

证券研究报告—动态报告/公司快评

建材

塔牌集团 (002233)
买入

水泥 II

重大事件快评

(维持评级)

2021年06月30日

开展光伏发电储能业务，打造水泥主业低碳竞争力

证券分析师： 黄道立 0755-82130685 证券分析师： 冯梦琪 证券分析师： 陈颖	huangdl@guosen.com.cn fengmq@guosen.com.cn chenying4@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040002 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090002
--	--	---

事项：

公司近日公告，拟在公司及公司下属子（分）公司和孙公司厂区及矿区等符合建设条件的场地分期建设分布式光伏发电储能一体化项目。

国信建材观点：1) **开展光伏发电储能业务，增强水泥主业核心竞争力：**此次项目建成投产后，有望大幅减少外购用电成本，促进清洁生产、低碳生产，降低能源消耗和碳排放，中长期来看，对碳排放的重视和布局，将进一步增强公司水泥主业的核心竞争力。2) **聚焦基础设施项目建设，全年区域水泥需求获得支撑：**今年1-4月，广东省基础设施投资增速已实现17.9%，1-5月广东省水泥产量实现7045万吨，同比增长27.1%，过去两年复合增速达12.7%。3) **淡季价格有所回落，全年行业运行仍将以稳为主：**全年来看，广东地区下游需求整体保持稳健，大湾区建设正稳步推进，区域水泥运行仍有望在“新均衡”格局下保持偏稳的运行趋势；4) **风险提示：**项目建设进度低于预期；成本端上涨超预期；区域新增产能超预期；区域建设需求不及预期。5) **投资建议：**粤东水泥龙头，估值低廉，维持“买入”评级；我们预计21-23年归母净利润为19.6/21.3/22.4亿元，EPS为1.65/1.79/1.88元/股，对应PE为6.2/5.7/5.5x，维持“买入”评级

评论：

■ 开展光伏发电储能业务，增强水泥主业核心竞争力

根据公司公告，为优化公司能源使用结构，降低用电成本，实现清洁低碳生产，打造低碳竞争力，公司拟在公司及下属子（分）公司和孙公司厂区及矿区等符合建设条件的场地分期建设分布式光伏发电储能一体化项目，投资金额约13.39亿元，主要包括三个项目：①蕉岭区域220MWp分布式光伏发电项目+45MW/151MWh集装箱式储能项目；②惠州塔牌水泥有限公司5MWp分布式光伏发电项目+3MW/10MWh集装箱式储能项目；③福建塔牌水泥有限公司5MWp分布式光伏发电项目。水泥行业作为排碳大户，开展分布式光伏发电储能一体化项目，符合国家“碳达峰、碳中和”发展目标。公司此次项目建成投产后，有望大幅减少外购用电成本，促进清洁生产、低碳生产，降低能源消耗和碳排放，中长期来看，对碳排放的重视和布局，将进一步增强公司水泥主业的核心竞争力。

表 1：公司对外投资开展分布式光伏发电储能一体化项目

序号	地区	项目	投资(万)	建设周期	减少CO2排放(万吨)	减少标煤(吨)	内部收益率	静态投资回收期
1	蕉岭	220MWp 分布式光伏发电项目 45MW/151MWh 集装箱式储能项目	128000	1-2 年	135982	N/A	5.43%	12 年 10 个月
2	惠州	5MWp 分布式光伏发电项目 3MW/10MWh 集装箱式储能项目	3702.2	180 天	3426	799	7.42%	10 年 7 个月
3	福建	5MWp 分布式光伏发电项目	2150.2	180 天	3426	799	7.99%	10 年 4 个月

