

上峰水泥 (000672.SZ)

业绩阶段性承压，看好长期成长

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,315	7,135	7,865	8,455	9,241
增长率 yoy (%)	29.3	-14.2	10.2	7.5	9.3
归母净利润(百万元)	2,175	949	1,512	1,640	1,787
增长率 yoy (%)	7.4	-56.4	59.3	8.5	9.0
ROE (%)	24.9	10.4	14.3	14.1	13.7
EPS最新摊薄(元)	2.24	0.98	1.56	1.69	1.84
P/E(倍)	5.4	12.4	7.8	7.2	6.6
P/B(倍)	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：长城证券产业金融研究院 注：股价为2023年4月19日收盘价

事件：公司披露2022年年报及2023年一季度报，2022年全年实现营业收入71.35亿元，同比下降14.19%；归母净利润9.49亿元，同比下降56.38%；扣非净利润11.14亿元，同比下降46.91%。2023年一季度实现营业收入13.90亿元，同比下降7.02%；归母净利润为1.73亿元，同比下降49.40%；扣非净利润为1.44亿元，同比下降54.13%。对此点评如下：

受水泥量价齐跌及成本高涨等因素影响，全年业绩承压。单四季度，公司营业收入同比下降24.85%至19.71亿元，归母净利润同比下降82.51%至1.03亿元，扣非净利润同比下降87.84%至0.70亿元。**1) 砂石骨料和环保处置业务收入保持增长。**2022年，公司砂石骨料/环保处置业务分别实现营业收入7.25/2.08亿元，同比分别增长8.36/58.97%；水泥/熟料业务分别实现营业收入45.78/13.81亿元，同比分别下降15.82/22.02%。分地区看，华东/西北/西南地区分别实现营收54.80/12.30/4.25亿元，同比分别变动-18.56%/+18.04%/-21.84%。**2) 价跌本升，叠加销售结构变化，导致毛利率/净利率同比分别下降9.96/13.67pct至33.62/13.44%。**2022年，公司水泥/熟料销售单价(含税)同比分别下降13.20/5.22%至348.12/346.25元/吨，同时原燃料价格高企，加上毛利率较低的西部子公司销售比重提升，导致水泥/熟料业务毛利率同比分别下降12.99/9.74pct至27.60/32.86%。砂石骨料毛利率基本维持稳定，同比下降1.19pct至78.73%。**3) 水泥产销量彰显韧性，砂石骨料产销量稳步增长。**2022年公司水泥产销量分别达到1512.05/1487.35万吨，同比分别小幅下降2.85/3.00%；熟料产销量同比分别下降5.69/18.72%至1525.64/445.47万吨；砂石骨料产销量同比分别增长20.80/20.75%至1613.00/1611.94万吨。产能方面，截止2022年末，公司水泥熟料年总产能约1650万吨，水泥年总产能约2000万吨，年余热发电能力约77MW，商品混凝土年总产能约60万方，骨料年总产能约1800万吨。**4) 经营性现金流下降，费用率有所增长。**2022年公司经营性现金流净额为10.20亿元，同比下降64.07%。公司期间费用率同比增长2.3pct至13.24%，其中销售/管理/财务费用率分别为1.87/8.20/0.33%，同比分别变动+0.44/+1.66/-0.48pct。

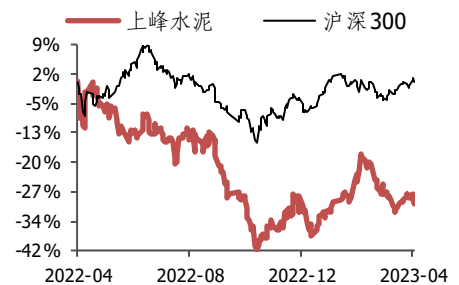
23年Q1市场需求偏弱，业绩暂时承压。受疫情及春节放假影响，1-2月水泥行业市场需求较弱，3月后市场开始逐步回暖，Q1公司营业收入为13.90亿元，同比下降7.02%；归母净利润为1.73亿元，同比下降49.40%；扣非净利润为1.44亿元，同比下降54.13%。**1) 水泥建材主业产品销量同比增长。**Q1公司华东区域水泥产品销量回升，产品库位大幅降低；西南区域新增水泥产能，水泥产品销量同比增长；西北区域水泥销量维稳，骨料销量增长。**2) 产品价格下降导致毛利率走低。**一季度公司成本端基本维稳，华东区域(2022年收入占比76.81%)产品售

