

塔牌集团 (002233.SZ) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年3月17日

评级: 增持 (维持)

市场价格: 7.68

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 刘毅男

执业证书编号: S0740523070002

Email: liuyn01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,035	5,535	5,158	5,282	5,468
增长率 yoy%	-21.8%	-8.3%	-6.8%	2.4%	3.5%
净利润 (百万元)	266	742	651	713	779
增长率 yoy%	-85.5%	178.5%	-12.2%	9.5%	9.3%
每股收益 (元)	0.22	0.62	0.55	0.60	0.65
每股现金流量	0.45	1.00	0.85	0.83	0.89
净资产收益率	2%	6.2%	5.5%	5.9%	6.4%
P/E	34.4	12.3	14.1	12.8	11.8
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

备注: 股价取自 2024 年 03 月 15 日收盘价; 每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 55.3 亿元, 同比-8.3%; 归母净利润 7.4 亿元, 同比+178.5%; 扣非归母净利润 6.4 亿元, 同比+100.6%; 经营活动现金净流量 11.9 亿元, 同比+123.3%。单四季度营业收入 14.2 亿元, 同比-26.2%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比-21.4%; 扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比+11.8%。
- **收入端: 23 年量价下行, 调整发力市场份额稳步提升。**
 - **销量方面:** 23 年公司水泥销量 1763.2 万吨, 同比-3.5%, 同期广东水泥产量/消费量分别-8.1%/-7.5%, 反映虽然整体区域需求承压, 但公司作为区域龙头加强营销工作, 精准施策, 实现市占率巩固提升; 23Q4 单季度水泥销量 516.5 万吨, 同比-15.8%。
 - **价格方面:** 23 年公司水泥吨价为 284 元/吨, 同比-15.4 元, 23 广东省内需求疲弱叠加省外水泥冲击, 供需失衡下导致价格维持低位运行, 我们预计 23Q4 公司水泥吨价环同比均有所下降。
- **利润端: 煤价下降+主动降本增效促吨盈利改善, 非经常性损益增厚业绩。**
 - **吨成本&吨毛利:** 23 年公司水泥吨成本为 208.5 元/吨, 同比-40.9 元, 主要受益于煤价回落 (23 年行业动力煤价格同比-24%) 及公司加强原燃料采购等降本举措推动, 我们预计 23Q4 公司吨成本同环比均有下降。23 年吨毛利为 75.5 元/吨, 同比+25.6 元, 预计 23Q4 吨毛利同环比均有改善。
 - **吨费用&吨净利:** 23 年公司吨费用为 40.4 元/吨, 同比+9.1 元, 其中吨所得税费用和吨管理费用影响相对较大 (分别同比+6.8 元、+2.2 元), 主业盈利提升+非经常损益同比增加促使利润总额同比高增, 带动所得税费用增长, 同时报告期公司优化人员辞退福利及期末计提激励奖金增长致吨管理费用提高 (期末计提亦影响 Q4 吨净利)。23 年公司吨归母净利为 42.1 元/吨, 同比+27.5 元, 吨扣非归母净利 36.3 元/吨, 同比+18.8 元; 23Q4 公司吨归母净利为 24.6 元/吨, 同/环比分别-1.7/-5.6 元, 吨扣非归母净利 24.2 元/吨, 同/环比分别+6/-5.2 元。全年维度看公司持续压降成本费用, 逐步出清低效产能及关停低质企业进一步提升核心竞争力, 推动水泥主业盈利改善; 同时证券投资浮亏减少促使非经常损益同比增加 1.6 亿元, 进一步增强业绩表现。
- **高分红比例回馈股东, 进一步凸显高股息属性。** 公司 23 年年报披露拟现金分红总额 (含税) 为 5.96 亿元, 每 10 股派息 5 元 (含税), 估算分红比例达到 80.4%, 按 3 月 15 日收盘价计算股息率达到 6.5%, 公司通过提高分红比例持续回馈股东, 增强信心。我们参考本次分红比例及 3 月 15 日公司收盘价, 按照 2024 年归母净利润 6 亿元 (公司经营目标实现净利润 6 亿元以上) 计算股息率亦有 5.3%, 凸显公司高股息属性。
- **投资建议:** 公司产能布局合理, 资源禀赋强, 在区域相对封闭的市场下通过高市占率

