

塔牌集团 (002233.SZ)

优于大市

2024 年三季报点评：收入降幅略有收窄，盈利仍有修复预期

核心观点

Q3 单季收入降幅收窄，投资浮盈贡献业绩。2024 年 1-9 月实现营收 29.3 亿元，同比-28.81%，归母净利润 3.81 亿元，同比-37.98%，扣非归母净利润 2.45 亿元，同比-52.43%，EPS 为 0.33 元/股；其中 Q3 单季度营收 9.54 亿元，同比-23.39%，归母净利润 1.55 亿元，同比+20.34%，扣非归母净利润 0.61 亿元，同比-51.15%，受需求下降和竞争加剧影响，收入端同比仍有下滑但降幅有所收窄，同时受季末股指回暖上升的影响，公司所持证券投资公允价值变动收益增加增厚业绩，单季度实现公允价值变动收益 0.93 亿元，上年同期为-0.5 亿元。

Q3 销量降幅有所收窄，盈利水平环比仍有回落。1-9 月公司水泥销量 1061.1 万吨，同比-14.9%，其中 Q3 单季度销售 365.8 万吨，同比-14.3%，环比+4.5%，降幅略有收窄。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 276.2/212.3/63.8 元/吨，同比-54.0/-30.1/-24.0 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 260.8/205.7/55.1 元/吨，同比-31.1/-17.4/-13.7 元/吨，环比-20.1/-8.8/-11.3 元/吨，受需求下滑及竞争加剧影响，Q3 水泥价格仍有下行，受原燃料价格及人工成本等下降影响，销售成本亦有下降，但降幅小于单价降幅，盈利水平同环比仍有回落。

Q3 费用率环比改善，现金流同步仍有承压。公司 1-9 月期间费用率 10.64%，同比 +2.85pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.97%/9.14%/-0.96%/0.49%，同比+0.56/+2.03/-0.06/+0.32pct，其中 Q3 单季度期间费用率 11.12%，同比+2.42pct，环比-0.94pct，费用率同比上升主要受收入下滑影响。1-9 月实现经营活动现金流净额 2.04 亿元，同比-74.9%，其中 Q3 单季度 1.71 亿元，同比-40.5%，受水泥主业盈利下滑影响，现金流同步承压；截至 9 月末资产负债率 9.89%，较 6 月末下降 0.52pct。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；供给增加超预期；

投资建议：红利属性凸显，盈利亦有望修复，维持“优于大市”评级

近期政策端持续利好，促进需求端边际改善，叠加供给端持续错峰生产，水泥价格积极推涨，后续有望进一步提涨，短期盈利存改善预期，同时水泥拟纳入碳交易市场，中期有望加速行业出清，进一步改善水泥供需格局。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，同时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，对应目前股息率约 5.6%，红利属性依旧突出。考虑年初以来水泥景气下行对业绩影响，下调盈利预测，预计 2024-2026 年 EPS 为 0.44/0.52/0.60 元/股（调整前 0.49/0.57/0.65 元/股），对应 PE 为 15.8/13.4/11.6X，维持“优于大市”评级。

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	4,197	4,425	4,641
(+/-%)	-21.8%	-8.3%	-24.2%	5.4%	4.9%
净利润(百万元)	266	742	524	618	711
(+/-%)	-85.5%	178.5%	-29.4%	18.0%	15.0%
每股收益(元)	0.22	0.62	0.44	0.52	0.60
EBIT Margin	7.2%	14.8%	8.9%	12.5%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	2.4%	6.2%	4.4%	5.1%	5.8%
市盈率 (PE)	31.1	11.2	15.8	13.4	11.6
EV/EBITDA	11.2	7.7	12.4	9.7	8.3
市净率 (PB)	0.73	0.69	0.69	0.68	0.68

