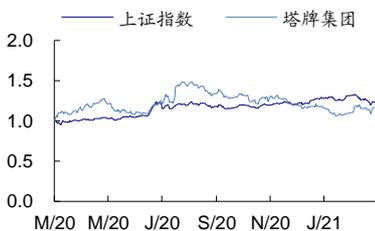


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**水泥 II**
**塔牌集团(002233)**
**买入**
**2020 年财报点评**

(维持评级)

2021 年 03 月 16 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,192/1,192
总市值/流通(百万元)	15,058/15,053
上证综指/深圳成指	3,420/13,520
12 个月最高/最低(元)	16.86/11.32

**相关研究报告:**

《塔牌集团-002233-2020 年中报点评: 盈利能力再创新高, 新增产能推升未来业绩》——2020-08-12

《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

**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**
**业绩平稳增长, 把握大湾区建设**
**● 收入增长 2.26%, 净利润增长 2.81%, 拟 10 派 4.3 元**

2020 年公司实现营业收入 70.47 亿元, 同比微增 2.26%, 归母净利润 17.82 亿元, 同比增长 2.81%, 扣非后归母净利润 16.31 亿元, 同比增长 9.38%, EPS 为 1.5069 元/股, 拟 10 派 4.3 元 (含税), 基本符合预期。疫情背景下公司业绩实现小幅增长, 主要受益于文福万吨线项目二期顺利投产, 水泥熟料产销量小幅增长。

**● 盈利能力高位稳定, 现金流保持充裕**

根据公司经营数据, 2020 年公司合计销售水泥和熟料 1982 万吨, 同比小幅增加 2.2%, 混凝土销售 64 万方, 同比增加 10.6%。粤东区域 2020 年水泥价格高开低走, 导致公司全年水泥熟料吨收入同比下降 1.5 元至 338.5 元, 受益于煤炭价格下降, 吨成本下降 8.3 元至 201.9 元, 盈利能力吨毛利全年提升 6.9 元至 136.7 元, 保持历史较高位的水平。费用控制方面, 公司 2021 年期间费用率小幅提高 0.11pct 至 7.57%, 其中管理费用率提高 0.39pct 至 6.69%, 主要由于计提激励薪酬和摊销的股份支付费用, 以及矿山扩建剥离费用、长期待摊费用的摊销增加所致。报告期内, 公司现金流状况继续保持充裕, 经营活动现金流净额达 24.2 亿元, 同比增长 16.4%, 账面净现金约 8.9 亿。

**● 万吨线顺利投产, 大湾区需求正当时**

2020 年上半年, 公司文福万吨线二期正式投产, 公司水泥产能增加 400 万吨达到 2200 万吨, 在粤东区域产能占比超过 50%, 区域话语权进一步提升。目前, 大湾区着力加强基础设施建设, 2021 年广东省计划安排省重点项目 1395 个, 总投资 7.05 万亿, 年度计划投资 8000 亿元, 同比增幅达 14.3%, 增速为近年最高, 其中基础设施工程年度计划投资 4940 亿, 占比达 62%, 区域水泥需求具备良好保障。

**● 粤东水泥龙头, 维持“买入”评级**

公司是粤东区域规模最大的水泥企业, 地理位置、资源布局、成本规模等多方面优势突出。目前区域内供需格局良好, 公司有望受益明显, 新增产能将进一步贡献业绩, 我们预计 2021-23 年 EPS 分别为 1.79/1.94/2.00 元/股, 对应 PE 为 7.1/6.5/6.3x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 供给增加超预期; 项目落地不及预期; 疫情反复。**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,891	7,047	8,181	8,770	9,103
(+/-%)	3.9%	2.3%	16.1%	7.2%	3.8%
净利润(百万元)	1733	1782	2132	2309	2387
(+/-%)	0.6%	2.8%	19.6%	8.3%	3.4%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.49	1.79	1.94	2.00
EBIT Margin	28.6%	30.5%	33.1%	33.4%	33.3%
净资产收益率(ROE)	17.7%	17.1%	18.5%	18.2%	17.2%
市盈率(PE)	8.7	8.4	7.1	6.5	6.3
EV/EBITDA	7.3	6.8	5.6	5.2	5.1
市净率(PB)	1.54	1.44	1.31	1.19	1.09

