

# 塔牌集团 (002233.SZ)

## 业绩有所承压，期待下半年需求改善

**买入**

### 核心观点

**需求不佳，成本承压，业绩降幅明显。**2022H1 公司营收 25.93 亿元，同比-28.64%，归母净利润 1.75 亿元，同比-80.9%，扣非归母净利 2.05 亿元，同比-75.5%，EPS 为 0.15 元/股。Q2 单季度实现营收 13.38 亿元，同比-37.3%，归母净利润 1.22 亿元，同比-78.3%。公司业绩降幅较大主要由于：①市场需求同比明显减少；②成本端原燃材料价格和物流成本持续增加；③证券投资浮亏带来的公允价值变动亏损 1.06 亿。

**量价齐跌，成本上升压制盈利水平。**2022 H1 公司水泥销量 728.8 万吨，同比-27.8%，其中 Q2 单季度下降 29.87%，销量减少主要由于疫情反复、房地产前期调控的累积效应、基建资金到位时滞、以及 5 月后广东持续降雨天气等因素导致的工程施工进度缓慢。我们测算公司上半年水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 325.56/259.72/65.84 元/吨，同比-14.41/+53.23/-67.64 元/吨，虽然 22H1 公司水泥价格同比仅小幅下降 4.2%，但由于煤炭价格上升等因素，导致成本大幅上升，造成盈利能力同比下降明显。费用管控方面，报告期内期间费用率为 8.50%，同比增加 2.20pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.2%/7.8%/-0.7%/0.2%，同比-0.3/+1.9/-0.2/+0.13pct。现金流状况方面，由于水泥量价齐跌、成本上升以及期末水泥库存增加导致存货占用资金增加，上半年经营活动现金流净额为-5.45 亿，同比-175.9%。

**围绕主业做精做强，加大绿色转型力度。**水泥窑协同处置固废是公司强化水泥主业的重要方向，公司在去年完成收购惠塔环保 60%股权后，今年 7 月与东江环保签署《战略合作框架协议》，推动固废处置业务落地。报告期末，蕉岭分公司 30 万吨/年水泥窑硅铝铁质固废替代原（燃）料资源综合利用技改项目已进入实施阶段，并计划在 5000t/d 和 10000t/d 熟料生产线建设替代燃料项目，计划最高替代 30%的煤炭用量，降低化石能源消耗总量的同时，有助于降低公司对于煤炭资源的依赖性和缓解成本压力。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；成本上涨超预期；疫情反复。

**投资建议：**下半年需求有望改善，维持“买入”评级。

上半年，广东省 2022 年新增债券 4326 亿元已经全部发行完毕，广东新增专项债发行总额全国第一，随着下半年旺季施工窗口来临，复工进度有望加快，公司作为粤东地区水泥龙头，经营有望获得一定改善，考虑上半年经营情况，下调 2022-24 年 EPS 至 0.87/1.14/1.27 元/股（调整前为 1.61/1.69/1.74 元/股），对应 PE 为 9.2/7.0/6.3x，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 | 6,739  | 7,516 | 7,805 |
| (+/-%)       | 2.3%  | 9.5%  | -12.6% | 11.5% | 3.8%  |
| 净利润(百万元)     | 1782  | 1836  | 1040   | 1357  | 1511  |
| (+/-%)       | 2.8%  | 3.0%  | -43.4% | 30.5% | 11.3% |
| 每股收益(元)      | 1.49  | 1.54  | 0.87   | 1.14  | 1.27  |
| EBIT Margin  | 30.5% | 27.2% | 18.2%  | 22.1% | 23.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 17.1% | 15.7% | 8.5%   | 10.5% | 11.0% |
| 市盈率 (PE)     | 5.3   | 5.2   | 9.2    | 7.0   | 6.3   |
| EV/EBITDA    | 4.6   | 4.6   | 7.3    | 5.7   | 5.2   |
| 市净率 (PB)     | 0.91  | 0.81  | 0.78   | 0.74  | 0.70  |

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

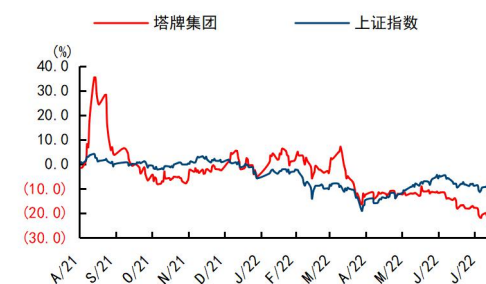
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

