

## 塔牌集团 (002233)

证券研究报告

2024年03月15日

## 降本增效推动净利润逆势增长，分红率维持高水平

## 公司23年归母净利润7.42亿元，同比增加178.55%

公司发布23年年报，全年实现收入/归母净利润55.35/7.42亿元，同比分别-8.29%/+178.55%，利润大幅提升主要受证券投资浮亏减少影响（23年非经常性损益同比增加1.55亿元）。公司实现扣非归母净利润6.4亿元，同比增加100.56%。其中Q4单季度实现收入14.19亿元，同比下降26.23%，归母净利1.27亿元，同比下降21.6%。

## 降本增效显著，区域需求仍具韧性

公司23年水泥及熟料销量1852万吨，同比下降3.3%，销量降幅小于全国和广东省同行业水平，市场份额进一步巩固，23年末公司熟料产能达1473万吨。吨均价同比下降15元达283元/吨，23年公司持续扎实推进各项降本增效工作，不断降低产品成本，叠加煤炭价格下降的影响，吨成本同比下降41元达210元/吨，最终实现吨毛利73元，同比上涨26元/吨。公司销售区域主要集中在广东地区，根据广东发改委，2024年安排省重点项目1508个，总投资约81000亿元，年度计划投资10000亿元，预计24年基建投资仍对水泥需求起主要拉动作用。供给端来看，23年广东/广西地区分别新增1/2条水泥熟料产线，年产能分别达155/326万吨，24年供需格局有望维持相对稳定。其他业务方面，受房地产行业影响，23年公司混凝土销量/营业收入较上年同期下降3.16%/25.50%。环保处置/光伏上网发电业务营收分别实现5638.13/197.21万元，同比分别+82.8%/-13.4%，未来公司将不断做大环保产业的规模，培育新的业绩增长点。

## 毛利率大幅提升，盈利能力逆势增长

23年公司整体毛利率为26.28%，同比提升9.28pct，其中Q4单季度毛利率25.4%，同比提升6.6pct，环比提升1.9pct，23年期间费用率8.76%，同比+1.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.22/+1/+0.13/-0.24pct，销售费用率提升主要系外购水泥包装袋费用增加所致。最终全年实现归母净利率13.4%，同比提升8.99pct，盈利水平逆势增长。期末资产负债率11.06%，同比下降0.7pct，资本结构进一步优化，财务压力较小。

## 股息率预计维持较高水平，维持“增持”评级

公司23年计划实现现金分红5.96亿元，占归母净利润比重达80.3%，对应股息率达6.8%，股息率彰显投资价值。公司拟实施第二轮员工持股计划，有望充分调动员工积极性。维持24-25年归母净利润预测8.5/9.5亿元，新增26年归母净利润预测10.6亿元，参考可比公司，给予公司24年0.85倍PB，对应目标价8.64元，维持“增持”评级。

**风险提示：**水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,034.98	5,534.62	5,725.20	5,897.98	6,072.65
增长率(%)	(21.76)	(8.29)	3.44	3.02	2.96
EBITDA(百万元)	906.94	1,440.27	1,491.22	1,604.01	1,719.84
归属母公司净利润(百万元)	266.21	741.51	848.71	950.92	1,064.66
增长率(%)	(85.50)	178.55	14.46	12.04	11.96
EPS(元/股)	0.22	0.62	0.71	0.80	0.89
市盈率(P/E)	33.10	11.88	10.38	9.27	8.28
市净率(P/B)	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63
市销率(P/S)	1.46	1.59	1.54	1.49	1.45
EV/EBITDA	1.93	0.73	0.01	(0.47)	(1.26)

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	7.39元
目标价格	8.64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)	1,191.48
A股总市值(百万元)	8,810.91
流通A股市值(百万元)	8,805.07
每股净资产(元)	10.02
资产负债率(%)	11.06
一年内最高/最低(元)	9.00/6.28

## 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

林晓龙 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523050002  
linxiaolong@tfzq.com

## 股价走势



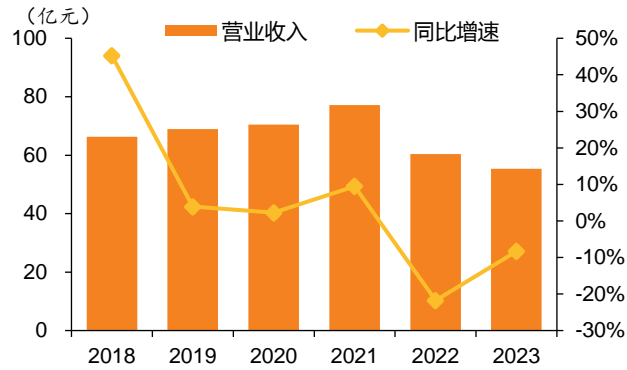
资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《塔牌集团-公司点评:降本增效显著，净利润逆势增长》2024-03-01
- 《塔牌集团-半年报点评:Q2业绩实现高增，盈利能力恢复明显》2023-08-10
- 《塔牌集团-季报点评:Q1业绩表现亮眼，需求有望逐步好转》2023-04-25