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 聚焦基础设施项目建设，全年区域水泥需求获得支撑

受去年疫情影响，广东地区下游项目施工进度有所滞后，随着疫情逐步缓解，在较强劲项目需求支撑下，去年下半年基建投资增速已快速实现转正。根据今年广东省重点项目计划，将安排省重点项目 1395 个，总投资 7.05 万亿，其中年度计划投资 8000 亿，计划投资增速为 14.3%，为近年最高水平，其中 62% 的年度计划投资额将用于基础设施工程领域，数量 520 个，金额 4940 亿，其中主要包括城市建设工程、能源工程、公路工程、铁路工程等领域，为全年广东地区水泥需求提供良好支撑。今年 1-4 月，广东省基础设施投资增速已实现 17.9%，1-5 月广东省水泥产量实现 7045 万吨，同比增长 27.1%，过去两年复合增速达 12.7%。

图 1：广东省重点项目年度计划投资额及增速



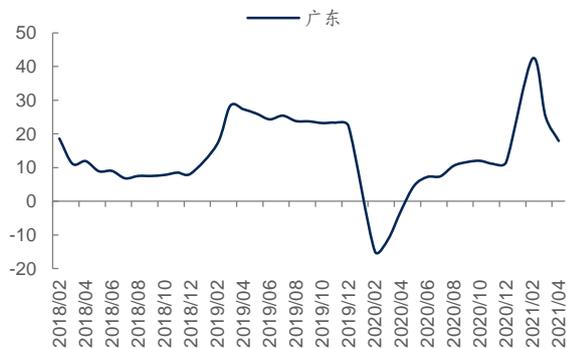
资料来源：南方日报、国信证券经济研究所整理

图 2：2021 年基础设施工程领域投资额分布



资料来源：南方日报、国信证券经济研究所整理

图 3：广东省 1-4 月基础设施投资增速为 17.9%



资料来源：广东省统计局、国信证券经济研究所整理

图 4：1-5 月广东省水泥产量同比增长 27.1%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 淡季价格有所回落，全年行业运行仍将以稳为主

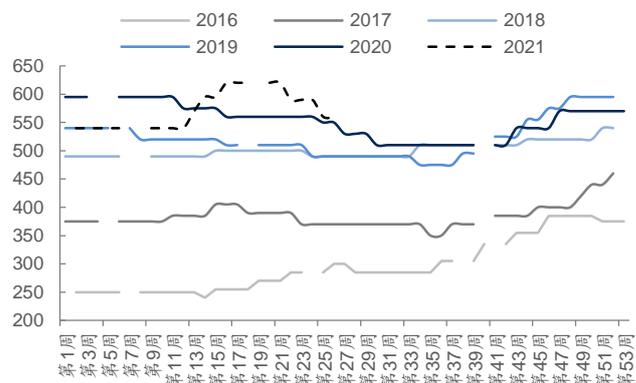
今年年初以来，广东地区水泥行业运行整体表现以稳为主，并呈现季节性波动，上半年价格中枢较去年同期基本持平，约 573 元/吨。近期行业处于传统淡季区间，同时广东地区受持续性降雨、阶段性暴雨天气影响，下游工地施工受限，需求表现相对疲弱，价格呈现季节性回落，并呈现累库状态。从全年角度来看，广东地区下游需求整体保持稳健，大湾区建设正稳步推进，区域水泥运行仍有望在“新均衡”格局下保持偏稳的运行趋势。

图 5: 广东地区水泥价格



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 6: 广东地区水泥历史同期价格 (元/吨)



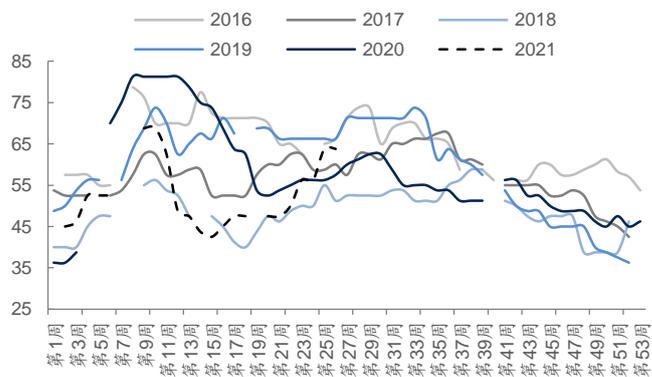
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 7: 广东地区水泥库容比



