

## 公司研究

## 粤东市场格局向好，业绩有望继续增长

——塔牌集团（002233.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 70.47 亿元，同增 2.26%；归母净利润 17.82 亿元，同增 2.81%；扣非归母净利润 16.31 亿元，同增 9.38%。2021 年一季报显示，公司实现营业收入 15.00 亿元，同增 51.38%；实现归母净利润 3.52 亿元，同增 8.75%。

## 点评：

**2020 年产销量小幅增长，毛利率提升：**2020 年，公司文福万吨线项目二期投产，水泥+熟料总销量小幅增长，其中水泥销量 1,921.95 万吨，同减 0.88%，新增熟料销量 60.17 万吨。我们测算，公司全年水泥均价 338.5 元/吨，同降 1.5 元/吨，然而得益于煤炭价格下降等因素，产品成本降幅大于售价降幅，各等级水泥销售毛利率较 2019 年均有所增长，综合毛利率达到 39.66%，同增 1.99pct。

**粤东水泥价格回暖，2021 年业绩有望稳健增长：**2021 年一季度，粤东市场延续 2020 年四季度水泥消费形势，“就地过年”政策推动下需求较早释放，致使公司水泥销量达到 467.04 万吨，同增 126.47%。不过由于区域市场水泥价格仍然继续低位运行，公司水泥售价同减 33.65%，拖累综合毛利率下降 21.28 个百分点至 32.28%。粤东区域水泥价格自 3 月下旬开始已逐步回暖，截至 2021 年 4 月 30 日，粤东地区揭阳水泥均价已达 560 元/吨，较 3 月中旬增长 120 元/吨。

粤东地区水泥需求受基建影响显著，工程项目具有较强的持续性，将对区域水泥需求形成支撑。根据国家及广东省对粤东区域的发展规划，基础建设将是长期任务，且“粤港澳大湾区”建设也会对粤东市场带来辐射作用，因此中长期需求无虞。公司计划 2021 年水泥产销量为 2045 万吨，同增 6.40%，随着水泥价格上涨带动盈利能力恢复，全年业绩有望保持稳健增长。

**股息率较高，提供安全边际：**2020 年，公司分别在年中及年末披露利润分配预案，拟累计现金分红 8.92 亿元，股利支付率为 50.04%，延续往年注重投资者回报的传统。以当前股价计算，股息率接近 7%，具有较高安全边际。

**盈利预测、估值与评级：**由于 20 年公司水泥销售均价出现小幅下滑，在一定程度上拉低了后续水泥价格及公司营收预期，因此我们下调 21-22 年归母净利润预测（下调幅度分别为 8.46%、9.60%）、新增 23 年归母净利润预测分别为 19.92、21.09 和 22.03 亿元，对应公司 EPS 分别为 1.67、1.77 和 1.85 元。当前股价对应 21 年 PE 仅为 6.7 倍，我们看好区域水泥价格上涨带来的公司业绩增长潜力，且股息率构筑较高安全边际，故维持“买入”评级。

**风险提示：**区域需求不及预期，原燃材料价格上涨超预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,891	7,047	7,750	7,991	8,142
营业收入增长率	3.93%	2.26%	9.98%	3.11%	1.89%
净利润（百万元）	1,733	1,782	1,992	2,109	2,203
净利润增长率	0.60%	2.81%	11.79%	5.83%	4.50%
EPS（元）	1.45	1.49	1.67	1.77	1.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.72%	17.06%	16.71%	16.17%	15.53%
P/E	7.7	7.5	6.7	6.3	6.1
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

## 买入（维持）

当前价：11.19 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

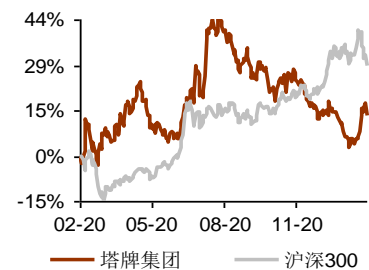
021-52523822

sunwf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.92
总市值(亿元)	133.42
一年最低/最高(元)	11.58/16.86
近 3 月换手率	69.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.56	-1.89	-13.63
绝对	-5.64	-0.98	-12.72

