

# 塔牌集团 (002233)

证券研究报告

2021年08月10日

## 上半年销量快速增长，盈利能力暂承压

### 21H1 收入快速增长，净利率下滑导致利润承压

近日公司发布 21 年中报，21 年上半年实现收入/归母净利润 36.3/9.1 亿元，同比+29.8%/-0.46%，实现扣非归母净利润 8.4 亿元，同比+1.24%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 21.3/5.6 亿元，同比分别+18.0%/-5.47%，二季度扣非归母净利润为 5.7 亿元，同比提高 15.1%。因水泥价格下滑叠加成本上升，H1 吨毛利同比大幅下滑，净利率同比下降 7.6pct。

### 销量增长驱动收入增长，吨毛利同比下滑较多

21H1 实现水泥熟料收入 34.6 亿元，同比增长 30%，主要系销量增长驱动，得益于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。上半年实现水泥销量 1009 万吨，同比+49.4%，其中 Q1/Q2 单季度实现销量 467/542 万吨，同比+126.5%/15.5%。价格方面，我们测算 21H1 水泥吨均价为 340 元/吨，同比下降 47 元，降幅为 12.1%。今年以来粤东区域市场水泥价格继续低位运行，主要受大宗商品价格持续上涨导致部分已开工项目施工放缓，并叠加房地产持续调控影响，水泥需求提前回落导致价格下滑。21H1 水泥吨成本/吨毛利分别为 206/133 元，同比分别+6/-53 元，煤炭价格上涨，导致成本上涨，水泥产品盈利能力下滑。公司 21H1 投资收益为 1.04 亿元，主要是证券投资收益及理财产品收益，占利润总额 8.7%。

### 21H1 净利率同比下滑，继续保持充裕现金流及低负债率

公司 21 年上半年整体毛利率 38.5%，同比下降 8.7pct，主要系原材料涨价导致生产成本增加，且价格下滑较多。其中 Q2 单季度毛利率 42.9%，同比下降 0.9pct。公司上半年期间费用率 6.3% (剔除运费影响)，同比-0.3pct，其中销售/管理/财务费用率同比分别-0.2/+0.1/-0.2pct，最终实现净利率 25.2%，同比下降 7.6pct。公司继续保持零有息负债水平，截至 6 月底资产负债率 13.2%，较年初下降 3.9pct，资本结构继续优化。上半年实现经营活动现金净流入 7.2 亿元，同比增长 32.7%，公司充裕的现金流及低负债率，进一步增强公司抗风险能力。

### 受益于粤港澳大湾区建设，员工持股计划为公司长期发展赋能

公司华南销售收入占比 90% 以上，其中以广东为主，需求端有望受益于粤港澳大湾区建设，当前水泥逐渐进入需求旺季，华南区域库存压力不大，价格推涨可期。公司发布第四期员工持股计划，覆盖员工总数 1300 人，较前三期有大幅提升，通过资本手段建立长效激励机制，有利于为长期发展赋能。考虑到上半年净利率下滑较多，下调 21-23 年归母净利润预测至 19.1/21.5/23.3 亿元，(前值：20.3/23.3/25.1 亿元)，参考可比公司估值，考虑到公司区域需求相对较好，给予公司 21 年 8 倍 PE，目标价 12.88 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**水泥需求下滑超预期，广西产能大幅增长，水泥旺季涨价幅度不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,890.70	7,046.66	7,585.08	8,039.12	8,450.96
增长率(%)	3.93	2.26	7.64	5.99	5.12
EBITDA(百万元)	2,680.94	2,762.75	2,723.10	2,698.17	2,890.48
净利润(百万元)	1,733.48	1,782.15	1,914.92	2,149.98	2,329.43
增长率(%)	0.60	2.81	7.45	12.28	8.35
EPS(元/股)	1.45	1.49	1.61	1.80	1.95
市盈率(P/E)	7.06	6.87	6.39	5.70	5.26
市净率(P/B)	1.25	1.17	1.07	0.99	0.91
市销率(P/S)	1.78	1.74	1.61	1.52	1.45
EV/EBITDA	3.61	3.34	2.17	1.55	0.99

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	10.27 元
目标价格	12.88 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,192.28
流通 A 股股本(百万股)	1,191.86
A 股总市值(百万元)	12,244.66
流通 A 股市值(百万元)	12,240.41
每股净资产(元)	9.05
资产负债率(%)	13.18
一年内最高/最低(元)	16.86/9.22

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**武慧东** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



