

塔牌集团 (002233.SZ)

全年业绩具备韧性，区域需求有望获得支撑

买入

核心观点

Q4 业绩亮眼，全年表现具备韧性。2021 年实现营收 77.13 亿元，同增 9.46%，归母净利润 18.36 亿元，同增 3.04%，扣非后归母净利润 16.03 亿元，同减 1.66%，EPS 为 1.57 元/股，拟 10 派 6.2 元（含税），业绩稳增主要受益于水泥销量小幅增长，以及证券投资和理财收益，其中公司 Q4 受水泥价格上行以及投资收益和公允价值净收益影响，营收 24.72 亿元，同增 4.24%，归母净利润 5.24 亿元，同增 29.56%。

万吨线助销量增长，盈利能力高位稳定。2021 年公司销售水泥 1979 万吨，同比增加 3.0%，主要得益于文福万吨线项目二线产能的完全释放。公司全年水泥吨收入同比上升 27.3 元至 366.7 元，其中 Q4 单季度吨收入约 475 元/吨（全口径），同比上涨 136 元/吨，主要受益于能耗双控、限电、煤价上涨背景下水泥价格的显著上行；受煤炭价格上涨等影响，全年吨成本上升 25.6 元至 227.6 元，吨毛利提升 1.7 元至 139.1 元，保持历史较高位的水平。费用控制方面，公司 2021 年期间费用率小幅提高 0.69pct 至 8.20%，其中管理费用率提高 0.88pct 至 7.52%，主要由摊销的股份支付费用，长期待摊费用的摊销增加，以及能耗双控导致的停工损失增加所致。报告期内，公司现金状况保持充裕，经营活动现金流净额达 22.0 亿元，同比下降 9.17%，主要由于高煤价及期末水泥库存增加导致存货占用资金增加。截至去年末，公司资产负债率实现 15.03%，同比下降 2.06pct，资债结构保持优化。

产业链布局优化，绿色环保转型加快。在产业链方面，公司继续优化搅拌站布局，实现混凝土销售 77 万方，同比增加 20.7%。在绿色环保方面，公司加快升级转型，收购了惠塔环保 60% 股权，环保处置（固废）业务实现新突破，全年收入 261.7 万元，毛利率达 68.6%；建设绿色矿山、数字矿山、绿色工厂、智能工厂和一级安标企业；响应双碳政策号召，加快推进建设光伏发电和水泥窑协同处置固废等项目，加强能耗管控和技术改造。

风险提示：供给增加超预期；项目落地不及预期；疫情反复。

投资建议：区域需求具备支撑，维持“买入”评级。

公司是粤东区域规模最大的水泥企业，地理位置、资源布局、成本规模等多方面优势突出。今年广东省重点项目年度计划投资约 9000 亿，比去年计划增长 12.5%，其中基础设施占 55.5%，水泥需求具备较好支撑，公司有望受益明显，预计 2022-24 年 EPS 分别为 1.60/1.69/1.77 元/股，对应 PE 为 6.4/6.1/5.8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,047	7,713	8,307	8,689	9,011
(+/-%)	2.3%	9.5%	7.7%	4.6%	3.7%
净利润(百万元)	1782	1836	1924	2013	2076
(+/-%)	2.8%	3.0%	4.8%	4.6%	3.1%
每股收益(元)	1.49	1.54	1.61	1.69	1.74
EBIT Margin	30.5%	27.2%	28.8%	28.8%	28.7%
净资产收益率 (ROE)	17.1%	15.7%	15.2%	14.7%	14.1%
市盈率 (PE)	6.8	6.6	6.3	6.0	5.8
EV/EBITDA	5.6	5.6	5.2	5.0	4.8
市净率 (PB)	1.16	1.03	0.95	0.88	0.82

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

公司研究 · 财报点评

建筑材料 · 水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	10.89 元
总市值/流通市值	12981/12981 百万元
52 周最高价/最低价	15.07/9.22 元
近 3 个月日均成交额	192.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《塔牌集团-002233-2021 年中报点评：销量回升显著，业绩保持平稳》——2021-08-11

《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，新增产能提升未来业绩》——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

