

上峰水泥(000672)

公司研究/点评报告

受益水泥量价齐升，19 年净利同比增 58.4%

—上峰水泥 2019 年报点评

点评报告/建材行业

2020 年 4 月 15 日

一、事件概述

公司发布 2019 年年报，2019 年营收 74.1 亿元，同比增长 39.7%，归母净利 23.3 亿元，同比增长 58.4%，归母扣非净利 21.8 亿，同比增 49.2%。

二、分析与判断

➤ 受益水泥量价齐升，公司 19 年净利同比增长 58.4%

据公司公告，2019 年水泥熟料综合销量 1632 万吨，同比增 14%。2019 年全国累计水泥产量 23.3 亿吨，同比增长 6.1%，公司水泥销量增速高于全国平均水平。2019 年公司营收 74.1 亿元，同比增长 39.7%，归母净利 23.3 亿元，同比增 58.4%，归母扣非净利 21.8 亿，同比增 49.2%，主营业务毛利率 48.31%，同比增加 1.66 个百分点，销售净利润率 32.08%，同比增加 4.05 个百分点。营收和净利同比大幅增长主要是水泥量价齐升所致。销售费用 1.3 亿，同比增 23%，主要是产品销量上升，产品装卸费和包装费同比上升影响。管理费用 3.2 亿，同比增 21%，主要是员工持股计划激励的成本计入管理费，以及并购新的子公司，管理规模扩大影响。财务费用 0.6 亿，同比下降 33%，主要是归还部分银行借款导致利息支出下降，同时利用存量资金购买高利率存款使利息收入上升。

➤ 华东水泥领军企业，持续受益长三角一体化和西部大开发。

公司当前熟料年产能 1300 万吨，水泥约 1,50 万吨，拥有新型干法水泥熟料生产线十条，在建水泥熟料生产线三条，主要布局在长三角（华东当前营收占比 94%），同时近年来在西部“一带一路”的新疆、宁夏、境外吉尔吉斯斯坦等地区，以及南部的贵州、广西等地展开布局，并掌握了充足优良的石灰石资源储备，为下一步增量发展打开了空间。

➤ 技术与经验优势使得毛利率、ROE 等保持行业前列。

上峰水泥具有超过 40 年水泥专业化发展历史，国内最早投入新型干法水泥工艺生产与研究的的企业之一，公司工艺先进，设备精良，高效稳定，各熟料生产线均配备了余热发电系统，自动化控制程度较高，掌握和具备了低碳燃烧和脱硝等环保与节能技术。管理团队具有多年水泥专业化管理经验，对水泥及相关产品生产制造与管理控制具有丰富的技术经验。2019 年公司主营毛利率 48%，ROE53%等营运指标保持同行业上市公司前列。

➤ 水泥行业加大淘汰落后产能力度，供需格局未来持续向好。

近期，中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》。水泥行业淘汰落后产能指导目录主要内容有：单套粉磨水泥产能 100 万吨以下的粉磨设施（特种水泥除外）；水泥熟料产能利用率 70%以下的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2020 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前）；水泥熟料产能利用率 70%以上的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022 年底前）等。我们判断随着淘汰落后产能指导目录的推进，水泥供需格局将持续优化，公司有望持续受益。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 3.15 元、3.67 元、4.30 元，对应 PE 分别为 7.1 倍、6.1 倍、5.2 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 9 倍，给予推荐评级。

四、风险提示：

华东地区基建和地产增速下滑；水泥淘汰落后产能速度放缓。

推荐

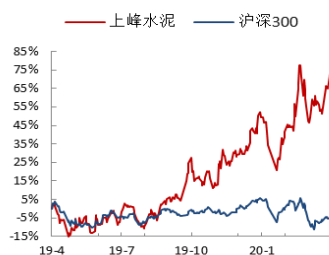
首次评级

当前价格： 22.25

交易数据 2020-4-14

近 12 个月最高/最低(元)	22.81/10.93
总股本(百万股)	813.62
流通股本(百万股)	813.62
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	181.03
流通市值(亿元)	181.03

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,412	8,146	9,288	10,551
增长率 (%)	39.7%	9.9%	14.0%	13.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,331	2,562	2,985	3,499
增长率 (%)	58.4%	9.9%	16.5%	17.2%
每股收益 (元)	2.93	3.15	3.67	4.30
PE (现价)	7.6	7.1	6.1	5.2
PB	3.3	2.5	2.0	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,412	8,146	9,288	10,551
营业成本	3,795	4,116	4,651	5,228
营业税金及附加	120	132	151	171
销售费用	134	147	167	190
管理费用	323	355	405	460
研发费用	57	63	72	82
EBIT	2,982	3,334	3,842	4,420
财务费用	62	(93)	(155)	(264)
资产减值损失	(3)	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
营业利润	3,160	3,493	4,070	4,768
营业外收支	(8)	0	0	0
利润总额	3,152	3,487	4,063	4,761
所得税	774	856	998	1,169
净利润	2,378	2,631	3,065	3,592
归属于母公司净利润	2,331	2,562	2,985	3,499
EBITDA	3,328	3,728	4,263	4,874
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2780	2641	5221	7373
应收账款及票据	189	930	854	815
预付款项	93	106	130	136
存货	903	1800	1176	2023
其他流动资产	217	217	217	217
流动资产合计	5053	6044	8550	11034
长期股权投资	202	204	207	209
固定资产	2652	2754	2888	3112
无形资产	1393	1526	1735	2020
非流动资产合计	4846	4815	4905	5150
资产合计	9899	10858	13455	16184
短期借款	1197	0	0	0
应付账款及票据	1005	1171	1279	1436
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3834	3008	3524	3816
长期借款	52	52	52	52
其他长期负债	191	191	191	191
非流动负债合计	286	286	286	286
负债合计	4120	3293	3810	4102
股本	814	814	814	814
少数股东权益	350	418	498	591
股东权益合计	5780	7565	9645	12082
负债和股东权益合计	9899	10858	13455	16184

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	39.7%	9.9%	14.0%	13.6%
EBIT 增长率	46.1%	11.8%	15.2%	15.0%
净利润增长率	58.4%	9.9%	16.5%	17.2%
盈利能力				
毛利率	48.8%	49.5%	49.9%	50.4%
净利润率	31.5%	31.5%	32.1%	33.2%
总资产收益率 ROA	23.6%	23.6%	22.2%	21.6%
净资产收益率 ROE	42.9%	35.9%	32.6%	30.4%
偿债能力				
流动比率	1.3	2.0	2.4	2.9
速动比率	1.1	1.4	2.1	2.4
现金比率	0.8	1.0	1.6	2.0
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	7.9	10.0	9.3	9.1
存货周转天数	97.1	118.1	115.2	110.1
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	2.9	3.1	3.7	4.3
每股净资产	6.7	8.8	11.2	14.1
每股经营现金流	3.8	2.8	5.0	4.9
每股股利	0.9	1.0	1.2	1.4
估值分析				
PE	7.6	7.1	6.1	5.2
PB	3.3	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	4.9	4.1	3.0	2.2
股息收益率	4.0%	4.7%	5.4%	6.4%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,378	2,631	3,065	3,592
折旧和摊销	354	394	421	454
营运资金变动	418	(759)	590	(41)
经营活动现金流	3,130	2,300	4,084	4,013
资本开支	355	366	516	704
投资	(359)	0	0	0
投资活动现金流	(1,107)	(366)	(516)	(704)
股权募资	99	0	0	0
债务募资	(20)	0	0	0
筹资活动现金流	(381)	(2,073)	(988)	(1,158)
现金净流量	1,642	(139)	2,580	2,152

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。