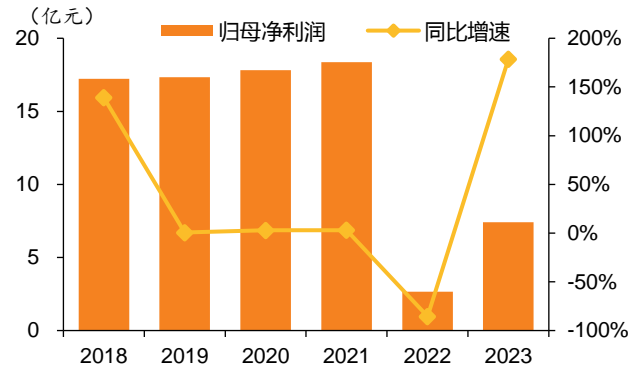
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018–2023 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018–2023 年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	当前价格 (元)	总市值 (亿元)	BPS (元)				PB (倍)			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
600425.SH	青松建化	3.78	61	3.28	4.05	4.54	5.11	1.15	0.93	0.83	0.74
600801.SH	华新水泥	13.44	279	13.2	13.82	14.94	16.28	1.02	0.97	0.90	0.83
<b>平均值</b>								1.09	0.95	0.87	0.78
002233.SZ	塔牌集团	7.39	88	9.47	10.02	10.49	11.07	0.78	0.74	0.70	0.67