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 8: 广东地区水泥库容比历史同期对比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 粤东区域水泥龙头, 估值低廉, 维持“买入”评级

公司是粤东区域规模最大的水泥企业, 去年上半年, 公司文福万吨线二期正式投产, 水泥产能增加至 2200 万吨, 在粤东区域产能占比超过 50%, 此外, 公司在地理位置、资源布局、成本规模等方面具备明显竞争优势。全年来看, 广东地区水泥需求良好, 公司计划 2021 年水泥销量 2045 万吨, 同比增长 6.4%, 在区域价格总体保持平稳运行的背景下, 我们预计 21-23 年归母净利润为 19.6/21.3/22.4 亿元, EPS 为 1.65/1.79/1.88 元/股, 对应 PE 为 6.2/5.7/5.5x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2025	2505	3013	3454
应收款项	91	145	164	180
存货净额	572	610	689	757
其他流动资产	656	778	834	874
流动资产合计	5957	6652	7314	7878
固定资产	4132	4685	5321	6058
无形资产及其他	679	652	625	598
投资性房地产	1329	1329	1329	1329
长期股权投资	513	533	554	576
资产总计	12611	13850	15142	16439
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	990	1056	1147	1212
其他流动负债	900	1028	1091	1133
流动负债合计	1890	2083	2238	2345
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	265	330	401	470
长期负债合计	265	330	401	470
负债合计	2155	2413	2639	2814
少数股东权益	10	10	11	11
股东权益	10446	11427	12493	13613
负债和股东权益总计	12611	13850	15142	16439

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.49	1.65	1.79	1.88
每股红利	0.86	0.82	0.89	0.94
每股净资产	8.76	9.58	10.48	11.42
ROIC	24%	26%	28%	27%
ROE	17%	17%	17%	16%
毛利率	40%	40%	39%	39%
EBIT Margin	31%	31%	31%	31%
EBITDA Margin	36%	36%	36%	37%
收入增长	2%	14%	7%	5%
净利润增长率	3%	10%	9%	5%
资产负债率	17%	17%	17%	17%
息率	8.4%	8.0%	8.7%	9.2%
P/E	6.9	6.2	5.7	5.5
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.7	5.1	4.8	4.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7047	8026	8604	9017
营业成本	4252	4824	5214	5491
营业税金及附加	104	116	124	130
销售费用	74	106	95	90
管理费用	467	501	475	469
财务费用	(20)	(34)	(41)	(49)
投资收益	272	140	140	140
资产减值及公允价值变动	(47)	0	0	0
其他收入	7	(10)	(10)	(10)
营业利润	2402	2644	2868	3015
营业外净收支	(31)	(26)	(26)	(26)
利润总额	2371	2618	2843	2989
所得税费用	588	655	711	747
少数股东损益	1	1	1	1
归属于母公司净利润	1782	1963	2131	2241

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1782	1963	2131	2241
资产减值准备	(6)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	388	381	433	489
公允价值变动损失	47	0	0	0
财务费用	(20)	(34)	(41)	(49)
营运资本变动	252	42	73	51
其它	7	1	1	1
经营活动现金流	2469	2387	2638	2781
资本开支	(514)	(906)	(1042)	(1199)
其它投资现金流	64	0	0	0
投资活动现金流	(466)	(926)	(1063)	(1221)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1029)	(981)	(1065)	(1120)
其它融资现金流	795	0	0	0
融资活动现金流	(1264)	(981)	(1065)	(1120)
现金净变动	739	479	509	440
货币资金的期初余额	1287	2025	2505	3013
货币资金的期末余额	2025	2505	3013	3454
企业自由现金流	1743	1377	1487	1469
权益自由现金流	2537	1403	1518	1505

相关研究报告

- 《塔牌集团-002233-2020年财报点评：业绩平稳增长，把握大湾区建设》——2021-03-17
 《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

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±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±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