

上峰水泥 (000672)

2022 年年报及 2023 年一季报点评: 水泥主业景气筑底, 两翼业务贡献新增长极 增持 (维持)

2023 年 04 月 23 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,135	7,703	8,452	9,037
同比	-14%	8%	10%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	949	1,143	1,421	1,875
同比	-56%	21%	24%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.98	1.18	1.47	1.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	11.32	9.39	7.56	5.73

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** 公司披露 2022 年年报与 2023 年一季报, 2022 年实现营业总收入 71.3 亿元, 同比下降 14.2%, 归母净利润 9.5 亿元, 同比下降 56.4%。2022Q4/2023Q1 分别实现营业收入 19.7/13.9 亿元, 同比-24.9%/-7.0%, 实现归母净利润 1.0/1.7 亿元, 同比-82.5%/-49.4%, 基本符合我们的预期。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元。
- **水泥主业底部回暖, 高毛利的骨料、环保业务快速增长。(1)** 2022 年水泥及熟料实现收入 59.6 亿元, 同比-17.3%, 销量 1933 万吨, 同比-7.1%, 测算单吨均价同比下滑 38.1 元; 22Q4/23Q1 收入分别同比-32.1%/-4.5%, 降幅收窄主要得益于行业春节停窑以及下游复工较快, 公司重点市场华东区域量价齐升。(2) 2022 年混凝土/骨料业务实现收入 2.1/7.2 亿元, 同比+5.0%/+30.0%, 实现销量 51 万方/1612 万吨, 同比-8.2%/+20.7%, 测算单方/单吨均价为 403/45 元; 环保业务实现收入 2.1 亿元, 同比+80.0%, 非水泥主业表现亮眼, 对冲了水泥行业景气下行的压力。
- **煤炭成本上升导致水泥业务毛利率下降, 骨料、环保业务毛利水平维持高位, 净利率 22Q4 筑底。(1)** 2022 年水泥及熟料毛利率为 28.8%, 同比下滑 12.3pct, 测算吨毛利同比-54 元; 混凝土/骨料/环保业务毛利率分别为 12.7%/78.7%/50.4%, 同比-11.0/-1.2/-2.3pct。(2) 2022 年期间费用率 13.2%, 单吨水泥期间费用为 48.9 元, 同比分别+2.3pct/+5.2 元; 23Q1 期间费用率为 14.0%, 同比+0.9pct;(3) 公司 2022 年实现净利率 13.4%, 单吨净利 49.6 元, 分别同比-13.7pct/-58.7 元; 23Q1 净利率为 11.4%, 环比 22Q4 回升 7.0pct, 预计主要得益于水泥景气回升。
- **经营性现金流大幅下滑, 资本开支力度不减。(1)** 公司 2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.1 亿元, 同比基本持平。公司资本开支力度不减, 内蒙骨料工程等项目有序推进;(2) 2022 年末资产负债率为 43.3%, 同比+3.1pct, 23Q1 资产负债率继续环比上行 3.4pct 至 46.8%; (3) 2022 年经营活动净现金流为 10.2 亿元, 同比-64.1%。
- **基建实物需求落地推动行业景气回升, 公司盈利有望逐级改善。** 基建持续发力下水泥需求有望继续回暖, 公司核心市场长三角区域产能利用率高, 价格弹性有望好于全国, 驱动水泥主业盈利反弹。两翼业务亮点初现, 有望降低盈利波动性和打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 行业供需平衡重建, 景气底部回升, 公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善, 两翼业务贡献新增长点。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 我们下调 2023-2025 年归母净利润至 11.4/14.2/18.7 亿元 (2023-2024 年预测前值为 16.8/19.3 亿元), 4 月 21 日收盘价对应市盈率 9.4/7.6/5.7 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 地产下行超预期、基建实物需求恢复不及预期、行业竞争态势恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.08
一年最低/最高价	9.82/21.68
市净率(倍)	1.25
流通 A 股市值(百万元)	10,740.90
总市值(百万元)	10,740.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.86
资产负债率(% ,LF)	46.78
总股本(百万股)	969.40
流通 A 股(百万股)	969.40

相关研究

《上峰水泥(000672): 2022 年三季报点评: Q3 水泥主业承压加剧, 骨料逆势加速增长》
2022-11-01

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资建议	5
4. 风险提示	5

图表目录

图 1: 非水泥业务收入及占比情况.....	4
图 2: 非水泥业务毛利及占比情况.....	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)	5
图 4: 公司带息债务与负债率情况.....	5

1. 事件

公司披露 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年实现营业总收入 71.3 亿元，同比下降 14.2%，归母净利润 9.5 亿元，同比下降 56.4%。2022Q4/2023Q1 分别实现营业收入 19.7/13.9 亿元，同比-24.9%/-7.0%，实现归母净利润 1.0/1.7 亿元，同比-82.5%/-49.4%，基本符合我们的预期。

2. 点评

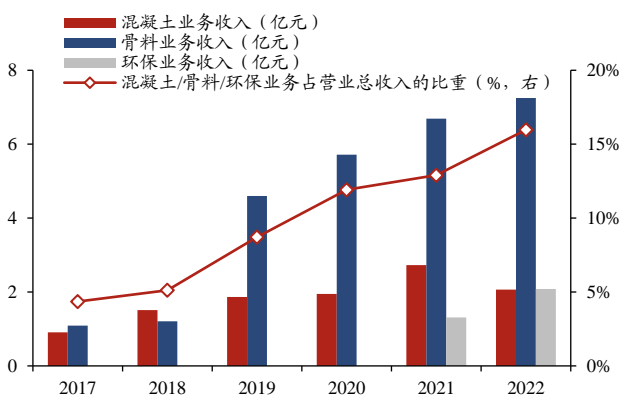
水泥主业量价承压，23Q1 景气有所回暖，高毛利的骨料、环保业务快速增长。(1)

2022 年水泥及熟料实现收入 59.6 亿元，同比-17.3%，实现销量 1933 万吨，同比-7.1%，我们测算单吨均价为 308 元，同比下滑 38.1 元。经济下行加速、房地产探底导致全国水泥需求下滑，销量与吨均价承压，但公司销量降幅窄于行业；22Q4/23Q1 收入分别同比-32.1%/-4.5%，23Q1 收入同比降幅明显收窄，降幅收窄主要得益于行业春节停窑以及下游复工较快，公司重点市场华东区域量价齐升。(2) 2022 年公司混凝土/骨料业务分别实现收入 2.1/7.2 亿元，同比+5.0%/+30.0%，分别实现销量 51 万方/1612 万吨，同比-8.2%/+20.7%，我们测算单方/单吨均价分别为 403/45 元；环保业务实现收入 2.1 亿元，同比+80.0%，公司非水泥主业的两翼业务表现亮眼，一定程度上对冲了水泥主业景气下行的压力。

煤炭成本上升导致水泥业务毛利率下降，骨料、环保业务毛利水平维持高位。(1)

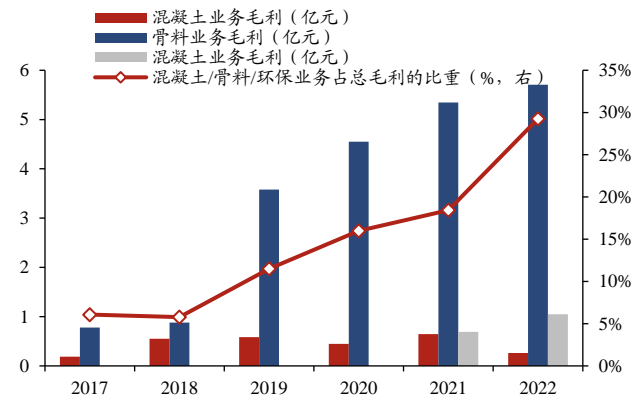
2022 年水泥及熟料毛利率为 28.8%，同比大幅下滑 12.3pct，测算吨毛利 89 元，同比-54 元，主要是煤炭成本大幅上涨所致。(2) 2022 年混凝土/骨料/环保业务毛利率分别为 12.7%/78.7%/50.4%，同比分别-11.0/-1.2/-2.3pct。

图1: 非水泥业务收入及占比情况



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图2: 非水泥业务毛利及占比情况



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

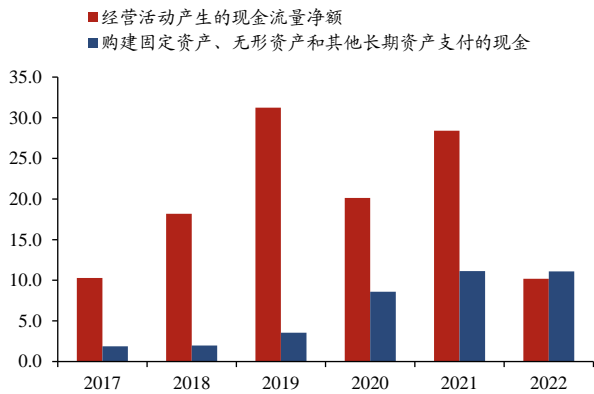
期间费用率有所提升，净利率水平于 22Q4 筑底。(1)2022 年期间费用率为 13.2%，

单吨水泥期间费用为 48.9 元，同比分别+2.3pct/+5.2 元，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.9%/8.2%/2.8%/0.3%，分别同比+0.4/+1.7/+0.7/-0.5pct；23Q1 期间费用率为

14.0%，同比+0.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.3/+0.7/-0.3/+0.1pct；
 (2) 2022 年实现净利率 13.4%，单吨净利 49.6 元，分别同比-13.7pct/-58.7 元，主要是下半年行业景气大幅下滑，Q4 净利润水平筑底；23Q1 净利率为 11.4%，环比 22Q4 回升 7.0pct，反映行业景气好转，拐点已至。