基本状况

总股本(百万股)	1,192
流通股本(百万股)	1,191
市价(元)	7.68
市值(百万元)	9,157
流通市值(百万元)	9,151

股价与行业-市场走势对比

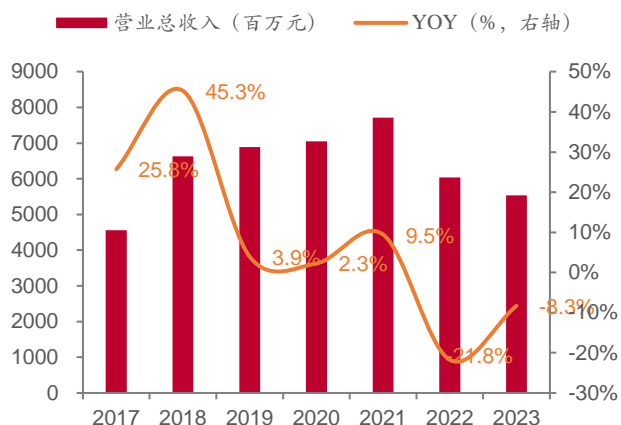


相关报告

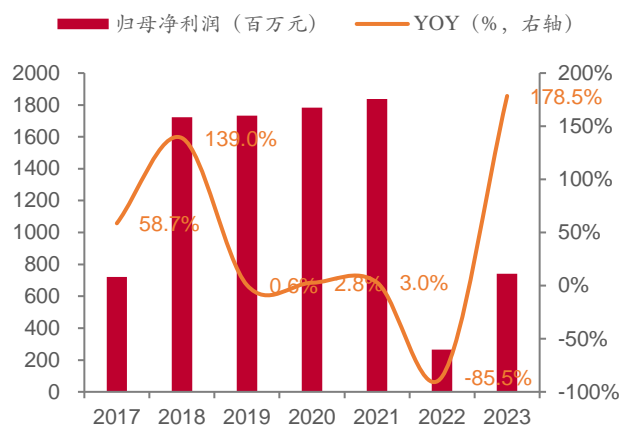
- 1 【公司点评】22 全年量价承压, 23Q1 业绩显著改善 (20230505)
- 2 【公司点评】销量下滑价格同比高位, 重视旺季需求修复 (20220826)
- 3 【公司点评】Q1 量减价增, 单吨净利保持稳定 (20220428)
- 4 【公司点评】价格创新高, 共享行业供给侧改革成果 (20220326)
- 5 【公司深度】资源禀赋和成本优势下的价值重估 (20180722)

占据强势地位。公司长久以来重视水泥工艺提升，产线先进，单体规模大，经营效率优异，成本管控行业领先，同时吨费用处于行业较低水平，助力公司在行业压力期仍能够维持较强的盈利韧性（23年广东行业亏损面超50%）。23年公司高分红比例叠加估值历史底部（3月15日PB为0.77X，历史4.8%分位），均贡献强安全边际，凸显公司长期投资价值。

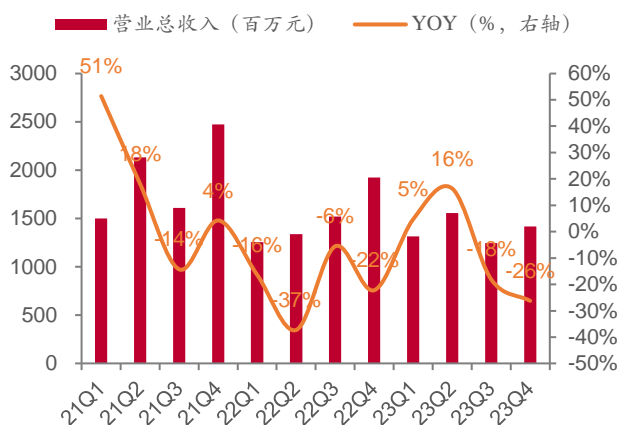
- **盈利预测：**基于公司年报披露数据及2024年水泥市场预期，我们调整更新盈利预测，预计公司24-26年归母净利润分别为6.5、7.1、7.8亿元，（前次预测24-25年分别为7.8、9.0亿元）；当前股价对应PE分别为14.1、12.8、11.8倍，对应PB为0.8、0.8、0.8倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；供给侧约束不及预期；原材料涨幅超预期；水泥价格大幅波动等。