增持(维持评级)

股票信息

行业	建材
2023年4月19日收盘价(元)	11.90
总市值(百万元)	11,535.81
流通市值(百万元)	11,535.81
总股本(百万股)	969.40
流通股本(百万股)	969.40
近3月日均成交额(百万元)	133.75

股价走势



作者

分析师 花江月

执业证书编号：S1070522100002

邮箱：huajiangyue@cgws.com

相关研究

- 《上半年收入维稳，持续推进“一主两翼”战略—上峰水泥(000672)半年报点评》2022-08-26
- 《收入持续向好，煤价上涨对净利润影响较大—上峰水泥(000672)年报及一季报点评》2022-04-28

价同比下降，导致毛利率/净利率同比分别下降 14.79/11.16pct 至 26.35/11.35%。3) 经营性现金流有所下降。受煤炭采购预付款上升，以及新投产子公司的铺底流动资金支出上升影响，Q1 公司经营活动产生的现金流净额为 9140.79 万元，同比下降 76.94%。投资/筹资活动产生的现金流净额分别为-3.39/10.87 亿元。

房地产数据回暖，基建投资持续向好，市场需求有望好转。2022 年受经济下行压力持续加大、房地产市场继续探底等多重因素影响，水泥行业整体承压，全年水泥产量 21.30 亿吨，同比下降 10.4%。水泥行业利润总额约 680 亿元，同比下降约 60%。展望 2023 年，房地产方面，政策加码效果逐步显现，一季度新房和二手房市场成交火热，3 月房地产销售/施工/新开工/竣工面积分别同比变动-3.5/-34.2/-29.0/+32.0%，数据有所回暖，全年市场预期向好。基建方面，1-3 月基建投资累计同比增长 10.8%，延续去年高增态势，有望成为水泥行业需求增长的重要支撑。

“一主两翼”稳步推进，助力公司持续成长。公司深耕水泥主业的同时不断拓展新业务，并取得了实质性进展，2022 年公司首批光伏新能源项目顺利建成并网；新经济股权聚焦光储新能源、半导体产业链优质标的稳健推进，合肥晶合申报科创板上市已顺利过会即将发行，广州粤芯项目新一轮融资致公允价值增值 4991.91 万元。此外，公司发布 2023 年度项目计划投资，拟投资 29.96 亿元用于主业项目、资源配置、产品配套、资产配套、技改与其他配套、新经济股权投资、光伏发电项目、环保项目。该投资计划的实施有利于提升公司整体产业规模，拓展公司水泥建材业务，提升整体竞争力。未来将进一步提升公司营收和盈利能力，增厚公司利润水平。

投资建议：业绩阶段性承压，看好长期成长，维持增持评级。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别达到 15.12、16.40、17.87 亿元，同比增长 59%、9%、9%，对应 PE 估值 8、7、7 倍。公司持续推进“一主两翼”发展战略，水泥建材+骨料环保+投资三条发展线稳健均衡发展，综合竞争力进一步提升。

