

塔牌集团 (002233.SZ)

业绩阶段性承压，高分红凸显投资价值

优于大市

核心观点

需求下滑叠加强降雨影响，Q2 业绩进一步承压。2024H1 公司实现营收 19.76 亿元，同比-31.17%；归母净利润 2.26 亿，同比-53.43%，其中 Q2 单季度营收 9.83 亿元，同比-36.89%，归母净利润 0.77 亿元，同比-69.41%。上半年水泥需求下降，一方面受制于房地产投资景气下行和基建投资资金来源承压，另一方面二季度华南地区梅雨季节，影响工程施工进度。需求承压叠加竞争加剧，量价齐跌导致公司上半年业绩承压。

水泥量价齐跌致盈利水平下滑，现金流同步承压。2024H1 实现水泥销量 695.27 万吨，同比-15.2%，Q2 单季度水泥销量 349.88 万吨，同比-21.96%；据测算，上半年水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 250.98/194.17/56.81 元，同比-20.9%/-14.7%/-36.7%，Q2 单季度综合毛利率 23.6%，同比-8.2pct，环比-0.9pct，水泥价格降幅大于成本降幅，公司盈利水平承压下滑。上半年期间费用率为 10.4%，同比-3.01pct，其中销售/管理/财务/研发费率分别为 1.71%/9.33%/-1.08%/0.44%，同比+0.43%/+2.67%/-0.36%/+0.27pct，管理费用率上升预计与收入下降和处置低效产线相关。上半年经营性净现金流 0.33 亿元，同比-93.7%，主因盈利水平下滑，叠加应收账款和应收票据增加，导致回笼资金减少。

持续推进环保新能源项目，积极打造第二增长曲线。上半年公司加强水泥窑协同处置固废项目运营管理，实现环保处置营业收入 5629.22 万元，同比+141.28%，毛利率 82.2%；分布式光伏发电项目实现发电量 1556 万 kwh，实现余电上网收入 171.18 万元，同比+55.67%，毛利率 58.3%，未来还将进一步扩大规模，提高清洁能源使用比例和降低企业用电成本。报告期新增骨料业务顺利投产，已实现营业收入 300.11 万元。

下半年价格盈利有望修复，高分红持续，维持“优于大市”评级。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、营销渠道等方面具备优势。近期水泥淡季价格推涨，有望为后续旺季奠定良好基础，考虑旺季需求有望边际好转，公司盈利具备改善空间。此外，公司制定未来三年股东回报规划，设定每股现金分红原则不低于 0.45 元，对应目前股息率超 6.0%，高分红持续亦提高安全边际。考虑上半年水泥景气下行对业绩影响，下调 2024-2025 每股收益至 0.49/0.57 元/股（调整前 0.78/0.81 元/股），新增预测 2026 年每股收益为 0.65 元/股，对应 PE 为 14.7/12.4/10.9X，维持“优于大市”评级。

风险提示：水泥需求持续走弱；原材料价格上涨；供给增加超预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,035	5,535	4,676	4,901	5,108
(+/-%)	-21.8%	-8.3%	-15.5%	4.8%	4.2%
归母净利润(百万元)	266	742	579	683	776
(+/-%)	-85.5%	178.5%	-21.9%	17.9%	13.6%
每股收益(元)	0.22	0.62	0.49	0.57	0.65
EBIT Margin	7.2%	14.8%	11.8%	14.3%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	2.4%	6.2%	4.8%	5.7%	6.4%
市盈率 (PE)	31.9	11.4	14.7	12.4	10.9
EV/EBITDA	11.4	7.9	10.4	8.6	7.8
市净率 (PB)	0.75	0.71	0.71	0.70	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：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

S0980524070007

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.44 元
总市值/流通市值	8871/8865 百万元
52 周最高价/最低价	8.90/6.28 元
近 3 个月日均成交额	66.27 百万元

