

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年08月09日
市场数据

目前股价	7.90
总市值（亿元）	94.19
流通市值（亿元）	94.16
总股本（万股）	119,228
流通股本（万股）	119,186
12个月最高/最低	13.98/8.07

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

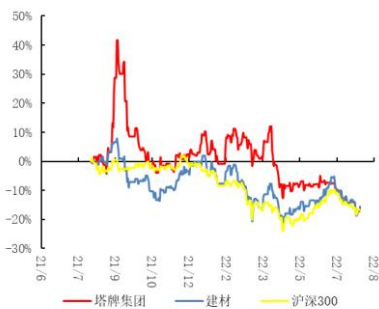
✉ yiw@cgws.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ huajiangyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q1 业绩短期承压，看好后续基建需求复苏>> 2022-04-21

<<Q4 业绩高增约 30%，有望受益于基建复苏>> 2022-02-24

<<一季度营收高增 51.38%，有望受益于水泥价格复苏>> 2021-04-19

上半年业绩承压，静待需求复苏

——塔牌集团（002233）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7047	7713	6171	7528	7905
(+/-%)	2.3%	9.5%	-20.0%	22.0%	5.0%
归母净利润（百万元）	1782	1836	1011	1637	1728
(+/-%)	2.8%	3.0%	-44.9%	61.9%	5.5%
摊薄 EPS（元/股）	1.51	1.57	0.85	1.37	1.45
PE	5	5	9	6	5

资料来源：长城证券研究院

核心观点

事件：公司披露 2022 年半年报，2022 年上半年实现营业收入 25.93 亿元，同比下降 28.64%；归母净利润 1.75 亿元，同比下降 80.90%；扣非净利润 2.05 亿元，同比下降 75.54%。对此点评如下：

市场需求下降，原材料价格高企等因素致上半年业绩承压。2022 年上半年，公司实现营业收入 25.93 亿元，同比下降 28.64%；实现归母净利润 1.75 亿元，同比下降 80.90%；实现扣非净利润 2.05 亿元，同比下降 75.54%。单二季度实现营业收入 13.38 亿元，同比下降 37.26%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比下降 78.31%；实现扣非净利润 9057.16 万元，同比下降 84.20%。上半年业绩下滑的原因主要是：**1）市场需求下降，销量/价格下跌 27.8%/4.24%**。受到疫情反复、房地产调控、5 月以来广东持续降雨天气等因素综合影响，水泥需求较弱，上半年公司水泥产量/销量分别为 767.35/728.80 万吨，同比下降 26.46%/27.80%。同时水泥需求下降又导致水泥价格持续走低，上半年公司水泥销售价格同比下降 4.24%。**2）原材料价格高企，毛利率大幅下滑。**上半年受原材料价格影响，公司煤炭采购价格同比增长 53.91%，导致公司水泥平均销售成本同比增长 25.78%，叠加影响下使得公司综合毛利率同比下降 18.1pct 至 20.44%。**3）非经常性损益同比减少 1.06 亿元。**受股指下跌的影响，上半年公司证券投资出现浮亏，而上年同期为浮盈，且上年同期处置全资搅拌站股权实现较多投资收益，导致上半年非经常性损益同比减少 1.06 亿元。分产品看，2022 年上半年公司水泥/熟料/商品混凝土业务分别实现营业收入 23.73/0.98/0.83 亿元，同比变动-30.86%/271.40%/-36.02%。其中熟料业务收入大幅增长，主要系平衡生产而阶段性加大熟料销售所致。

推出第五期员工持股计划，参加对象为 1300 人左右。为了建立长效激励约束机制，充分调动管理层和员工的积极性，2022 年 3 月 15 日，公司发布第五期员工持股计划。本次持股计划的参加对象为公司部分董事、监事、高级管理人员以及经公司董事会确定的其他正式员工，预计 1300 人左右；涉及的标的股票来源为公司回购本公司股票或二级市场购买的本公司股票；资金来源为年度激励奖金净额（代扣代缴员工个税后的年度激励奖金），计提奖金比例根据实现的年度综合收益来确定，当计提激励奖金前的年度综合收益分别为 12 亿元

以下、12-14 亿元、14-16 亿元、16-18 亿元、18 亿元以上时，对应的计提激励奖金比例分别为 5%、6%、7%、8%、10%。

各省错峰生产通知相继出台，水泥价格有望触底反弹。近期内蒙古、黑龙江省、吉林省、辽宁省等诸多省份纷纷出台错峰生产通知，错峰时间从 10~40 天不等。早在 2021 年 12 月，广东省水泥协会发布《关于 2022 年广东省水泥企业开展错峰生产的通知》，通知要求广东全年计划错峰停窑 60 天/窑，预计 2022 年广东错峰生产执行力度较强。此外，8 月水泥价格触底反弹迹象明显，截至 8 月 5 日，全国水泥散装价(含税，P.O42.5)为 451.61 元/吨，周环比上涨 0.72%。分地区来看，除了中南地区水泥价格周环比略有下降，其他地区均稳中有增。其中华东/西北/西南地区水泥价格周环比分别上涨 1.34%/2.15%/1.35%。近期各省错峰生产力度较强，后续水泥价格下行空间有限，公司在粤东市场品牌认同度高，市场占有率较高，随着广东错峰生产活动逐渐开展，公司作为粤东水泥龙头企业有望受益。

投资建议：上半年业绩承压，静待需求复苏，维持增持评级。预计公司 2022~2024 年归母净利润分别达到 10.1、16.4、17.3 亿元，同比变动-45%、62%、6%，对应 PE 市盈率 9、6、5 倍。公司是粤东水泥龙头，下半年水泥需求有望回升，2022 年稳增长背景下基建预期向好，公司有望受益。

风险提示：水泥价格下跌或超预期；下游需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧等

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,046.66	7,713.40	6,170.72	7,528.28	7,904.69	成长性					
营业成本	4,252.00	4,842.65	4,509.56	4,899.40	5,144.37	营业收入增长	2.26%	9.46%	-20.00%	22.00%	5.00%
销售费用	73.53	77.35	63.14	75.38	78.75	营业成本增长	-1.00%	13.89%	-6.88%	8.64%	5.00%
管理费用	467.46	579.94	473.42	565.14	590.45	营业利润增长	2.62%	2.33%	-44.44%	60.61%	5.39%
研发费用	8.37	16.96	13.84	16.53	17.27	利润总额增长	2.76%	2.13%	-44.94%	61.93%	5.53%
财务费用	-20.11	-41.41	-33.81	-40.36	-42.16	归母净利润增长	2.81%	3.04%	-44.94%	61.92%	5.53%
其他收益	14.85	12.85	12.94	13.55	13.11	盈利能力					
投资净收益	271.88	267.61	267.61	267.61	267.61	毛利率	39.66%	37.22%	26.92%	34.92%	34.92%
营业利润	2,401.97	2,458.03	1,365.72	2,193.43	2,311.74	销售净利率	34.09%	31.87%	22.13%	29.14%	29.25%
营业外收支	-30.93	-36.60	-32.45	-34.52	-33.48	ROE	17.05%	15.64%	8.14%	12.37%	12.25%
利润总额	2,371.05	2,421.43	1,333.27	2,158.91	2,278.25	ROIC	11.60%	40.86%	23.80%	41.23%	44.49%
所得税	587.89	583.95	321.53	520.64	549.42	营运效率					
少数股东损益	1.00	1.16	0.58	0.96	1.03	销售费用/营业收入	1.04%	1.00%	1.02%	1.00%	1.00%
归母净利润	1,782.15	1,836.32	1,011.16	1,637.30	1,727.80	管理费用/营业收入	6.63%	7.52%	7.67%	7.51%	7.47%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.12%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
					(百万)	财务费用/营业收入	-0.29%	-0.54%	-0.55%	-0.54%	-0.53%
流动资产	5,957.08	5,900.53	5,462.57	7,485.79	8,373.05	投资收益/营业利润	11.32%	10.89%	19.59%	12.20%	11.58%
货币资金	2,025.46	1,444.16	4,323.31	6,166.27	7,277.47	所得税/利润总额	24.79%	24.12%	24.12%	24.12%	24.12%
应收票据及应收账款	69.51	29.23	153.32	89.37	87.09	应收账款周转率	181.24	241.84	181.62	197.91	204.17
其他应收款	21.43	20.51	20.97	20.74	20.85	存货周转率	13.61	12.40	11.23	12.39	12.32
存货	572.25	671.92	426.79	788.29	495.34	流动资产周转率	1.25	1.30	1.09	1.16	1.00
非流动资产	6,653.45	7,927.85	9,367.10	8,147.84	8,129.13	总资产周转率	0.58	0.58	0.43	0.49	0.49
固定资产	3,921.66	3,953.10	3,895.54	3,820.84	3,515.42	偿债能力					
资产总计	12,610.53	13,828.38	14,829.67	15,633.62	16,502.18	资产负债率	17.09%	15.03%	16.21%	15.28%	14.50%
流动负债	1,889.95	1,795.73	2,050.58	2,027.17	2,040.57	流动比率	3.15	3.29	2.66	3.69	4.10
短期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.85	2.91	2.46	3.30	3.86
应付款项	1,051.45	923.70	970.22	1,074.68	1,111.65	每股指标 (元)					
非流动负债	265.02	282.32	352.67	361.00	351.83	EPS	1.51	1.57	0.85	1.37	1.45
长期借款	-	-	79.00	83.00	76.00	每股净资产	8.76	9.83	10.40	11.08	11.81
负债合计	2,154.96	2,078.05	2,403.25	2,388.16	2,392.40	每股经营现金流	2.03	1.84	-0.18	2.17	1.59
股东权益	10,455.56	11,750.33	12,426.42	13,245.46	14,109.78	每股经营现金/EPS	1.35	1.17	-0.21	1.58	1.10
股本	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	估值					
留存收益	9,352.38	10,697.62	11,202.85	12,020.92	12,884.21	PE	5.24	5.03	9.31	5.75	5.45
少数股东权益	9.50	30.72	31.30	32.26	33.29	PEG	-1.88	-2.50	-0.57	-2.07	-2.71
负债和权益总计	12,610.53	13,828.38	14,829.67	15,633.62	16,502.18	PB	0.90	0.80	0.76	0.71	0.67
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	3.33	1.81	0.55	0.03	-0.49
经营活动现金流	2,419.14	2,197.29	-214.82	2,584.84	1,892.17	EV/SALES	1.31	0.67	0.16	0.01	-0.17
其中营运资本减少	725.22	-599.03	-1,424.68	735.06	-87.95	EV/IC	2.06	1.21	0.25	0.02	-0.41
投资活动现金流	-749.58	-2,267.82	3,316.81	32.99	48.37	ROIC/WACC	3.93	3.98	2.32	4.02	4.34
其中资本支出	-710.46	36.82	245.99	-111.24	3.25	REP	0.52	0.30	0.11	0.00	-0.10
融资活动现金流	-1,242.66	-700.36	-222.84	-774.87	-829.34						
净现金总变化	426.90	-770.89	2,879.15	1,842.96	1,111.20						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>