风险提示：原材料价格波动风险；环保政策（例如排放标准，产能置换比例、错峰生产等）或出现反复；行业竞争加剧等

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7146	6592	7177	8738	9102
现金	3467	2896	3193	4655	4698
应收票据及应收账款	840	503	977	614	1125
其他应收款	30	66	40	74	51
预付账款	115	85	136	102	158
存货	1020	1359	1150	1611	1388
其他流动资产	1674	1682	1682	1682	1682
非流动资产	7980	9645	9912	10102	10276
长期投资	759	899	1072	1257	1439
固定资产	3632	4292	4372	4331	4342
无形资产	1863	1889	1996	2123	2157
其他非流动资产	1726	2565	2472	2391	2338
资产总计	15126	16236	17090	18840	19378
流动负债	5230	5714	5195	5978	5311
短期借款	1879	1609	2003	1609	1609
应付票据及应付账款	1780	2651	2021	3120	2465
其他流动负债	1572	1454	1170	1249	1237
非流动负债	865	1324	1156	984	811
长期借款	474	858	691	518	345
其他非流动负债	391	466	466	466	466
负债合计	6095	7038	6351	6962	6122
少数股东权益	742	785	813	848	879
股本	814	975	975	975	975
资本公积	-918	-886	-886	-886	-886
留存收益	8410	8550	9761	11150	12734
归属母公司股东权益	8290	8414	9926	11029	12378
负债和股东权益	15126	16236	17090	18840	19378

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2838	1020	1213	3425	1538
净利润	2252	959	1540	1675	1817
折旧摊销	550	530	556	616	671
财务费用	68	23	73	29	-23
投资损失	-169	-80	-148	-132	-120
营运资金变动	103	-705	-924	1083	-981
其他经营现金流	35	292	117	153	173
投资活动现金流	-1536	-1764	-795	-830	-906
资本支出	1114	1109	650	620	664
长期投资	-402	-718	-174	-185	-182
其他投资现金流	-20	63	28	-25	-60
筹资活动现金流	-337	-42	-516	-738	-589
短期借款	635	-270	394	-394	0
长期借款	259	384	-167	-172	-173
普通股增加	0	162	0	0	0
资本公积增加	11	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1243	-350	-742	-172	-416
现金净增加额	965	-786	-97	1856	43

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8315	7135	7865	8455	9241
营业成本	4692	4736	4994	5496	5970
营业税金及附加	115	88	107	112	120
营业费用	119	134	123	117	146
管理费用	544	585	559	443	505
研发费用	181	203	161	199	223
财务费用	68	23	73	29	-23
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	109	85	106	100	97
公允价值变动收益	-92	-264	-123	-159	-182
投资净收益	169	80	148	132	120
资产处置收益	2	0	3	2	2
营业利润	2782	1258	1986	2138	2343
营业外收入	4	10	5	6	7
营业外支出	12	25	14	17	19
利润总额	2773	1243	1977	2127	2332
所得税	521	284	437	452	515
净利润	2252	959	1540	1675	1817
少数股东损益	77	10	28	35	30
归属母公司净利润	2175	949	1512	1640	1787
EBITDA	3364	1841	2579	2756	2976
EPS (元/股)	2.24	0.98	1.56	1.69	1.84

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	29.3	-14.2	10.2	7.5	9.3
营业利润 (%)	2.2	-54.8	57.9	7.6	9.6
归属母公司净利润 (%)	7.4	-56.4	59.3	8.5	9.0
获利能力					
毛利率 (%)	43.6	33.6	36.5	35.0	35.4
净利率 (%)	27.1	13.4	19.6	19.8	19.7
ROE (%)	24.9	10.4	14.3	14.1	13.7
ROIC (%)	20.6	8.7	12.1	12.4	12.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.3	43.3	37.2	37.0	31.6
净负债比率 (%)	-7.5	3.1	-0.5	-17.6	-17.4
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	34.1	26.1	26.1	26.1	26.1
应付账款周转率	6.1	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.24	0.98	1.56	1.69	1.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.93	1.05	1.25	3.53	1.59
每股净资产 (最新摊薄)	8.55	8.68	10.24	11.38	12.77
估值比率					
P/E	5.4	12.4	7.8	7.2	6.6
P/B	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	3.3	6.6	4.6	3.5	3.2

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686