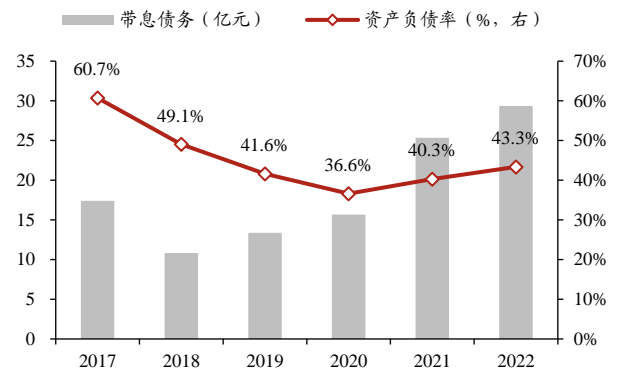
经营性现金流大幅下滑，资本开支力度不减。(1) 2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.1 亿元，同比基本持平。公司资本开支力度不减，内蒙骨料工程项目、宁夏萌生环保科技水泥窑协同处置及安全填埋固废环保项目等有序推进；
 (2) 2022 年末资产负债率为 43.3%，同比+3.1pct，23Q1 资产负债率继续环比上行 3.4pct 至 46.8%；
 (3) 2022 年经营活动净现金流为 10.2 亿元，同比-64.1%，主要是受到净利润大幅下滑影响。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图4: 公司带息债务与负债率情况



数据来源: 公司年报、Wind、东吴证券研究所

基建实物需求落地推动行业景气回升，公司盈利有望逐级改善。基建持续发力下水泥需求有望继续回暖，公司核心市场长三角区域产能利用率高，价格弹性有望好于全国，驱动水泥主业盈利反弹。两翼业务亮点初现，有望降低盈利波动性和打开长期成长空间。

3. 盈利预测与投资建议

行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，两翼业务有望贡献新增长点。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调 2023-2025 年归母净利润至 11.4/14.2/18.7 亿元（2023-2024 年预测前值为 16.8/19.3 亿元），4 月 21 日收盘价对应市盈率 9.4/7.6/5.7 倍，维持“增持”评级。

4. 风险提示

地产下行超预期、基建实物需求恢复不及预期、行业竞合态势恶化的风险。

上峰水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,592	7,749	7,968	8,468	营业总收入	7,135	7,703	8,452	9,037
货币资金及交易性金融资产	3,711	4,546	4,469	4,753	营业成本(含金融类)	4,736	5,177	5,508	5,431
经营性应收款项	664	862	987	1,134	税金及附加	88	95	104	111
存货	1,359	1,517	1,696	1,774	销售费用	134	147	156	159
合同资产	0	0	0	0	管理费用	585	574	608	632
其他流动资产	857	823	816	806	研发费用	203	213	225	230
非流动资产	9,645	10,693	11,782	12,806	财务费用	23	39	42	45
长期股权投资	899	1,199	1,399	1,599	加:其他收益	85	92	101	108
固定资产及使用权资产	4,322	5,020	5,648	6,256	投资净收益	80	51	76	76
在建工程	737	619	709	755	公允价值变动	-264	0	0	0
无形资产	1,889	2,039	2,189	2,339	减值损失	-9	-10	-11	-12
商誉	160	160	160	160	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	1,258	1,592	1,975	2,602
其他非流动资产	1,618	1,638	1,658	1,678	营业外净收支	-14	-14	-14	-14
资产总计	16,236	18,442	19,750	21,274	利润总额	1,243	1,578	1,961	2,587
流动负债	5,714	6,414	6,650	6,761	减:所得税	284	374	465	614
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,057	2,557	2,607	2,657	净利润	959	1,204	1,496	1,973
经营性应付款项	2,653	2,471	2,583	2,612	减:少数股东损益	10	60	75	99
合同负债	375	440	441	434	归属母公司净利润	949	1,143	1,421	1,875
其他流动负债	629	946	1,020	1,058	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.18	1.47	1.93
非流动负债	1,324	1,624	1,624	1,624	EBIT	1,467	1,598	1,962	2,592
长期借款	858	1,158	1,158	1,158	EBITDA	2,003	2,290	2,713	3,408
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.62	32.79	34.84	39.90
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	13.30	14.84	16.81	20.75
其他非流动负债	444	444	444	444	收入增长率(%)	-14.19	7.96	9.73	6.92
负债合计	7,038	8,038	8,274	8,385	归母净利润增长率(%)	-56.38	20.51	24.26	31.94
归属母公司股东权益	8,414	9,559	10,556	11,870					
少数股东权益	785	845	920	1,018					
所有者权益合计	9,198	10,404	11,476	12,889					
负债和股东权益	16,236	18,442	19,750	21,274					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,020	1,738	2,077	2,575	每股净资产(元)	8.63	9.86	10.89	12.25
投资活动现金流	-1,764	-1,953	-1,778	-1,778	最新发行在外股份(百万股)	969	969	969	969
筹资活动现金流	-42	800	-376	-512	ROIC(%)	9.55	9.28	10.18	12.36
现金净增加额	-786	585	-77	284	ROE-摊薄(%)	11.28	11.96	13.46	15.79
折旧和摊销	536	691	751	816	资产负债率(%)	43.35	43.58	41.89	39.41
资本开支	-1,108	-1,414	-1,614	-1,614	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.32	9.39	7.56	5.73
营运资本变动	-683	-131	-119	-164	P/B(现价)	1.28	1.12	1.02	0.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

