



2019-10-22

公司点评报告

买入/维持

上峰水泥(000672)

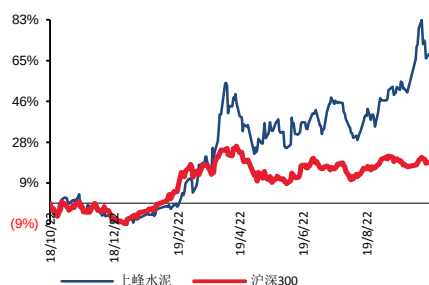
目标价: 22.23

昨收盘: 14.99

材料 材料 II

上峰水泥：三季度量价齐升，业绩再超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	814/814
总市值/流通(百万元)	12,196/12,196
12 个月最高/最低(元)	16.38/8.37

相关研究报告：

上峰水泥(000672)《Q1 量价齐升业绩超预期，预计全年高弹性》
--2019/04/25

上峰水泥(000672)《华东高景气带动业绩创新高，2019 年良好格局预计维持》
--2019/04/11

上峰水泥(000672)《上峰水泥：18Q4 华东价格创新高，全年业绩超预期》
--2019/01/18

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 45.8 亿(+26.32%)，归母净利润 15.4 亿元(+67.76%)，扣非归母净利润 14.4 亿元(+59.17%)，其中 Q3 实现营收 16.91 亿元(+9.56%)，归母净利润 5.91 亿元(+44.49%)，扣非后归母净利润 5.73 亿元(+43.27%)。

点评：

Q3 量价齐升推动业绩超预期。我们测算，公司 Q3 水泥熟料综合销量约 440 万吨，在去年同期高基数基础上同比增长 2%左右，由于公司产能 80% 以上在华东地区，得天独厚的产能布局使公司充分受益于华东地区高景气度，7、8 月份华东需求淡季不淡，水泥产量同比增长 8.92%和 9.24%，区域地产投资有韧性，提供需求支撑；我们测算 Q3 公司水泥熟料均价为 346 元/吨，同比提升 16 元/吨，华东良好供需格局支撑价格稳中有升，进入“金九银十”旺季，华东价格迅速回升，目前华东已经开启第三轮价格上涨，江西、福建开启第四轮价格上涨，Q4 华东仍将延续高景气度。我们测算公司 Q3 吨毛利在 180 元/吨以上，盈利仍处于高位；

现金流大幅改善，未来或提升分红比例。19 年前三季度公司经营净现金流约 17.8 亿元，同比增长约 7.8 亿，其中在手现金约 11.3 亿元，同比增长 2 亿元，我们认为，随着旺季价格上涨，四季度公司盈利仍将维持高位，现金流有望继续改善。充足的现金流一方面保障公司各业务的顺利进行，另一方面偿还有息债务优化债务结构，报告期末公司资产负债率已经降至 43.5%左右，同比下降约 10 个百分点；随着公司现金流不断改善，未来不排除提升分红比例，加大力度回报股东。

区域需求有支撑，错峰生产依旧有序。1-9 月份华东地区水泥累计产量同比增长 9.34%，需求表现为最稳健的区域，短期来看地产投资有韧性，新开工及施工规模仍维持在高位，同时长三角地区对棚改货币化安置依赖程度较低，棚改货币化比例的减少对区域地产投资影响较小；而在加大基建逆周期调节的背景下，基建投资已经逐步回暖，长三角作为经济发达地区，基建项目落地率更高，从而提供需求支撑，短期来看，华东地区水泥需求总体将保持平稳；而供给端，华东地区淡季错峰生产依然有序，尤其在环保压力比较大的区域，限产有望进一步收紧，整体华东地区处于供需紧平衡，在贸易平台运转日益成熟的背景下，龙头企业的引导作用愈发凸显，Q4 区域有望延续高景气度。

《稳中求进战略发展规划》打开未来成长空间。近期公司发布中期战略规划，未来将通过收购及新建水泥产能，达到中期水泥熟料规模增加 70% 左右，同时技改原有生产线后，水泥产品总产能规划目标提升 80%左右；