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

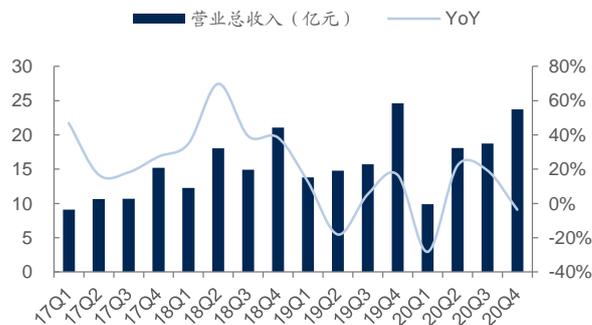
2020年公司实现营业收入70.47亿元，同比微增2.26%，归母净利润17.82亿元，同比增长2.81%，扣非后归母净利润16.31亿元，同比增长9.38%，EPS为1.5069元/股，拟10派4.3元（含税），基本符合预期。疫情背景下公司业绩实现小幅增长，主要受益于文福万吨线项目二期顺利投产，水泥熟料产销量小幅增长。

图 1：塔牌集团营业收入及增速



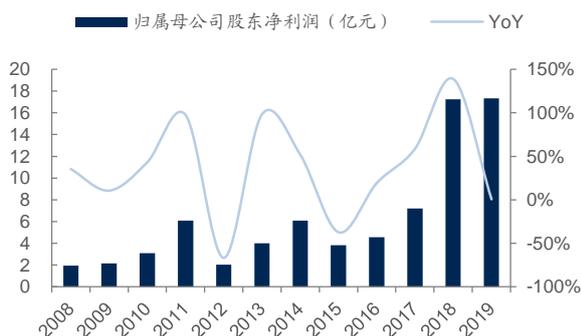
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：塔牌集团单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：塔牌集团归母净利润及增速 (单位：亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

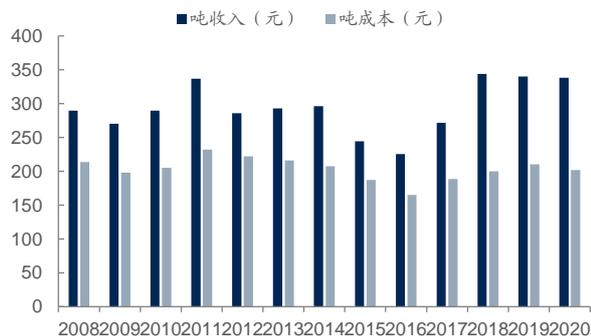
图 4：塔牌集团单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (18Q4和19Q1增速分别为1072.6%和1061.2%)

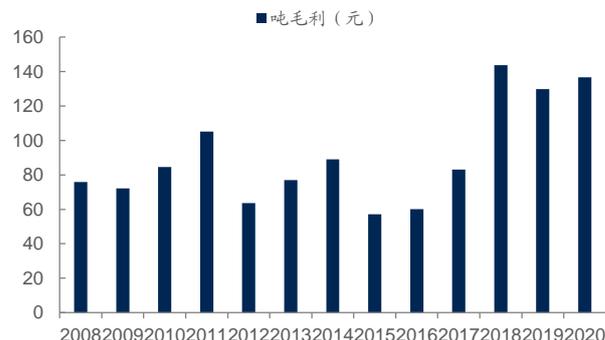
**盈利能力高位稳定，现金流保持充裕。**根据公司经营数据，2020年公司合计销售水泥和熟料1982万吨，同比小幅增加2.2%，混凝土销售64万方，同比增加10.6%。粤东区域2020年水泥价格高开低走，导致公司全年水泥熟料吨收入同比下降1.5元至338.5元，受益于煤炭价格下降，吨成本下降8.3元至201.9元，盈利能力吨毛利全年提升6.9元至136.7元，保持历史较高位的水平。费用控制方面，公司2021年期间费用率小幅提高0.11pct至7.57%，其中管理费用率提高0.39pct至6.69%，主要由于计提激励薪酬和摊销的股份支付费用，以及矿山扩建剥离费用、长期待摊费用的摊销增加所致。报告期内，公司现金状况继续保持充裕，经营活动现金流净额达24.2亿元，同比增长16.4%，账面净现金约8.9亿。

