



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2021-04-20

公司点评报告

买入/维持

塔牌集团(002233)

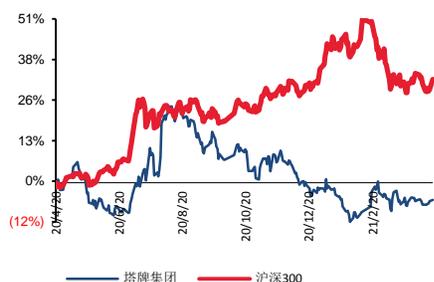
目标价: 17.6

昨收盘: 12.27

材料 材料 II

## 塔牌集团：一季度量增价跌，全年盈利望保持稳定

### ■ 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)	14,629/14,259
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: Q4业绩略低于预期, 21年盈利望保持稳定》--2021/03/15

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

### 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:** 公司2021年一季度实现营收15亿元(+51.38%), 归母净利润3.52亿元(+8.75%), 扣非归母净利润为2.66亿元(-19.61%)。

### 点评:

**一季度价格承压, 销量保持高增长。**2021年一季度公司实现水泥销量467.04万吨, 同比增长126.47%, 销量增长主要得益于一季度华南地区雨水天气较少, 基建与地产项目施工稳定, 同时今年春节鼓励原地过年, 节后下游复工速度要好于以往同期, 一季度国内水泥产量约4.4亿吨, 同比增长47.3%, 较19年增长12.1%, 施工周期拉长支撑水泥需求; 同时公司第二条万吨线于20年上半年投产, 产销量增加所致; 我们测算, Q1吨出厂价约306元, 同比下降约154元/吨, 主要是20Q1价格高基数, 而Q2-Q4价格呈下行趋势, 20Q4价格低位过渡至21年一季度, 淡季价格较低所致; Q1吨成本约207元, 同比减少约6元/吨, 主要是产销率提升, 单位成本有所降低; Q1吨毛利约99元/吨, 同比回落约148元/吨, 主要受价格回落较多所致, 吨三费约21元/吨, 同比回落约16元/吨, 管理水平位居行业前列。

**资产负债表依旧强劲, 高分红回馈股东。**截止报告期末, 公司经营性净现金流为-0.23亿元, 同比减少流出1.13亿元, 主要是Q1产销率提升, 库存积压资金减少所致; 其中在手现金及交易型金融资产约为39.8亿元, 同比增长约3亿元, 资产负债率仅为13.5%, 长短期借款均为0, 本期公司实现利息收入1200万元, 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7.11%, 高分红对长期投资者极具吸引力。

**开春价格持续上涨, 21年供需有望保持稳定。**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。随着天气转暖, 目前华南地区产销率接近100%, 库存降至5成左右, 粤东已经提价2轮约60元/吨, 供需格局持续向好。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，我们维持公司 2021-2022 年归母净利润分别为 19.2、19.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.61 和 1.62 元，对应 20-21 年 PE 估值分别为 7.63 和 7.6 倍，维持目标价为 17.6 元及“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：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7047	7582	7809	7997
(+/-%)	2.26	7.59	3.00	2.41
归母净利润(百万)	1782	1916	1935	1995
(+/-%)	2.81	7.53	0.96	3.11
摊薄每股收益	1.51	1.61	1.62	1.67
市盈率(PE)	8.45	7.63	7.56	7.33

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	<b>营业收入</b>	<b>6891</b>	<b>7047</b>	<b>7582</b>	<b>7809</b>	<b>7997</b>
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
<b>流动资产合计</b>	<b>5283</b>	<b>5957</b>	<b>6582</b>	<b>7396</b>	<b>8266</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>2341</b>	<b>2402</b>	<b>2537</b>	<b>2561</b>	<b>2642</b>
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	<b>利润总额</b>	<b>2307</b>	<b>2371</b>	<b>2550</b>	<b>2574</b>	<b>2655</b>
<b>资产总计</b>	<b>11752</b>	<b>12611</b>	<b>14677</b>	<b>15654</b>	<b>16678</b>	所得税	573	588	632	638	658
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1734</b>	<b>1783</b>	<b>1918</b>	<b>1936</b>	<b>1996</b>
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	<b>归母股东净利润</b>	<b>1733</b>	<b>1782</b>	<b>1916</b>	<b>1935</b>	<b>1995</b>
其他负债	851	1165	2299	2319	2335						
<b>负债合计</b>	<b>1960</b>	<b>2155</b>	<b>3317</b>	<b>3371</b>	<b>3412</b>	<b>预测指标</b>					
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%
<b>股东权益合计</b>	<b>9792</b>	<b>10456</b>	<b>11360</b>	<b>12283</b>	<b>13265</b>	净利润增长率	0.42%	2.81%	7.53%	0.96%	3.11%
<b>负债和股东权益</b>	<b>11752</b>	<b>12611</b>	<b>14677</b>	<b>15654</b>	<b>16678</b>	ROE	17.72%	17.06%	16.89%	15.77%	15.05%
						ROA	14.75%	14.13%	13.06%	12.36%	11.96%
<b>现金流量表(百万)</b>						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	7.63	7.56	7.33
投资性现金流	-562	-750	-1590	-492	-592	PB (x)	1.54	1.45	1.29	1.19	1.10
融资性现金流	-928	-1243	0	-1013	-1013	PS (x)	2.18	2.16	1.93	1.87	1.83
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA (x)	5.10	4.68	4.00	3.59	3.14

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。