

建材/原材料

塔牌集团 (002233)

价格同比大幅攀升带动业绩超预期

——2020年中报点评

 鲍雁辛(分析师)	黄涛(分析师)
 0755-23976830	021-38674879
 baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

公司公布 2020 年中报, 二季度受价格大增及投资收益等影响业绩同比增长 116%, 好于市场预期。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**上半年营收 27.99 亿, 同降 2.10%, 归母净利润 9.19 亿, 同比增长 31.15%, 净利润 5.95 亿, 同比大幅增长 116%, EPS 0.78 元, 超出市场预期。据此, 我们上调 2020-2022 年 EPS 预测至 1.76、2.01、2.27 (+0.15、0.11、0.15) 元, 根据可比公司 2021 年平均 10 倍 PE 上调目标价至 20.10 (+4.64) 元。
- **二季度销量增速恢复。**公司上半年实现水泥熟料销量 675 万吨, 同比下降 18.12%; 其中 Q2 销量为 470 万吨, 同增 6%。我们认为华南区域 7 月中旬后, 天气晴朗带动发货量明显攀升, 并且公司万吨二线 2020 年 4 月点火, 随着下游赶工需求出现, 有望提供业绩弹性。
- **价格同比大幅攀升带动盈利抬升。**我们估算公司 2020H1 出厂均价为约 394 元/吨, 同比增长 65 元/吨, 吨毛利约 186 元/吨, 吨净利为 120 元/吨; 其中公司 Q2 水泥出厂均价为约 366 元/吨, 同比增长约 50 元/吨; 吨毛利约 160 元/吨, 吨净利约 111 元/吨, 同比提升约 69 元/吨。同时公司 Q2 投资收益及公允价值变动合计提升约 1.3 亿, 系所持证券及基金类金融资产收益影响, 进一步增厚公司业绩。
- **需求快速恢复, 粤港澳提供长期需求弹性。**我们认为华南市场 8 月后出货量快速恢复, 而受益下半年落地的重点工程项目, 华南市场有望旺季更旺。同时华南区域受到“粤港澳大湾区”建设带动, 长期需求潜力有望领跑全国, 公司做为粤东龙头有望受益。
- **风险提示:** 产业链延伸不达预期, 宏观经济大幅下行

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,630	6,891	7,771	8,586	9,482
(+/-)%	45%	4%	13%	10%	10%
经营利润 (EBIT)	2,146	1,963	2,507	2,893	3,318
(+/-)%	132%	-9%	28%	15%	15%
净利润 (归母)	1,723	1,733	2,104	2,398	2,702
(+/-)%	139%	1%	21%	14%	13%
每股净收益 (元)	1.45	1.45	1.76	2.01	2.27
每股股利 (元)	0.30	0.85	1.02	1.17	1.33

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	32.4%	28.5%	32.3%	33.7%	35.0%
净资产收益率 (%)	19.2%	17.7%	19.7%	20.5%	21.1%
投入资本回报率 (%)	18.0%	15.1%	17.8%	18.8%	19.7%
EV/EBITDA	4.10	5.79	6.39	5.45	4.62
市盈率	11.31	11.25	9.26	8.13	7.21
股息率 (%)	1.8%	5.2%	6.3%	7.1%	8.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.10

上次预测: 15.46

当前价格: 15.76

2020.08.14

交易数据

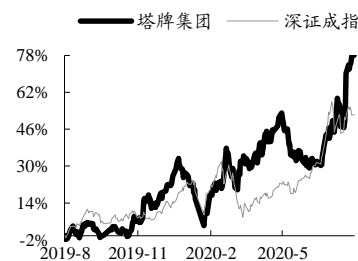
52 周内股价区间 (元)	9.52-16.38
总市值 (百万元)	19,529
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,192/1,162
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	31.79
日均成交值 (百万元)	435.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,942
每股净资产	8.34
市净率	2.0
净负债率	-35.55%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.36	0.27
Q2	0.23	0.51
Q3	0.30	0.35
Q4	0.57	0.63
全年	1.45	1.76

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	25%	17%	75%
相对指数	25%	-7%	20%

相关报告

- 销量暂受影响, 盈利能力提升 2020.04.21
- 四季度盈利能力恢复至历史高位 2020.03.17
- 需求恢复带动四季度量价齐升 2020.02.28
- Q3 需求明显恢复, 弹性有望显现 2019.10.22
- 天气及限超影响业绩, 下半年有望恢复 2019.08.06

