

塔牌集团 (002233)

证券研究报告

2020年08月12日

价格表现超预期，分红提升投资价值

事件： 公司披露 2020 年中报，报告期内实现营业收入 27.99 亿元，同比下降 2.1%；实现归母净利润 9.19 亿元，同比增长 31.15%；实现扣非后归母净利润 8.29 亿元，同比增长 46.92%；基本每股收益 0.78 元。其中 Q2 实现营业收入 18.08 亿元，同比增长 22.19%；实现归母净利润 5.96 亿元，同比增长 116.73%；实现扣非后归母净利润 4.98 亿元，同比增长 101.14%。

点评：

1、疫情消退，Q2 量价齐升，业绩超预期

2020 年上半年公司水泥产量 738.22 万吨、销量 675.67 万吨，同比分别下降了 13.1%、18.01%。水泥均价 387 元/吨，同比提高 58 元/吨，吨毛利 187 元，同比上升 73 元，吨期间费用 27 元，同比提高 6 元，吨净利（扣除投资收益）120 元，同比上升 53 元。

其中，二季度疫情影响逐步消退，全国复工复产加速，基建与地产齐发力，水泥需求逐月好转，4-6 月份广东省水泥产量分别增长 4.2%、10.0%、6.3%。我们测算公司 Q2 单季水泥销量同比增加 6%，下游需求十分旺盛；Q2 水泥均价约 356 元/吨，同比提高 44 元/吨；Q2 单季吨毛利 166 元/吨，同比提高 69 元/吨，吨期间费用 22 元，同比增长 2 元；Q2 吨净利（扣除投资收益）113 元，同比增长 75 元，盈利高位维持。

2.高分红，低负债，凸显投资价值

公司负债水平处行业低位，2020 年上半年为 13.40%，环比下降 3.28 个百分点。在低负债和稳健的现金流保障下，公司分红水平始终处于行业高位，2019 年公司分红率 46%，与 2018 年基本持平，维持高位。同时，公司 2020 年中期计划拟以 11.88 亿股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 3.2 元，分红比例约 41.4%，公司持续高分红凸显长期投资价值。

3.大湾区建设提振需求，支撑粤东区域景气度

目前，粤东地区不仅是粤港澳大湾区建设的主要区域，也是广东省重点脱贫区域，预计未来农村和基建需求有望持续旺盛。公司产能位于粤东地区，截止到 8 月中旬，广东地区库存降至 5 成左右，出货率恢复至 9 成以上，若天气晴好，需求旺盛产销率超过 100%。今年上半年，公司文福第二条万吨线投产。下半年景气度上升预期+产能扩张，由此我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归属净利润 22.1 亿元、24.1 亿元、25.1 亿元（前值 21.3/21.9/20.4 亿元），对应 8 月 10 日 PE 分别为 8.8 倍、8.1 倍、7.8 倍，给予“增持”评级。

风险提示： 需求超预期下滑、区域协同破裂、疫情恶化。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,630.34	6,890.70	7,676.36	8,373.36	8,616.71
增长率(%)	45.27	3.93	11.40	9.08	2.91
EBITDA(百万元)	2,671.26	2,680.94	3,148.78	3,422.82	3,558.66
净利润(百万元)	1,723.11	1,733.48	2,213.13	2,407.32	2,507.59
增长率(%)	139.00	0.60	27.67	8.77	4.17
EPS(元/股)	1.45	1.45	1.86	2.02	2.10
市盈率(P/E)	11.33	11.27	8.82	8.11	7.79
市净率(P/B)	2.18	2.00	1.81	1.65	1.52
市销率(P/S)	2.95	2.83	2.54	2.33	2.27
EV/EBITDA	3.36	3.61	4.58	3.87	3.17

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.06 元
目标价格	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)	1,162.03
A 股总市值(百万元)	19,147.94
流通 A 股市值(百万元)	18,662.16
每股净资产(元)	8.34
资产负债率(%)	13.40
一年内最高/最低(元)	16.86/9.48

作者

李华丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060001
lihuafenga@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《塔牌集团-年报点评报告:高股息粤东水泥龙头，量价弹性兼备》2020-03-17
- 《塔牌集团-公司点评:价格弹性发挥，业绩略超预期》2020-03-01
- 《塔牌集团-公司研究简报:资产硬估值低，看好粤东龙头》2019-11-11

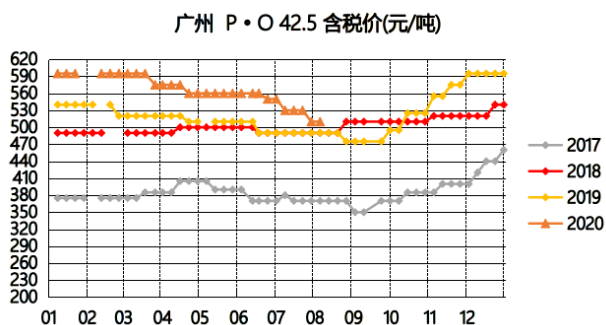
图 1：2018-2020 年公司经营数据

	单位	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
销量	万吨	692	859	791	1005	825	1114	676
yoy		3.56%	2.80%	14.25%	16.94%	4.38%	10.87%	-18.05%
销售均价	元/吨	264	278	355	336	329	348	387
吨成本	元/吨	188	189	197	203	215	206	200
吨毛利	元/吨	76	89	158	132	114	142	187
吨销售费用	元/吨	5.5	6.5	5.4	6.6	5.6	4.6	4.5
吨管理费用(含研发费用)	元/吨	13.9	19.3	14.0	21.2	17.7	26.3	24.2
吨财务费用	元/吨	0.4	-0.6	-0.8	-0.7	-1.6	-0.9	-1.3
吨净利(扣除投资收益)	元/吨	39	45	101	81	67	83	120