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,891	7,047	7,750	7,991	8,142
营业成本	4,295	4,252	4,617	4,729	4,774
折旧和摊销	349	388	439	464	494
税金及附加	96	104	112	116	118
销售费用	97	74	81	83	85
管理费用	434	467	514	530	540
研发费用	6	8	9	9	10
财务费用	-23	-20	-45	-96	-128
投资收益	250	272	200	200	200
营业利润	2,341	2,402	2,676	2,835	2,960
利润总额	2,307	2,371	2,651	2,805	2,931
所得税	573	588	657	696	727
净利润	1,734	1,783	1,993	2,110	2,204
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1,733	1,782	1,992	2,109	2,203
EPS(元)	1.45	1.49	1.67	1.77	1.85

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,078	2,419	2,524	2,608	2,459
净利润	1,733	1,782	1,992	2,109	2,203
折旧摊销	349	388	439	464	494
净营运资金增加	-2,092	-92	-135	-261	-45
其他	2,087	341	229	297	-193
投资活动产生现金流	-562	-750	15	-875	-850
净资本支出	-1,362	-787	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	497	513	0	0	0
其他资产变化	304	-475	1,065	175	200
融资活动现金流	-928	-1,243	-506	-915	-935
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	2	0	0
无息负债变化	0	195	275	112	79
净现金流	588	427	2,034	819	674

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.7%	39.7%	40.4%	40.8%	41.4%
EBITDA 率	34.8%	37.2%	37.0%	37.6%	38.4%
EBIT 率	28.8%	30.6%	31.4%	31.8%	32.3%
税前净利润率	33.5%	33.6%	34.2%	35.1%	36.0%
归母净利润率	25.2%	25.3%	25.7%	26.4%	27.1%
ROA	14.8%	14.1%	13.9%	13.5%	13.1%
ROE (摊薄)	17.7%	17.1%	16.7%	16.2%	15.5%
经营性 ROIC	23.0%	24.7%	25.9%	25.8%	25.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	17%	17%	17%	16%	16%
流动比率	2.98	3.15	3.61	3.68	3.82
速动比率	2.72	2.85	3.33	3.50	3.65
归母权益/有息债务	-	-	5962.87	6518.83	7093.18
有形资产/有息债务	-	-	6627.60	7222.66	7819.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,752	12,611	14,368	15,593	16,822
货币资金	1,287	2,025	4,060	4,878	5,552
交易性金融资产	2,608	2,564	2,564	2,564	2,564
应收帐款	41	37	41	42	43
应收票据	111	32	36	37	37
其他应收款 (合计)	9	21	24	24	25
存货	463	572	622	425	429
其他流动资产	654	616	581	569	561
流动资产合计	5,283	5,957	7,969	8,583	9,255
其他权益工具	46	19	0	0	0
长期股权投资	497	513	513	513	513
固定资产	2,870	3,922	3,924	4,021	4,176
在建工程	972	209	682	1,036	1,302
无形资产	659	679	715	750	785
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	89	64	64	64	64
非流动资产合计	6,469	6,653	6,399	7,010	7,567
总负债	1,960	2,155	2,432	2,544	2,623
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	867	990	1,075	1,101	1,111
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	242	0	0	0	0
其他流动负债	0	35	191	244	277
流动负债合计	1,774	1,890	2,207	2,333	2,420
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	52	12	-2	-10
非流动负债合计	186	265	225	211	203
股东权益	9,792	10,456	11,936	13,049	14,199
股本	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192
公积金	4,395	4,378	4,378	4,378	4,378
未分配利润	4,211	4,974	6,454	7,566	8,715
归属母公司权益	9,783	10,446	11,926	13,038	14,186
少数股东权益	9	10	11	12	13

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.41%	1.04%	1.04%	1.04%	1.04%
管理费用率	6.29%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%
财务费用率	-0.34%	-0.29%	-0.58%	-1.20%	-1.57%
研发费用率	0.09%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.55	0.43	0.84	0.88	0.92
每股经营现金流	1.74	2.03	2.12	2.19	2.06
每股净资产	8.21	8.76	10.00	10.94	11.90
每股销售收入	5.78	5.91	6.50	6.70	6.83

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	7	7	6	6
PB	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.7	4.0	2.9	2.6	2.3
股息率	4.9%	3.8%	7.5%	7.9%	8.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE