

塔牌集团 (002233)

证券研究报告

2021年10月22日

Q3 盈利暂承压，Q4 价格弹性可期

21Q3 单季度归母净利润同比下滑 13.3%，Q4 价格弹性可期

近日公司发布 21 年三季报，21 年前三季度实现收入/归母净利润 52.4/13.1 亿元，同比+12.1%/-4.7%，实现扣非归母净利润 11.4 亿元，同比-8.6%，其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 16.1/4.0 亿元，同比分别-14.3%/-13.3%，三季度扣非归母净利润为 3.0 亿元，同比下降 27.9%。公司 Q3 单季度毛利率环比 Q2 大幅下滑，但 9 月水泥迎来大幅涨价，Q4 价格弹性可期。

限产导致 Q3 销量下滑，价格、成本双重承压

公司 1-9 月份实现水泥产量 1479 万吨，销量 1459 万吨，同比分别+15.5%/19.4%，其中单三季度实现水泥产量/销量 436/450 万吨，同比分别-19.6%/-17.7%，主要因 9 月份在能耗双控和限电政策下，供给端有所收紧。公司 1-9 月份水泥吨均价同比下降 4.17%，我们预计 Q3 吨均价环比 Q2 下滑约 30-40 元/吨，广东水泥价格自 9 月份开始大幅上涨，截至 10 月 21 日市场价约 820 元/吨，较 Q3 均价上涨 220 元/吨，预计公司 Q4 水泥吨均价有望大幅上涨。成本端，受煤炭价格上涨影响，公司前三季度水泥平均销售成本同比上涨 6.58%，我们预计公司 Q3 水泥吨成本环比上涨约 15 元/吨，10 月 19 日国家发改委组织召开煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施，预计未来煤炭价格有望维稳。当前广东及周边省份限产有所减缓，我们认为 Q4 限产力度可能存在较大变动，但考虑到当前广东水泥库存仅 35%，仍有一定补库需求，且煤炭价格上涨进一步压缩水泥企业利润，我们预计 Q4 水泥价格仍有望维持高位。

投资收益+公允价值变动收益贡献利润增量，Q3 净利率同比持平

公司 Q3 单季度整体毛利率，同比下降 3.4pct，较 Q2 下降 10.1pct，主要因水泥价格下滑同时成本增加。Q3 单季度期间费用率 6.9%，同比提升 1.6pct，其中管理/财务费用率同比分别+1.9/-0.4pct。公司 Q3 实现投资收益+公允价值变动净收益 1.29 亿元，同比大幅增长 128%，最终 Q3 单季度净利率 24.7%，同比基本持平。

上调盈利预测，维持“增持”评级

公司华南销售收入占比 90%以上，其中以广东为主，需求端中长期有望受益于粤港澳大湾区建设，当前广东为全国水泥价格最高的区域，我们预计 Q4 价格有望继续维持高位，公司 Q4 盈利有望迎来大幅改善，上调 21-23 年归母净利润预测至 27.0/31.5/34.6 亿元，(前值 19.1/21.5/23.3 亿元)，参考可比公司，给予公司 21 年 7 倍目标 PE，对应目标价 15.82 元，维持“增持”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、价格 Q4 大幅回落、煤炭大幅涨价。

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	8,570.34	10,303.30	10,988.78
增长率(%)	3.93	2.26	21.62	20.22	6.65
EBITDA(百万元)	2,680.94	2,762.75	3,767.60	3,878.22	4,215.59
净利润(百万元)	1,733.48	1,782.15	2,698.79	3,152.22	3,463.18
增长率(%)	0.60	2.81	51.43	16.80	9.87
EPS(元/股)	1.45	1.49	2.26	2.64	2.90
市盈率(P/E)	7.28	7.08	4.68	4.01	3.65
市净率(P/B)	1.29	1.21	1.08	0.96	0.85
市销率(P/S)	1.83	1.79	1.47	1.23	1.15
EV/EBITDA	3.61	3.34	1.55	1.00	0.33

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	10.59 元
目标价格	15.82 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)	12,626.19
流通 A 股市值(百万元)	12,621.80
每股净资产(元)	9.41
资产负债率(%)	13.24
一年内最高/最低(元)	15.07/9.22