	单位	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
销量	万吨	421	584	380	445	490	624	206	469
yoy		13%	20%	25%	-9%	16%	7%	-46%	6%
销售均价	元/吨	328	334	349	312	307	380	456	356
吨成本	元/吨	194	198	216	215	206	206	223	190
吨毛利	元/吨	134	136	133	97	101	174	233	166
吨销售费用	元/吨	5.8	7.2	5.4	5.8	3.9	5.1	4.8	4.4
吨管理费用(含研发费用)	元/吨	12.3	27.7	19.5	16.2	14.8	35.4	36.8	18.7
吨财务费用	元/吨	-0.8	-0.7	-1.5	-1.6	-1.3	-0.6	-2.5	-0.9
吨净利(扣除投资收益)	元/吨	83	79	102	37	66	98	137	113

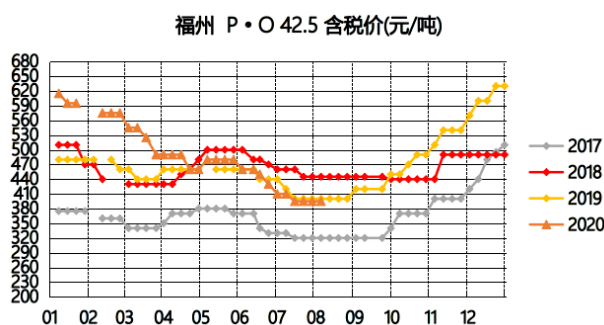
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：广州地区 P·O42.5 含税价(元)



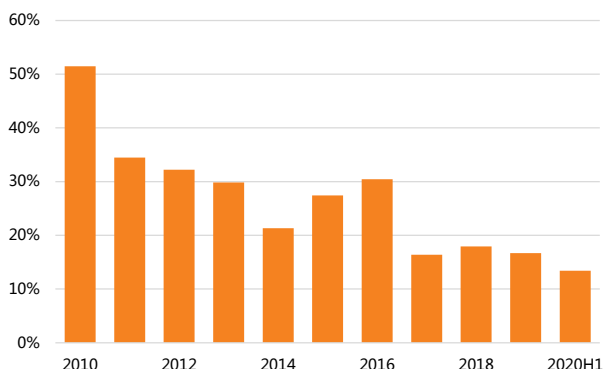
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 3：福州地区 P·O42.5 含税价(元)



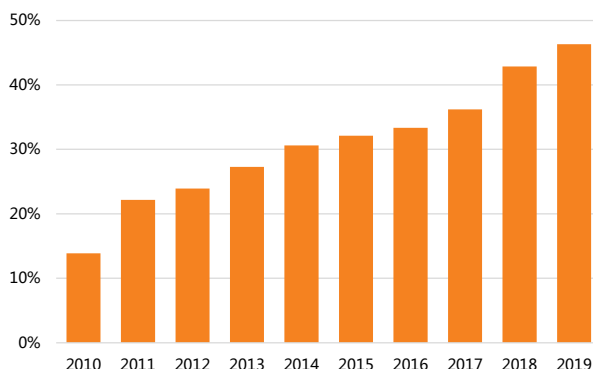
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 4：公司历年负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司历年分红率



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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,472.05	1,286.75	5,563.56	6,405.11	7,996.13
应收票据及应收账款	155.41	151.65	232.17	233.02	245.69
预付账款	38.49	41.44	29.35	50.73	35.30
存货	527.21	462.92	610.76	555.79	679.94
其他	3,202.51	3,270.90	3,192.68	3,212.89	3,239.21
流动资产合计	5,395.68	5,213.66	9,628.53	10,457.54	12,196.26
长期股权投资	491.17	496.58	496.58	496.58	496.58
固定资产	2,860.23	2,870.35	3,149.89	3,268.57	3,277.74
在建工程	341.95	1,051.99	667.20	448.32	298.99
无形资产	655.38	658.62	627.79	596.96	566.13
其他	1,165.33	1,391.47	771.06	823.17	855.41
非流动资产合计	5,514.05	6,469.00	5,712.51	5,633.60	5,494.84
资产总计	10,942.92	11,752.02	15,377.12	16,137.35	17,741.65
短期借款	0.00	0.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	985.25	867.39	1,058.27	1,060.06	1,134.85
其他	839.03	906.45	1,094.36	805.51	1,249.82
流动负债合计	1,824.28	1,773.84	4,152.63	3,865.57	4,384.67
长期借款	0.00	0.00	300.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	135.87	186.09	129.34	150.43	155.29
非流动负债合计	135.87	186.09	429.34	450.43	455.29
负债合计	1,960.15	1,959.93	4,581.97	4,316.00	4,839.95
少数股东权益	7.09	9.47	10.98	12.36	13.85
股本	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28	1,192.28
资本公积	3,735.51	3,737.68	3,737.68	3,737.68	3,737.68
留存收益	7,777.36	8,606.50	9,591.90	10,616.71	11,695.58
其他	(3,729.48)	(3,753.83)	(3,737.68)	(3,737.68)	(3,737.68)
股东权益合计	8,982.76	9,792.09	10,795.16	11,821.35	12,901.70
负债和股东权益总	10,942.92	11,752.02	15,377.12	16,137.35	17,741.65

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,724.00	1,734.39	2,213.13	2,407.32	2,507.59
折旧摊销	423.85	410.09	196.08	211.03	220.99
财务费用	0.68	0.00	(18.01)	(17.41)	(24.93)
投资损失	(114.27)	(249.60)	(187.37)	(206.10)	(226.71)
营运资金变动	597.39	1,821.46	(752.57)	(19.94)	672.60
其它	(16.01)	(1,638.60)	81.94	73.76	85.92
经营活动现金流	2,615.64	2,077.72	1,533.20	2,448.65	3,235.46
资本支出	439.73	1,027.87	116.75	58.91	45.15
长期投资	11.17	5.41	0.00	0.00	0.00
其他	(2,467.94)	(1,594.98)	1,520.42	(300.91)	(285.80)
投资活动现金流	(2,017.04)	(561.70)	1,637.17	(242.00)	(240.65)
债权融资	0.00	0.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00
股权融资	(56.11)	3.16	34.16	17.41	24.93
其他	(855.35)	(931.45)	(1,227.73)	(3,682.51)	(3,728.72)
筹资活动现金流	(911.46)	(928.28)	1,106.43	(1,365.09)	(1,403.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(312.87)	587.74	4,276.81	841.55	1,591.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,630.34	6,890.70	7,676.36	8,373.36	8,616.71
营业成本	3,955.28	4,294.76	4,317.09	4,788.03	4,988.97
营业税金及附加	96.12	95.98	105.95	97.95	95.17
营业费用	108.90	97.11	85.94	106.66	108.77
管理费用	321.45	433.66	464.99	435.34	385.22
研发费用	3.07	6.19	5.75	3.70	4.31
财务费用	(13.90)	(23.18)	(18.01)	(17.41)	(24.93)
资产减值损失	15.40	(12.35)	11.73	8.37	7.76
公允价值变动收益	36.22	100.50	80.43	72.38	84.43
投资净收益	114.27	249.60	187.37	206.10	226.71
其他	(312.73)	(692.13)	(545.12)	(569.26)	(635.81)
营业利润	2,306.25	2,340.57	2,980.24	3,241.50	3,376.11
营业外收入	2.47	3.46	3.93	4.29	4.41
营业外支出	15.44	36.70	37.97	41.41	42.62
利润总额	2,293.28	2,307.33	2,946.21	3,204.37	3,337.90
所得税	569.28	572.94	731.57	795.67	828.83
净利润	1,724.00	1,734.39	2,214.64	2,408.70	2,509.07
少数股东损益	0.89	0.91	1.51	1.38	1.49
归属于母公司净利润	1,723.11	1,733.48	2,213.13	2,407.32	2,507.59
每股收益(元)	1.45	1.45	1.86	2.02	2.10

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	45.27%	3.93%	11.40%	9.08%	2.91%
营业利润	137.06%	1.49%	27.33%	8.77%	4.15%
归属于母公司净利润	139.00%	0.60%	27.67%	8.77%	4.17%
获利能力					
毛利率	40.35%	37.67%	43.76%	42.82%	42.10%
净利率	25.99%	25.16%	28.83%	28.75%	29.10%
ROE	19.20%	17.72%	20.52%	20.39%	19.46%
ROIC	26.87%	29.22%	50.19%	42.72%	45.71%
偿债能力					
资产负债率	17.91%	16.68%	29.80%	26.75%	27.28%
净负债率	-16.39%	-13.14%	-30.23%	-34.73%	-44.15%
流动比率	2.98	2.98	2.33	2.72	2.79
速动比率	2.69	2.72	2.18	2.57	2.64
营运能力					
应收账款周转率	23.11	44.88	40.00	36.00	36.00
存货周转率	13.32	13.92	14.30	14.36	13.95
总资产周转率	0.64	0.61	0.57	0.53	0.51
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.45	1.86	2.02	2.10
每股经营现金流	2.19	1.74	1.29	2.05	2.71
每股净资产	7.53	8.21	9.05	9.90	10.81
估值比率					
市盈率	11.33	11.27	8.82	8.11	7.79
市净率	2.18	2.00	1.81	1.65	1.52
EV/EBITDA	3.36	3.61	4.58	3.87	3.17
EV/EBIT	3.93	4.15	4.88	4.12	3.38

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com