图 5：塔牌集团年度吨收入和吨成本情况



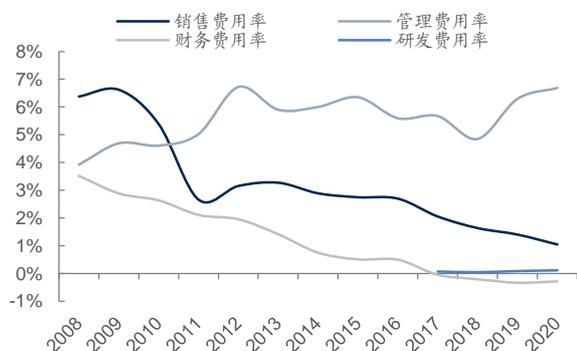
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：塔牌集团年度吨毛利情况



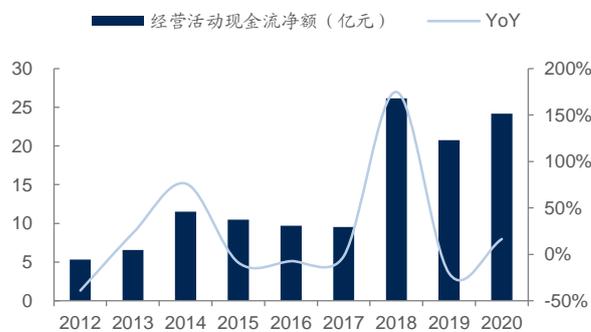
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：塔牌集团期间费用率 (%)



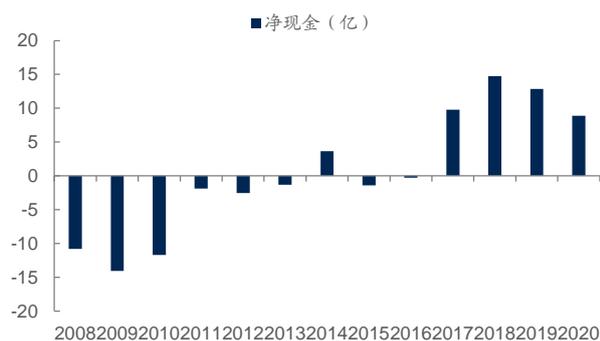
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：塔牌集团经营性净现金流及增速



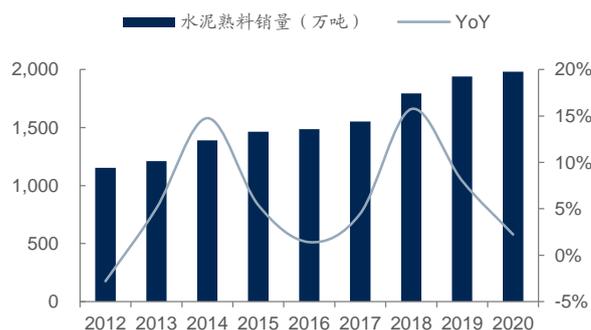
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：塔牌集团净现金情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：塔牌集团水泥熟料净销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

万吨线顺利投产，大湾区需求正当时。2020 年上半年，公司文福万吨线二期正式投产，公司水泥产能增加 400 万吨达到 2200 万吨，在粤东区域产能占比超过 50%，区域话语权进一步提升。目前，大湾区正着力加强基础设施建设，2021 年广东省计划安排省重点项目 1395 个，总投资 7.05 万亿，年度计划投资 8000 亿元，同比增幅达 14.3%，增速为今年最高，其中基础设施工程年度计划投资 4940 亿，占比达 62%，区域水泥需求具备良好保障。

