

## 上峰水泥 (000672)

增持 (维持)

## 成本拖累业绩, “一体两翼” 持续推进

2023年04月20日

## 投资要点

## 市场数据

市场数据日期 2023-04-19

收盘价(元)	11.90
总股本(百万股)	969
流通股本(百万股)	969
净资产(百万元)	8590.96
总资产(百万元)	17586.14
每股净资产(元)	8.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】上峰水泥 2021 年报&2022 一季报点评: 产能再突破, “一体两翼” 持续推进》2022-04-27

《【兴证建材】上峰水泥 2021 三季报点评: 业绩稳健增长, 关注“一体两翼” 发展》2021-10-28

《【兴证建材】上峰水泥 2021 年中报点评: 扣非后净利增长明显, 关注熟料&骨料贡献成长》2021-08-23

## 分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

- 公司披露 2022 年报。实现营收 71.35 亿元, 同比-14.19%, 实现归母净利润 9.49 亿元, 同比-56.38%, 扣非后归母净利润 11.14 亿元, 同比-46.91%。其中, 单四季度实现营收 19.71 亿元, 同比-24.85%, 归母净利润 1.03 亿元, 同比-82.48%, 扣非后归母 0.70 亿元, 同比-87.84%。公司披露 2022 年一季报。实现营收 13.90 亿元, 同比-7.02%, 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比-49.4%, 扣非后归母净利润 1.44 亿元, 同比-54.13%。
- 2022 年公司实现营业总收入 71.35 亿元, 同比下降 14.19%。公司的熟料、水泥、砂石骨料、混凝土、房地产、环保处置和其他业务分别实现营业收入 13.81、45.78、7.25、2.06、0.12、2.08、0.25 亿元, 分别同比变动-22.02%、-15.82%、8.36%、-24.32%、-46.27%、58.97%、135.76%。
- 吨指标方面, 2022 年公司水泥及熟料吨均价 308.27 元, 同比下降 38.06 元; 吨成本 219.44 元, 同比增长 15.39 元; 吨毛利 88.83 元, 同比下降 53.45 元
- 2022 年公司实现综合毛利率 33.62%, 较去年下降 9.95pct, 主要系原材料价格上涨而销售价格下降; 同时西部子公司熟料销售比重上升且售价相对较低影响整体毛利率。熟料、水泥、砂石骨料、混凝土和环保产品毛利率分别为 32.86%、27.60%、78.73%、12.65%和 50.38%, 分别同比变动-9.74pct、-12.99pct、-1.19pct、-10.99pct、-2.27pct。
- 2022 年公司实现净利率 13.44%, 较去年下降 13.66pct; 期间费用率为 13.24%, 同期比较+2.29pct。销售费用率为 1.87%, 同比上升 0.44pct; 管理费用率为 8.20%, 同比上升 1.66pct; 研发费用率为 2.84%, 同比上升 0.67pct; 财务费用率为 0.33%, 同比降低 0.48pct。
- 2022 年公司经营性现金流净额为 10.20 亿元, 同比下降 64.10%; 每股经营性现金流净额为 1.05 元, 较去年减少 1.88 元/股。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年度收、付现比分别为 112.23%、124.48%, 分别较上年同期变动+0.39、+11.7 个百分点。
- 盈利预测及评级: 我们调整公司 2023-2025 年的预测归母净利润分别为 10.80 亿元、11.36 亿元、11.72 亿元, 4 月 19 日收盘价对应的 PE 分别为 10.7 倍、10.2 倍、9.8 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 房地产基建市场需求下行; 产能拓展不及预期; 宏观经济波动; 煤炭原材料价格大幅波动; 疫情反复, 交通管制下水泥出厂受阻。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7135	7395	7581	7761
同比增长	-14.2%	3.6%	2.5%	2.4%
归母净利润(百万元)	949	1080	1136	1172
同比增长	-56.4%	13.9%	5.2%	3.1%
毛利率	33.6%	34.8%	35.0%	34.9%
ROE	11.3%	11.7%	11.4%	10.9%
每股收益(元)	0.98	1.11	1.17	1.21
市盈率	12.2	10.7	10.2	9.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 事件