注：数据截至 20240314 收盘，BPS 为天风建材团队预测

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,251.49	1,489.16	3,146.43	3,981.52	5,350.94
应收票据及应收账款	32.77	40.04	27.02	46.32	29.20
预付账款	28.61	23.94	25.58	23.03	28.26
存货	599.73	631.59	489.17	523.66	594.08
其他	4,133.77	4,512.75	4,116.13	4,324.92	4,430.30
<b>流动资产合计</b>	<b>6,046.36</b>	<b>6,697.48</b>	<b>7,804.33</b>	<b>8,899.44</b>	<b>10,432.78</b>
长期股权投资	543.11	575.90	575.90	575.90	575.90
固定资产	3,828.01	3,450.79	3,151.65	2,833.84	2,443.44
在建工程	58.14	139.09	131.45	108.87	128.87
无形资产	751.87	728.20	690.04	651.87	613.70
其他	1,612.40	1,892.36	1,907.02	1,652.29	1,652.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,793.53</b>	<b>6,786.34</b>	<b>6,456.06</b>	<b>5,822.76</b>	<b>5,414.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,839.89</b>	<b>13,483.82</b>	<b>14,260.39</b>	<b>14,722.21</b>	<b>15,847.11</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	668.12	600.21	758.08	541.55	794.44
其他	338.63	409.78	657.42	622.45	629.91
<b>流动负债合计</b>	<b>1,006.75</b>	<b>1,009.99</b>	<b>1,415.51</b>	<b>1,164.00</b>	<b>1,424.34</b>
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	309.67	298.76	296.92	301.78	299.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>309.67</b>	<b>298.76</b>	<b>296.92</b>	<b>301.78</b>	<b>299.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,509.85</b>	<b>1,491.21</b>	<b>1,712.42</b>	<b>1,465.78</b>	<b>1,723.49</b>
少数股东权益	34.94	40.43	45.53	53.38	62.12
股本	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28
资本公积	3,739.97	3,766.94	3,766.94	3,766.94	3,766.94
留存收益	6,482.50	7,084.02	7,670.22	8,356.40	9,212.49
其他	(119.65)	(91.05)	(126.99)	(112.56)	(110.20)
<b>股东权益合计</b>	<b>11,330.04</b>	<b>11,992.61</b>	<b>12,547.97</b>	<b>13,256.43</b>	<b>14,123.62</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,839.89</b>	<b>13,483.82</b>	<b>14,260.39</b>	<b>14,722.21</b>	<b>15,847.11</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	270.23	749.30	848.71	950.92	1,064.66
折旧摊销	526.46	529.59	424.93	428.56	428.56
财务费用	0.00	0.08	(55.26)	(78.80)	(111.72)
投资损失	(193.75)	(169.31)	(100.00)	(70.00)	(80.00)
营运资金变动	263.24	(502.43)	484.28	(45.83)	147.44
其它	(332.72)	584.15	58.22	60.87	60.87
<b>经营活动现金流</b>	<b>533.46</b>	<b>1,191.38</b>	<b>1,660.88</b>	<b>1,245.73</b>	<b>1,509.81</b>
资本支出	257.58	165.83	81.84	45.14	22.63
长期投资	19.03	32.79	0.00	0.00	0.00
其他	(13.42)	(1,461.98)	160.59	(281.33)	(66.52)
<b>投资活动现金流</b>	<b>263.19</b>	<b>(1,263.35)</b>	<b>242.43</b>	<b>(236.20)</b>	<b>(43.89)</b>
债权融资	41.02	51.74	54.71	78.89	111.85
股权融资	(92.42)	55.57	(300.75)	(253.33)	(208.34)
其他	(773.75)	(238.99)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(825.16)</b>	<b>(131.69)</b>	<b>(246.04)</b>	<b>(174.44)</b>	<b>(96.49)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(28.51)</b>	<b>(203.66)</b>	<b>1,657.27</b>	<b>835.09</b>	<b>1,369.42</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>6,034.98</b>	<b>5,534.62</b>	<b>5,725.20</b>	<b>5,897.98</b>	<b>6,072.65</b>
营业成本	5,008.91	4,080.37	4,137.87	4,157.77	4,211.47
营业税金及附加	90.62	97.45	100.80	103.85	106.92
销售费用	83.52	88.47	97.33	99.09	100.20
管理费用	398.73	423.84	440.84	448.25	458.48
研发费用	18.36	23.54	22.90	23.59	24.29
财务费用	(41.02)	(50.91)	(55.26)	(78.80)	(111.72)
资产/信用减值损失	(53.49)	(40.03)	(0.38)	(2.29)	(5.91)
公允价值变动收益	(234.48)	(30.57)	50.82	50.00	50.00
投资净收益	193.75	169.31	100.00	70.00	80.00
其他	170.63	(195.94)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>399.44</b>	<b>969.09</b>	<b>1,131.17</b>	<b>1,261.95</b>	<b>1,407.09</b>
营业外收入	17.25	22.84	14.93	18.34	18.71
营业外支出	35.30	15.75	30.78	27.28	24.60
<b>利润总额</b>	<b>381.40</b>	<b>976.18</b>	<b>1,115.32</b>	<b>1,253.02</b>	<b>1,401.19</b>
所得税	111.17	226.88	259.22	291.22	325.66
<b>净利润</b>	<b>270.23</b>	<b>749.30</b>	<b>856.10</b>	<b>961.79</b>	<b>1,075.53</b>
少数股东损益	4.02	7.79	7.39	10.87	10.87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>266.21</b>	<b>741.51</b>	<b>848.71</b>	<b>950.92</b>	<b>1,064.66</b>
每股收益(元)	0.22	0.62	0.71	0.80	0.89

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-21.76%	-8.29%	3.44%	3.02%	2.96%
营业利润	-83.75%	142.61%	16.73%	11.56%	11.50%
归属于母公司净利润	-85.50%	178.55%	14.46%	12.04%	11.96%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.00%	26.28%	27.73%	29.51%	30.65%
净利率	4.41%	13.40%	14.82%	16.12%	17.53%
ROE	2.36%	6.20%	6.79%	7.20%	7.57%
ROIC	5.98%	15.38%	18.12%	24.46%	27.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.76%	11.06%	12.01%	9.96%	10.88%
净负债率	-11.05%	-12.41%	-25.07%	-30.03%	-37.88%
流动比率	5.04	5.62	5.51	7.65	7.32
速动比率	4.54	5.09	5.17	7.20	6.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	194.69	152.03	170.74	160.84	160.84
存货周转率	9.49	8.99	10.22	11.65	10.87
总资产周转率	0.45	0.42	0.41	0.41	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.22	0.62	0.71	0.80	0.89
每股经营现金流	0.45	1.00	1.39	1.04	1.27
每股净资产	9.47	10.02	10.49	11.07	11.79
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.10	11.88	10.38	9.27	8.28
市净率	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63
EV/EBITDA	1.93	0.73	0.01	-0.47	-1.26
EV/EBIT	3.77	1.05	0.02	-0.64	-1.68

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com