**粤东水泥龙头，维持“买入”评级。**公司是粤东区域规模最大的水泥企业，地理位置、资源布局、成本规模等多方面优势突出。目前区域内供需格局良好，公司有望受益明显，新增产能将进一步贡献业绩，我们预计 2021-23 年 EPS 分别为 1.79/1.94/2.00 元/股，对应 PE 为 7.1/6.5/6.3x，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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2025	2549	3146	3659	营业收入	7047	8181	8770	9103
应收款项	91	148	167	182	营业成本	4252	4740	5131	5379
存货净额	572	599	678	741	营业税金及附加	104	118	126	131
其他流动资产	656	793	851	883	销售费用	74	108	96	91
<b>流动资产合计</b>	<b>5957</b>	<b>6703</b>	<b>7455</b>	<b>8078</b>	管理费用	467	510	483	473
固定资产	4132	4685	5321	6058	财务费用	(20)	(34)	(43)	(51)
无形资产及其他	679	652	625	598	投资收益	272	140	140	140
投资性房地产	1329	1329	1329	1329	资产减值及公允价值变动	(47)	0	0	0
长期股权投资	513	533	554	576	其他收入	7	(10)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>12611</b>	<b>13902</b>	<b>15283</b>	<b>16638</b>	营业利润	2402	2870	3106	3210
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(31)	(26)	(26)	(26)
应付款项	990	1037	1128	1186	<b>利润总额</b>	<b>2371</b>	<b>2844</b>	<b>3080</b>	<b>3184</b>
其他流动负债	900	1014	1077	1112	所得税费用	588	711	770	796
<b>流动负债合计</b>	<b>1890</b>	<b>2050</b>	<b>2205</b>	<b>2298</b>	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1782</b>	<b>2132</b>	<b>2309</b>	<b>2387</b>
其他长期负债	265	330	401	470					
<b>长期负债合计</b>	<b>265</b>	<b>330</b>	<b>401</b>	<b>470</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2155</b>	<b>2380</b>	<b>2606</b>	<b>2767</b>	净利润	1782	2132	2309	2387
少数股东权益	10	10	11	11	资产减值准备	(6)	(0)	(0)	(0)
股东权益	10446	11512	12666	13860	折旧摊销	388	381	433	489
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12611</b>	<b>13902</b>	<b>15283</b>	<b>16638</b>	公允价值变动损失	47	0	0	0
					财务费用	(20)	(34)	(43)	(51)
关键财务与估值指标					营运资本变动	252	3	72	51
每股收益	1.45	1.75	1.93	2.05	其它	7	1	1	1
每股红利	0.61	1.42	1.57	1.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>2469</b>	<b>2516</b>	<b>2815</b>	<b>2927</b>
每股净资产	10.14	10.47	10.84	11.22	资本开支	(514)	(906)	(1042)	(1199)
ROIC	16%	19%	22%	24%	其它投资现金流	64	0	0	0
ROE	14%	17%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(466)</b>	<b>(926)</b>	<b>(1063)</b>	<b>(1221)</b>
毛利率	37%	38%	38%	37%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	29%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	34%	34%	34%	支付股利、利息	(1029)	(1066)	(1154)	(1194)
收入增长	-10%	17%	8%	5%	其它融资现金流	795	0	0	0
净利润增长率	-7%	21%	10%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1264)</b>	<b>(1066)</b>	<b>(1154)</b>	<b>(1194)</b>
资产负债率	29%	32%	31%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>739</b>	<b>524</b>	<b>597</b>	<b>513</b>
息率	3.7%	8.6%	9.5%	10.0%	货币资金的期初余额	1287	2025	2549	3146
P/E	11.5	9.5	8.6	8.1	货币资金的期末余额	2025	2549	3146	3659
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	企业自由现金流	1743	1507	1663	1613
EV/EBITDA	6.6	6.3	5.8	5.3	权益自由现金流	2537	1532	1695	1651

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