- **公司披露 2022 年报。**实现营收 71.35 亿元,同比-14.19%,实现归母净利 9.49 亿元,同比-56.38%,扣非后归母净利 11.14 亿元,同比-46.91%。其中,单四季度实现营收 19.71 亿元,同比-24.85%,归母净利 1.03 亿元,同比-82.48%,扣非后归母 0.70 亿元,同比-87.84%。**公司披露 2022 年一季报。**实现营收 13.90 亿元,同比-7.02%,实现归母净利 1.73 亿元,同比-49.4%,扣非后归母净利 1.44 亿元,同比-54.13%。
- 2022 年非经常性损益变动,主要系除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外,持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益,以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益为-2.59 亿元,上年同期为-0.11 亿元。

## 点评

- **2022 年公司实现营业总收入 71.35 亿元,同比下降 14.19%。2023Q1 公司实现营收 13.90 亿元,同比-7.02%,营收下降主要系疫情及下游地产需求不旺双重影响所致。**
  - 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 14.95 亿元、20.50 亿元、16.19 亿元、19.71 亿元,分别同比变动 22.11%、-13.50%、-22.82%、-24.85%,Q2-Q4 营收出现大幅下降。
  - 2) 分产品来看,公司的熟料、水泥、砂石骨料、混凝土、房地产、环保处置和其他业务分别实现营业收入 13.81 亿元、45.78 亿元、7.25 亿元、2.06 亿元、0.12 亿元、2.08 亿元、0.25 亿元,分别同比变动-22.02%、-15.82%、8.36%、-24.32%、-46.27%、58.97%、135.76%,除骨料、环保处理和其他产品同比有所增长,其他业务收入均同比大幅下滑,主要系砂石骨料业务量与效益快速增长,产业链延伸的环保业务、光储新能源业务、智慧物流业务有序展开,供应链与生态链效率效益稳步提升,首批光伏新能源项目顺利建成并网。
  - 3) 分地区来看,华东、西北、西南、其他地区分别实现营收 54.23、12.22、4.25、0.66 亿元,分别同比变动-19.41%、17.32%、-21.94%、521.84%,西北地区业务实现逆势增长,销售比重提升。
  - 4) 分渠道来看,直销、分销分别实现营收 55.42 亿元、15.27 亿元,分别同比-14.61%、-16.28%。
  - 5) 产销量方面,水泥熟料产量 3037.69 万吨,同比-4.3%,销量 1932.82 万吨,同比-7.14%,库存量 153 万吨,同比+117.76%;其中水泥产量 1512.05 万吨,同比-2.85%,销量 1487.35 万吨,同比-3%,库存量 18.9 万吨,同比+56.72%;砂石骨料产量 1613 万吨,同比+20.80%,销量 1611.94 万吨,同比+20.75%,库存量 11.26 万吨,同比+10.39%;混凝土产量 51.2 万吨,同比-8.22%,销量 51.2 万吨,同比-8.22%。

- 吨指标方面,吨成本有所上升,吨毛利大幅下降。2022年公司水泥及熟料吨均价308.27元,同比明显下降38.06元;吨成本219.44元,同比增长15.39元;吨毛利88.83元,同比下降53.45元。吨期间费用48.88元(同比+5.19元),其中,吨销售费用6.91元(同比+1.21元),吨管理费用30.28元(同比+4.21元),吨财务费用1.21元(同比-2.04元), (扣非后归母口径)吨净利57.62元,同比下降43.22元, (净利润口径)吨净利49.09元,同比下降59.19元。
- 2022年公司实现综合毛利率33.62%,较去年下降-9.95pct, 主要系原材料价格上涨而销售价格下降,同时西部子公司熟料销售比重上升且售价相对较低影响整体毛利率; 2023Q1公司毛利率为26.35%、同比下降14.68pct。
  - 1) 分季度来看,公司在Q1、Q2、Q3、Q4的毛利率分别为41.03%、35.42%、35.59%、24.51%,分别同比变动-9.18pct、-9.59pct、-3.58pct、-18.17pct,各季度毛利率均有所下降,其中Q4下降幅度较大。
  - 2) 分产品来看,公司的熟料、水泥、砂石骨料、混凝土和环保产品毛利率分别为32.86%、27.60%、78.73%、12.65%和50.38%,分别同比变动-9.74pct、-12.99pct、-1.19pct、-10.99pct、-2.27pct, 各业务毛利率均有所下降。
  - 3) 分地区来看,华东地区、西北地区、西南地区毛利率分别为36.51%、33.12%、7.17%,分别-10.26pct、+0.91pct、-18.72%;
  - 4) 分渠道来看,直销、分销毛利率分别为34.49%、32.98%,分别同比变动-12.28pct、+0.77pct。
  - 5) 具体看水泥产品成本构成: 原材料、能耗成本、工资、折旧、其他制造费用成本分别为7.17亿元、27.81亿元、2.11亿元、2.59亿元、2.73亿元,分别同比-7.82%、+3.63%、-8.90%、-7.35%、-0.39%。
- 2022年公司实现净利率13.44%,较去年下降13.66pct;期间费用率为13.24%,同期比较+2.29pct。
  - 1) 销售费用率为1.87%,同比上升0.44pct,销售费用同比+12.52%, 主要系农村市场开拓,西北、西南区域袋装水泥销量上升导致包装费用上涨;
  - 2) 管理费用率为8.20%,同比上升1.66pct,管理费用同比+7.61%,系职工薪酬费用增长、新增无形资产摊销、计提矿山恢复治理基金、安全生产基金,以及管理规模扩大,固定性费用上升所致;
  - 3) 研发费用率为2.84%,同比上升0.67pct,研发费用同比+12.19%,主要系职工薪酬、材料费用大幅增加;
  - 4) 财务费用率为0.33%,同比降低0.48pct,财务费用同比-65.34%。系公司对资金统一管理加强,闲置资金利息收入增加,同时人民币与美元的汇率变动产生汇兑收益所致。
- 2022年资产减值损失+信用损失为0.09亿元,较去年同期增加0.06亿元。

其中,信用减值损失为 0.08 亿元,去年同期 0.02 亿元,主要系计提其他应收款坏账损失所致。

- **2022 年公司经营性现金流净额为 10.20 亿元,同比-64.10%,主要原因是本年营业收入下降幅度较大,同时受市场影响主要材料成本价格大幅上涨,经营利润下降;每股经营性现金流净额为 1.05 元,较去年减少 1.88 元/股。**
  - 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为 0.41 元、0.27 元、0.39 元、-0.02 元,分别较去年同期变动-0.03 元、-0.25 元、-0.23 元、-1.37 元。
  - 2) 从收、付现比的角度来看,公司 2022 年度收、付现比分别为 112.23%、124.48%,分别较上年同期变动+0.39、+11.7 个百分点。
  - 3) 现金流方面,投资活动产生的现金流量净额-17.64 亿元,同比-14.84%,主要原因为新项目建设投资,并购投资、新经济投资、股票投资支出等;筹资活动产生的现金流量净额-0.42 亿元,同比+87.65%,主要原因为公司采用多种方式融资以降低融资利息,同时银行融资利息有所下降。
  
- **专注聚焦主业,实现强链补链。**对于基建产业链制造运营主业方面,公司将充分发挥三大区域积累的基础优势,切实做好安全环保工作和清洁生产现场管理,以“绿色低碳、智能高效”为方向,全面改进提升,并通过对标优化和技改整合,实现生产线的效率提升;加快推进浙江诸暨、贵州都匀、吉尔吉斯等生产线项目投产;针对熟料水泥转化率缺口,继续合理布局水泥粉磨项目,适当加强下游商混和制品类项目延伸,充分利用积累资源加快提升骨料产能规模。
  
- **立足建筑材料基础,提升综合价值。**公司计划:1) 专注聚焦主业,实现强链补链。加快推进浙江诸暨、贵州都匀、吉尔吉斯等生产线项目投产;适当加强下游商混和制品类项目延伸,充分利用积累资源加快提升骨料产能规模。2) 精准有效投资。2023 年度计划投资金额为 299,608 万元,新经济股权投资翼聚焦光储新能源、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 4,991.91 万元,总体公司资产结构和产业结构稳步优化;3) 低碳技术创新与信息化升级。充分利用专家资源成立技术研究机构,借鉴科技创新企业 IPD 创新机制流程,积累企业科技创新水平。
  