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



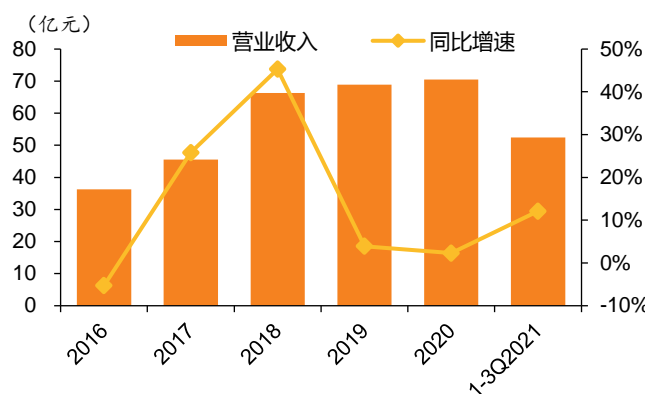
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《塔牌集团-半年报点评:上半年销量快速增长，盈利能力暂承压》 2021-08-10
- 《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

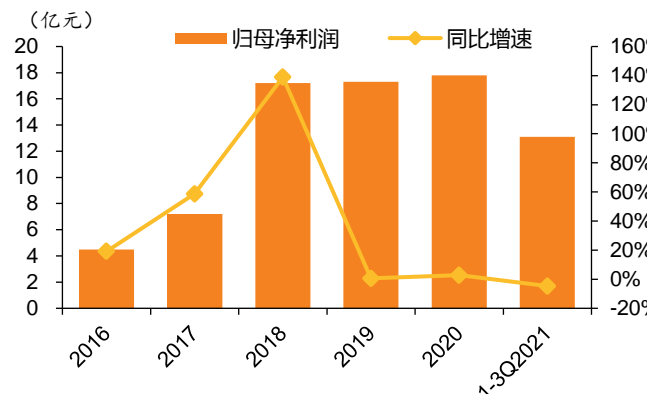
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016-2021 前三季度营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021 前三季度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	98	12.27	1.72	1.86	2.06	2.18	7.1	6.6	6.0	5.6
600585.SH	海螺水泥	2,111	39.84	6.34	6.63	6.67	7.00	6.3	6.0	6.0	5.7
600801.SH	华新水泥	390	18.62	3.02	2.69	3.01	3.50	6.2	6.9	6.2	5.3
000877.SZ	天山股份	151	14.40	1.56	1.45	1.73	1.96	9.2	9.9	8.3	7.4
	平均值							7.2	7.4	6.6	6.0
002233.SZ	塔牌集团	126	10.59	1.45	1.49	2.26	2.64	7.3	7.1	4.7	4.0

注：数据截至 20211021 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
货币资金	1,286.75	2,025.46	2,465.21	4,427.77	6,984.26
应收票据及应收账款	151.65	69.51	394.69	(62.77)	(66.95)
预付账款	41.44	39.35	48.79	56.77	55.18
存货	462.92	572.25	639.55	729.26	743.94
其他	3,270.90	3,201.38	4,586.60	4,055.75	4,152.27
流动资产合计	5,213.66	5,907.95	8,134.84	9,206.77	11,868.71
长期股权投资	496.58	512.92	512.92	512.92	512.92
固定资产	2,870.35	3,921.66	3,881.02	3,824.21	3,744.71
在建工程	1,051.99	210.73	162.44	145.46	117.28
无形资产	658.62	679.22	647.19	615.17	583.14
其他	1,391.47	1,328.92	1,069.41	1,144.10	1,024.74
非流动资产合计	6,469.00	6,653.45	6,272.97	6,241.86	5,982.79
资产总计	11,752.02	12,610.53	14,458.38	15,504.99	17,903.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	867.39	989.69	1,211.21	1,288.71	1,381.81
其他	906.45	900.26	1,298.17	813.25	1,493.25
流动负债合计	1,773.84	1,889.95	2,509.37	2,101.96	2,875.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	186.09	265.02	195.66	215.59	225.42
非流动负债合计	186.09	265.02	195.66	215.59	225.42
负债合计	1,959.93	2,154.96	2,705.03	2,317.55	3,100.49
少数股东权益	9.47	9.50	10.87	12.54	14.39
股本	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28
资本公积	3,737.68	3,720.36	3,720.36	3,720.36	3,720.36
留存收益	8,606.50	9,352.38	10,550.20	11,982.62	13,596.35
其他	(3,753.83)	(3,818.95)	(3,720.36)	(3,720.36)	(3,720.36)
股东权益合计	9,792.09	10,455.56	11,753.35	13,187.44	14,803.02
负债和股东权益总计	11,752.02	12,610.53	14,458.38	15,504.99	17,903.51

