

➤ **公司发布 2022 年三季度报：**2022 年前三季度实现营收 51.64 亿元，同比-9.27%，归母净利润 8.46 亿元，同比-46.75%，扣非净利 10.43 亿元，同比-31.35%。其中，22Q3 实现营收 16.19 亿元，同比-22.82%，归母净利 1.39 亿元，同比-76.00%，扣非净利 2.68 亿元，同比-45.63%。22Q3 毛利率 35.59%，环比+0.24pct，同比-5.12pct；净利率 7.73%，环比-12.40pct，同比-21.26pct。

➤ **收入端：Q3 收入环比下滑，水泥产品量价均下滑，骨料销售大幅增长**

22Q3 营收同比-22.82%，环比-21.20%，主因水泥销量和售价均有下降。前三季度全国房地产开发投资同比下-8.00%，全国水泥产量 15.63 亿吨，同比-12.5%，其中，Q3 全国房地产开发投资同比-12.74%，环比-13.08%，全国水泥产量 5.86 亿吨，同比-7.10%，环比-0.66%。**价格方面，**Q3 水泥产品售价同比下降，华东高标 Q3 均价 422 元/吨，同比下降 66 元/吨，但随着旺季开启、各地错峰力度加大，9 月以来呈现环比提升，华东 10 月月度均价 463 元/吨，环比 8 月均价提高 45 元/吨，同比大幅下降主因去年限电基数高，比 2020 年同期下降约 18 元/吨。

销量表现：公司 Q1-Q3 对外销售熟料 334 万吨，销售水泥 1082 万吨（产销基本平衡），合计总销量 1416 万吨，比上年同期下降 151 万吨，对应降幅 9.64%。但砂石骨料实现增产，前三季销售砂石骨料 1254 万吨，同比大幅增长 416 万吨。单 3 季度销售水泥+熟料 576 万吨，其中水泥销售 462 万吨，同比-1.07%，熟料 114 万吨，同比-8.06%。Q3 骨料销售 486 万吨，同比大幅+59%。

➤ **成本费用端：煤价上涨推升生产成本，研发费用提升明显，公允价值变动显著影响非经**

22Q3 毛利率 35.59%，环比-0.24pct，同比-5.12pct，主因煤价上涨推升水泥制造成本。22Q3 期间费用率 15.37%，同比+7.21pct，环比+8.81pct，主因研发费用率同比+7.38pct，环比+7.08pct，报告期研发费用 1.22 亿，显著增多，主要系超低排放、减碳节电、新原料运用等技术攻关与改进支出上升。销售、管理、财务费用率分别同比-1.02pct、+0.89pct、-0.04pct，绝对额角度销售、管理、财务费用继续同比下降。Q3 公允价值变动-1.14 亿，Q2 为-1.34 亿，均显著影响非经。

➤ **“一主两翼”各项目咬紧目标，提升综合竞争力**

公司持续推进水泥建材主业、产业链延伸、新经济股权投资“一主两翼”发展战略。1) 主业方面，广西都安上峰一期水泥生产线和内蒙古松塔水泥骨料生产线已顺利投产，广西都安上峰一期熟料生产线即将投产。浙江上峰科环水泥熟料生产线项目和都匀上峰西南水泥熟料生产线及配套项目正常建设推进，三大区域格局逐渐稳固，区域竞争力持续增强。2) 协同处置环保业务综合处置能力继续提升，危废处置品类更加齐全；新能源业务依托上峰阳光新能源平台首批光储项目已开始施工建设，计划今年底投运，未来将成为公司升级发展新动力。3) 新经济股权投资方面，苏州璞达创业投资合伙企业（有限合伙）私募基金，聚焦于半导体、新能源及相关材料领域等，布局新增了对先导薄膜材料有限公司项目的投资；参股公司宁波甬舜建材科技有限公司水泥生产线已开始投产。