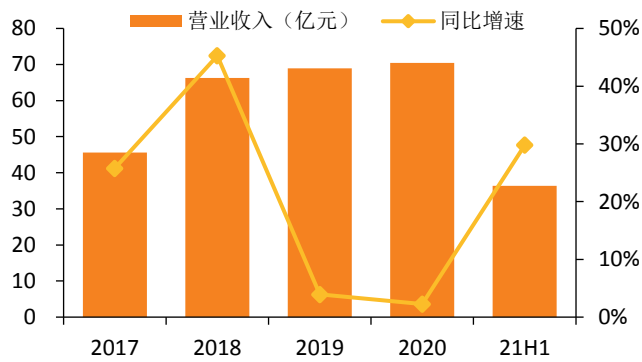
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《塔牌集团-年报点评报告:产能压力测试已过，长期稳健增长可期》 2021-03-16
- 《塔牌集团-公司点评:价格表现超预期，分红提升投资价值》 2020-08-12
- 《塔牌集团-年报点评报告:高股息粤东水泥龙头，量价弹性兼备》 2020-03-17

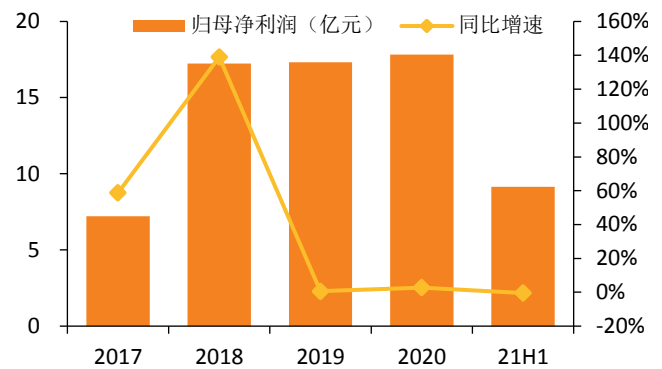
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016-2021H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021H1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
000789.SZ	万年青	91	11.37	1.72	1.86	2.13	2.31	6.6	6.1	5.3	4.9
600585.SH	海螺水泥	2,195	41.42	6.34	6.63	6.95	7.20	6.5	6.2	6.0	5.8
600801.SH	华新水泥	389	18.57	3.02	2.69	3.33	3.73	6.1	6.9	5.6	5.0
	平均值							6.4	6.4	5.6	5.2
002233.SZ	塔牌集团	122	10.27	1.45	1.49	1.61	1.80	7.1	6.9	6.4	5.7

