

塔牌集团 (002233)

公司研究/点评报告

毛利率小幅提升，归母扣非净利同比增 9.4%

—塔牌集团 2020 年报点评

点评报告/建材行业

2021 年 3 月 16 日

一、事件概述

公司 2021 年 3 月 15 日发布 2020 年年报，营收 70 亿元，同比增长 2.3%，归母净利 18 亿元，同比增长 2.8%，归母扣非净利 16 亿元，同比增 9.4%。

二、分析与判断

➤ 毛利率小幅提升，归母扣非净利同比增 9.4%

据公司公告，报告期水泥销量 1921 万吨，较上年同期下降了 0.88%。归母扣非净利的增长主要是由于综合毛利率的提升。报告期煤炭价格下降，公司水泥销售成本较上年同期下降了 3.9%，成本下降大于售价下降使得公司综合毛利率同比上升了 1.99 个百分点。报告期销售费用 7353 万元，同比下降 24%，主要是报告期的运输费用按新收入准则规定作为履约成本不再计入销售费用，以及报告期包装水泥量同比减少造成。展望 2021 年，随着疫情的缓解，地产、基建对水泥的需求增速将持续回暖，公司作为粤东地区水泥领先企业有望持续受益。

➤ 大湾区建设在即，下游需求有望稳定增长

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持续有望持续受益。

➤ 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 2021~2023 年 EPS 分别为 1.77 元、1.95 元、2.10 元，对应 PE 分别为 7.1 倍、6.5 倍、6.0 倍。当前建材行业可比公司平均估值为 15 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： 12.63

交易数据 2021-3-15

近 12 个月最高/最低(元)	16.86/11.32
总股本(百万股)	1192.28
流通股本(百万股)	1191.86
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	150.58
流通市值(亿元)	150.53

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

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

2,《塔牌集团(002233)2020年三季度报点评报告:毛利率大幅提升,归母扣非净利同比增41%》20201022

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,047	8,127	8,821	9,407
增长率 (%)	2.3%	15.3%	8.5%	6.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,782	2,115	2,327	2,507
增长率 (%)	2.8%	18.7%	10.0%	7.7%
每股收益 (元)	1.51	1.77	1.95	2.10
PE (现价)	8.4	7.1	6.5	6.0
PB	1.4	1.2	1.1	0.9

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,047	8,127	8,821	9,407
营业成本	4,252	4,909	5,337	5,703
营业税金及附加	104	120	130	139
销售费用	74	111	112	115
管理费用	467	482	554	591
研发费用	8	7	9	9
EBIT	2,141	2,499	2,679	2,849
财务费用	(20)	(117)	(191)	(261)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	272	212	244	243
营业利润	2,402	2,841	3,127	3,366
营业外收支	(31)	0	0	0
利润总额	2,371	2,815	3,097	3,337
所得税	588	699	768	828
净利润	1,783	2,117	2,329	2,509
归属于母公司净利润	1,782	2,115	2,327	2,507
EBITDA	2,603	3,005	3,214	3,445
资产负债表 (百万元)				
货币资金	2025	3769	5213	6964
应收账款及票据	70	150	148	141
预付款项	39	47	51	54
存货	572	615	658	718
其他流动资产	665	665	665	665
流动资产合计	5957	7828	9321	11126
长期股权投资	513	725	969	1212
固定资产	3922	4333	4824	5476
无形资产	679	654	633	616
非流动资产合计	6653	7459	7626	7616
资产合计	12611	15286	16947	18742
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	990	1119	1179	1296
其他流动负债	35	35	35	35
流动负债合计	1890	2356	2456	2569
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	265	265	265	265
非流动负债合计	265	265	265	265
负债合计	2155	2621	2721	2834
股本	1192	1192	1192	1192
少数股东权益	10	11	13	14
股东权益合计	10456	12666	14226	15908
负债和股东权益合计	12611	15286	16947	18742

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	2.3%	15.3%	8.5%	6.6%
EBIT 增长率	9.1%	16.7%	7.2%	6.3%
净利润增长率	2.8%	18.7%	10.0%	7.7%
盈利能力				
毛利率	39.7%	39.6%	39.5%	39.4%
净利润率	25.3%	26.0%	26.4%	26.7%
总资产收益率 ROA	14.1%	13.8%	13.7%	13.4%
净资产收益率 ROE	17.1%	16.7%	16.4%	15.8%
偿债能力				
流动比率	3.2	3.3	3.8	4.3
速动比率	2.8	3.1	3.5	4.1
现金比率	2.4	2.7	3.2	3.7
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	2.0	2.9	2.5	2.5
存货周转天数	43.8	43.5	43.0	43.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.8	2.0	2.1
每股净资产	8.8	10.6	11.9	13.3
每股经营现金流	2.0	2.3	2.3	2.5
每股股利	0.8	0.6	0.6	0.7
估值分析				
PE	8.4	7.1	6.5	6.0
PB	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.0	3.7	3.1	2.3
股息收益率	5.9%	4.6%	5.1%	5.5%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,783	2,117	2,329	2,509
折旧和摊销	462	506	536	596
营运资金变动	283	339	50	59
经营活动现金流	2,395	2,775	2,700	2,950
资本开支	787	333	489	372
投资	(149)	0	0	0
投资活动现金流	(750)	(333)	(489)	(372)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1,243)	(698)	(768)	(827)
现金净流量	403	1,744	1,443	1,751

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》今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。