➤ **投资建议：**下游需求偏弱，煤价高企，同时施工受疫情干扰，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润预测为 14.05、14.66、15.06 亿元，10 月 28 日股价对应动态 PE 为 7x、7x、7x。我们看好 Q4 基建落实实物工作量，以及水泥错峰+部分地区限电，价格有望持续回升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**天气变化不及预期；基建项目资金到位不及预期；疫情的负面影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8315	8448	9732	10705
增长率 (%)	29.3	1.6	15.2	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2176	1405	1466	1506
增长率 (%)	7.4	-35.4	4.3	2.8
每股收益 (元)	2.23	1.44	1.50	1.54
PE	5	7	7	7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
10.24 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：1527099722

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.上峰水泥 (000672.SZ) 2022 年半年报点评：依托长三角弹性，成功开发大西北-2022/08/25
- 2.上峰水泥 (000672.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：Q1 盈利符合预期，静待华东需求“疫后反转”-2022/04/27
- 3.上峰水泥 (000672.SZ) 事件点评：参股公司过会，“上峰”模式树立水泥界投资典范-2022/03/11
- 4.【民生建材】上峰水泥点评：灵活合作，掘金绿电-2022/01/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8315	8448	9732	10705
营业成本	4691	5373	6384	7140
营业税金及附加	115	117	134	148
销售费用	119	161	185	214
管理费用	543	566	671	760
研发费用	181	237	302	364
EBIT	2773	2114	2192	2229
财务费用	68	29	29	17
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	169	51	54	59
营业利润	2784	1884	1966	2020
营业外收支	-9	-6	-6	-6
利润总额	2775	1878	1960	2014
所得税	521	423	441	453
净利润	2254	1456	1519	1561
归属于母公司净利润	2176	1405	1466	1506
EBITDA	3328	3082	3302	3478

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3467	3534	5023	5500
应收账款及票据	839	756	952	656
预付款项	115	128	151	172
存货	1020	1611	1409	1832
其他流动资产	1704	1694	1700	1723
流动资产合计	7145	7724	9235	9882
长期股权投资	759	759	759	759
固定资产	3632	4337	4774	5055
无形资产	1863	2113	2253	2383
非流动资产合计	7980	8812	9302	9653
资产合计	15125	16536	18537	19535
短期借款	1879	1879	1879	1879
应付账款及票据	1779	1959	2626	2381
其他流动负债	1571	2003	2259	2392
流动负债合计	5229	5841	6764	6652
长期借款	474	474	474	474
其他长期负债	391	391	391	391
非流动负债合计	865	865	865	865
负债合计	6093	6706	7628	7517
股本	814	962	962	962
少数股东权益	742	793	846	901
股东权益合计	9032	9830	10909	12018
负债和股东权益合计	15125	16536	18537	19535

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.26	1.60	15.20	10.00
EBIT 增长率	8.19	-23.77	3.69	1.70
净利润增长率	7.42	-35.45	4.33	2.78
盈利能力 (%)				
毛利率	43.58	36.40	34.40	33.30
净利润率	26.17	16.63	15.06	14.07
总资产收益率 ROA	14.39	8.50	7.91	7.71
净资产收益率 ROE	26.25	15.55	14.57	13.55
偿债能力				
流动比率	1.37	1.32	1.37	1.49
速动比率	1.01	0.90	1.02	1.07
现金比率	0.66	0.61	0.74	0.83
资产负债率 (%)	40.29	40.55	41.15	38.48
经营效率				
应收账款周转天数	10.53	14.00	11.61	12.05
存货周转天数	71.81	88.16	85.16	81.71
总资产周转率	0.63	0.53	0.55	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	2.23	1.44	1.50	1.54
每股净资产	8.50	9.27	10.32	11.40
每股经营现金流	2.91	2.82	3.88	2.85
每股股利	0.80	0.43	0.45	0.46
估值分析				
PE	5	7	7	7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.72	2.92	2.27	2.02
股息收益率 (%)	7.81	4.22	4.40	4.53

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2254	1456	1519	1561
折旧和摊销	555	968	1110	1249
营运资金变动	103	64	899	-282
经营活动现金流	2840	2751	3788	2783
资本开支	-1112	-1806	-1606	-1606
投资	-508	0	0	0
投资活动现金流	-1536	-2005	-1803	-1797
股权募资	245	-200	0	0
债务募资	406	0	0	0
筹资活动现金流	-339	-678	-497	-509
现金净流量	966	67	1488	477

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026