图表 1: 23 年营收 55.3 亿元, 同比-8.3%


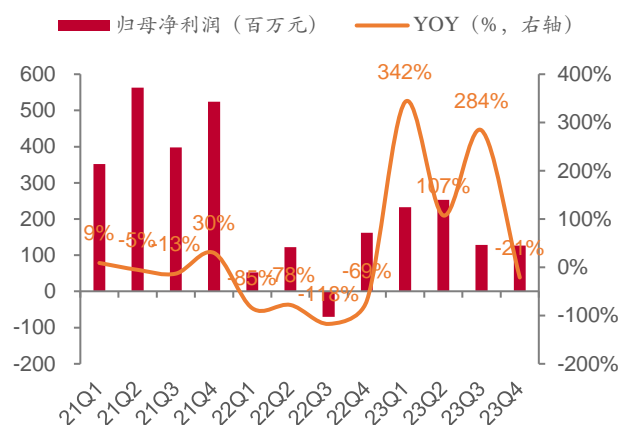
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 23 年归母净利润 7.4 亿元, 同比+178.5%


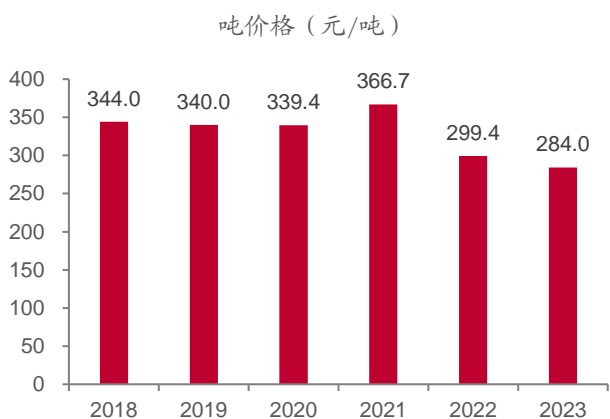
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 23Q4 营业收入 14.2 亿元, 同比-26.2%


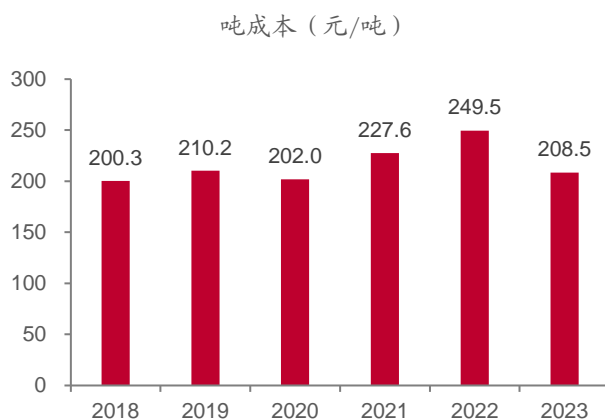
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 23Q4 归母净利润 1.3 亿元, 同比-21.4%


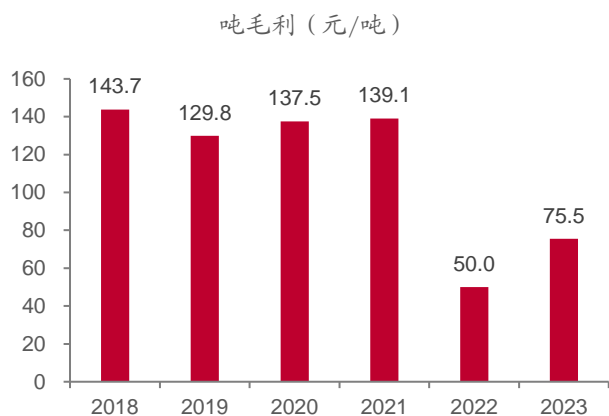
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 23 年水泥销售吨价格 284 元/吨, 同比-15.4 元


