

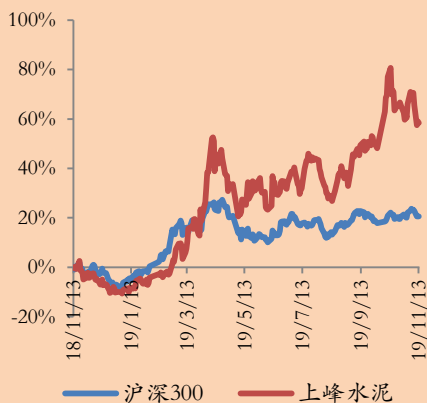


上峰水泥 (000672)

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2019-11-14

股价走势:



建筑建材组

联系人: 成星宇

0551-65161591

cxywawa@mail.ustc.edu.cn

业绩增长符合预期, 产业链拓展打开成长空间

事件: 公司发布三季报, 2019 年前三季度实现营业收入 45.8 亿元, 同比增长 26.3%; 实现归母净利润 15.4 亿元, 同比增长 67.8%。

主要观点:

Q3 归母净利增长 45%, 销量高增长预计延续

公司 Q3 实现营收 16.9 亿元, YoY+9.6%, 增速较前两个季度 37%、40% 同比增速放缓; 实现归母净利润 5.9 亿元, YoY+44.5%, 较前两个季度同比增速 116%、72% 放缓, 但仍维持高速增长。公司 19H1 销售水泥熟料 718 万吨, YoY+16%, 测算 Q3 销量约 435 万吨, 延续增长态势; 吨毛利约 168 元, 较 19H1 回落 6 元但高于去年同期。在经济压力持续加大背景下, 华东区域投资预计保持一定强度, Q4 水泥量价有支撑。

长三角市场高景气可持续

由于长三角基建的加速以及人口净流入趋势下房地产需求预计总体保持稳定, 当地水泥需求仍将保持良好, 同时长三角地区集中度高 (CR5: 74%), 而主要产地安徽江苏由于距十三五环保、能耗目标仍有一定距离, 认为当地环保限产仍将严格, 从而使得供给端同样保持良好, 行业高景气可持续, 公司作为产能集中于长三角的企业核心受益。

深耕华东, 扩张西北稳业绩

公司在 2015/2019 年, 公司先后通过收购进军新疆、宁夏地区, 新疆产能已通过精细化管理扭亏为盈, 预计宁夏地区供需格局将持续改善, 认为公司扩张有望成为业绩新增长点。

产业链拓展打开成长空间

发布三年规划, 全面拓展产业链, 涉及骨料及水泥窑协同处置业务。目前矿山资源壁垒逐渐显现, 危废处置缺口大, 水泥窑协同处置具有较广泛的应用, 我们认为骨料、水泥窑协同处置将为公司提供新的成长动能。

风险提示

产品价格继续下滑, 项目达产进度不及预期

盈利预测

我们预计 2019—2021 年 EPS 为 2.14 元、2.52 元、2.70 元, 对应当前股价 PE 分别为 7X、6X、5X, 维持“增持”评级。

盈利预测

单位：百万元

财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5305	6514	7003	7472
收入同比 (%)	16%	23%	8%	7%
归属母公司净利润	1472	1741	2049	2200
净利润同比 (%)	86%	18%	18%	7%
毛利率 (%)	46.7%	47.0%	46.9%	46.9%
ROE (%)	41.7%	32.6%	28.3%	23.8%
每股收益	1.81	2.14	2.52	2.70
P/E	7.96	6.73	5.72	5.33
P/B	3.39	2.28	1.66	1.28
EV/EBITDA	3	4	3	2

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,505	5,253	7,626	10,264	营业收入	5,305	6,514	7,003	7,472
现金	915	2,449	4,786	7,110	营业成本	2,827	3,453	3,718	3,967
应收账款	214	341	325	346	营业税金及附加	61	83	91	99
其他应收款	69	89	96	100	销售费用	109	190	208	226
预付账款	95	89	90	106	管理费用	266	280	307	334
存货	1,145	1,412	1,381	1,568	财务费用	93	28	(2)	(38)
其他流动资产	1,067	874	948	1,034	资产减值损失	17	9	2	(1)
非流动资产	3,497	3,291	3,110	2,932	公允价值变动收	(21)	(186)	31	41
长期投资	179	179	179	179	投资净收益	34	34	34	34
固定资产	2,218	2,077	1,937	1,797	营业利润	1,982	2,320	2,743	2,960
无形资产	718	670	626	584	营业外收入	8	31	19	15
其他非流动资	383	365	369	373	营业外支出	15	8	8	9
资产总计	7,002	8,544	10,73	13,195	利润总额	1,975	2,342	2,754	2,966
流动负债	3,207	3,086	3,377	3,800	所得税	488	639	735	785
短期借款	813	801	775	738	净利润	1,487	1,704	2,019	2,180
应付账款	376	685	632	663	少数股东损益	15	(37)	(29)	(19)
其他流动负债	2,018	1,601	1,969	2,399	归属母公司净利润	1,472	1,741	2,049	2,200
非流动负债	229	232	231	230	EBITDA	2,333	2,536	2,927	3,104
长期借款	131	131	131	131	EPS (元)	1.81	2.14	2.52	2.70
其他非流动负	97	101	99	99					
负债合计	3,436	3,318	3,607	4,030					
少数股东权益	112	74	45	26					
股本	814	814	814	814					
资本公积	(964)	(964)	(964)	(964)					
留存收益	3,709	5,302	7,234	9,289					
归属母公司股东权	3,455	5,152	7,084	9,139					
负债和股东权益	7,002	8,544	10,73	13,195					

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	15.63%	22.80%	7.50%	6.70%
营业利润	87.26%	17.04%	18.27%	7.89%
归属于母公司净利	85.96%	18.24%	17.68%	7.38%
获利能力				
毛利率(%)	46.70%	46.99%	46.90%	46.90%
净利率(%)	27.76%	26.72%	29.26%	29.44%
ROE(%)	41.69%	32.60%	28.33%	23.79%
ROIC(%)	45.92%	51.86%	55.78%	68.77%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.06%	38.84%	33.60%	30.54%
净负债比率(%)	27.52%	-1.82%	-35.21	-49.37%
流动比率	1.09	1.70	2.26	2.70
速动比率	0.74	1.24	1.85	2.29
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.84	0.73	0.62
应收账款周转率	36.26	32.85	29.12	31.47
应付账款周转率	11.65	12.28	10.64	11.54
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.81	2.14	2.52	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	1.51	3.08	3.09
每股净资产(最新摊薄)	4.25	6.33	8.71	11.23
估值比率				
P/E	8.0	6.7	5.7	5.3
P/B	3.4	2.3	1.7	1.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,818	1,228	2,505	2,513
净利润	1,487	1,741	2,049	2,200
折旧摊销	298	188	185	182
财务费用	83	28	(2)	(38)
投资损失	(34)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	(296)	(481)	303	183
其他经营现金	280	(214)	4	21
投资活动现金流	(561)	244	(0)	(12)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0
其他投资现金	(565)	244	(0)	(12)
筹资活动现金流	(985)	(216)	(134)	(138)
短期借款	(549)	(12)	(25)	(37)
长期借款	(146)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0
其他筹资现金	(290)	(204)	(109)	(101)

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。