- **盈利预测及评级:**我们调整公司 2023-2025 年的预测归母净利润分别为 10.80 亿元、11.36 亿元、11.72 亿元,4 月 19 日收盘价对应的 PE 分别为 10.7 倍、10.2 倍、9.8 倍,维持“增持”评级。
  
- **风险提示:** 房地产基建市场需求下行;产能拓展不及预期;宏观经济波动;煤炭原材料价格大幅波动;疫情反复,交通管制下水泥出厂受阻。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6592	8316	9862	11532	<b>营业收入</b>	7135	7395	7581	7761
货币资金	2896	4565	6089	7699	营业成本	4736	4824	4929	5049
交易性金融资产	815	883	858	859	税金及附加	88	101	106	108
应收票据及应收账款	503	576	602	601	销售费用	134	137	144	140
预付款项	85	101	102	103	管理费用	585	599	610	617
存货	1359	1249	1288	1337	研发费用	203	214	227	233
其他	933	942	924	934	财务费用	23	37	38	39
<b>非流动资产</b>	9645	8729	8460	8035	其他收益	85	0	0	0
长期股权投资	899	733	792	790	投资收益	80	50	50	50
固定资产	4292	3851	3409	2968	公允价值变动收益	-264	-80	-50	-50
在建工程	737	737	737	737	信用减值损失	-8	0	0	0
无形资产	1889	1928	1972	1988	资产减值损失	-2	0	0	0
商誉	160	155	158	157	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	8	-5	-17	<b>营业利润</b>	1258	1452	1527	1575
其他	1648	1316	1395	1411	营业外收入	10	10	10	10
<b>资产总计</b>	16236	17044	18322	19567	营业外支出	25	25	25	25
<b>流动负债</b>	5714	5378	5509	5602	<b>利润总额</b>	1243	1438	1513	1560
短期借款	1609	1699	1669	1679	所得税	284	339	357	369
应付票据及应付账款	2651	2,184	2,347	2,435	净利润	959	1099	1156	1192
其他	1454	1495	1493	1488	少数股东损益	10	19	20	20
<b>非流动负债</b>	1324	1613	1984	2338	<b>归属母公司净利润</b>	949	1080	1136	1172
长期借款	858	1201	1557	1909	<b>EPS(元)</b>	0.98	1.11	1.17	1.21
其他	466	413	427	428					
<b>负债合计</b>	7038	6991	7493	7939					
股本	975	969	969	969	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	-886	-886	-886	-886	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
未分配利润	8140	8879	9651	10439	<b>成长性</b>				
少数股东权益	785	803	823	843	营业收入增长率	-14.2%	3.6%	2.5%	2.4%
<b>股东权益合计</b>	9198	10053	10829	11628	营业利润增长率	-54.8%	15.5%	5.2%	3.1%
<b>负债及权益合计</b>	16236	17044	18322	19567	归母净利润增长率	-56.4%	13.9%	5.2%	3.1%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	33.6%	34.8%	35.0%	34.9%
					归母净利率	13.3%	13.3%	14.6%	15.0%
					ROE	11.3%	11.7%	11.4%	10.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	43.3%	41.0%	40.9%	40.6%
					流动比率	1.15	1.55	1.79	2.06
					速动比率	0.92	1.31	1.56	1.82
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	45.5%	44.4%	42.9%	41.0%
					应收账款周转率	2439.2%	2621.2%	2657.1%	2639.1%
					存货周转率	398.1%	370.0%	388.6%	384.7%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.98	1.11	1.17	1.21
					每股经营现金	1.05	1.66	1.91	1.91
					每股净资产	8.68	9.54	10.32	11.13
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	12.2	10.7	10.2	9.8
					PB	1.4	1.2	1.2	1.1

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	949	1080	1136	1172
折旧和摊销	530	591	593	592
资产减值准备	9	-23	1	4
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	264	80	50	50
财务费用	83	37	38	39
投资损失	-80	-50	-50	-50
少数股东损益	10	19	20	20
营运资金的变动	-705	-259	87	30
<b>经营活动产生现金流量</b>	1020	1608	1847	1849
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1764	75	-270	-178
<b>融资活动产生现金流量</b>	-42	-14	-54	-61
现金净变动	-786	1669	1524	1610
现金的期初余额	2584	2896	4565	6089
现金的期末余额	1798	4565	6089	7699

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn