

上峰水泥（000672）

水泥主业承压，“两翼”战略稳步推进

营收利润均承压，股权投资进展顺利

22FY 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-56.40%，扣非净利润 11.14 亿元，同比-46.94%。23Q1 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-49.40%，扣非净利润 1.44 亿元，同比-54.13%。2022 年营收净利承压，或主要系水泥需求不佳叠加上游原材料涨价；2023Q1 营收利润下滑，我们认为受 1 月疫情影响较大。2022 年股权投资聚焦光储新能源、半导体产业链优质标的，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。

原燃材料高位致水泥吨毛利减少，主业发展仍有较大空间

公司 22 年水泥及熟料销量 1933 万吨，同比-7.12%。吨均价同比下降 38.12 元至 308.27 元/吨，吨成本同比上涨 15.35 元至 219.44 元/吨，最终实现吨毛利 88.83 元，同比-53.48 元/吨。22 年实现骨料收入 7.25 亿，同比+8%，销量 1612 万吨，同比+20.74%，我们测算吨毛利 35.40 元，同比-4.64 元，公司加快骨料业务扩张，中期骨料产能规模目标达 3000 万吨以上，22 年骨料毛利率 79%，有望带动整体盈利能力提升。截至 22 年，公司拥有水泥熟料年总产能约 1,650 万吨，水泥年总产能约 2,000 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 1,800 万吨，公司目前在贵州都匀、浙江诸暨和境外的乌兹别克斯坦及吉尔吉斯斯坦有在建水泥产能项目，其中贵州都匀计划 2023 年上半年投入生产。未来计划熟料年产能超 2500 万吨，水泥超 3500 万吨，水泥主业仍有较大空间。

利润率略有承压，费用率小幅上升

22FY 毛利率 33.62%，同比-9.95pct，其中水泥/熟料/骨料/环保毛利率分别为 27.6%/32.86%/78.7%/50.4%，同比-13.0/-9.7/-1.2/-2.3pct；期间费用率 13.24%，同比+2.30pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 1.87%/8.20%/2.84%/0.33%，同比变动+0.44/+1.68/+0.67/-0.48pct。综合影响下净利率 13.44%，同比-13.66pct。23Q1 毛利率 26.35%，同比-14.68pct，期间费用率 14.03%，同比+0.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 2.32%/10.63%/0.02%/1.05%，同比变动+0.33/+0.75/-0.26/+0.11pct。综合影响下净利率 11.35%，同比-11.16pct。

内部协同效应有望持续加强，维持“买入”评级

我们认为建设加速或提振水泥需求，销量有望边际改善，叠加价格回涨，主业盈利有望回暖，同时骨料和环保业务利润贡献有望逐步提升，且公司积极参与新经济产业股权投资，并与新能源行业专业技术领先企业合作开发光伏发电等新能源业务，“一主两翼”发展可期。考虑到公司 22 年业绩承压较多，下调 23-24 年业绩至 14.1/17.0 亿元（前值 18.5/20.5 亿元），并引入 25 年归母净利 18.7 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,314.53	7,134.97	7,844.82	8,259.20	8,625.75
增长率(%)	29.26	(14.19)	9.95	5.28	4.44
EBITDA(百万元)	3,466.19	1,901.55	2,517.06	2,947.34	3,168.78
净利润(百万元)	2,176.22	948.87	1,409.99	1,702.60	1,868.08
增长率(%)	7.42	(56.40)	48.60	20.75	9.72
EPS(元/股)	2.24	0.98	1.45	1.76	1.93
市盈率(P/E)	5.02	11.51	7.75	6.42	5.85
市净率(P/B)	1.32	1.30	1.16	0.99	0.85
市销率(P/S)	1.31	1.53	1.39	1.32	1.27
EV/EBITDA	4.07	4.59	4.07	2.43	2.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	969.40
流通 A 股股本(百万股)	969.40
A 股总市值(百万元)	10,925.09
流通 A 股市值(百万元)	10,925.09
每股净资产(元)	8.86
资产负债率(%)	46.78
一年内最高/最低(元)	21.68/9.82

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



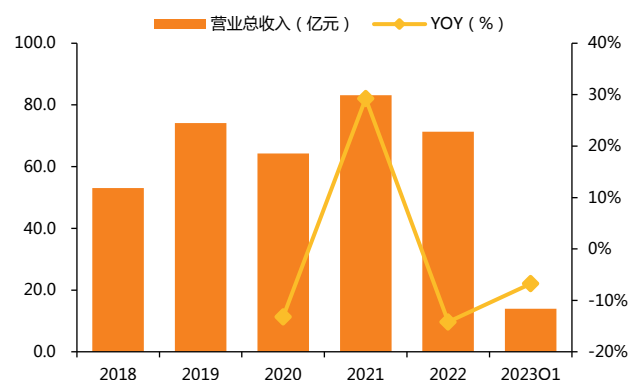
资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《上峰水泥-季报点评:水泥主业延续承压，Q4 吨净利或有所改善》2022-10-28
- 2 《上峰水泥-半年报点评:H1 水泥主业盈利承压，“两翼”布局成效渐显》2022-08-24
- 3 《上峰水泥-年报点评报告:水泥主业仍有发展空间，“两翼”布局效果渐显》2022-04-27

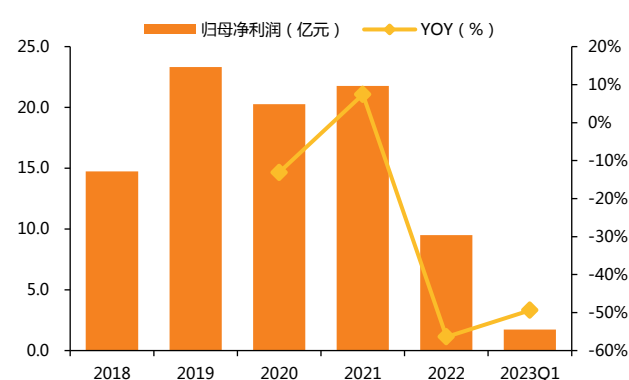
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：2018-2023Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600585.SH	海螺水泥	1483.80	28.00	2.96	3.41	3.81	4.34	9.47	8.22	7.35	6.45
000877.SZ	天山股份	784.91	9.06	0.52	0.84	0.94	1.09	17.28	10.72	9.61	8.34
002233.SZ	塔牌集团	94.43	7.92	0.22	0.68	0.83	0.86	35.47	11.66	9.59	9.20
600801.SH	华新水泥	328.54	15.67	1.29	1.79	2.12	2.39	12.17	8.73	7.39	6.55
平均								18.60	9.84	8.49	7.63
000672.SZ	上峰水泥	109.25	11.27	0.98	1.45	1.76	1.93	11.51	7.75	6.42	5.85

注：数据截至 20230420 收盘，除上峰水泥 23-25 年为天风预测外，其余公司 23-25 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,466.94	2,896.46	1,542.60	4,157.47	3,546.42
应收票据及应收账款	838.99	502.96	793.67	665.58	858.44
预付账款	115.01	85.49	135.11	81.72	144.84
存货	1,020.16	1,358.99	1,006.12	1,187.31	1,271.34
其他	1,703.97	1,747.77	1,741.75	1,842.37	1,909.65
流动资产合计	7,145.07	6,591.68	5,219.26	7,934.45	7,730.69
长期股权投资	758.69	898.51	898.51	898.51	898.51
固定资产	3,632.28	4,292.46	5,225.00	5,853.09	6,072.18
在建工程	411.20	737.49	622.49	553.50	853.50
无形资产	1,863.21	1,888.72	1,746.08	1,603.43	1,460.79
其他	1,314.98	1,827.33	1,333.53	1,475.66	1,533.36
非流动资产合计	7,980.36	9,644.51	9,825.61	10,384.18	10,818.34
资产总计	15,125.42	16,236.19	15,044.87	18,318.63	18,549.03
短期借款	1,878.82	1,609.25	1,300.00	1,000.00	800.00
应付票据及应付账款	1,778.79	2,651.09	804.91	2,954.23	1,196.30
其他	1,128.20	1,078.64	1,865.25	1,541.81	1,853.77
流动负债合计	4,785.80	5,338.97	3,970.15	5,496.04	3,850.07
长期借款	473.87	858.12	500.00	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	390.66	465.66	384.39	413.57	421.21
非流动负债合计	864.53	1,323.78	884.39	913.57	921.21
负债合计	6,093.38	7,037.72	4,854.55	6,409.61	4,771.28
少数股东权益	742.34	784.66	800.58	837.51	869.51
股本	813.62	975.19	969.40	969.40	969.40
资本公积	(919.41)	(886.04)	(886.04)	(886.04)	(886.04)
留存收益	8,411.48	8,549.61	9,395.61	11,098.21	12,966.29
其他	(15.98)	(224.94)	(89.22)	(110.05)	(141.40)
股东权益合计	9,032.04	9,198.47	10,190.32	11,909.02	13,777.75
负债和股东权益总计	15,125.42	16,236.19	15,044.87	18,318.63	18,549.03

