盛的珠三角及周边市场，具备资源禀赋及区位优势。近年稳健推进产能扩张，实现经营规模及效益持续扩大。上半年新投产产线将进一步提升年内产能及销量，带动业绩进一步上升。同时逆周期调节带动基建投资，房地产开发韧性充足，水泥需求量价提升值得期待。四季度仍为华南区域水泥市场销售旺季，行业景气度得以维持。公司区域布局占据天然优势，经营持续优化构筑竞争护城河，同时持续较高的分红率积极回报投资者，投资价值凸显。预测公司 2020 年——2021 年 EPS 分别为 1.81 元和 1.96 元，对应当前股价 PE 分别为 7.4 倍和 6.8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7. 风险提示

- 1) 基建及房地产投资低于预期
- 2) 水泥价格下跌

表 1：公司盈利预测（截至 2020/10/26）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,891	7842	8,626	9316
营业成本	4,295	4,431	5,003	5,450
营业税金及附加	96	108	121	129
销售费用	97	106	116	123
管理费用	434	470	500	540
财务费用	-23	-16	-13	-14
研发费用	6	7	8	8
公允价值变动净收益	100	50	70	80
投资净收益	250	120	180	200
营业利润	2341	2917	3152	3373
加 营业外收入	3	5	5	5
减 营业外支出	37	40	40	40
利润总额	2307	2882	3117	3338
减 所得税	573	721	779	834
净利润	1734	2162	2338	2503
减 少数股东损益	1	1	1	1
归母公司所有者的净利润	1733	2161	2337	2502
基本每股收益(元)	1.45	1.81	1.96	2.10

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn