

塔牌集团 (002233)

公司研究/点评报告

水泥产销大幅增长，综合毛利率下降

—塔牌集团 2021 年半年度业绩点评

点评报告/建材

2021 年 08 月 10 日

一、事件概述

2021 年 8 月 9 日，公司发布 2021 年半年度报告，上半年实现营业收入 36.34 亿元，同比增长 29.80%，实现归母净利润 9.15 亿元，同比下降 0.46%，实现扣非归母净利润 8.39 亿元，同比增长 1.24%。

二、分析与判断

➤ 水泥产销大幅增长，综合毛利率降幅明显

产销方面：2021 年上半年，公司实现水泥产量 1043.5 万吨、销量 1009.4 万吨，同比增长 41.4% 和 49.4%，主要系文福万吨线项目二期产能的完全释放，叠加上年同期基数较低影响。**价格及毛利率方面：**受上半年基建项目放缓和地产调控影响，水泥需求回落，导致上半年公司水泥平均销售价格同比下降了 12.1%。此外，受煤炭价格上涨的影响，公司水泥平均销售成本较上年同期上升了 3.1%，导致水泥业务毛利率下降 8.95 个百分点至 39.3%，进而使得公司综合毛利率下降了 8.73 个百分点至 38.5%。

➤ 需求端：政策推动，基建端的水泥需求有望向好

下半年财政政策有望发力：730 政治局会议指出：积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；而 2021 年上半年新增专项债发行量为 1.01 万亿元，仅占全年额度的 29%，下半年专项债发行有望提速，进而带动重大基建项目的落地。**区域发展政策持续出台：**国家层面，出台了《赣闽粤原中央苏区振兴发展规划》、《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》及《粤港澳大湾区发展规划》；省级层面，广东省部署并实施了《进一步促进粤东西北地区振兴发展规划》、《广东省推进基础设施供给侧结构性改革实施方案》；随着全国及省级政策的实施，公司所在区域经济的发展将得到提振，特别是基建项目有望持续落地，进而拉动水泥市场需求。

➤ 供给端：加大淘汰落后产能力度及提高产能置换比例，水泥供需格局持续向好

加大落后产能淘汰力度：中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，淘汰产能包括：水泥熟料产能利用率 70% 以上的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022 年底前）等。据公司公告，公司文福 600 万吨熟料水泥项目方圆 300 公里范围内，2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线约有 14 条，如果区域内上述落后产能全部淘汰，则水泥供需格局将持续向好。**提高产能置换比例：**2021 年 7 月 20 日，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例一律不低于 2:1。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营收为 76.4/83.8/88.5 亿元，归母净利润为 20.4/22.6/24.2 亿元，EPS 为 1.71/1.90/2.03 元，对应 PE 为 6.0/5.4/5.1 倍；申万水泥制造行业的 PE TTM 为 6.9 倍，公司估值低于水泥行业均值，同时考虑到公司所在区域为全国经济增速前类的广东地区及粤港澳大湾区建设持续推进带来的水泥需求增长，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

大湾区建设进度拖后等导致下游需求下滑；淘汰落后产能速度放缓；下半年财政政策落地节奏较慢。

推荐

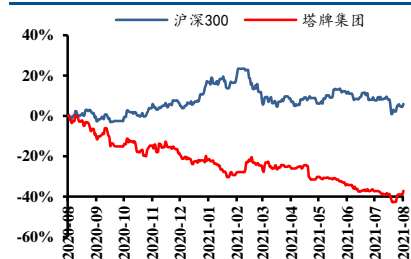
维持评级

当前价格： 10.27 元

交易数据 2021-8-9

近 12 个月最高/最低(元)	16.38/9.35
总股本(百万股)	1,192
流通股本(百万股)	1,192
流通股比例(%)	99.97
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	122

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号： S0100121070026

电话： 0755-22662096

邮箱： zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1.塔牌集团 (002233) 2020 年报点评报告：毛利率小幅提升，归母扣非净利润同比增 9.4%

2.塔牌集团 (002233) 2020 年三季度点评报告：毛利率大幅提升，归母扣非净利润同比增 41%

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,047	7,635	8,376	8,852
增长率 (%)	2.3%	8.4%	9.7%	5.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,782	2,036	2,261	2,417
增长率 (%)	2.8%	14.2%	11.1%	6.9%
每股收益 (元)	1.51	1.71	1.90	2.03
PE (现价)	6.8	6.0	5.4	5.1
PB	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,047	7,635	8,376	8,852
营业成本	4,252	4,566	5,018	5,312
营业税金及附加	104	113	124	131
销售费用	74	104	107	109
管理费用	467	452	526	556
研发费用	8	6	8	9
EBIT	2,141	2,394	2,593	2,736
财务费用	(20)	(117)	(188)	(254)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	272	212	244	243
营业利润	2,402	2,735	3,039	3,246
营业外收支	(31)	0	0	0
利润总额	2,371	2,710	3,009	3,217
所得税	588	672	747	798
净利润	1,783	2,037	2,262	2,419
归属于母公司净利润	1,782	2,036	2,261	2,417
EBITDA	2,603	2,899	3,129	3,332
资产负债表 (百万元)				
货币资金	2025	3677	4996	6773
应收账款及票据	70	141	140	133
预付款项	39	44	48	50
存货	572	532	665	617
其他流动资产	665	665	665	665
流动资产合计	5957	7638	9101	10819
长期股权投资	513	725	969	1212
固定资产	3922	4333	4824	5476
无形资产	679	654	633	616
非流动资产合计	6653	7459	7626	7616
资产合计	12611	15096	16727	18435
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	990	1041	1108	1207
其他流动负债	35	35	35	35
流动负债合计	1890	2219	2333	2420
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	265	265	265	265
非流动负债合计	265	265	265	265
负债合计	2155	2484	2598	2685
股本	1192	1192	1192	1192
少数股东权益	10	11	13	14
股东权益合计	10456	12613	14129	15750
负债和股东权益合计	12611	15096	16727	18435

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	2.3%	8.4%	9.7%	5.7%
EBIT 增长率	9.1%	11.8%	8.4%	5.5%
净利润增长率	2.8%	14.2%	11.1%	6.9%
盈利能力				
毛利率	39.7%	40.2%	40.1%	40.0%
净利润率	25.3%	26.7%	27.0%	27.3%
总资产收益率 ROA	14.1%	13.5%	13.5%	13.1%
净资产收益率 ROE	17.1%	16.2%	16.0%	15.4%
偿债能力				
流动比率	3.2	3.4	3.9	4.5
速动比率	2.8	3.2	3.6	4.2
现金比率	2.4	2.8	3.2	3.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	2.0	2.9	2.5	2.5
存货周转天数	43.8	43.5	43.0	43.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.7	1.9	2.0
每股净资产	8.8	10.6	11.8	13.2
每股经营现金流	2.0	2.2	2.1	2.5
每股股利	0.8	0.6	0.6	0.7
估值分析				
PE	6.8	6.0	5.4	5.1
PB	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.9	2.9	2.3	1.6
股息收益率	7.3%	5.5%	6.1%	6.5%
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,783	2,037	2,262	2,419
折旧和摊销	462	506	536	596
营运资金变动	283	299	(29)	145
经营活动现金流	2,395	2,656	2,554	2,947
资本开支	787	333	489	372
投资	(149)	0	0	0
投资活动现金流	(750)	(333)	(489)	(372)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1,243)	(672)	(746)	(798)
现金净流量	403	1,651	1,319	1,777

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，2021年7月加入民生证券

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。