市场走势



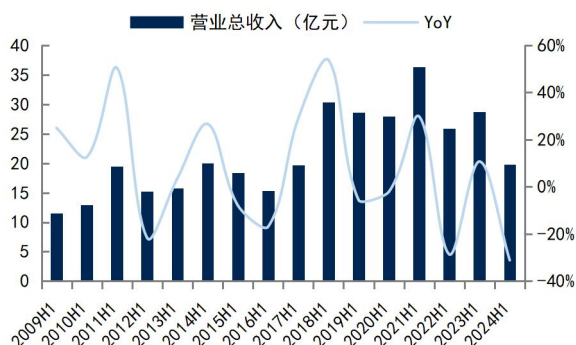
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 2023 年三季报点评：业绩保持大幅增长，价格下降影响 Q3 盈利水平》——2023-10-25
- 《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

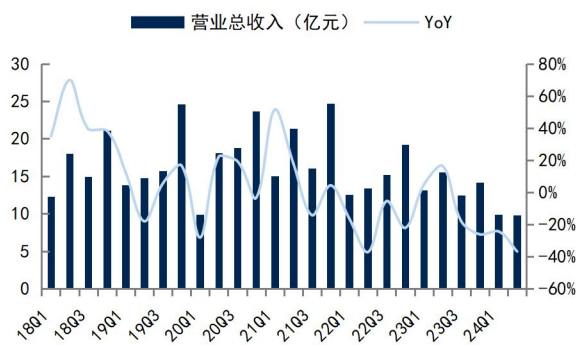
需求下滑叠加强降雨影响, Q2 业绩进一步承压。2024H1 公司实现营收 19.76 亿元, 同比-31.17%; 归母净利润 2.26 亿, 同比-53.43%, 扣非归母净利润 1.84 亿元, 同比-52.84%, EPS 为 0.19 元/股, 其中 Q2 单季度营收 9.83 亿元, 同比-36.89%, 归母净利润 0.77 亿元, 同比-69.41%。上半年水泥需求下降, 一方面受制于房地产投资景气下行和基建投资资金来源承压, 另一方面二季度华南地区梅雨季节, 影响工程施工进度。需求承压叠加竞争加剧, 量价齐跌导致公司上半年业绩承压。

图1: 塔牌集团营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



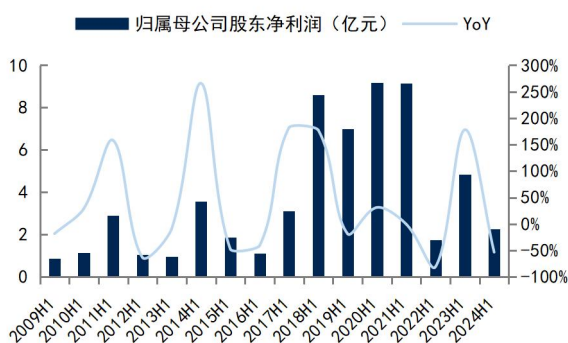
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 塔牌集团单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



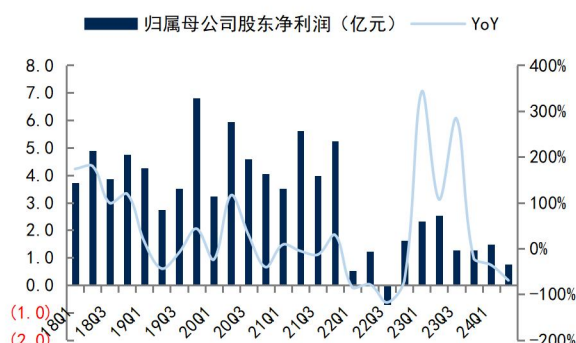
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

水泥量价齐跌致盈利水平下滑, 现金流同步承压。2024H1 实现水泥销量 695.27 万吨, 同比-15.2%, 其中 Q2 单季度水泥销量 349.88 万吨, 同比-21.96%; 据测算, 上半年水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 250.98/194.17/56.81 元, 同比-20.9%/-14.7%/-36.7%, Q2 单季度综合毛利率 23.6%, 同比-8.2pct, 环比-0.9pct, 主因水泥价格降幅大于成本降幅, 公司盈利水平承压下滑。公司上半年期间费用率为 10.4%, 同比-3.01pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.71%/9.33%/-1.08%/0.44%, 同比+0.43%/+2.67%/-0.36%/+0.27pct, 管理费用率上升预计与收入下降和处置低效产线相关。上半年经营性净现金流为 0.33 亿元, 同比大幅减少 93.7%, 主因盈利水平下滑, 叠加应收账款和应收票据增加, 导致回笼资金减少。二季度末资产负债率为 10.41%, 同比+0.3pct, 资债结构稳定。