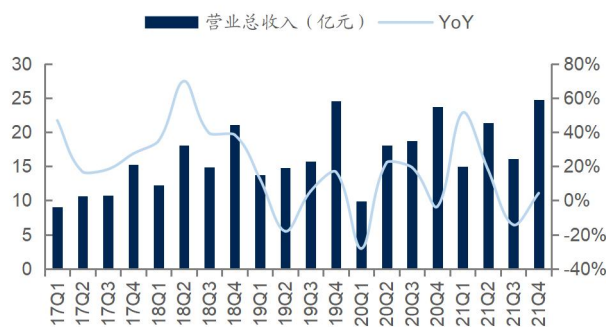
Q4 业绩亮眼，全年表现具备韧性。2021 年实现营收 77.13 亿元，同增 9.46%，归母净利润 18.36 亿元，同增 3.04%，扣非后归母净利润 16.03 亿元，同减 1.66%，EPS 为 1.57 元/股，拟 10 派 6.2 元（含税），业绩稳增主要受益于水泥销量小幅增长，以及证券投资和理财收益，其中公司 Q4 受水泥价格上行以及投资收益和公允价值净收益影响，营收 24.72 亿元，同增 4.24%，归母净利润 5.24 亿元，同增 29.56%。

图1：塔牌集团营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：塔牌集团单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：塔牌集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：塔牌集团单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

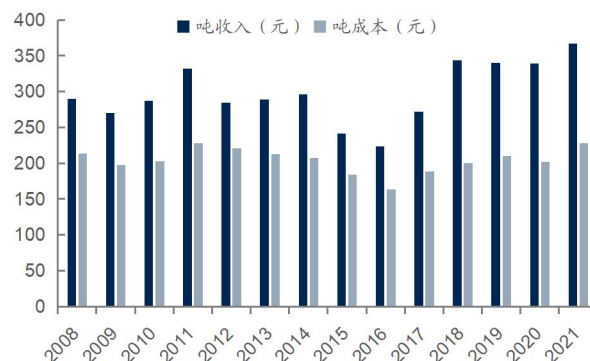
万吨线助销量稳增，盈利能力高位稳定。2021 年公司销售水泥 1979 万吨，同比增加 3.0%，主要得益于文福万吨线项目二线产能的完全释放。公司全年水泥吨收入同比上升 27.3 元至 366.7 元，其中 Q4 单季度吨收入约 475 元/吨（全口径），同比上涨 136 元/吨，主要受益于能耗双控、限电、煤价上涨背景下水泥价格的显著上行；受煤炭价格上涨等影响，全年吨成本上升 25.6 元至 227.6 元，吨毛利提升 1.7 元至 139.1 元，保持历史较高位的水平。费用控制方面，公司 2021 年期间费用率小幅提高 0.69pct 至 8.20%，其中管理费用率提高 0.88pct 至 7.52%，主要由摊销的股份支付费用，长期待摊费用的摊销增加，以及能耗双控导致的停工损失增加所致。报告期内，公司现金状况保持充裕，经营活动现金流净额达 22.0 亿元，同比下降 9.17%，主要由于高煤价及期末水泥库存增加导致存货占用资金增加。截至去年末，公司资产负债率实现 15.03%，同比下降 2.06pct，资债结构保持优化。

图5：塔牌集团水泥销量及增速



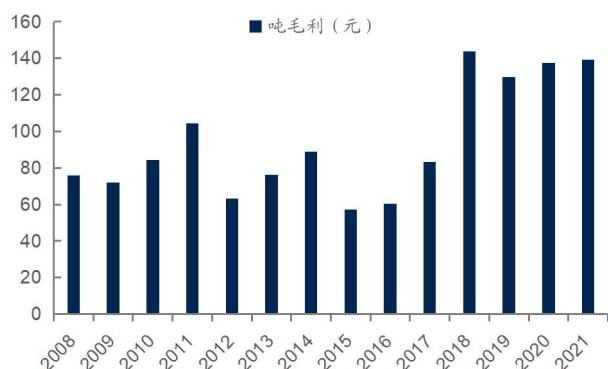
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：塔牌集团年度吨收入和吨成本情况



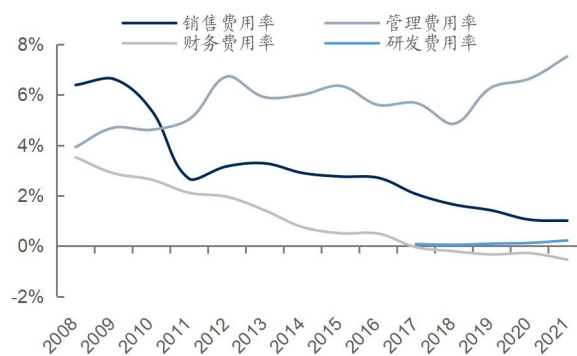
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：塔牌集团年度吨毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：塔牌集团期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：塔牌集团经营性净现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：塔牌集团资产负债率保持下行（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产业链布局优化，绿色环保转型加快。在产业链方面，公司继续优化搅拌站布局，实现混凝土销售 77 万方，同比增加 20.7%。在绿色环保方面，公司加快升级转型，收购了惠塔环保 60% 股权，环保处置（固废）业务实现新突破，全年收入 261.7 万元，毛利率达 68.6%；建设绿色矿山、数字矿山、绿色工厂、智能工厂和一级安标企业；响应双碳政策号召，加快推进建设光伏发电和水泥窑协同处置固废等项目，加强能耗管控和技术改造。