#### 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 买入(维持)        |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 7.99 元        |
| 总市值/流通市值    | 9524/9524 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 15.07/7.76 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 72.21 百万元     |

#### 市场走势



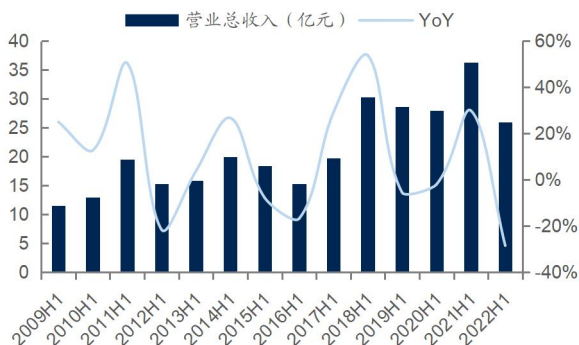
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 需求表现低迷，一季度业绩承压》——2022-04-24
- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 全年业绩具备韧性，区域需求有望获得支撑》——2022-03-16
- 《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

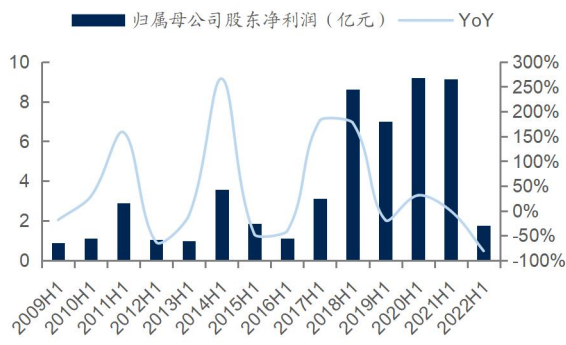
**需求不佳，成本承压，业绩降幅明显。**2022H1 公司营收 25.93 亿元，同比-28.64%，归母净利润 1.75 亿元，同比-80.9%，扣非归母净利 2.05 亿元，同比-75.5%，EPS 为 0.15 元/股。Q2 单季度实现营收 13.38 亿元，同比-37.3%，归母净利润 1.22 亿元，同比-78.3%。公司业绩降幅较大主要由于：①市场需求同比明显减少；②成本端原燃材料价格和物流成本持续增加；③证券投资浮亏带来的公允价值变动亏损 1.06 亿。

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

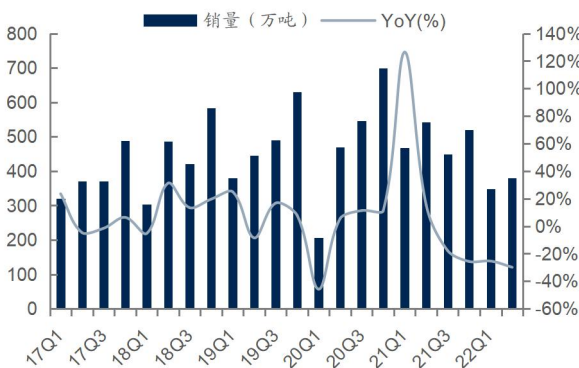
图2：塔牌集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**量价齐跌，成本上升压制盈利水平。**2022 H1 公司水泥销量 728.8 万吨，同比-27.8%，其中 Q2 单季度下降 29.87%，销量减少主要由于疫情反复、房地产前期调控的累积效应、基建资金到位时滞、以及 5 月后广东持续降雨天气等因素导致的工程施工进度缓慢。我们测算公司上半年水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 325.56/259.72/65.84 元/吨，同比-14.41/+53.23/-67.64 元/吨，虽然 22H1 公司水泥价格同比仅小幅下降 4.2%，但由于煤炭价格上升等因素，导致成本大幅上升，造成盈利能力同比下降明显。费用管控方面，报告期内期间费用率为 8.50%，同比增加 2.20pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.2%/7.8%/-0.7%/0.2%，同比-0.3/+1.9/-0.2/+0.13pct。现金流状况方面，由于水泥量价齐跌、成本上升以及期末水泥库存增加导致存货占用资金增加，上半年经营活动现金流净额为-5.45 亿，同比-175.9%。

图3：塔牌集团水泥销量及增速



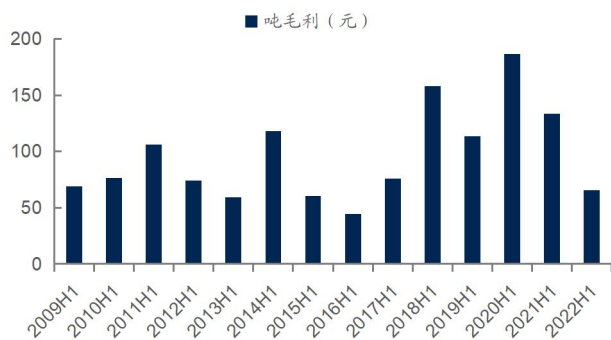
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：塔牌集团吨收入情况



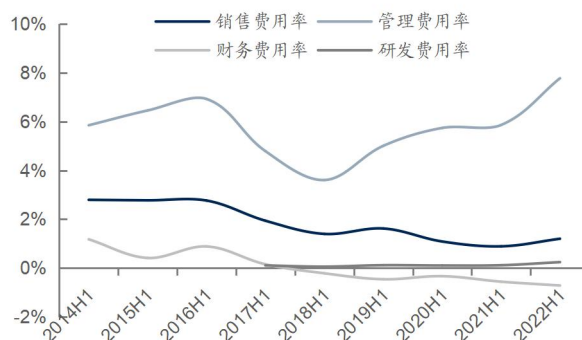
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：塔牌集团吨毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：塔牌集团期间费用率



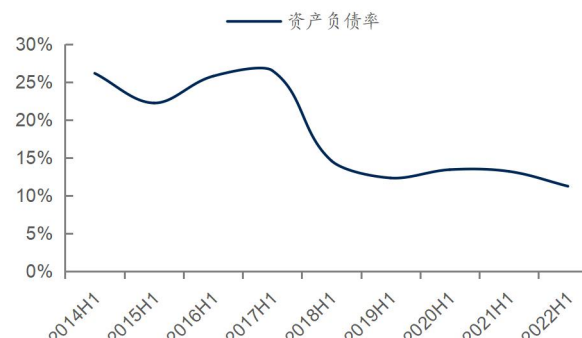
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：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8：塔牌集团资产负债率下行



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**围绕主业做精做强，加大绿色转型力度。**水泥窑协同处置固废是公司强化水泥主业的重要方向，公司在去年完成收购惠塔环保 60%股权后，今年 7 月与东江环保签署《战略合作框架协议》，推动固废处置业务落地。报告期末，蕉岭分公司 30 万吨/年水泥窑硅铝铁质固废替代原（燃）料资源综合利用技改项目已进入实施阶段，并计划在 5000t/d 和 10000t/d 熟料生产线建设替代燃料项目，计划最高替代 30%的煤炭用量，降低化石能源消耗总量的同时，有助于降低公司对于煤炭资源的依赖性和缓解成本压力。

**下半年经营有望改善，维持“买入”评级。**上半年，广东省 2022 年新增债券 4326 亿元已经全部发行完毕，广东新增专项债发行总额全国第一，随着下半年旺季施工窗口来临，复工进度有望加快，公司作为粤东地区水泥龙头，经营有望获得一定改善，考虑上半年经营情况，下调 2022-24 年 EPS 至 0.87/1.14/1.27 元/股（调整前为 1.61/1.69/1.74 元/股），对应 PE 为 9.2/7.0/6.3x，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         | 2222         | 2338         | 2456         | 营业收入              | 7047          | 7713          | 6739         | 7516          | 7805          |
| 应收款项             | 91           | 47           | 41           | 48           | 53           | 营业成本              | 4252          | 4843          | 4785         | 5076          | 5164          |
| 存货净额             | 572          | 672          | 732          | 721          | 765          | 营业税金及附加           | 104           | 118           | 99           | 110           | 115           |
| 其他流动资产           | 656          | 267          | 430          | 480          | 498          | 销售费用              | 74            | 77            | 83           | 85            | 80            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5957</b>  | <b>5901</b>  | <b>6226</b>  | <b>6668</b>  | <b>7160</b>  | 管理费用              | 467           | 580           | 547          | 584           | 581           |
| 固定资产             | 4132         | 4034         | 4453         | 4839         | 5190         | 财务费用              | (20)          | (41)          | (40)         | (50)          | (53)          |
| 无形资产及其他          | 679          | 781          | 750          | 718          | 687          | 投资收益              | 272           | 268           | 220          | 200           | 200           |
| 投资性房地产           | 1329         | 2589         | 2589         | 2589         | 2589         | 资产减值及公允价值变动       | (47)          | 63            | (50)         | (50)          | (50)          |
| 长期股权投资           | 513          | 524          | 544          | 565          | 587          | 其他收入              | 7             | (9)           | (15)         | (17)          | (18)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>12611</b> | <b>13828</b> | <b>14562</b> | <b>15379</b> | <b>16214</b> | 营业利润              | 2402          | 2458          | 1421         | 1844          | 2049          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支            | (31)          | (37)          | (34)         | (34)          | (34)          |
| 应付款项             | 990          | 828          | 971          | 1037         | 1058         | 利润总额              | 2371          | 2421          | 1387         | 1811          | 2016          |
| 其他流动负债           | 900          | 968          | 990          | 1030         | 1047         | <b>所得税费用</b>      | <b>588</b>    | <b>584</b>    | <b>347</b>   | <b>453</b>    | <b>504</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1890</b>  | <b>1796</b>  | <b>1961</b>  | <b>2067</b>  | <b>2105</b>  | 少数股东损益            | 1             | 1             | 1            | 1             | 1             |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司净利润         | 1782          | 1836          | 1040         | 1357          | 1511          |
| 其他长期负债           | 265          | 282          | 330          | 363          | 404          | <b>现金流量表（百万元）</b> |               |               |              |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>265</b>   | <b>282</b>   | <b>330</b>   | <b>363</b>   | <b>404</b>   | <b>净利润</b>        | 1782          | 1836          | 1040         | 1357          | 1511          |
| <b>负债合计</b>      | <b>2155</b>  | <b>2078</b>  | <b>2291</b>  | <b>2430</b>  | <b>2508</b>  | 资产减值准备            | (6)           | 5             | 0            | 0             | 0             |
| 少数股东权益           | 10           | 31           | 31           | 32           | 32           | 折旧摊销              | 388           | 422           | 383          | 425           | 468           |
| 股东权益             | 10446        | 11720        | 12240        | 12918        | 13674        | 公允价值变动损失          | 47            | (63)          | 50           | 50            | 50            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>12611</b> | <b>13828</b> | <b>14562</b> | <b>15379</b> | <b>16214</b> | 财务费用              | (20)          | (41)          | (40)         | (50)          | (53)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 营运资本变动            | 252           | (1000)        | (4)          | 93            | 12            |
| 每股收益             | 1.49         | 1.54         | 0.87         | 1.14         | 1.27         | 其它                | 7             | (4)           | (0)          | 0             | 0             |
| 每股红利             | 0.86         | 0.43         | 0.44         | 0.57         | 0.63         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2469</b>   | <b>1196</b>   | <b>1470</b>  | <b>1926</b>   | <b>2042</b>   |
| 每股净资产            | 8.76         | 9.83         | 10.27        | 10.83        | 11.47        | 资本开支              | 0             | (356)         | (822)        | (830)         | (838)         |
| ROIC             | 24%          | 21%          | 12%          | 15%          | 17%          | 其它投资现金流           | 64            | (857)         | 670          | (280)         | (308)         |
| ROE              | 17%          | 16%          | 8%           | 11%          | 11%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>48</b>     | <b>(1224)</b> | <b>(172)</b> | <b>(1131)</b> | <b>(1169)</b> |
| 毛利率              | 40%          | 37%          | 29%          | 32%          | 34%          | 权益性融资             | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 31%          | 27%          | 18%          | 22%          | 24%          | 负债净变化             | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 36%          | 33%          | 24%          | 28%          | 30%          | 支付股利、利息           | (1029)        | (511)         | (520)        | (679)         | (755)         |
| 收入增长             | 2%           | 9%           | -13%         | 12%          | 4%           | 其它融资现金流           | 281           | 469           | 0            | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | 3%           | 3%           | -43%         | 31%          | 11%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1778)</b> | <b>(553)</b>  | <b>(520)</b> | <b>(679)</b>  | <b>(755)</b>  |
| 资产负债率            | 17%          | 15%          | 16%          | 16%          | 16%          | <b>现金净变动</b>      | <b>739</b>    | <b>(581)</b>  | <b>778</b>   | <b>116</b>    | <b>118</b>    |
| 息率               | 10.8%        | 5.4%         | 5.5%         | 7.1%         | 7.9%         | 货币资金的期初余额         | 1287          | 2025          | 1444         | 2222          | 2338          |
| P/E              | 5.3          | 5.2          | 9.2          | 7.0          | 6.3          | 货币资金的期末余额         | 2025          | 1444          | 2222         | 2338          | 2456          |
| P/B              | 0.9          | 0.8          | 0.8          | 0.7          | 0.7          | 企业自由现金流           | 0             | 656           | 477          | 934           | 1040          |
| EV/EBITDA        | 4.6          | 4.6          | 7.3          | 5.7          | 5.2          | 权益自由现金流           | 0             | 1125          | 507          | 972           | 1080          |

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<br>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<br>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