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：塔牌集团半年度吨收入情况



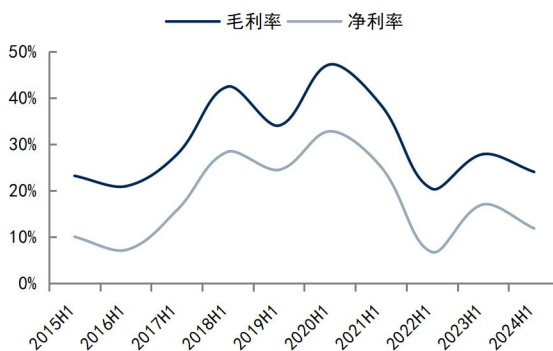
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：塔牌集团半年度吨毛利情况



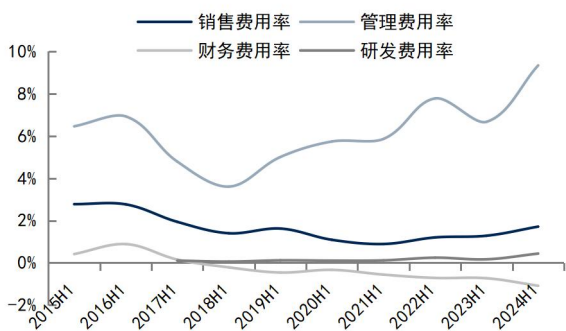
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：塔牌集团毛利率及净利率



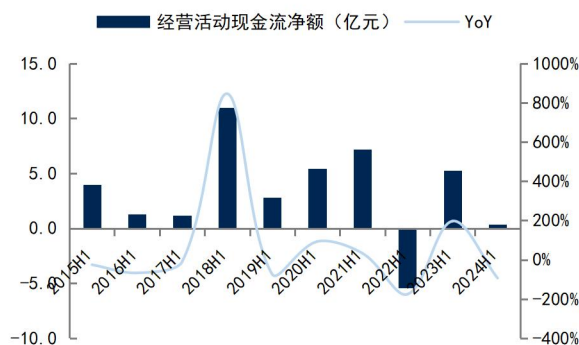
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：塔牌集团期间费用率



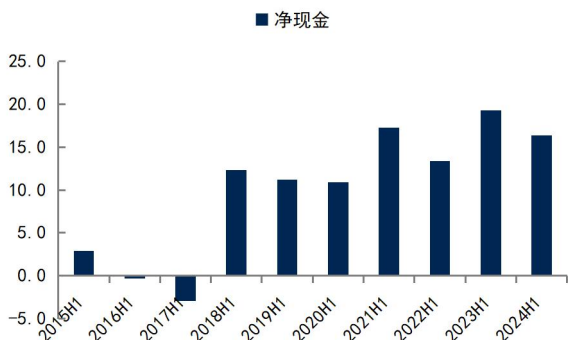
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：塔牌集团经营性现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 塔牌集团净现金水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 塔牌集团资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续推进环保新能源项目，积极打造第二增长曲线。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。上半年公司加强水泥窑协同处置固废项目运营管理，环保处置量快速提升，实现环保处置营业收入 5629.22 万元，同比+141.28%，毛利率 82.2%；分布式光伏发电项目实现供电量 1556 万 kwh，实现余电上网收入 171.18 万元，同比+55.67%，毛利率 58.3%，未来还将进一步扩大规模，提高清洁能源使用比例和降低企业用电成本。报告期新增骨料业务顺利投产，已实现营业收入 300.11 万元。

响应“新国九条”号召，制定未来三年股东回报规划，回馈股东。公司制定了《未来三年股东回报规划（2024-2026）》，未来三年执行差异化现金分红政策，成熟期且无重大资金支出/成熟期且有重大资金支出/成长期且有重大资金支出的情形下，现金分红比例在该次利润分配中的最低比例分别应达到 80%/40%/20%。在公司现金流满足正常经营和长期发展的前提下，2024-2026 年每年现金分红原则上不低于公司当年实现归属于上市公司净利润的 70%，并且每年每股现金分红金额原则上不低于 0.45 元人民币，若当年每股收益不足 0.45，则从历年未分配利润补足。

