

增持 (维持)

水泥价格修复提升盈利可期，高分红投资价值凸显

塔牌集团 (002233) 深度报告

2024年8月30日

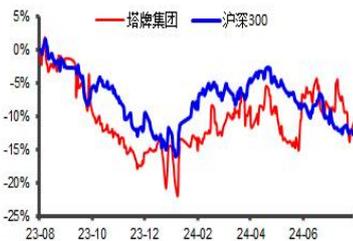
投资要点:

分析师: 何敏仪
SAC 执业证书编号:
S0340513040001
电话: 0769-22177163
邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2024年8月29日

收盘价(元)	6.94
总市值(亿元)	82.74
总股本(亿股)	11.92
流通股本(亿股)	11.91
ROE(TTM)	4.14%
12个月最高价(元)	8.58
12个月最低价(元)	6.28

股价走势



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

相关报告

- 公司简介:** 公司深耕水泥行业 50 多年, 在广东市场份额略超 10%。拥有梅州市、惠州市和福建龙岩市三大水泥生产基地, 年产水泥 2200 万吨, 截止 2024H1 总资产 130.37 亿, 净资产 116.8 亿。2023 年实现归属净利润 7.42 亿元。中国水泥协会发布 2024 年中国水泥上市公司综合实力排名, 塔牌集团位列中国水泥上市公司综合实力排名第 7 位。
- 行业整体盈利跌至历史底部, 价格逐步修复可期。** 近期国家高层会议提出, 要强化行业自律, 防止“内卷式”恶性竞争。水泥行业盈利跌至历史底部, 企业盈利诉求持续提升。未来几个月水泥价格将可能探底回稳。而进入金九银十, 广东市场需求旺季来临, 也将有利于推动未来几个月广东地区的水泥价格回暖, 改善企业盈利水平。
- 盈利能力远高于行业平均, 现金流良好。** 公司整体销售利润率大幅高于行业平均, 盈利能力凸出, 截止 2024 年 6 月末, 资产负债率为 10.41%, 没有短期借款, 整体有息负债低, 企业整体财务状况良好。
- 积极分红回报投资者, 股息率高。** 过去十年, 公司每年股利支付率均在 40% 以上。公司计划 2024-2026 年每年每股现金分红金额原则上不低于 0.45 元人民币。按当前股价测算股息率达 6.4%, 在当前利率水平持续下降背景下具备较高吸引力, 公司投资价值凸显。
- 总结与投资建议。** 公司盘踞粤东地区水泥熟料基地, 并靠近经济发达、水泥需求旺盛的珠三角及周边市场, 具备资源禀赋及区位优势。在逆市中实现粤东市场占有率提升, 并不断拓展珠三角及赣南闽西区域。
- 近三年受房地产市场影响水泥需求下滑, 水泥价格及行业盈利也跌至历史底部, 企业盈利诉求持续提升。另一方面基建持续发力, 房地产市场底部信号逐步增强, 叠加政策推进, 水泥需求及价格探底回升值得期待。另一方面粤东地区水泥市场 9 月到次年春节前属于销售旺季。旺季来临也有利于区域水泥价格回升提升公司盈利。
- 当前水泥行业出现历史性亏损, 而公司仍能保持盈利, 并且整体销售利润率大幅高于行业平均, 彰显其竞争优势。另一方面, 公司资产负债率仅 10.41%, 账上货币资金充足, 现金流良好。近期发布公告, 预计未来三年每年现金分红不低于 0.45 元/股, 对应当前股价股息率达 6.4% 左右, 在当前利率水平持续下降背景下具备较高吸引力, 公司投资价值凸显。预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.55 元, 0.64 元和 0.73 元, 对应当前股价 PE 分别为 12.6 倍, 11 倍和 9.5 倍, 建议关注。
- 风险提示:** 房地产优化政策出台力度低于预期, 地方政府救市政策落实及成效不足, 楼市销售复苏低于预期带来行业需求下降。基建投资增速低于预期, 带来行业需求下滑。宏观经济转弱, 带来水泥消费需求不足。水泥价格进一步持续下探。公司市场份额提升及业绩增长低于预期。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息, 关于信息的准确性与完整性, 建议投资者谨慎判断, 据此入市, 风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介	3
2. 行业整体盈利跌至历史底部，价格逐步修复可期	3
3. 公司区域布局理想，竞争优势凸显	5
4. 公司整体销售优于行业	6
5. 盈利能力远高于行业平均，现金流良好	6
6. 积极分红回报投资者，股息率高	8
7. 总结与投资建议	9
8. 风险提示	9

