

塔牌集团 (002233.SZ)

2023 年三季报点评：业绩保持大幅增长，价格下降影响 Q3 盈利水平

买入

核心观点

利润大幅增长，证券投资推升业绩增幅。1-9 月营收 41.16 亿元，同比+0.09%，归母净利润 6.14 亿元，同比+487.30%，扣非归母净利 5.15 亿元，同比+148.52%，EPS 为 0.53 元/股；Q3 单季度营收 12.45 亿元，同比-18.04%，归母净利润 1.29 亿元，同比+283.59%。前三季度业绩大幅增长主要受益于煤炭价格下降，销售成本控制良好，以及股指回升带来证券投资浮盈，非经常性损益增加 2 亿元。

Q3 盈利水平环比回落，现金流显著改善。前三季度公司水泥销量 1246.62 万吨，同比+2.80%，其中 Q3 单季度销售 426.7 万吨，同比-11.82%，三季度需求继续萎缩。我们测算公司 1-9 月全口径水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 330.2/242.4/87.8 元/吨，同比-8.9/-41.9/+33.0 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 291.8/223.1/68.7 元/吨，同比-22.1/-63.0/+40.9 元/吨，环比 Q2 分别-55.5/-13.7/-41.9 元/吨，受行业竞争加剧影响，水泥价格 Q3 继续下行，盈利水平环比回落。前三季度期间费用率为 7.79%，同比-0.27pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.42%/7.10%/-0.90%/0.17%，同比-0.02/+0/-0.20/-0.05pct，费用管控继续保持优化。受益于盈利水平提升和存货占用资金及职工薪酬支出同比减少，1-9 月经营活动现金流净额为 8.12 亿，同比大幅增加 759.8%。

继续做精做强水泥产业，积极探索节能减排降碳。公司继续围绕主业强链补链，推进水泥产业做强做精，并积极响应国家“双碳”政策，探索节能减排降碳的举措。今年已有部分水泥窑协同处置固废项目逐步转入正常运营，同时分布式光伏发电项目实现余电上网取得一定收入，未来还将进一步扩大规模，提高清洁能源使用比例。

风险提示：需求释放不及预期；成本上涨超预期；供给增加超预期；

投资建议：区域项目建设推进持续，维持“买入”评级。

最新数据显示，1-8 月广东省重点项目完成投资 7770 亿，完成进度 77.7%，新开工项目开工率 62%。此外，财政端进一步发力，将在今年 Q4 增发国债 1 万亿用于在后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，有助于支持基建投资，同时提振市场信心。作为粤东区域水泥龙头，公司在地理位置、资源布局、成本规模、营销渠道等方面优势突出，预计 2023-25 年 EPS 为 0.72/0.78/0.81 元/股，对应 PE 为 10.7/9.9/9.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,713	6,035	6,423	6,751	6,995
(+/-%)	9.5%	-21.8%	6.4%	5.1%	3.6%
净利润(百万元)	1836	266	859	925	968
(+/-%)	3.0%	-85.5%	222.6%	7.8%	4.6%
每股收益(元)	1.54	0.22	0.72	0.78	0.81
EBIT Margin	26.9%	7.2%	14.0%	14.2%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	2.4%	7.2%	7.4%	7.3%
市盈率 (PE)	5.0	34.5	10.7	9.9	9.5
EV/EBITDA	4.5	12.2	8.6	7.9	7.5
市净率 (PB)	0.78	0.81	0.77	0.73	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：任鹤
 010-88005315
 renhe@guosen.com.cn
 S0980520040006

证券分析师：陈颖
 0755-81981825
 chenying4@guosen.com.cn
 S0980518090002

证券分析师：冯梦琪
 0755-81982950
 fengmq@guosen.com.cn
 S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.71 元
总市值/流通市值	9192/9186 百万元
52 周最高价/最低价	9.00/6.64 元
近 3 个月日均成交额	84.95 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) - 2023 年中报点评：业绩大幅增长，现金流显著改善》——2023-08-09
- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 全年业绩承压，Q4 盈利水平底部回升》——2023-03-20
- 《塔牌集团 (002233.SZ) - Q3 需求小幅改善，盈利水平仍有所承压》——2022-10-26
- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 业绩有所承压，期待下半年需求改善》——2022-08-12
- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 需求表现低迷，一季度业绩承压》——2022-04-24

