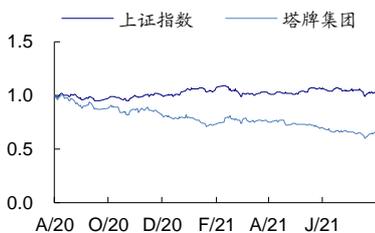


证券研究报告—动态报告
建材
水泥 II
塔牌集团(002233)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 11 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,192/1,192
总市值/流通(百万元)	12,245/12,240
上证综指/深圳成指	3,495/14,941
12 个月最高/最低(元)	16.86/9.22

相关研究报告:

《塔牌集团-002233-重大事件快评: 开展光伏发电储能业务, 打造水泥主业低碳竞争力》——2021-06-30

《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

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

独立性声明:

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。

财报点评
销量回升显著, 业绩保持平稳
● 量增价跌, 业绩保持平稳

2020H1 公司营收 36.34 亿元, 同比+29.8%, 归母净利润 9.15 亿元, 同比-0.46%, 扣非归母净利 8.39 亿元, 同比+1.24%, EPS 为 0.7785 元/股, 符合此前业绩快报, Q2 实现营收 21.33 亿元, 同比+18.0%, 归母净利润 5.63 亿元, 同比-5.63%, 收入增长较明显主要由于销量增长, 同时弥补了价格下降和成本上涨带来的影响, 整体业绩保持平稳。

● 盈利能力小幅承压, 费用端持续优化

2020 H1 公司水泥销量 1009.41 万吨, 同比+49.42%, 主因文福万吨线二期项目产能释放, 及上年同期低基数影响, 其中 Q2 单季度销量同增 15.56%。我们测算上半年水泥销售价格约 340 元/吨, 同比下降 47 元, 开年后粤东地区价格保持低位运行, 直至一季度末开始回升, 受部分项目工期延缓及地产调控影响, 5 月中下旬价格见顶回落, 整体 Q2 吨价格环比 Q1 提升 22.43%, 同比+2.09%; 上半年吨成本和吨毛利分别为 206 元/吨 (同比+6 元) 和 133 元/吨 (同比-53 元), 其中 Q2 单季度吨毛利约 169 元, 同比基本持平。费用端继续保持优化, 期间费用率同比降低 0.29pct 至 6.31%, 其中销售和财务费用率分别下降 0.2pct 和 0.23pct 至 0.89% 和 -0.56%。公司现金流状态继续进一步保持健康充裕, 上半年经营性净现金流 7.17 亿, 同增 32.7%。

● 践行绿色低碳发展, 开展光伏发电储能业务

报告期内, 公司加大绿色转型力度, 积极响应国家碳达峰、碳中和目标, 主要通过技术升级、余热发电、光伏发电、水泥窑协同处置等措施进行碳减排。今年 6 月, 公司公告投资约 13.39 亿建设分布式光伏发电储能一体化项目, 并抽调精干力量成立新能源事业部, 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。

● 大湾区建设持续, 维持“买入”评级

上半年广东省水泥产量同比+23%, 今年全省推出重大项目年计划完成额 8000 亿, 计划投资增速为 14.3%, 为近年最高水平, 随着大湾区建设推进, 公司作为粤东地区水泥龙头有望受益, 预计 2021-23 年 EPS 为 1.60/1.69/1.77 元/股, 对应 PE 为 6.4/6.1/5.8x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 供给增加超预期; 项目落地不及预期; 成本增加超预期。
盈利预测和财务指标

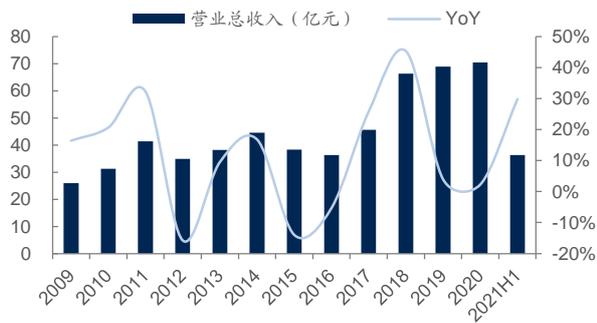
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,891	7,047	8,026	8,644	9,102
(+/-%)	3.9%	2.3%	13.9%	7.7%	5.3%
净利润(百万元)	1,733	1,782	1,903	2,020	2,115
(+/-%)	0.6%	2.8%	6.8%	6.2%	4.7%
摊薄每股收益(元)	1.45	1.49	1.60	1.69	1.77
EBIT Margin	28.6%	30.5%	29.9%	29.5%	29.3%
净资产收益率(ROE)	17.7%	17.1%	16.7%	16.3%	15.7%
市盈率(PE)	7.1	6.9	6.4	6.1	5.8
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.3	5.0	4.8
市净率(PB)	1.25	1.17	1.07	0.99	0.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