插图目录

图 1：全国水泥产量及同比变化（%）	3
图 2：全国水泥价格指数	4
图 3：塔牌集团主要销售区域	5
图 4：公司近十年水泥销售及毛利率情况	6
图 5：公司近十年营收同比增长%	7
图 6：公司近十年归属净利润同比增长%	7
图 7：塔牌集团与行业整体销售利润率对比	7
图 8：塔牌集团近年资产负债率情况（%）	8
图 9：塔牌集团近十年股利支付率情况（%）	8

表格目录

表 1：公司盈利预测简表（2024/8/29）	10
-------------------------------	----

1. 公司简介

广东塔牌集团股份有限公司（以下简称公司或塔牌集团）是一家以水泥为主业的集团公司，被列为国家水泥工业结构调整重点支持的 60 家大型企业之一。公司深耕水泥行业 50 多年，在粤东区域市场具有较高的品牌知名度和美誉度。根据广东省 2023 年水泥消费量 1.47 亿吨测算，公司在广东市场份额略超 10%。公司拥有广东省梅州市、惠州市和福建省龙岩市三大水泥生产基地，年产水泥 2200 万吨，拥有全资、控股、参股混凝土企业十多家。截止 2024 年 6 月末，公司总资产 130.37 亿，净资产 116.8 亿。2023 年全年公司实现归属股东净利润 7.42 亿元。

2024 年 5 月 10 日，中国水泥协会发布了 2024 年中国水泥上市公司综合实力排名，塔牌集团位列中国水泥上市公司综合实力排名第 7 位，排名较上年上升 6 位，为塔牌集团历史最高排名。

2. 行业整体盈利跌至历史底部，价格逐步修复可期

根据国家统计局数据，1990 年至 2007 年，我国水泥产量整体呈现持续较快攀升态势。2008 年受经济危机影响，水泥产量增速下降至个位数（+5.2%），随后在“四万亿”带动下 2009-2011 年水泥产量增速提升至 15% 以上。2012 年后水泥产量增速开始持续下降，2013 年我国水泥产量达到历史高峰，随后至 2021 年水泥产量整体维持在高位震荡。而 2022 年至今，由于受本轮房地产市场下行影响，水泥整体产量也明显下降。2022 年全年我国水泥产量累计为 21.17 亿吨，同比下降 10.8%；2023 年全年水泥产量为 20.22 亿吨，同比下降 0.7%，为近 12 年以来同期最低水平。而 2024 年截止到 7 月末，我国水泥累计产量为 10.01 亿吨，同比下降 10.5%。

虽然近三年水泥需求受房地产市场影响持续下降，但水泥行业发展与全社会固定资产投资规模、基础设施建设和房地产行业等紧密相关。截止 2023 年末，我国城镇化率达 66.2%，处于城镇化快速发展后期；国务院日前也印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，将有力支撑对水泥的需求。而随着近期基建持续发力，房地产行业逐步探底回稳，将有利于支持未来几个月水泥需求的逐步修复。

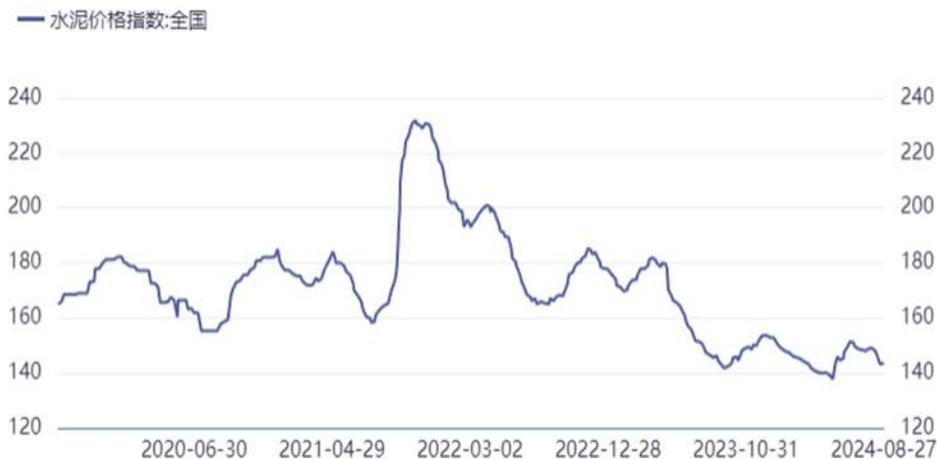
图 1：全国水泥产量及同比变化（%）



资料来源：国家统计局，iFinD，东莞证券研究所

近五年，全国水泥价格在 2021 年 10 月达到历史高位后开始持续回落，价格中枢持续下移。2024 年 5 月中旬跌至近年底部，随后小幅反弹。6 月中旬开始水泥价格再度回落。整体来看，2023 年以来水泥价格维持在近年底部区间，水泥行业整体盈利大幅下挫。中国水泥协会预计，2023 年水泥行业利润约为 320 亿元，同比下跌约 50%，行业利润已下滑至近 16 年最低水平，销售利润率也远低于工业企业平均水平。根据中国水泥协会信息研究中心测算，2024 年上半年水泥行业亏损 10 亿元左右。

图 2：全国水泥价格指数



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

水泥行业利润持续下滑，“内卷”及亏损严重。近期国家高层会议提出，要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争；强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。10 多个省市地区水泥、混凝土、水泥制品行业协会也倡议抵制内卷式恶性竞争。

另一方面，2024年下半年伴随专项债、特别国债等发力，“三大工程”与重点工程有望加速推进，基建投资有望回暖；从近两个月的楼市销售数据来看，房地产市场底部信号逐步明显。水泥行业盈利跌至历史底部，企业盈利诉求持续提升。未来几个月水泥价格将可能探底回稳。而进入金九银十，广东市场需求旺季来临，也将有利于推动未来几个月广东地区的水泥价格回暖，改善企业盈利水平。

3. 公司区域布局理想，竞争优势凸显

水泥产品标准化程度高、单价低，因此承担运输成本的能力较弱。一般公路运输优势销售半径不超过 200 公里，水路运输优势销售半径不超过 500 公里，因此水泥企业呈现出明显的区域性特征。

塔牌集团是广东省规模较大、综合竞争力较强的水泥龙头企业之一，现有广东梅州、惠州，福建龙岩三大生产基地，生产基地接近市场，地理位置优势突出。公司水泥销售区域围绕三大生产基地通过公路运输辐射到粤东和深圳、东莞、惠州、福建龙岩、江西赣州等地区，为全国经济最发达及经济活动最活跃区域之一。区域经济的快速、稳定发展将提供持续的新增水泥需求。

图 3：塔牌集团主要销售区域



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

另外公司也表示，将抓住粤港澳大湾区发展的大好机遇，充分发挥公司的比较优势，在巩固并扩大粤东市场占有率的基础上，实现市场区域向珠三角的纵深拓展，同时利用福建武平和梅州生产基地向赣南闽西拓展。与粤东邻近的赣南闽西地区区域内的水泥厂普遍生产规模不大、生产工艺较落后，公司将利用“塔牌”水泥品牌影响辐射重点开发赣南闽西地区的水泥经销商，预计将能实现在赣南闽西地区快速扩张。公司一直以来深耕粤东经济发达区域，巩固提升市场占有率的同时，通过品牌影响逐步拓展珠三角及赣南闽西地区。公司区域优势凸出，具备较高竞争护城河。

4. 公司整体销售优于行业

公司主营为各类硅酸盐水泥、熟料及预拌混凝土的生产和销售，拥有“塔牌、粤塔、嘉应、恒塔”四大品牌。通用硅酸盐水泥广泛应用于高速公路、水电工程、铁路、港口、机场等基础设施建设以及房地产等各类建筑工程。熟料为通用硅酸盐水泥生产过程中的半成品。预拌混凝土主要由水泥、集料、水以及根据需要掺入的外加剂、矿物掺合料等材料按一定比例，在搅拌站经计量、拌制后出售的并采用运输车在规定时间内运至使用地点的混凝土拌合物。从公司 2023 年营收构成看，90%以上营收来自于水泥销售，熟料占比 4.24%；商品混凝土营收占比约 3.22%。

截止 2023 年末，公司水泥产能为 2,200 万吨/年，2023 年水泥产量为 1,761.92 万吨，产能利用率为 80.09%，主要是 2023 年市场需求持续走弱及实施错峰生产时间较长所致。2023 年公司实现熟料产量为 88.8 万吨，混凝土生产销量为 53.32 万方。

公司 2014 年-2019 年水泥销量逐年稳步提升，2019 年-2021 年销量维持在高位震荡，每年均在 1900 万吨以上，2022 年及 2023 年水泥销量有所下降，同比分别下降 7.7% 和 3.47%。而 2023 年广东省水泥累计消费量同比下降 7.51%。在行业整体销量大幅下滑背景下，公司销售降幅小于广东省同行业平均水平。

图 4：公司近十年水泥销售及毛利率情况



资料来源：公司 2014-2024 年年报、中报，东莞证券研究所

5. 盈利能力远高于行业平均，现金流良好

从公司业绩情况来看，2022 年开始随着行业整体盈利水平转差，公司营收及归属净利润也出现大幅下滑状况。2022-2023 年公司营业收入分别为 60.35 亿 (-21.76%) 和 55.35 亿 (-8.29%)；净利润分别为 2.7 亿 (-85.29%) 和 7.49 亿 (+177.28%)；归属净利润分别为 2.66 亿 (-85.5%) 和 7.42 亿 (+178.55%)。2024 年上半年公司实现营业收入

19.76 亿 (-31.17%)，净利润 2.35 亿 (-52.04%)，归属净利润 2.26 亿 (-53.43%)。虽然近三年公司整体盈利较前几年大幅下滑，但在水泥行业出现历史性亏损的环境下，公司仍能保持盈利，彰显其竞争优势。

图 5：公司近十年营收同比增长%



资料来源：公司 2014-2024 年年报、中报，东莞证券研究所

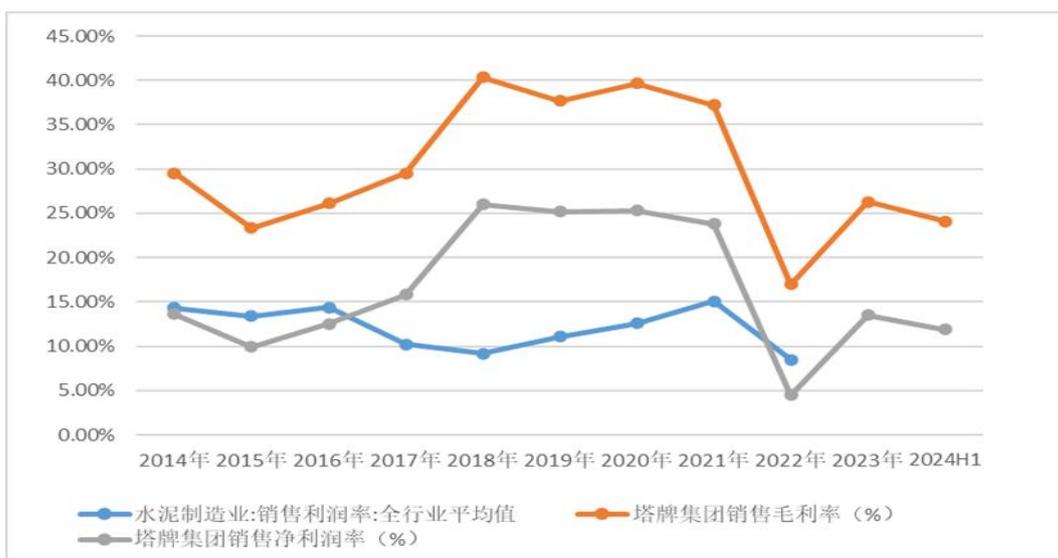
图 6：公司近十年归属净利润同比增长%



资料来源：公司 2014-2024 年年报、中报，东莞证券研究所

2018-2021 年公司整体销售毛利率维持在 37%以上，净利润率均在 23%以上，盈利情况良好。2022 年受水泥行业景气度下降，公司毛利率大幅下降至 16.7%，2023 年及 2024 年上半年水泥销售毛利率有所回升，达 24%以上。销售净利润率来看，过去十年除 2015 年（9.92%）和 2022 年（4.48%）低于 10%，其他年份销售净利润率也均高于 10%。特别是 2017 年-2021 年行业景气度较高时，公司净利润率大幅高于全行业平均。而在 2022 年净利润率大幅下滑后，2023 年及 2024 年上半年也回升至 11%以上。公司整体销售利润率大幅高于行业平均，盈利能力凸出。

图 7：塔牌集团与行业整体销售利润率对比



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

公司整体负债率水平低。截止 2024 年 6 月末，塔牌集团资产负债率为 10.41%，10.41%

的负债中，5.16%为应付账款，1%为合同负债，没有短期借款，整体有息负债低。而在总资产中，12.6%为货币资金（16.38 亿），18.7%为交易性金融资产（24.45 亿），合计占比约 31.32%；而固定资产占比约 26%。公司销售商品提供劳务收到现金/营业收入多年来均在 100%以上，企业整体财务状况良好。

图 8：塔牌集团近年资产负债率情况（%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

6. 积极分红回报投资者，股息率高

过去十年，公司每年股利支付率均在 40%以上，其中 2018 年至 2023 年，除了 2021 年股利支付率为 40.2%，其他年份股利支付率均高于 50%，2023 年更高达 78.95%。

公司近期也发布了《未来三年股东回报规划（2024-2026）》，公司计划 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股东净利润的 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。截止 2024 年 6 月末，公司账上未分配利润达 60.67 亿。公司积极慷慨分红回报投资者，彰显其对未来盈利的信心以及对公司市值管理的重视。按当前股价测算，0.45 元每股的现金分红股息率达 6.4%，在当前利率水平持续下降背景下具备较高吸引力，公司投资价值凸显。

图 9：塔牌集团近十年股利支付率情况（%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

7. 总结与投资建议

公司盘踞粤东地区水泥熟料基地，同时靠近经济发达、水泥需求旺盛的珠三角及周边市场，具备资源禀赋及区位优势。公司利用品牌及竞争力优势在逆市中实现粤东市场占有率提升，并不断拓展珠三角及赣南闽西区域。

近三年受房地产市场影响水泥需求下滑，水泥价格及行业盈利也跌至历史底部，企业盈利诉求持续提升。另一方面基建持续发力，房地产市场底部信号逐步增强，叠加政策推进，水泥需求及价格探底回升值得期待。另一方面粤东地区水泥市场 9 月到次年春节前属于销售旺季。旺季来临也有利于区域水泥价格回升提升公司盈利。

当前水泥行业出现历史性亏损，而公司仍能保持盈利，并且整体销售利润率大幅高于行业平均，彰显其竞争优势。另一方面，公司资产负债率仅 10.41%，账上货币资金充足，现金流良好。近期发布公告，预计未来三年每年现金分红不低于 0.45 元/股，对应当前股价股息率达 6.4% 左右，在当前利率水平持续下降背景下具备较高吸引力，公司投资价值凸显。预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.55 元，0.64 元和 0.73 元，对应当前股价 PE 分别为 12.6 倍，11 倍和 9.5 倍，建议关注。

8. 风险提示

- (1) 房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售复苏低于预期带来行业需求下降。
- (2) 基建投资增速低于预期，带来行业需求下滑。
- (3) 宏观经济转弱，带来水泥消费需求不足。

- (4) 水泥价格进一步持续下探。
- (5) 公司市场份额提升及业绩增长低于预期。

表 1：公司盈利预测简表（2024/8/29）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,535	5056	5,286	5535
营业总成本	4,663	4338	4,431	4537
营业成本	4,080	3,891	3,961	4,043
营业税金及附加	97	71	74	77
销售费用	88	76	74	77
管理费用	424	329	344	360
财务费用	-51	-51	-45	-45
研发费用	24	22	23	24
公允价值变动净收益	-31	0	0	0
资产减值损失	45	10	11	11
营业利润	969	868	1004	1147
加：营业外收入	23	0	0	0
减：营业外支出	16	0	0	0
利润总额	976	868	1004	1147
减：所得税	227	204	236	270
净利润	749	664	768	877
减：少数股东损益	8	7	8	10
归母公司所有者的净利润	742	657	760	868
摊薄每股收益(元)	0.62	0.55	0.64	0.73
PE（倍）	11.16	12.60	10.89	9.54

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系:

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 导致无法给出明确的投资评级; 股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明: 本评级体系的“市场指数”, A 股参照标的为沪深 300 指数; 新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告, 市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板(含退市整理期)等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告, 港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系: “保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报, “谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报, “稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报, “积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报, “激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺:

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 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, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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, 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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22115843

网址: www.dgzq.com.cn