

# 上峰水泥 (000672)

## 2022 年三季报点评: Q3 水泥主业承压加剧, 骨料逆势加速增长

增持 (维持)

2022 年 11 月 01 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

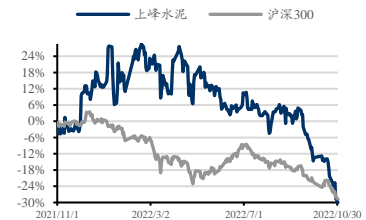
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,315	7,504	8,766	9,836
同比	29%	-10%	17%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	2,176	1,229	1,675	1,925
同比	7%	-44%	36%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.23	1.26	1.72	1.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	4.49	7.95	5.83	5.08

#产品价格上涨

### 投资要点

- **事件:** 公司披露 2022 年三季报, 前三季度实现营业总收入 51.64 亿元, 同比下降 9.3%, 实现归母净利润 8.46 亿元, 同比下降 46.8%, 扣非后归母净利润 10.43 亿元, 同比下降 31.4%。
- **水泥均价大幅下跌拖累 Q3 收入增速, 骨料逆势高增长。** (1) 公司 Q3 单季收入同比-22.8%, 较 Q2 降幅扩大 9.5pct, 其中 Q3 单季实现水泥及熟料综合销量 576 万吨, 同比减少 3%, 较上半年同比 14% 的降幅明显收窄, 主要是公司重点的长三角市场 Q3 需求疫情冲击后回补, 但 Q2 水泥价格大幅下跌后价格筑底, 预计公司 Q3 水泥均价同比降幅显著扩大。(2) Q3 毛利率为 35.6%, 环比 Q2 上升 0.2pct, 预计主要是高毛利骨料业务大幅增长抵消了水泥毛利的下降, 公司 Q3 单季骨料销量同比增长 59% 至 486 万吨, 较上半年 44% 的同比增速继续加快。
- **公允价值变动影响 Q3 盈利, 单位净利回落至历史低位。** 公司 Q3 单吨水泥及熟料销量对应期间费用 43.2 元, 同比+14.2 元, 其中单吨水泥及熟料对应销售/管理/研发/财务费用同比分别-5.2 元/-0.9 元/+20.6 元/-0.4 元至 5.9 元/15.4 元/21.2 元/0.6 元。研发费用大幅增加主要是超低排放、减碳节电、新原料运用等技术攻关与改进支出上升所致。此外, Q3 发生公允价值变动损失 1.14 亿元, 主要是二级市场投资浮亏所致。扣除公允价值变动损益后, 公司 Q3 单位水泥及熟料对应净利润 37 元, 同比下降 60 元, 也较上半年 99 元的吨净利明显收窄, 已处近年盈利低位。
- **资本开支维持高位, 富余现金再投资力度加大支撑产业链加速延伸。** 公司 Q3 经营活动现金流净额同比-37.0% 至 3.82 亿元, 小于盈利降幅。Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 23.5% 至 2.03 亿元, 反映产能扩张和产业链延伸力度维持。公司 2022 年三季报资产负债率 42.9%, 同比+7.3pct, 与公司加大外延投资力度有关。
- **基建实物需求落地推动行业景气回升, 公司盈利有望逐级改善。** 短期基建重点工程加快开工, 基建市政链条实物工作量落地, 水泥需求持续回升, 叠加景气低位下错峰和自律停窑力度加大, 中期需求进一步上升后, 有望看到库存下行和价格的全面反弹。公司产能集中的长三角市场价格反弹力度有望领先全国, 公司盈利有望逐级改善。两翼业务亮点初现, 有望降低盈利波动性和打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 由于实物需求落地慢于预期, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润至 12.3 (-22%) /16.8 (-22%) /19.3 (-23%) 亿元, 10 月 31 日收盘价对应市盈率 8.0、5.8、5.1 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 地产下行超预期、疫情超预期、行业竞合态势恶化的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.02
一年最低/最高价	9.82/23.54
市净率(倍)	1.18
流通 A 股市值(百万元)	9,771.36
总市值(百万元)	9,771.36

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.53
资产负债率(% ,LF)	42.88
总股本(百万股)	975.19
流通 A 股(百万股)	975.19

### 相关研究

《上峰水泥(000672): 量价齐升的华东水泥龙头》

2020-08-21

上峰水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7,145</b>	<b>6,606</b>	<b>7,675</b>	<b>7,895</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,315</b>	<b>7,504</b>	<b>8,766</b>	<b>9,836</b>
货币资金及交易性金融资产	4,337	3,839	4,392	4,589	营业成本(含金融类)	4,691	4,858	5,522	6,194
经营性应收款项	1,036	916	1,176	1,313	税金及附加	115	107	124	140
存货	1,020	1,139	1,377	1,273	销售费用	119	139	153	165
合同资产	0	0	0	0	管理费用	543	501	607	655
其他流动资产	751	712	730	719	研发费用	181	229	315	340
<b>非流动资产</b>	<b>7,980</b>	<b>9,096</b>	<b>10,251</b>	<b>11,342</b>	财务费用	68	22	44	49
长期股权投资	759	1,059	1,259	1,459	加:其他收益	109	91	95	100
固定资产及使用权资产	3,650	4,250	4,864	5,499	投资净收益	169	52	51	76
在建工程	411	456	628	714	公允价值变动	-92	-235	0	0
无形资产	1,863	2,013	2,163	2,313	减值损失	-3	-3	-3	-4
商誉	162	162	162	162	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	23	23	23	23	<b>营业利润</b>	<b>2,784</b>	<b>1,553</b>	<b>2,144</b>	<b>2,465</b>
其他非流动资产	1,113	1,133	1,153	1,173	营业外净收支	-9	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>15,125</b>	<b>15,702</b>	<b>17,926</b>	<b>19,237</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,775</b>	<b>1,559</b>	<b>2,150</b>	<b>2,471</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,229</b>	<b>5,072</b>	<b>6,033</b>	<b>5,894</b>	减:所得税	521	281	387	445
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,051	2,551	2,601	2,651	<b>净利润</b>	<b>2,254</b>	<b>1,278</b>	<b>1,763</b>	<b>2,026</b>
经营性应付款项	1,781	1,192	1,942	1,574	减:少数股东损益	78	50	88	101
合同负债	443	413	442	496	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,176</b>	<b>1,229</b>	<b>1,675</b>	<b>1,925</b>
其他流动负债	954	915	1,049	1,174	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.23	1.26	1.72	1.97
非流动负债	865	1,165	1,165	1,165	EBIT	2,773	1,762	2,142	2,444
长期借款	474	774	774	774	EBITDA	3,328	2,387	2,826	3,193
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.58	35.26	37.00	37.03
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	26.17	16.37	19.11	19.57
其他非流动负债	380	380	380	380	收入增长率(%)	29.26	-9.75	16.81	12.21
<b>负债合计</b>	<b>6,093</b>	<b>6,236</b>	<b>7,198</b>	<b>7,058</b>	归母净利润增长率(%)	7.42	-43.54	36.33	14.93
归属母公司股东权益	8,290	8,674	9,848	11,197					
少数股东权益	742	792	880	982					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,032</b>	<b>9,466</b>	<b>10,728</b>	<b>12,179</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,125</b>	<b>15,702</b>	<b>17,926</b>	<b>19,237</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,840	1,465	2,788	2,482	每股净资产(元)	10.19	8.89	10.10	11.48
投资活动现金流	-1,536	-1,931	-1,782	-1,757	最新发行在外股份(百万股)	975	975	975	975
筹资活动现金流	-339	-46	-453	-528	ROIC(%)	22.19	11.86	13.05	13.48
现金净增加额	966	-513	553	197	ROE-摊薄(%)	26.25	14.17	17.01	17.19
折旧和摊销	555	625	684	749	资产负债率(%)	40.29	39.72	40.15	36.69
资本开支	-1,112	-1,394	-1,593	-1,593	P/E(现价&最新股本摊薄)	4.49	7.95	5.83	5.08
营运资本变动	103	-618	395	-214	P/B(现价)	0.98	1.13	0.99	0.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