模型更新时间: 2020.08.14

股票研究

原材料
建材

塔牌集团 (002233)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **20.10**

上次预测: 15.46

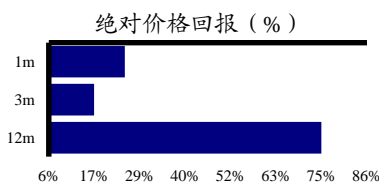
当前价格: 15.76

公司网址

www.tapai.com

公司简介

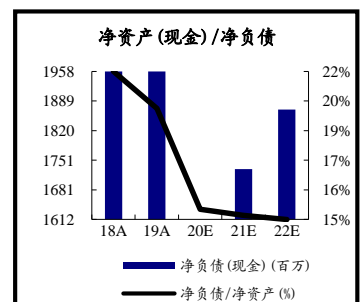
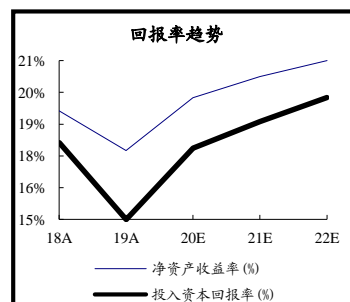
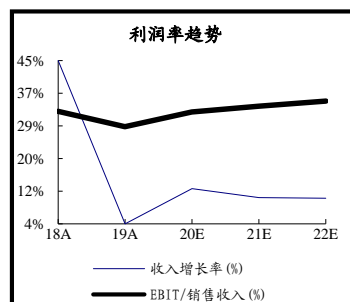
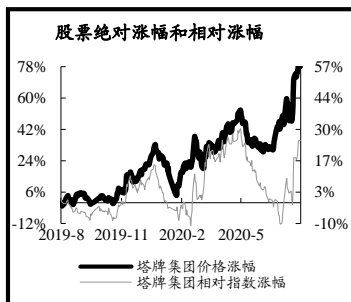
公司是一家以水泥为主业的集团公司, 经过多年发展, 公司已建成广东梅州、惠州, 福建龙岩等几大水泥生产基地, 水泥生产规模大。公司新建投产的10000t/d 新型干法熟料水泥生产线, 是行业单位产能大、能源消耗最低、环境污染小、资源利用率和劳动生产率高的水泥生产线。



52 周内价格范围 9.52-16.38
市值 (百万) 19,529

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	6,630	6,891	7,771	8,586	9,482
营业成本	3,955	4,295	4,635	5,067	5,538
税金及附加	96	96	101	103	114
销售费用	109	97	109	112	114
管理费用	321	434	420	412	398
EBIT	2,146	1,963	2,507	2,893	3,318
公允价值变动收益	36	100	0	0	0
投资收益	114	250	249	253	218
财务费用	-14	-23	-15	-11	-21
营业利润	2,306	2,341	2,770	3,157	3,557
所得税	569	573	665	758	854
少数股东损益	1	1	1	1	1
净利润	1,723	1,733	2,104	2,398	2,702
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,823	3,895	2,870	3,278	3,981
其他流动资产	2,831	654	654	654	654
长期投资	491	497	497	497	497
固定资产合计	2,860	2,870	2,804	2,632	2,291
无形及其他资产	1,450	747	772	794	816
资产合计	10,943	11,752	12,289	13,412	14,676
流动负债	1,824	1,774	1,425	1,539	1,689
非流动负债	136	186	186	186	186
股东权益	8,983	9,792	10,677	11,687	12,801
投入资本(IC)	8,983	9,792	10,677	11,687	12,801
现金流量表					
NOPLAT	1,613	1,476	1,905	2,199	2,522
折旧与摊销	424	410	501	559	604
流动资金增量	-490	-35	1,241	41	20
资本支出	-749	-1,362	-1,169	-1,120	-995
自由现金流	797	489	2,478	1,680	2,151
经营现金流	2,616	2,078	1,116	2,664	3,070
投资现金流	-2,017	-562	-921	-866	-777
融资现金流	-911	-928	-1,220	-1,390	-1,590
现金流净增加额	-313	588	-1,024	408	703
财务指标					
成长性					
收入增长率	45.3%	3.9%	12.8%	10.5%	10.4%
EBIT 增长率	132.4%	-8.5%	27.7%	15.4%	14.7%
净利润增长率	139.0%	0.6%	21.4%	14.0%	12.7%
利润率					
毛利率	40.3%	37.7%	40.4%	41.0%	41.6%
EBIT 率	32.4%	28.5%	32.3%	33.7%	35.0%
净利润率	26.0%	25.2%	27.1%	27.9%	28.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.2%	17.7%	19.7%	20.5%	21.1%
总资产收益率(ROA)	15.8%	14.8%	17.1%	17.9%	18.4%
投入资本回报率(ROIC)	18.0%	15.1%	17.8%	18.8%	19.7%
运营能力					
存货周转天数	48.7	39.3	48.0	48.0	48.0
应收账款周转天数	3.0	2.2	10.0	10.0	10.0
总资产周转天数	602.4	622.5	577.2	570.1	564.9
净利润现金含量	1.5	1.2	0.5	1.1	1.1
资本支出/收入	11.3%	19.8%	15.0%	13.0%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	16.7%	13.1%	12.9%	12.8%
净负债率	21.8%	20.0%	15.1%	14.8%	14.6%
估值比率					
PE	11.31	11.25	9.26	8.13	7.21
PB	1.34	1.54	1.83	1.67	1.52
EV/EBITDA	4.10	5.79	6.39	5.45	4.62
P/S	2.94	2.83	2.51	2.27	2.06
股息率	1.8%	5.2%	6.3%	7.1%	8.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		