此外，公司积极延伸产业链，在宁夏等区域投资新建骨料项目，未来骨料业务规模将达到年产能 1000 万吨以上，拓展水泥窑协同处置环保业务，未来力争水泥窑协同处置业务占公司总营收的 30% 以上。公司一系列举措将打开新的成长空间，产业链延伸带来新的业绩增长点。

投资建议：我们上调 2019-2021 年公司归母净利润为 20.1、22.1、24.6 亿元，EPS 分别为 2.47、2.72 和 3.03 元，对应 19-21 年 PE 估值分别为 6、5.5 和 5 倍，上调目标价至 22.23 元，维持“买入”评级。

风险提示：需求低于预期，新增产能投放大于预期，原燃料价格持续上涨超预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5305	6220	6622	7180
(+/-%)	15.63	17.25	6.46	8.43
净利润(百万元)	1472	2011	2213	2462
(+/-%)	85.96	36.57	10.04	11.27
摊薄每股收益(元)	1.81	2.47	2.72	3.03
市盈率(PE)	4.66	6.07	5.51	4.95

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	533	915	2858	4880	7018	营业收入	4588	5305	6220	6622	7180
应收和预付款项	206	240	274	289	311	营业成本	2996	2827	3040	3163	3365
存货	901	1145	1101	1145	1218	营业税金及附加	68	61	72	77	83
其他流动资产	801	1205	1314	1363	1431	销售费用	106	109	128	136	147
流动资产合计	2441	3505	5548	7677	9978	管理费用	265	266	312	332	360
长期股权投资	182	179	179	179	179	财务费用	125	93	15	-27	-64
投资性房地产	6	5	5	5	5	资产减值损失	6	17	25	18	15
固定资产	2350	2218	2010	1804	1585	投资收益	-8	34	60	45	30
在建工程	40	61	115	170	228	公允价值变动	0	-21	8	0	0
无形资产开发支出	658	718	721	725	727	营业利润	1058	1982	2696	2968	3303
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-3	-7	10	10	10
其他非流动资产	3547	3497	3347	3199	3040	利润总额	1055	1975	2706	2978	3313
资产总计	5988	7002	8895	10876	13018	所得税	288	488	669	736	819
短期借款	1362	813	291	233	26	净利润	768	1487	2037	2242	2495
应付和预收款项	663	931	1140	1202	1293	少数股东损益	-24	15	27	29	33
长期借款	278	131	121	101	71	归母股东净利润	792	1472	2011	2213	2462
其他负债	1334	1560	2064	2144	2263	预测指标					
负债合计	3637	3436	3616	3681	3654		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	814	814	814	814	814	毛利率	34.69%	46.70%	51.12%	52.23%	53.14%
资本公积	-964	-964	-964	-964	-964	销售净利率	17.26%	27.76%	32.33%	33.42%	34.29%
留存收益	2318	3709	5394	7281	9418	销售收入增长率	57.32%	15.63%	17.25%	6.46%	8.43%
归母公司股东权益	2244	3455	5140	7027	9164	EBIT 增长率	336.64%	75.10%	31.59%	8.45%	10.13%
少数股东权益	107	112	138	168	200	净利润增长率	445.19%	85.96%	36.57%	10.04%	11.27%
股东权益合计	2351	3567	5279	7195	9364	ROE	35.28%	42.62%	39.12%	31.49%	26.87%
负债和股东权益	5988	7002	8895	10876	13018	ROA	13.22%	21.03%	22.61%	20.34%	18.91%
现金流量表(百万)						ROIC	25.59%	47.30%	81.04%	94.75%	114.38%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.97	1.81	2.47	2.72	3.03
经营性现金流	1029	1818	2587	2554	2828	PE (X)	10.02	4.66	6.07	5.51	4.95
投资性现金流	-234	-561	-91	-113	-118	PB (X)	3.52	1.99	2.37	1.74	1.33
融资性现金流	-783	-985	-553	-419	-572	PS (X)	1.72	1.29	1.96	1.84	1.70
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA (X)	6.22	2.97	3.28	2.40	1.53

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。