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

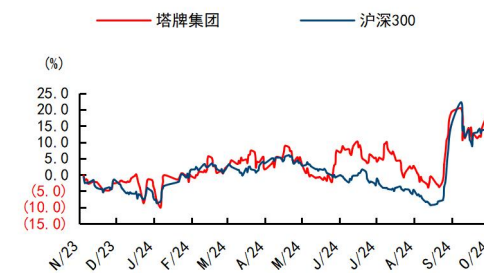
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.80 元
总市值/流通市值	9300/9294 百万元
52 周最高价/最低价	8.89/6.28 元
近 3 个月日均成交额	72.08 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) - 业绩阶段性承压，高分红凸显投资价值》——2024-08-07

《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

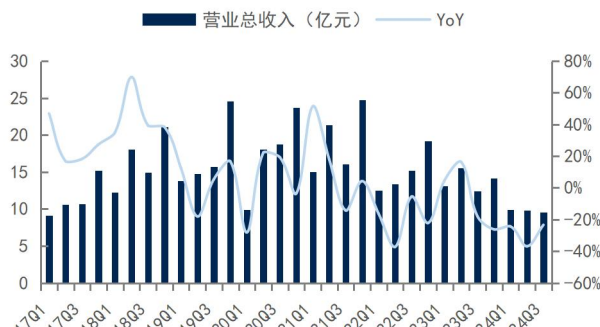
Q3 单季收入降幅收窄，投资浮盈贡献业绩。2024 年 1-9 月实现营收 29.3 亿元，同比-28.81%，归母净利润 3.81 亿元，同比-37.98%，扣非归母净利润 2.45 亿元，同比-52.43%，EPS 为 0.33 元/股；其中 Q3 单季度营收 9.54 亿元，同比-23.39%，归母净利润 1.55 亿元，同比+20.34%，扣非归母净利润 0.61 亿元，同比-51.15%，受需求下降和竞争加剧影响，收入端同比仍有下滑但降幅有所收窄，同时受季末股指回暖上升的影响，公司所持证券投资公允价值变动收益增加增厚业绩，单季度实现公允价值变动收益 0.93 亿元，上年同期为-0.5 亿元。

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、%）



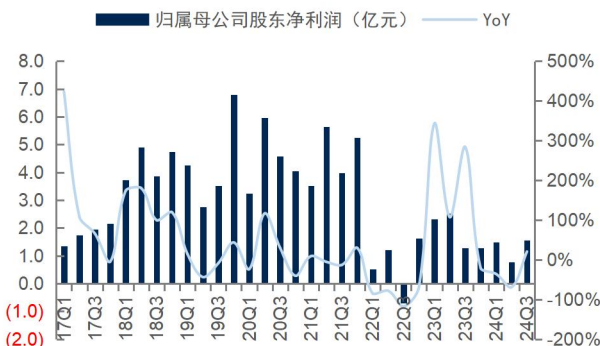
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

Q3 销量降幅有所收窄，盈利水平环比仍有回落。1-9 月公司水泥销量 1061.1 万吨，同比-14.9%，其中 Q3 单季度销售 365.8 万吨，同比-14.3%，环比+4.5%，降幅略有收窄。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 276.2/212.3/63.8 元/吨，同比-54.0/-30.1/-24.0 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 260.8/205.7/55.1 元/吨，同比-31.1/-17.4/-13.7 元/吨，环比-20.1/-8.8/-11.3 元/吨，受需求下滑及竞争加剧影响，Q3 水泥价格仍有下行，受原燃料价格及人工成本等下降影响，销售成本亦有下降，但降幅小于单价降幅，盈利水平同环比仍有回落。

图5: 塔牌集团水泥销量及增速



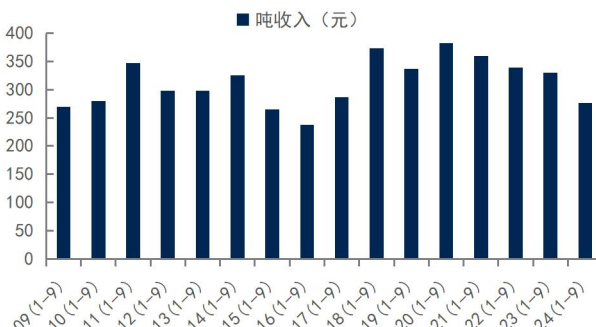
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 塔牌集团全口径吨收入情况



