



材料 材料 II

塔牌集团: Q4 业绩略低于预期, 21 年盈利望保持稳定

■ 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)	14,987/14,608
12 个月最高/最低(元)	16.38/11.39

相关研究报告:

塔牌集团 (002233)《塔牌集团: Q3 量价齐升业绩亮眼, 四季度维持高景气度》--2020/10/22

塔牌集团 (002233)《塔牌集团: 业绩表现亮眼, 高分红回馈股东》--2020/08/10

塔牌集团 (002233)《塔牌集团: Q2 量价齐升业绩超预期, 下半年将更进一步》--2020/07/30

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件:2020 年公司实现营收 70.47 亿元(+2.26%), 归母净利润为 17.82 亿元(+2.81%), 扣非归母净利润 16.31 亿元(+9.38%); 其中 Q4 实现营收 23.71 亿元(-3.57%), 归母净利润为 4.04 亿元(-40.55%), 扣非归母净利润 3.81 亿元(-37.13%)。

点评:

Q4 量增价跌, 业绩略低于预期。2020 年公司实现水泥销量 1921.95 万吨, 同比小幅回落 0.88%, 同时实现新增熟料销量 60.17 万吨, 第二条万吨线投产, 熟料产能增加至 1473 万吨; 其中 Q4 水泥销量约 700 万吨, 同比增长约 12.1%, 继续弥补 Q1 疫情影响销量大幅下滑的缺口, 销量增长主要得益于四季度华南地区雨水天气较少, 基建与地产项目施工稳定, 年前赶工期支撑水泥需求, 10-12 月份广东省水泥产量分别增长 5.22%、6.95%、11.25%; 尤其粤东地区基建需求占比较高, 下半年以来基建单月投资增速已转正, 需求稳定增长; 同时公司第二条万吨线于上半年投产, 产销率增加所致; 我们测算, Q4 吨出厂价约 323 元, 同比下降约 54 元/吨, 主要是 19Q4 价格高基数所致, 环比小幅回落 4 元/吨; Q4 吨成本约 215 元, 同比增加约 6 元/吨, 主要是四季度以来煤价等燃料价格持续上行推升成本, Q4 吨毛利约 108 元/吨, 同比回落约 60 元/吨, 依然维持高盈利水平, 吨三费约 33 元/吨, 同比回落约 5 元/吨, 管理水平位居行业前列。

现金流充沛, 资产负债表持续修复。截止报告期末, 公司经营性净现金流为 24.19 亿元, 同比增长 16.43%, 其中在手现金及交易型金融资产约为 45.9 亿元, 同比增长约 17.8%, 资产负债率仅为 17.1%, 长短期借款均为 0, 20 年公司实现利息收入 2300 万元, 资产负债表十分强劲; 而充足的现金流一方面保证各项业务的有序推进, 另一方面高分红回馈股东, 按当前市值计算股息率为 7.25%, 高分红对长期投资者极具吸引力。

第二条万吨线于 20H1 投产, 产能逆势扩张提供增量。公司文福第二条万吨线已于 2020 年 4 月底点火投产, 且在 Q2 末熟料产量已达到 1 万吨/天的设计产能, 增加水泥产能 400 万吨, 能耗指标也稳步提升; 随着第二条万吨线投产公司水泥总产能将达到 2200 万吨, 产能逆势扩张带来量增; 另一方面新生产线生产效率将进一步提升, 有效降低综合成本, 提升公司在粤东地区市占率。

21 年供需有望保持稳定, 大湾区建设提振中期需求。根据数字水泥预计, 2021 年水泥需求将保持平稳或略有回落, 波动幅度为-2%-0; 而

公司规划 2020 年水泥产销量为 2045 万吨，同比增加 6%左右，销量保持正增长，表明了公司充足的信心以及区域竞争力在不断提升。公司产能主要布局在粤东及福建区域，十四五元年国家颁布《赣闽粤原中央苏区振兴发展规划》，广东省部署并实施《进一步促进粤东西北地区振兴发展规划》支撑区域发展；我们认为，短期看地产韧性十足，基建端仍保持稳定，水泥需求保持平稳；而未来大湾区建设将带来新的增量，提振中期需求。