下半年价格盈利有望修复，高分红持续，维持“优于大市”评级。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、营销渠道等方面具备优势。近期水泥淡季价格推涨，有望为后续旺季奠定良好基础，考虑旺季需求有望边际好转，公司盈利具备改善空间。此外，公司制定未来三年股东回报规划，设定每股现金分红原则不低于 0.45 元，对应目前股息率超 6.0%，高分红持续亦提高安全边际。考虑上半年水泥景气下行对业绩影响，下调 2024-2025 每股收益至 0.49/0.57 元/股（调整前 0.78/0.81 元/股），新增预测 2026 年每股收益为 0.65 元/股，对应 PE 为 14.7/12.4/10.9X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1251	1489	1520	1693	1603	营业收入	6035	5535	4676	4901	5108
应收款项	50	45	60	57	56	营业成本	5009	4080	3494	3582	3696
存货净额	600	632	806	697	705	营业税金及附加	91	97	91	92	93
其他流动资产	3470	3677	3273	3168	3423	销售费用	84	88	79	77	74
流动资产合计	6046	6697	6514	6470	6642	管理费用	399	424	436	427	423
固定资产	3886	3590	3736	3789	3843	研发费用	18	24	22	22	23
无形资产及其他	752	728	700	672	644	财务费用	(41)	(51)	(45)	(48)	(49)
投资性房地产	1612	1892	1892	1892	1892	投资收益	194	169	210	180	180
长期股权投资	543	576	597	621	647	资产减值及公允价值变动	(287)	(76)	(50)	(30)	(10)
资产总计	12840	13484	13439	13444	13669	其他收入	(2)	(20)	(2)	(12)	(13)
短期借款及交易性金融负债	0	1	1	1	1	营业利润	399	969	779	909	1028
应付款项	668	600	613	561	633	营业外净收支	(18)	7	(16)	(9)	(6)
其他流动负债	532	591	515	476	516	利润总额	381	976	763	900	1022
流动负债合计	1200	1192	1129	1038	1150	所得税费用	111	227	177	209	237
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	8	6	7	8
其他长期负债	310	299	289	281	276	归属于母公司净利润	266	742	579	683	776
长期负债合计	310	299	289	281	276	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1510	1491	1417	1319	1426	净利润	266	742	579	683	776
少数股东权益	35	40	41	42	43	资产减值准备	49	17	4	0	1
股东权益	11295	11952	11981	12084	12200	折旧摊销	442	442	402	439	470
负债和股东权益总计	12840	13484	13439	13444	13669	公允价值变动损失	287	76	50	30	10
关键财务与估值指标						财务费用	(41)	(51)	(45)	(48)	(49)
每股收益	0.22	0.62	0.49	0.57	0.65	营运资本变动	732	(516)	144	119	(154)
每股红利	0.62	0.12	0.46	0.49	0.55	其它	(56)	(11)	(4)	1	0
每股净资产	9.47	10.02	10.05	10.13	10.23	经营活动现金流	1720	750	1176	1272	1103
ROIC	3.42%	6.76%	5%	6%	6%	资本开支	0	(48)	(574)	(494)	(507)
ROE	2.36%	6.20%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(613)	(180)	0	0	0
毛利率	17%	26%	25%	27%	28%	投资活动现金流	(632)	(260)	(595)	(518)	(533)
EBIT Margin	7%	15%	12%	14%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	23%	20%	23%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-22%	-8%	-16%	5%	4%	支付股利、利息	(738)	(142)	(550)	(581)	(660)
净利润增长率	-86%	179%	-22%	18%	14%	其它融资现金流	196	33	0	0	0
资产负债率	12%	11%	11%	10%	11%	融资活动现金流	(1281)	(252)	(550)	(581)	(660)
股息率	8.7%	1.7%	6.5%	6.8%	7.8%	现金净变动	(193)	238	30	173	(90)
P/E	31.9	11.4	14.7	12.4	10.9	货币资金的期初余额	1444	1251	1489	1520	1693
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	1251	1489	1520	1693	1603
EV/EBITDA	11.4	7.9	10.4	8.6	7.8	企业自由现金流	0	508	397	601	422
						权益自由现金流	0	541	431	638	460

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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