

上峰水泥 (000672)

2023 年中报点评: 水泥骨料业绩承压, 新经济股权投资贡献收益

增持 (维持)

2023 年 08 月 25 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	6,633	7,159	7,709
同比	-14%	-7%	8%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	949	969	1,175	1,332
同比	-56%	2%	21%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.98	1.00	1.21	1.37
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.61	9.41	7.76	6.85

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 32.1 亿元, 同比-9.5%, 归母净利润 5.3 亿元, 同比-24.9%; 其中单二季度实现营业收入 18.2 亿元, 同比-11.3%, 归母净利润 3.6 亿元, 同比-2.0%, 基本符合我们的预期。
- **房地产市场继续底部调整, 公司主营业务承压:** (1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现营收 27.8 亿元, 同比-4.5%, 销量 997 万吨, 同比+18.7%, 测算单吨均价 279 元, 同比-67.9 元; 商混业务实现营收 7783 万元, 同比-25.2%。公司在长江、西北区域市场份额稳定, 新投产产线贡献部分销量, 但上半年地产继续承压, 水泥行业需求低迷, 价格弱于季节性规律; (2) 骨料业务实现营收 2.2 亿元, 同比-41.6%, 销量 653 万吨, 同比-15.0%, 测算单吨均价 33.5 元, 同比-15.3 元, 销量与均价下滑主要是受到华东区域需求下降影响。
- **23H1 毛利率同比下降 8.0pct 至 29.8%, 新经济股权投资开始贡献收益。** (1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现毛利率 26.1%, 同比-5.7%, 测算单吨毛利为 73 元, 同比-37.4 元, 降幅小于单吨均价降幅, 主要是由于煤炭价格下降; (2) 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1%/9.4%/2.1%/0.6%, 同比分别+0.4/+2.0/+1.7/+0.8pct; 管理费用率上升主要是新投产子公司带来职工薪酬上升, 资产规模扩大使得折旧摊销额提升, 研发费用率上升主要是由于公司加大节能减排等研发投入; (3) 23H1 公允价值变动损益为 2.2 亿元, 晶合集成实现投资收益 2.0 亿元, 截至二季度末公司新经济股权投资规模达 15.8 亿元; (4) 23Q2 毛利率和净利率为 32.4%、22.2%, 环比 Q1 上升 6.1pct、10.9pct, 预计得益于煤价下行水泥季度盈利回升。
- **资本开支有所增长, 带息债务与资产负债率略有提升。** (1) 23H1 实现经营活动净现金流 31.5 亿元, 同比下滑 15.5%, 低于归母净利润降幅, 主要是由于存货减少、应付项目增加; (2) 23H1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 7.2 亿元, 同比+27.8%, 主要是都匀 4000t/d 生产线支出; (3) 二季度末公司带息债务余额为 43.5 亿元, 环比一季度末+6.2 亿元, 主要是公司中长期规划调整新增了长期融资比重, 叠加新项目建设期末长期借款余额上升所致。中报资产负债率为 48.3%, 环比一季度末+1.5pct。
- **行业景气阶段性底部确认, 逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。** 淡季水泥价格经历连续回落后, 已处高成本企业现金成本线附近, 短期行业供给主动收缩的力度在加强, 行业自律改善, 价格也有望确认阶段性底部, 但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看, 随着政治局会议强化逆周期调节力度, 基建增量政策有望落地, 支撑实物需求, 叠加旺季需求季节性回暖, 盈利迎来底部回升。
- **盈利预测与投资评级:** 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, 随着阶段性盈利底部确认, 中期需求预期提振, 估值有望迎来修复。基于地产投资下行, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 9.7/11.8/13.3 亿元 (前值为 11.4/14.2/18.7 亿元), 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 市场竞争加剧; 行业竞争态势恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.41
一年最低/最高价	8.86/15.26
市净率(倍)	1.06
流通 A 股市值(百万元)	9,122.01
总市值(百万元)	9,122.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.90
资产负债率(% ,LF)	48.33
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》

2023-04-23

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	6,902	7,395	8,457	营业总收入	7,135	6,633	7,159	7,709
货币资金及交易性金融资产	3,711	3,859	3,962	4,760	营业成本(含金融类)	4,736	4,518	4,497	4,802
经营性应收款项	664	711	896	998	税金及附加	88	82	88	95
存货	1,359	1,527	1,721	1,908	销售费用	134	149	158	161
合同资产	0	0	0	0	管理费用	585	616	659	684
其他流动资产	857	806	816	792	研发费用	203	216	229	234
非流动资产	9,645	10,693	11,782	12,806	财务费用	23	46	43	39
长期股权投资	899	1,199	1,399	1,599	加:其他收益	85	80	86	93
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)	224	0	0
无形资产	1,889	2,039	2,189	2,339	减值损失	(9)	(9)	(10)	(10)
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	1,352	1,636	1,852
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	17,595	19,177	21,263	利润总额	1,243	1,338	1,622	1,838
流动负债	5,714	6,085	6,580	7,362	减:所得税	284	317	385	436
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,057	2,557	3,057	3,557	净利润	959	1,020	1,237	1,402
经营性应付款项	2,653	2,320	2,306	2,501	减:少数股东损益	10	51	62	70
合同负债	375	384	360	384	归属母公司净利润	949	969	1,175	1,332
其他流动负债	629	824	858	920	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.00	1.21	1.37
非流动负债	1,324	1,624	1,824	2,124	EBIT	1,467	1,140	1,621	1,833
长期借款	858	1,158	1,358	1,658	EBITDA	2,003	1,831	2,372	2,650
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.62	31.90	37.18	37.71
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	13.30	14.61	16.42	17.28
其他非流动负债	444	444	444	444	收入增长率(%)	(14.19)	(7.03)	7.92	7.68
负债合计	7,038	7,709	8,404	9,485	归母净利润增长率(%)	(56.38)	2.16	21.25	13.32
归属母公司股东权益	8,414	9,051	9,875	10,810					
少数股东权益	785	836	898	968					
所有者权益合计	9,198	9,886	10,773	11,777					
负债和股东权益	16,236	17,595	19,177	21,263					

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	1,162	1,535	2,175	每股净资产(元)	8.63	9.34	10.19	11.15
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)	465	347	400	ROIC(%)	9.55	6.75	8.58	8.68
现金净增加额	(786)	(326)	104	797	ROE-摊薄(%)	11.28	10.71	11.90	12.32
折旧和摊销	536	691	751	816	资产负债率(%)	43.35	43.81	43.82	44.61
资本开支	(1,108)	(1,414)	(1,614)	(1,614)	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.61	9.41	7.76	6.85
营运资本变动	(683)	(299)	(402)	8	P/B(现价)	1.09	1.01	0.92	0.84

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>