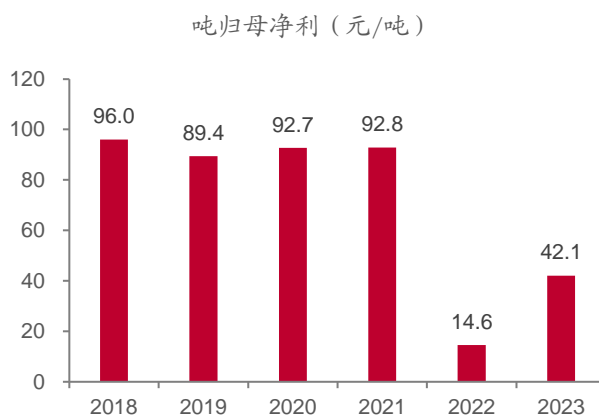
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 23 年水泥吨成本 208.5 元/吨, 同比-40.9 元


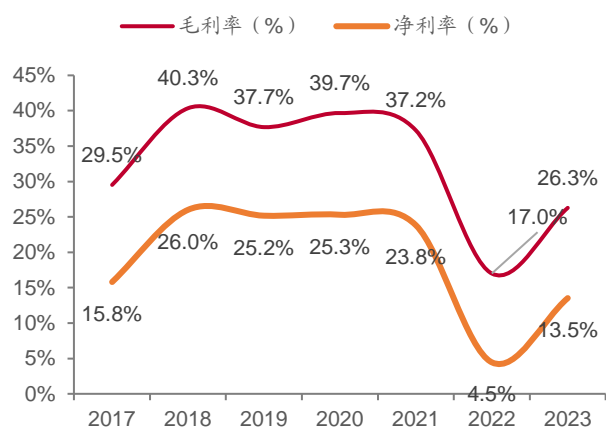
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 23 年水泥吨毛利 75.5 元/吨, 同比+25.6 元


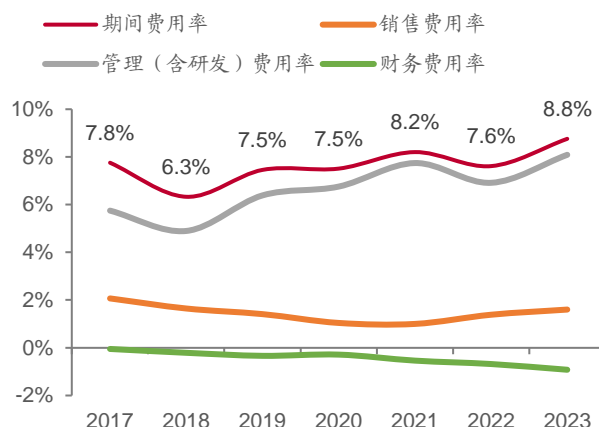
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 23 年水泥吨归母净利 42.1 元/吨, 同比+27.5 元


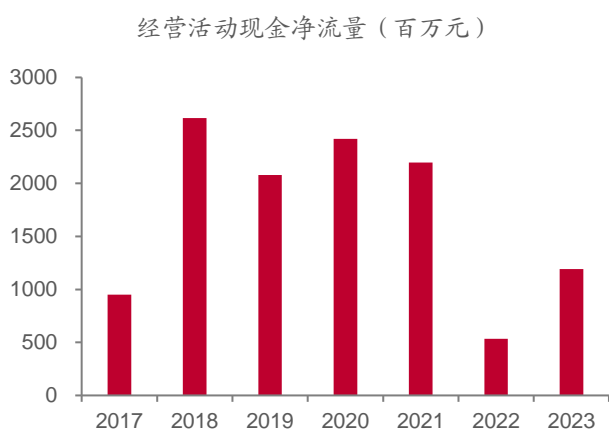
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 23 年毛利率 26.3%, 同比+9.3pct


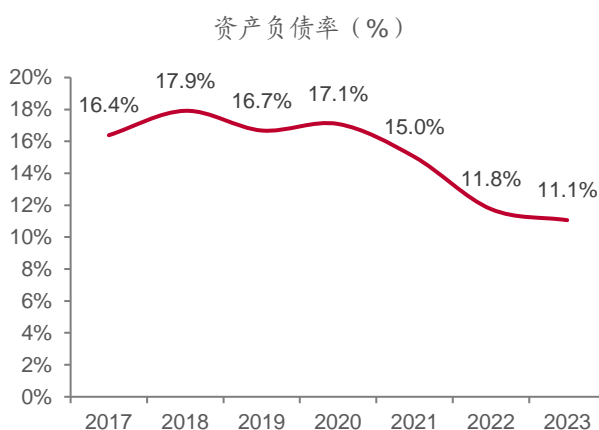
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 23 年期间费用率 8.8%, 同比+1.1pct


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 23 年经营活动现金净流量 11.9 亿元


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 23 年资产负债率 11.1%, 同比-0.7pct


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,489	1,848	2,249	2,762	营业收入	5,535	5,158	5,282	5,468
应收票据	0	1	1	1	营业成本	4,080	3,875	3,929	4,029
应收账款	40	37	35	39	税金及附加	97	96	97	99
预付账款	24	23	23	24	销售费用	88	87	86	86
存货	632	600	608	589	管理费用	424	388	383	383
合同资产	0	0	0	0	研发费用	24	23	24	24
其他流动资产	4,513	4,423	4,456	4,498	财务费用	-51	-23	-29	-32
流动资产合计	6,697	6,932	7,373	7,912	信用减值损失	-25	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-45	-30	-30	-30
长期股权投资	576	576	576	576	公允价值变动收益	-31	10	10	10
固定资产	3,451	3,165	2,871	2,590	投资收益	169	150	150	150
在建工程	139	139	159	169	其他收益	12	12	12	12
无形资产	728	670	619	572	营业利润	969	851	932	1,019
其他非流动资产	1,892	1,873	1,883	1,871	营业外收入	23	20	20	20
非流动资产合计	6,786	6,423	6,107	5,778	营业外支出	16	14	14	14
资产合计	13,484	13,355	13,480	13,690	利润总额	976	857	938	1,025
短期借款	0	0	0	0	所得税	227	199	218	238
应付票据	0	0	0	0	净利润	749	658	720	787
应付账款	600	570	578	593	少数股东损益	8	7	7	8
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	741	651	713	779
合同负债	182	180	177	182	NOPLAT	710	640	698	762
其他应付款	124	124	124	124	EPS (按最新股本摊薄)	0.62	0.55	0.60	0.65
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	285	273	272	272	主要财务比率				
流动负债合计	1,192	1,147	1,150	1,171	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-8.3%	-6.8%	2.4%	3.5%
其他非流动负债	299	299	299	299	EBIT增长率	171.8%	-9.9%	9.1%	9.2%
非流动负债合计	299	299	299	299	归母公司净利润增长率	178.5%	-12.2%	9.5%	9.3%
负债合计	1,491	1,446	1,449	1,470	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,952	11,864	11,981	12,164	毛利率	26.3%	24.9%	25.6%	26.3%
少数股东权益	40	45	50	56	净利率	13.5%	12.8%	13.6%	14.4%
所有者权益合计	11,993	11,909	12,031	12,220	ROE	6.2%	5.5%	5.9%	6.4%
负债和股东权益	13,484	13,355	13,480	13,690	ROIC	15.2%	13.8%	14.8%	15.7%
					偿债能力				
					资产负债率	11.1%	10.8%	10.8%	10.7%
					债务权益比	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
					流动比率	5.6	6.0	6.4	6.8
					速动比率	5.1	5.5	5.9	6.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	2	3	2	2
					应付账款周转天数	56	54	53	52
					存货周转天数	54	57	55	53
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.62	0.55	0.60	0.65
					每股经营现金流	1.00	0.85	0.83	0.89
					每股净资产	10.02	9.95	10.05	10.20
					估值比率				
					P/E	12.3	14.1	12.8	11.8
					P/B	0.8	0.8	0.8	0.8
					EV/EBITDA	13.9	14.9	14.5	14.0

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。