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,253.77	959.24	1,409.99	1,702.60	1,868.08
折旧摊销	550.03	530.22	625.10	683.55	723.55
财务费用	128.80	83.06	42.32	35.94	(0.10)
投资损失	(169.17)	(79.69)	(100.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	25.16	(1,585.50)	(813.38)	1,667.92	(1,841.87)
其它	51.45	1,112.25	11.57	136.93	132.00
经营活动现金流	2,840.04	1,019.58	1,175.61	4,076.94	731.66
资本支出	2,091.76	1,596.71	1,381.27	1,070.82	1,092.36
长期投资	573.43	139.82	0.00	0.00	0.00
其他	(4,201.07)	(3,500.28)	(2,551.34)	(2,220.82)	(2,242.36)
投资活动现金流	(1,535.88)	(1,763.75)	(1,170.08)	(1,150.00)	(1,150.00)
债权融资	890.23	367.21	(914.72)	(291.24)	(161.36)
股权融资	(625.77)	(14.03)	(444.68)	(20.83)	(31.35)
其他	(603.04)	(394.98)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(338.58)	(41.80)	(1,359.39)	(312.07)	(192.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	965.57	(785.97)	(1,353.86)	2,614.86	(611.05)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,314.53	7,134.97	7,844.82	8,259.20	8,625.75
营业成本	4,691.36	4,736.01	4,955.11	5,107.67	5,256.50
营业税金及附加	115.12	87.75	96.48	101.58	106.09
销售费用	118.66	133.52	141.21	147.84	153.54
管理费用	542.53	585.20	611.90	635.96	655.56
研发费用	180.66	202.68	219.65	231.26	241.52
财务费用	67.58	23.43	42.32	35.94	(0.10)
资产/信用减值损失	(3.13)	21.07	7.06	15.90	10.89
公允价值变动收益	(91.54)	(263.70)	(14.96)	100.00	100.00
投资净收益	169.17	79.69	100.00	150.00	150.00
其他	(259.53)	271.78	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	2,783.65	1,257.54	1,870.24	2,264.85	2,473.54
营业外收入	3.53	10.09	5.41	6.34	7.28
营业外支出	12.21	24.55	14.05	16.93	18.51
利润总额	2,774.97	1,243.08	1,861.60	2,254.26	2,462.31
所得税	521.20	283.84	425.07	514.73	562.23
净利润	2,253.77	959.24	1,436.53	1,739.53	1,900.08
少数股东损益	77.54	10.37	26.54	36.93	32.00
归属于母公司净利润	2,176.22	948.87	1,409.99	1,702.60	1,868.08
每股收益（元）	2.24	0.98	1.45	1.76	1.93

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	29.26%	-14.19%	9.95%	5.28%	4.44%
营业利润	2.29%	-54.82%	48.72%	21.10%	9.21%
归属于母公司净利润	7.42%	-56.40%	48.60%	20.75%	9.72%
获利能力					
毛利率	43.58%	33.62%	36.84%	38.16%	39.06%
净利率	26.17%	13.30%	17.97%	20.61%	21.66%
ROE	26.25%	11.28%	15.02%	15.38%	14.47%
ROIC	45.94%	16.30%	21.91%	20.37%	26.06%
偿债能力					
资产负债率	40.29%	43.35%	32.27%	34.99%	25.72%
净负债率	-10.43%	0.20%	4.91%	-19.90%	-13.94%
流动比率	1.37	1.15	1.31	1.44	2.01
速动比率	1.17	0.92	1.06	1.23	1.68
营运能力					
应收账款周转率	14.04	10.63	12.10	11.32	11.32
存货周转率	8.89	6.00	6.63	7.53	7.02
总资产周转率	0.63	0.46	0.50	0.50	0.47
每股指标（元）					
每股收益	2.24	0.98	1.45	1.76	1.93
每股经营现金流	2.93	1.05	1.21	4.21	0.75
每股净资产	8.55	8.68	9.69	11.42	13.32
估值比率					
市盈率	5.02	11.51	7.75	6.42	5.85
市净率	1.32	1.30	1.16	0.99	0.85
EV/EBITDA	4.07	4.59	4.07	2.43	2.37
EV/EBIT	4.82	6.33	5.42	3.17	3.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com