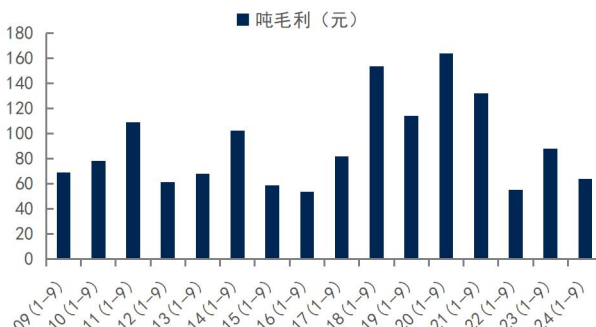
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 塔牌集团单季度全口径吨收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 塔牌集团全口径吨毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 塔牌集团单季度全口径吨毛利情况

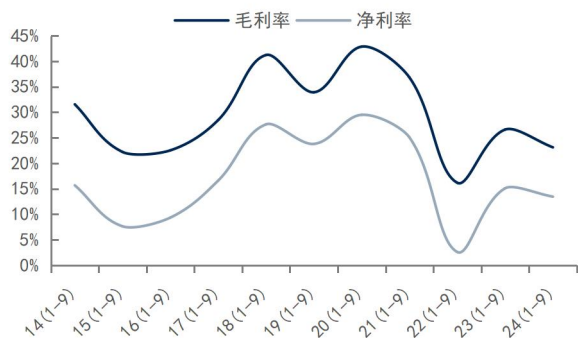


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Q3 费用率环比改善，现金流同步仍有承压。公司1-9月期间费用率10.64%，同比+2.85pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.97%/9.14%/-0.96%/0.49%，同比+0.56/+2.03/-0.06/+0.32pct，其中Q3单季度期间费用率11.12%，同比

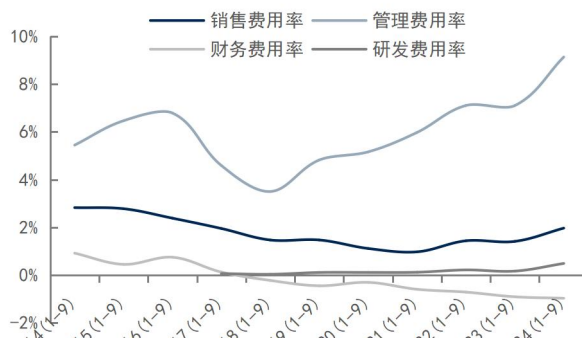
+2.42pct，环比-0.94pct，费用率同比上升主要受收入下滑影响。1-9月实现经营活动现金流净额2.04亿元，同比-74.9%，其中Q3单季度1.71亿元，同比-40.5%，受水泥主业盈利下滑影响，现金流同步承压；截至9月末资产负债率9.89%，较6月末进一步下降0.52pct。

图11：塔牌集团前三季度综合毛利率和净利率（%）



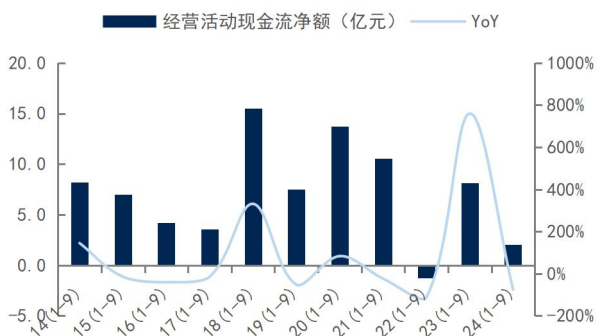
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

红利属性凸显，盈利亦有望修复，维持“优于大市”评级。近期政策端持续利好，促进需求端边际改善，叠加供给端持续错峰生产，水泥价格积极推涨，后续有望进一步提涨，短期盈利存改善预期，同时水泥拟纳入碳交易市场，中期有望加速行业出清，进一步改善水泥供需格局。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，同时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，对应目前股息率约5.6%，红利属性依旧突出。考虑年初以来水泥景气下行对业绩影响，下调盈利预测，预计2024-2026年EPS为0.44/0.52/0.60元/股（调整前0.49/0.57/0.65元/股），对应PE为15.8/13.4/11.6X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1251	1489	1500	1460	1549	营业收入	6035	5535	4197	4425	4641
应收款项	50	45	44	42	43	营业成本	5009	4080	3226	3290	3369
存货净额	600	632	640	550	575	营业税金及附加	91	97	86	87	87
其他流动资产	262	478	230	272	313	销售费用	84	88	75	72	69
流动资产合计	6046	6697	6469	6379	6535	管理费用	399	424	415	402	394
固定资产	3886	3590	3738	3829	3871	研发费用	18	24	21	21	21
无形资产及其他	752	728	700	672	644	财务费用	(41)	(51)	(30)	(30)	(30)
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)	70	40	20
资产总计	12840	13484	13396	13393	13589	其他收入	(2)	(20)	(1)	(1)	(11)
短期借款及交易性金融负债	0	1	1	1	1	营业利润	399	969	705	822	942
应付款项	668	600	561	511	571	营业外净收支	(18)	7	(16)	(9)	(6)
其他流动负债	532	591	474	435	468	利润总额	381	976	689	813	936
流动负债合计	1200	1192	1036	947	1040	所得税费用	111	227	160	189	217
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	8	5	6	7
其他长期负债	310	299	289	281	276	归属于母公司净利润	266	742	524	618	711
长期负债合计	310	299	289	281	276	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1510	1491	1325	1228	1316	净利润	266	742	524	618	711
少数股东权益	35	40	41	42	43	资产减值准备	49	17	5	1	1
股东权益	11295	11952	12031	12123	12230	折旧摊销	442	442	399	430	459
负债和股东权益总计	12840	13484	13396	13393	13589	公允价值变动损失	287	76	(70)	(40)	(20)
						财务费用	(41)	(51)	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	532	(524)	78	(46)	21
每股收益	0.22	0.62	0.44	0.52	0.60	其它	(56)	(11)	(4)	(0)	0
每股红利	0.62	0.12	0.37	0.44	0.51	经营活动现金流	1520	742	931	964	1172
每股净资产	9.47	10.02	10.09	10.17	10.26	资本开支	0	(48)	(454)	(454)	(454)
ROIC	5%	10%	5%	6%	8%	其它投资现金流	(413)	(172)	0	0	0
ROE	2%	6%	4%	5%	6%	投资活动现金流	(432)	(252)	(475)	(478)	(480)
毛利率	17%	26%	23%	26%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	15%	9%	12%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	23%	18%	22%	25%	支付股利、利息	(738)	(142)	(445)	(525)	(604)
收入增长	-22%	-8%	-24%	5%	5%	其它融资现金流	196	33	0	0	0
净利润增长率	-86%	179%	-29%	18%	15%	融资活动现金流	(1281)	(252)	(445)	(525)	(604)
资产负债率	12%	11%	10%	9%	10%	现金净变动	(193)	238	11	(40)	89
股息率	8.9%	1.7%	5.4%	6.3%	7.3%	货币资金的期初余额	1444	1251	1489	1500	1460
P/E	31.1	11.2	15.8	13.4	11.6	货币资金的期末余额	1251	1489	1500	1460	1549
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	500	311	355	565
EV/EBITDA	11.2	7.7	12.4	9.7	8.3	权益自由现金流	0	533	334	378	588

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