注：数据截至 20210809 收盘，除塔牌集团 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,286.75	2,025.46	2,627.06	4,308.97	5,747.94	营业收入	6,890.70	7,046.66	7,585.08	8,039.12	8,450.96
应收票据及应收账款	151.65	69.51	341.33	(48.98)	(51.49)	营业成本	4,294.76	4,252.00	4,544.05	4,894.89	5,102.30
预付账款	41.44	39.35	40.59	49.48	44.05	营业税金及附加	95.98	104.07	109.21	115.48	122.63
存货	462.92	572.25	526.90	641.16	589.71	营业费用	97.11	73.53	75.85	80.39	84.51
其他	3,270.90	3,201.38	3,967.69	3,475.07	3,551.49	管理费用	433.66	467.46	493.03	518.52	540.86
<b>流动资产合计</b>	<b>5,213.66</b>	<b>5,907.95</b>	<b>7,503.57</b>	<b>8,425.70</b>	<b>9,881.70</b>	研发费用	6.19	8.37	9.01	9.55	10.04
长期股权投资	496.58	512.92	512.92	512.92	512.92	财务费用	(23.18)	(20.11)	(32.43)	(48.35)	(70.11)
固定资产	2,870.35	3,921.66	3,881.02	3,824.21	3,744.71	资产减值损失	(12.35)	0.00	(6.18)	(3.09)	(4.63)
在建工程	1,051.99	210.73	162.44	145.46	117.28	公允价值变动收益	100.50	(46.51)	22.03	(11.01)	5.51
无形资产	658.62	679.22	647.19	615.17	583.14	投资净收益	249.60	271.88	160.00	100.00	100.00
其他	1,391.47	1,328.92	1,069.41	1,144.10	1,024.74	其他	(692.13)	(466.01)	(364.06)	(177.97)	(211.01)
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,469.00</b>	<b>6,653.45</b>	<b>6,272.97</b>	<b>6,241.86</b>	<b>5,982.79</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,340.57</b>	<b>2,401.97</b>	<b>2,574.57</b>	<b>2,560.72</b>	<b>2,770.87</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,752.02</b>	<b>12,610.53</b>	<b>13,827.11</b>	<b>14,723.92</b>	<b>15,916.50</b>	营业外收入	3.46	2.05	2.66	2.72	2.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	36.70	32.98	28.37	32.69	31.35
应付票据及应付账款	867.39	989.69	1,006.61	1,126.67	1,104.56	<b>利润总额</b>	<b>2,307.33</b>	<b>2,371.05</b>	<b>2,548.86</b>	<b>2,530.75</b>	<b>2,742.00</b>
其他	906.45	900.26	1,219.80	998.50	1,116.68	所得税	572.94	587.89	632.92	379.61	411.30
<b>流动负债合计</b>	<b>1,773.84</b>	<b>1,889.95</b>	<b>2,226.41</b>	<b>2,125.17</b>	<b>2,221.24</b>	<b>净利润</b>	<b>1,734.39</b>	<b>1,783.16</b>	<b>1,915.94</b>	<b>2,151.14</b>	<b>2,330.70</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.91	1.00	1.02	1.16	1.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,733.48</b>	<b>1,782.15</b>	<b>1,914.92</b>	<b>2,149.98</b>	<b>2,329.43</b>
其他	186.09	265.02	195.66	215.59	225.42	每股收益(元)	1.45	1.49	1.61	1.80	1.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>186.09</b>	<b>265.02</b>	<b>195.66</b>	<b>215.59</b>	<b>225.42</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,959.93</b>	<b>2,154.96</b>	<b>2,422.07</b>	<b>2,340.75</b>	<b>2,446.66</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	9.47	9.50	10.47	11.61	12.86	<b>成长能力</b>					
股本	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	营业收入	3.93%	2.26%	7.64%	5.99%	5.12%
资本公积	3,737.68	3,720.36	3,720.36	3,720.36	3,720.36	营业利润	1.49%	2.62%	7.19%	-0.54%	8.21%
留存收益	8,606.50	9,352.38	10,202.29	11,179.27	12,264.71	归属于母公司净利润	0.60%	2.81%	7.45%	12.28%	8.35%
其他	(3,753.83)	(3,818.95)	(3,720.36)	(3,720.36)	(3,720.36)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,792.09</b>	<b>10,455.56</b>	<b>11,405.04</b>	<b>12,383.16</b>	<b>13,469.84</b>	毛利率	37.67%	39.66%	40.09%	39.11%	39.62%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,752.02</b>	<b>12,610.53</b>	<b>13,827.11</b>	<b>14,723.92</b>	<b>15,916.50</b>	净利率	25.16%	25.29%	25.25%	26.74%	27.56%
						ROE	17.72%	17.06%	16.81%	17.38%	17.31%
						ROIC	29.22%	40.37%	42.58%	42.10%	53.40%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	16.68%	17.09%	17.52%	15.90%	15.37%
净利润	1,734.39	1,783.16	1,914.92	2,149.98	2,329.43	净负债率	-13.14%	-19.37%	-23.03%	-34.80%	-42.67%
折旧摊销	410.09	462.27	180.96	185.81	189.72	流动比率	2.98	3.15	3.39	3.99	4.47
财务费用	0.00	0.00	(32.43)	(48.35)	(70.11)	速动比率	2.72	2.85	3.16	3.69	4.21
投资损失	(249.60)	(271.88)	(160.00)	(100.00)	(100.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,821.46	725.22	(445.36)	592.75	213.74	应收账款周转率	44.88	63.72	36.92	55.00	-168.23
其它	(1,638.60)	(279.63)	23.05	(9.85)	6.78	存货周转率	13.92	13.61	13.80	13.76	13.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,077.72</b>	<b>2,419.14</b>	<b>1,481.13</b>	<b>2,770.33</b>	<b>2,569.57</b>	总资产周转率	0.61	0.58	0.57	0.56	0.55
资本支出	1,027.87	555.85	129.36	60.07	40.17	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	5.41	16.34	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.45	1.49	1.61	1.80	1.95
其他	(1,594.98)	(1,321.77)	(74.85)	(23.83)	3.16	每股经营现金流	1.74	2.03	1.24	2.32	2.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(561.70)</b>	<b>(749.58)</b>	<b>54.51</b>	<b>36.24</b>	<b>43.32</b>	每股净资产	8.21	8.76	9.56	10.38	11.29
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	3.16	(79.64)	131.02	48.35	70.11	市盈率	7.06	6.87	6.39	5.70	5.26
其他	(931.45)	(1,163.01)	(1,065.06)	(1,173.01)	(1,244.02)	市净率	1.25	1.17	1.07	0.99	0.91
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(928.28)</b>	<b>(1,242.66)</b>	<b>(934.04)</b>	<b>(1,124.66)</b>	<b>(1,173.92)</b>	EV/EBITDA	3.61	3.34	2.17	1.55	0.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	4.15	3.89	2.33	1.66	1.06
<b>现金净增加额</b>	<b>587.74</b>	<b>426.90</b>	<b>601.61</b>	<b>1,681.91</b>	<b>1,438.97</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com