区域需求具备支撑，维持“买入”评级。公司是粤东区域规模最大的水泥企业，地理位置、资源布局、成本规模等多方面优势突出。今年广东省重点项目年度计划投资约 9000 亿，比去年计划增长 12.5%，其中基础设施占 55.5%，水泥需求具备较好支撑，公司有望受益明显，预计 2022-24 年 EPS 分别为 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）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2025	1444	2067	2672	3372	营业收入	7047	7713	8307	8689	9011
应收款项	91	47	51	56	61	营业成本	4252	4843	5175	5448	5704
存货净额	572	672	665	732	801	营业税金及附加	104	118	122	128	132
其他流动资产	656	267	530	555	575	销售费用	74	77	77	72	66
流动资产合计	5957	5901	6784	7485	8279	管理费用	467	580	538	535	527
固定资产	4132	4034	4503	4939	5340	研发费用	(20)	(41)	(26)	(36)	(45)
无形资产及其他	679	781	750	718	687	财务费用	272	268	200	200	200
投资性房地产	1329	2589	2589	2589	2589	投资收益	(47)	63	0	0	0
长期股权投资	513	524	544	565	587	资产减值及公允价值变动	7	(9)	(20)	(22)	(24)
资产总计	12611	13828	15170	16297	17483	其他收入	2402	2458	2601	2720	2803
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	(31)	(37)	(34)	(34)	(34)
应付款项	990	828	1059	1121	1180	营业外净收支	2371	2421	2567	2686	2770
其他流动负债	900	968	1067	1092	1140	利润总额	588	584	642	672	692
流动负债合计	1890	1796	2126	2213	2320	所得税费用	1	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1782	1836	1924	2013	2076
其他长期负债	265	282	330	363	404	归属于母公司净利润					
长期负债合计	265	282	330	363	404	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2155	2078	2457	2576	2724	净利润	1782	1836	1924	2013	2076
少数股东权益	10	31	31	32	33	资产减值准备	(6)	5	1	0	0
股东权益	10446	11720	12682	13688	14726	折旧摊销	388	422	383	425	468
负债和股东权益总计	12611	13828	15170	16297	17483	公允价值变动损失	47	(63)	0	0	0
						财务费用	(20)	(41)	(26)	(36)	(45)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	252	(1000)	119	24	54
每股收益	1.49	1.54	1.61	1.69	1.74	其它	7	(4)	0	0	0
每股红利	0.86	0.43	0.81	0.84	0.87	经营活动现金流	2469	1196	2427	2463	2598
每股净资产	8.76	9.83	10.64	11.48	12.35	资本开支	0	(356)	(822)	(830)	(838)
ROIC	24%	21%	23%	24%	23%	其它投资现金流	64	(857)	0	0	0
ROE	17%	16%	15%	15%	14%	投资活动现金流	48	(1224)	(842)	(851)	(861)
毛利率	40%	37%	38%	37%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	27%	29%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	33%	33%	34%	34%	支付股利、利息	(1029)	(511)	(962)	(1007)	(1038)
收入增长	2%	9%	8%	5%	4%	其它融资现金流	281	469	0	0	0
净利润增长率	3%	3%	5%	5%	3%	融资活动现金流	(1778)	(553)	(962)	(1007)	(1038)
资产负债率	17%	15%	16%	16%	16%	现金净变动	739	(581)	623	605	700
息率	8.5%	4.2%	8.0%	8.3%	8.6%	货币资金的期初余额	1287	2025	1444	2067	2672
P/E	6.8	6.6	6.3	6.0	5.8	货币资金的期末余额	2025	1444	2067	2672	3372
P/B	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	2256	656	1476	1498	1620
EV/EBITDA	5.6	5.6	5.2	5.0	4.8	权益自由现金流	2537	1125	1496	1525	1654

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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