利润大幅增长，证券投资推升业绩增幅。1-9 月营收 41.16 亿元，同比+0.09%，归母净利润 6.14 亿元，同比+487.30%，扣非归母净利 5.15 亿元，同比+148.52%，EPS 为 0.53 元/股；Q3 单季度营收 12.45 亿元，同比-18.04%，归母净利润 1.29 亿元，同比+283.59%。前三季度业绩大幅增长主要受益于煤炭价格下降，销售成本控制良好，以及股指回升带来证券投资浮盈，非经常性损益增加 2 亿元。

图1：塔牌集团营业收入及增速



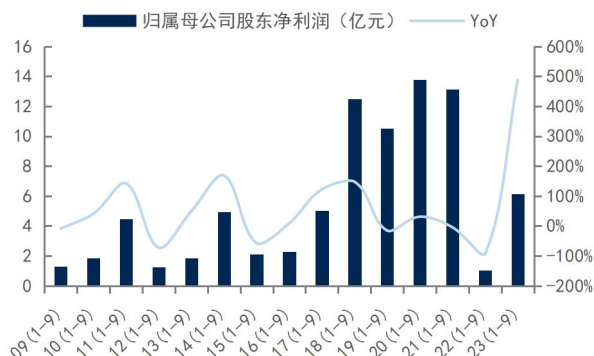
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：塔牌集团单季度营业收入及增速



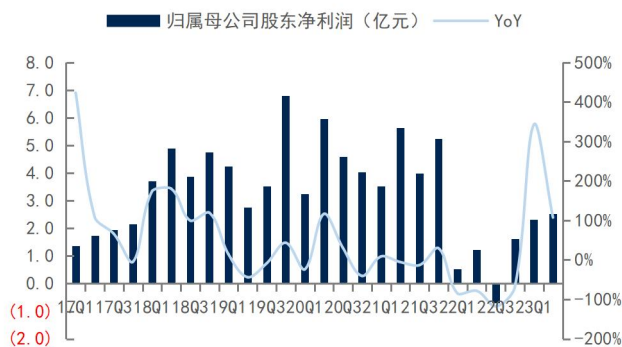
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：塔牌集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

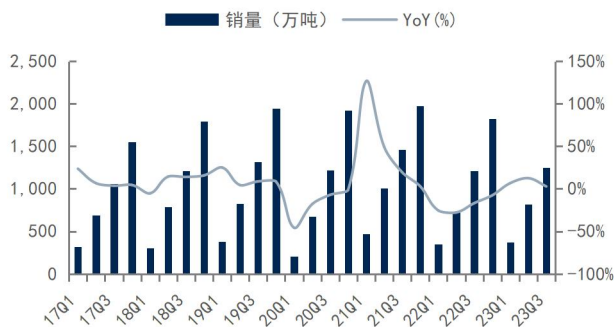
图4：塔牌集团单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Q3 盈利水平环比回落，现金流显著改善。前三季度公司水泥销量 1246.62 万吨，同比+2.80%，其中 Q3 单季度销售 426.7 万吨，同比-11.82%，三季度需求继续萎缩。我们测算公司 1-9 月全口径水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 330.2/242.4/87.8 元/吨，同比-8.9/-41.9/+33.0 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 291.8/223.1/68.7 元/吨，同比-22.1/-63.0/+40.9 元/吨，环比 Q2 分别-55.5/-13.7/-41.9 元/吨，受行业竞争加剧影响，水泥价格 Q3 继续下行，盈利水平环比回落。前三季度期间费用率为 7.79%，同比-0.27pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.42%/7.10%/-0.90%/0.17%，同比-0.02/+0/-0.20/-0.05pct，费用管控继续保持优化。受益于盈利水平提升和存货占用资金及职工薪酬支出同比减少，1-9 月经营活动现金流净额为 8.12 亿，同比大幅增加 759.8%。

图5: 塔牌集团水泥销量及增速



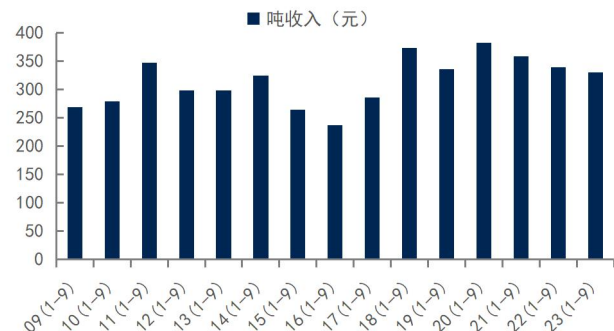
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 塔牌集团单季度水泥销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 塔牌集团吨收入情况



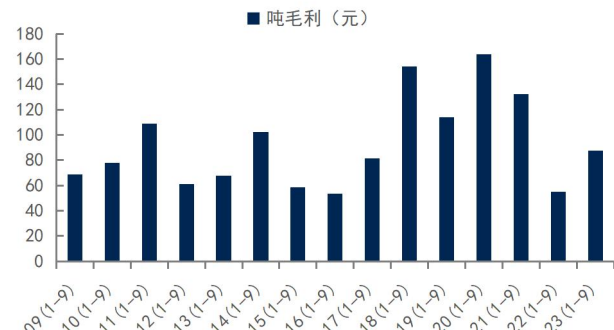
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 塔牌集团单季度吨收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 塔牌集团吨毛利情况



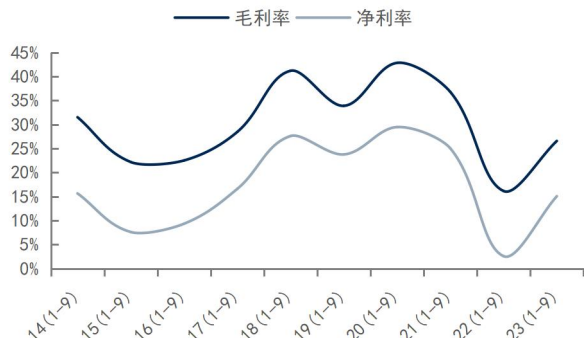
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 塔牌集团单季度吨毛利情况



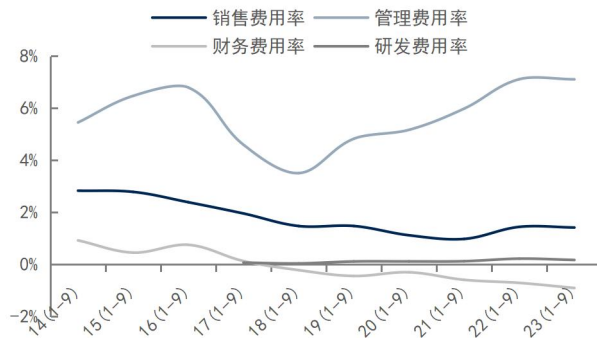
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 塔牌集团前三季度综合毛利率和净利率 (%)



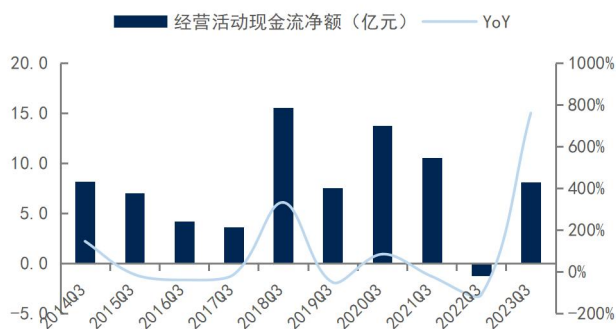
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 塔牌集团期间费用率 (%)



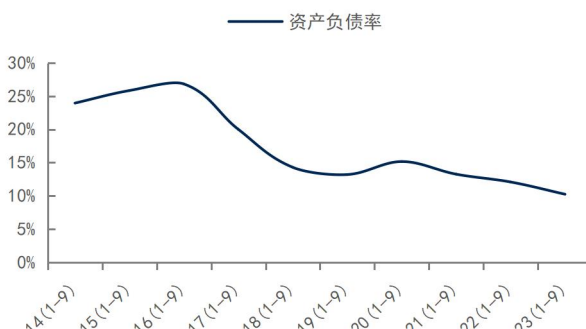
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 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14: 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

继续做精做强水泥产业，积极探索节能减排降碳。公司继续围绕主业强链延链补链，推进水泥产业做强做精，并积极响应国家“双碳”政策，探索节能减排降碳的举措。今年已有部分水泥窑协同处置固废项目逐步转入正常运营，同时分布式光伏发电项目实现余电上网取得一定收入，未来还将进一步扩大规模，提高清洁能源使用比例。

投资建议：区域项目建设推进持续，维持“买入”评级。最新数据显示，1-8月广东省重点项目完成投资7770亿，完成进度77.7%，新开工项目开工率62%。此外，财政端进一步发力，将在今年Q4增发国债1万亿用于在后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，有助于支持基建投资，同时提振市场信心。作为粤东区域水泥龙头，公司在地理位置、资源布局、成本规模、营销渠道等方面优势突出，预计2023-25年EPS为0.72/0.78/0.81元/股，对应PE为10.7/9.9/9.5x，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2025	1444	2302	2401	2572	营业收入	7713	6035	6423	6751	6995
应收款项	91	47	51	60	65	营业成本	4843	5009	4888	5057	5219
存货净额	572	672	916	830	875	营业税金及附加	118	91	97	102	105
其他流动资产	656	267	426	475	493	销售费用	77	84	76	73	79
流动资产合计	5957	5901	6495	6846	7393	管理费用	580	399	450	540	555
固定资产	4132	4034	4236	4398	4520	研发费用	17	18	16	20	19
无形资产及其他	679	781	751	720	690	财务费用	(41)	(41)	(60)	(95)	(109)
投资性房地产	1329	2589	2589	2589	2589	投资收益	268	194	200	200	200
长期股权投资	513	524	538	550	563	资产减值及公允价值变动	63	(287)	50	50	50
资产总计	12611	13828	14608	15103	15756	其他收入	(9)	(2)	(16)	(20)	(19)
短期借款及交易性金融负债	0	0	500	300	200	营业利润	2458	399	1206	1305	1378
应付款项	990	828	812	865	877	营业外净收支	(37)	(18)	(29)	(29)	(29)
其他流动负债	900	968	1077	1122	1135	利润总额	2421	381	1178	1276	1349
流动负债合计	1890	1796	2389	2287	2211	所得税费用	584	111	306	337	367
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	1	4	12	13	14
其他长期负债	265	282	330	363	404	归属于母公司净利润	1836	266	859	925	968
长期负债合计	265	282	100	133	174	现金流量表（百万元）					
负债合计	2155	2078	2490	2421	2385	净利润	1836	266	859	925	968
少数股东权益	10	31	31	31	32	资产减值准备	5	49	1	0	0
股东权益	10446	11720	12088	12652	13339	折旧摊销	422	442	433	461	488
负债和股东权益总计	12611	13828	14608	15103	15756	公允价值变动损失	(63)	287	(50)	(50)	(50)
关键财务与估值指标						财务费用	(41)	(41)	(60)	(95)	(109)
每股收益	1.54	0.22	0.72	0.78	0.81	营运资本变动	(1000)	532	490	21	185
每股红利	0.43	0.62	0.22	0.23	0.24	其它	(4)	(56)	(4)	(6)	(12)
每股净资产	9.83	9.47	9.98	10.52	11.09	经营活动现金流	1196	1520	1729	1352	1580
ROIC	22%	5%	11%	12%	13%	资本开支	0	(20)	(432)	(436)	(441)
ROE	16%	2%	7%	7%	7%	其它投资现金流	(857)	(413)	1383	(250)	(275)
毛利率	37%	17%	24%	25%	25%	投资活动现金流	(868)	(452)	936	(703)	(732)
EBIT Margin	27%	7%	14%	14%	15%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	15%	21%	21%	22%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	9%	-22%	6%	5%	4%	支付股利、利息	(511)	(738)	(258)	(278)	(290)
净利润增长率	3%	-86%	223%	8%	5%	其它融资现金流	113	216	500	(200)	(100)
资产负债率	15%	12%	16%	14%	14%	融资活动现金流	(909)	(1261)	12	(478)	(390)
息率	5.6%	8.0%	2.8%	3.0%	3.2%	现金净变动	(581)	(193)	2677	171	458
P/E	5.0	34.5	10.7	9.9	9.5	货币资金的期初余额	2025	1444	1251	3928	4100
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	货币资金的期末余额	1444	1251	3928	4100	4557
EV/EBITDA	4.5	12.2	8.6	7.9	7.5	企业自由现金流	0	1263	1154	752	974
						权益自由现金流	0	1478	1468	622	954

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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