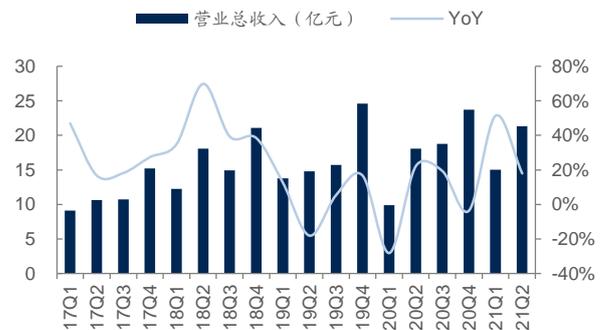
量增价跌，业绩保持平稳。2020H1 公司营收 36.34 亿元，同比+29.8%，归母净利润 9.15 亿元，同比-0.46%，扣非归母净利润 8.39 亿元，同比+1.24%，EPS 为 0.7785 元/股，符合此前业绩快报，Q2 实现营收 21.33 亿元，同比+18.0%，归母净利润 5.63 亿元，同比-5.63%，收入增长较明显主要由于销量增长，同时弥补了价格下降和成本上涨带来的影响，整体业绩保持平稳。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



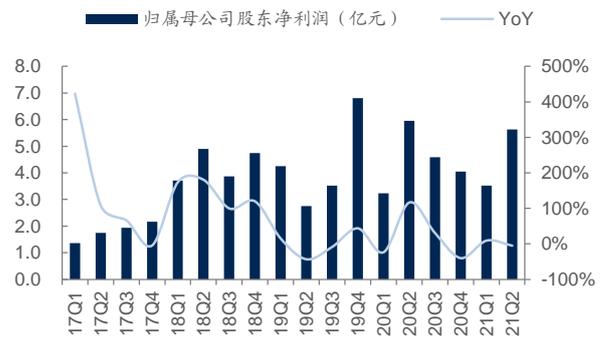
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

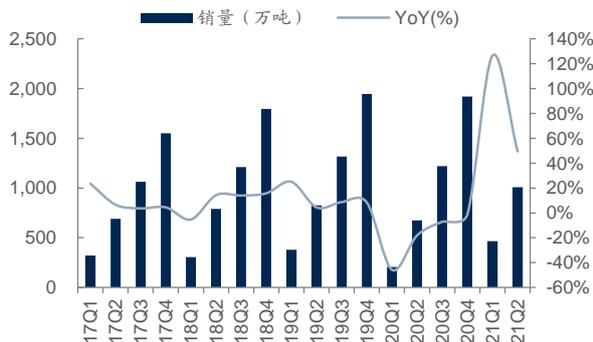
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力小幅承压，费用端持续优化。2020 H1 公司水泥销量 1009.41 万吨，同比+49.42%，主因文福万吨线二期项目产能释放，及上年同期低基数影响，其中 Q2 单季度销量同增 15.56%。我们测算上半年水泥销售价格约 340 元/吨，同比下降 47 元，开年后粤东地区价格保持低位运行，直至一季度末开始回升，受部分项目工期延缓及地产调控影响，5 月中下旬价格见顶回落，整体 Q2 吨价格环比 Q1 提升 22.43%，同比+2.09%；上半年吨成本和吨毛利分别为 206 元/吨（同比+6 元）和 133 元/吨（同比-53 元），其中 Q2 单季度吨毛利约 169 元，同比基本持平。费用端继续保持优化，期间费用率同比降低 0.29pct 至 6.31%，其中销售和财务费用率分别下降 0.2pct 和 0.23pct 至 0.89%和-0.56%。公司现金流状态继续进一步保持健康充裕，上半年经营性净现金流 7.17 亿，同增 32.7%。

图 5: 公司水泥累计销量及增速



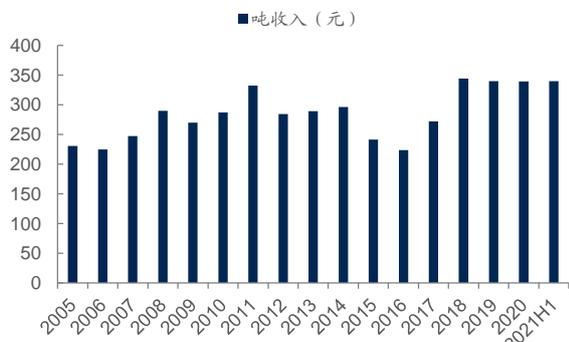
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度销量及增速



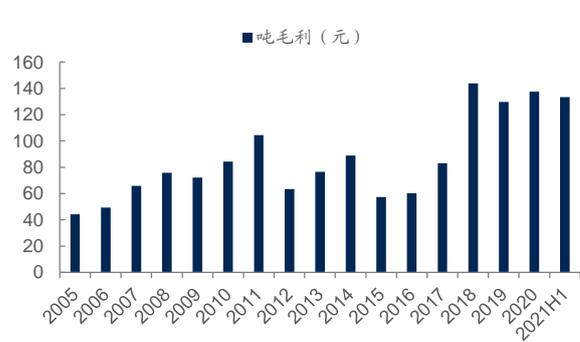
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司水泥吨收入保持高位