投资建议：考虑到华南地区供需格局以及公司产能投放情况，我们调整公司 2021-2022 年归母净利润分别为 19.2、19.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.6 和 1.62 元，对应 20-21 年 PE 估值分别为 7.9 和 7.8 倍，调整目标价为 17.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资大幅下滑，限产不及预期，原燃料价格大幅上涨；

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6891	7047	7582	7809
(+/-%)	3.93	2.26	7.59	3.00
归母净利润(百万)	1733	1782	1916	1935
(+/-%)	0.42	2.81	7.53	0.96
摊薄每股收益	1.46	1.51	1.61	1.62
市盈率(PE)	8.65	8.45	7.86	7.78

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务报表及预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1287	2025	2649	3439	4292	营业收入	6891	7047	7582	7809	7997
应收和预付款项	82	76	85	88	90	营业成本	4295	4252	4663	4818	4934
存货	463	572	568	587	601	营业税金及附加	96	104	112	115	118
其他流动资产	3451	3283	3280	3282	3283	销售费用	97	74	79	81	83
流动资产合计	5283	5957	6582	7396	8266	管理费用	434	467	503	518	531
长期股权投资	497	513	513	513	513	财务费用	-23	-20	-50	-66	-84
投资性房地产	10	11	11	11	11	资产减值损失	-12	0	3	5	5
固定资产	2870	3922	4506	4981	5345	投资收益	250	272	272	272	272
在建工程	972	209	1009	709	509	公允价值变动	100	-47	0	0	0
无形资产开发支出	659	679	667	656	645	营业利润	2341	2402	2537	2561	2642
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-33	-31	13	13	13
其他非流动资产	6469	6653	8095	8258	8412	利润总额	2307	2371	2550	2574	2655
资产总计	11752	12611	14677	15654	16678	所得税	573	588	632	638	658
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1734	1783	1918	1936	1996
应付和预收款项	1109	990	1018	1052	1078	少数股东损益	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1733	1782	1916	1935	1995
其他负债	851	1165	2299	2319	2335						
负债合计	1960	2155	3317	3371	3412	预测指标					
股本	1192	1192	1192	1192	1192		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	3738	3720	3720	3720	3720	毛利率	37.67%	39.66%	38.50%	38.30%	38.30%
留存收益	4869	5632	6535	7456	8438	销售净利率	25.16%	25.29%	25.27%	24.77%	24.94%
归母公司股东权益	9783	10446	11349	12270	13252	销售收入增长率	3.93%	2.26%	7.59%	3.00%	2.41%
少数股东权益	9	10	11	12	14	EBIT 增长率	0.07%	2.92%	6.33%	0.37%	2.46%
股东权益合计	9792	10456	11360	12283	13265	净利润增长率	0.42%	2.81%	7.53%	0.96%	3.11%
负债和股东权益	11752	12611	14677	15654	16678	ROE	17.72%	17.06%	16.89%	15.77%	15.05%
						ROA	14.75%	14.13%	13.06%	12.36%	11.96%
现金流量表(百万)						ROIC	31.38%	32.06%	32.44%	31.83%	31.92%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(X)	1.46	1.51	1.61	1.62	1.67
经营性现金流	2078	2395	2213	2296	2458	PB(X)	8.65	8.45	7.86	7.78	7.55
投资性现金流	-562	-750	-1590	-492	-592	PB(X)	1.54	1.45	1.33	1.23	1.14
融资性现金流	-928	-1243	0	-1013	-1013	PS(X)	2.18	2.16	1.99	1.93	1.88
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	5.10	4.68	4.14	3.73	3.27

资料来源: wind, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。