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,734.39	1,783.16	2,698.79	3,152.22	3,463.18
折旧摊销	410.09	462.27	180.96	185.81	189.72
财务费用	0.00	0.00	(31.30)	(48.05)	(79.55)
投资损失	(249.60)	(271.88)	(160.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	1,821.46	725.22	(341.33)	378.45	821.86
其它	(1,638.60)	(279.63)	637.67	(48.30)	26.89
经营活动现金流	2,077.72	2,419.14	2,984.79	3,520.12	4,322.10
资本支出	1,027.87	555.85	129.36	60.07	40.17
长期投资	5.41	16.34	0.00	0.00	0.00
其他	(1,594.98)	(1,321.77)	(1,303.25)	54.14	(35.83)
投资活动现金流	(561.70)	(749.58)	(1,173.89)	114.21	4.34
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.16	(79.64)	129.89	48.05	79.55
其他	(931.45)	(1,163.01)	(1,501.04)	(1,719.83)	(1,849.50)
筹资活动现金流	(928.28)	(1,242.66)	(1,371.15)	(1,671.78)	(1,769.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	587.74	426.90	439.76	1,962.56	2,556.50

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,890.70	7,046.66	8,570.34	10,303.30	10,988.78
营业成本	4,294.76	4,252.00	5,009.76	5,736.15	6,106.87
营业税金及附加	95.98	104.07	123.39	148.00	159.45
营业费用	97.11	73.53	85.70	103.03	109.89
管理费用	433.66	467.46	557.07	664.56	703.28
研发费用	6.19	8.37	10.18	12.24	13.05
财务费用	(23.18)	(20.11)	(31.30)	(48.05)	(79.55)
资产减值损失	(12.35)	0.00	(6.18)	(3.09)	(4.63)
公允价值变动收益	100.50	(46.51)	636.23	(50.00)	25.00
投资净收益	249.60	271.88	160.00	100.00	100.00
其他	(692.13)	(466.01)	(1,592.46)	(100.00)	(250.00)
营业利润	2,340.57	2,401.97	3,617.95	3,740.46	4,105.43
营业外收入	3.46	2.05	2.66	2.72	2.48
营业外支出	36.70	32.98	28.37	32.69	31.35
利润总额	2,307.33	2,371.05	3,592.23	3,710.49	4,076.56
所得税	572.94	587.89	892.00	556.57	611.48
净利润	1,734.39	1,783.16	2,700.23	3,153.92	3,465.07
少数股东损益	0.91	1.00	1.44	1.70	1.89
归属于母公司净利润	1,733.48	1,782.15	2,698.79	3,152.22	3,463.18
每股收益(元)	1.45	1.49	2.26	2.64	2.90

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.93%	2.26%	21.62%	20.22%	6.65%
营业利润	1.49%	2.62%	50.62%	3.39%	9.76%
归属于母公司净利润	0.60%	2.81%	51.43%	16.80%	9.87%
获利能力					
毛利率	37.67%	39.66%	41.55%	44.33%	44.43%
净利率	25.16%	25.29%	31.49%	30.59%	31.52%
ROE	17.72%	17.06%	22.98%	23.93%	23.42%
ROIC	29.22%	40.37%	60.07%	63.17%	77.61%
偿债能力					
资产负债率	16.68%	17.09%	18.71%	14.95%	17.32%
净负债率	-13.14%	-19.37%	-20.97%	-33.58%	-47.18%
流动比率	2.98	3.15	3.26	4.41	4.15
速动比率	2.72	2.85	3.01	4.06	3.89
营运能力					
应收账款周转率	44.88	63.72	36.92	62.08	-169.42
存货周转率	13.92	13.61	14.14	15.05	14.92
总资产周转率	0.61	0.58	0.63	0.69	0.66
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.49	2.26	2.64	2.90
每股经营现金流	1.74	2.03	2.50	2.95	3.63
每股净资产	8.21	8.76	9.85	11.05	12.40
估值比率					
市盈率	7.28	7.08	4.68	4.01	3.65
市净率	1.29	1.21	1.08	0.96	0.85
EV/EBITDA	3.61	3.34	1.55	1.00	0.33
EV/EBIT	4.15	3.89	1.63	1.05	0.35

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