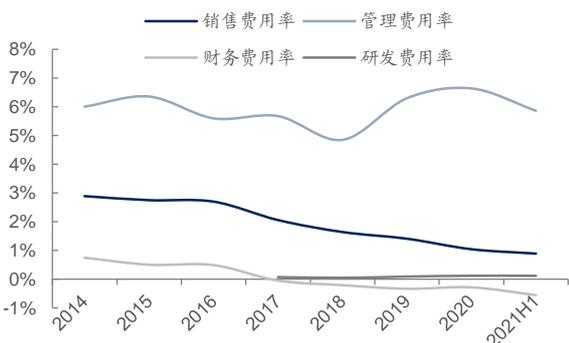
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司水泥吨毛利再创新高



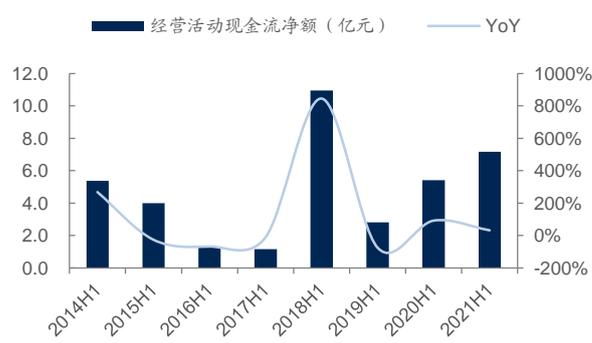
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司经营活动现金流净额保持增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

践行绿色低碳发展，开展光伏发电储能业务。报告期内，公司加大绿色转型力度，积极响应国家碳达峰、碳中和目标，主要通过技术升级、余热发电、光伏发电、水泥窑协同处置等措施进行碳减排。今年 6 月，公司公告投资约 13.39 亿建设分布式光伏发电储能一体化项目，并抽调精干力量成立新能源事业部，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。

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

投资建议：大湾区建设持续，维持“买入”评级。上半年广东省水泥产量同比+23%，今年全省推出重大项目年计划完成额 8000 亿，计划投资增速为 14.3%，为近年最高水平，随着大湾区建设推进，公司作为粤东地区水泥龙头有望受益，预计 2021-23 年 EPS 为 1.60/1.69/1.77 元/股，对应 PE 为 6.4/6.1/5.8x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2025	2500	2976	3363	营业收入	7047	8026	8644	9102
应收款项	91	145	164	182	营业成本	4252	4920	5377	5689
存货净额	572	623	712	786	营业税金及附加	104	116	124	131
其他流动资产	656	778	838	883	销售费用	74	78	82	85
流动资产合计	5957	6660	7303	7827	管理费用	467	513	511	528
固定资产	4132	4685	5321	6058	财务费用	(20)	(34)	(41)	(48)
无形资产及其他	679	652	625	598	投资收益	272	140	140	140
投资性房地产	1329	1329	1329	1329	资产减值及公允价值变动	(47)	0	0	0
长期股权投资	513	533	554	576	其他收入	7	(10)	(10)	(10)
资产总计	12611	13858	15132	16387	营业利润	2402	2564	2721	2847
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(31)	(26)	(26)	(26)
应付款项	990	1078	1185	1258	利润总额	2371	2538	2695	2822
其他流动负债	900	1043	1128	1183	所得税费用	588	635	674	705
流动负债合计	1890	2121	2313	2442	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1782	1903	2020	2115
其他长期负债	265	330	401	470					
长期负债合计	265	330	401	470	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2155	2451	2714	2911	净利润	1782	1903	2020	2115
少数股东权益	10	10	11	11	资产减值准备	(6)	(0)	(0)	(0)
股东权益	10446	11397	12407	13465	折旧摊销	388	381	433	489
负债和股东权益总计	12611	13858	15132	16387	公允价值变动损失	47	0	0	0
					财务费用	(20)	(34)	(41)	(48)
					营运资本变动	252	68	96	61
					其它	7	1	1	1
					经营活动现金流	2469	2352	2549	2666
					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)	(951)	(1010)	(1058)
					其它融资现金流	795	0	0	0
					融资活动现金流	(1264)	(951)	(1010)	(1058)
					现金净变动	739	474	476	387
					货币资金的期初余额	1287	2025	2500	2976
					货币资金的期末余额	2025	2500	2976	3363
					企业自由现金流	1743	1342	1399	1354
					权益自由现金流	2537	1368	1429	1389

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.49	1.60	1.69	1.77
每股红利	0.86	0.80	0.85	0.89
每股净资产	8.76	9.56	10.41	11.29
ROIC	24%	26%	27%	26%
ROE	17%	17%	16%	16%
毛利率	40%	39%	38%	38%
EBIT Margin	31%	30%	29%	29%
EBITDA Margin	36%	35%	35%	35%
收入增长	2%	14%	8%	5%
净利润增长率	3%	7%	6%	5%
资产负债率	17%	18%	18%	18%
息率	8.4%	7.8%	8.2%	8.6%
P/E	6.9	6.4	6.1	5.8
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.7	5.3	5.0	4.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

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