

量价齐升的华东水泥龙头

买入（首次）

2020年08月18日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001
13166018765

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,412	9,636	11,370	12,507
同比（%）	39.7%	30.0%	18.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	2,331	2,837	3,378	3,791
同比（%）	59.9%	21.1%	19.4%	12.1%
每股收益（元/股）	2.87	3.49	4.15	4.66
P/E（倍）	9.96	8.19	6.88	6.13

投资要点

- **随改革开放成长的领先民企。**上峰水泥创立于1978年，是一家主要从事水泥建材产品制造的跨区域企业集团。公司主要专注于从事水泥熟料、水泥、骨料等基础建材产品的生产制造和销售，其产品广泛应用于基础设施项目，以及城市房地产开发建设和农村市场。近年来，公司正在向水泥窑协同处置环保等相关产业升级拓展。公司的水泥主业产能规模居行业前20强，在具备水泥熟料年产能约1,300万吨，水泥约1,350万吨，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。
- **行业下游稳定，基建、房地产稳固需求。**作为公司的主要布局地区，华东及西部地区的基建项目在近年稳定增长。华东地区各省的基建项目数量繁多，总投资额高，同时该地区水泥价格也处于高位；西部地区的基建投入则在“一带一路”等政策扶持下不断增长，未来前景可期。下游另一重点，房地产行业则在政策收缩的背景下，集中化程度提升，需求趋于平稳。
- **巩固水泥优势，扩大骨料产能。**2019年，公司熟料及水泥产能较去年均有一定增长，其中熟料产能增长达9.11%而水泥产能增长为15.9%。此外，公司在华东地区拥有众多优质矿山资源、水泥和熟料生产中心，并在“一带一路”的沿线地区建设了新的制造基地，从而带动产能的稳增。同时，公司积极参与“一带一路”的建设，通过收购子公司、建设生产基地等方式，在西部广泛布局，寻找公司业务的新增长点。物流交通方面，公司工厂靠近长江水道、火车站等交通节点，自建的长江码头也完善了物流体系。而骨料作为公司近年的高利润产品业务，将在未来继续扩大投入，拥有资源基础的生产基地会配套部分骨料业务，预计未来骨料年产能将从300万吨大幅增至2000万吨。
- **危废处理紧跟政策，前景可期。**近年来国家对于环保工作逐渐重视，危废市场规模高速增长。公司迅速在环保领域布局，通过投资、合并等手段，已在宁夏和铜陵启动大型的水泥窑协同处置危废项目，预计在本年内逐步形成营业收入。
- **投资建议：**预计公司2020-2022年实现营收分别为96.36亿元、113.70亿元、125.07亿元，同比增速分别为30.0%、18.0%、10.0%；实现归属母公司股东净利润分别为28.37亿元、33.78亿元、37.91亿元，同比增速分别为21.1%、19.4%、12.1%，目前业绩对应2020-2022年的PE分别为8.19倍、6.88倍、6.13倍。公司未来营收以及业绩维持稳健增长，且目前估值处于过去十年来的低位水平，因此，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**雨水天气影响超预期风险；错峰限产政策风险；疫情影响超预期风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.55
一年最低/最高价	11.57/31.98
市净率(倍)	4.06
流通A股市值(百万元)	23228.85

基础数据

每股净资产(元)	7.03
资产负债率(%)	35.17
总股本(百万股)	813.62
流通A股(百万股)	813.62

相关研究

内容目录

1. 随着改革开放成长的优质水泥民企	4
2. 行业下游稳定，增长可期	6
2.1. 基建投入平稳，重大区域需求可观	7
2.1.1. 华东地区：重点建设项目数量众多，基建引领全国	8
2.1.2. 西部地区：国家战略推动基建发展	11
2.2. 房地产：政策趋严下需求依然稳定	13
3. 巩固水泥优势，扩大骨料产能	14
3.1. 水泥产能稳步增长	14
3.2. 布局西部，寻找业务新增长点	15
3.3. 地理位置优良，水运码头加强物流体系	16
3.4. 骨料产能成倍增长，将是未来扩产能重点	18
4. 危废处理：国家支持，公司新布局	19
4.1. 政策扶持力度大，行业需求前景好	19
4.2. 公司危废处理业务正起航	21
5. 盈利预测与投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 近年公司营业收入 (亿元) 及增长率 (%)	5
图 2: 近年公司净利润 (亿元) 及增长率 (%)	5
图 3: 公司业务地区占比	5
图 4: 2011-2019 年中国水泥产量 (万吨) 及增速 (%)	6
图 5: 2014-2019 年我国固定资产投资额 (亿元)	7
图 6: 2010-2018 年全国及华东地区铁路密度	8
图 7: 2015 年来华东地区水泥价格指数	8
图 8: 2015 年来华东地区部分省市债务余额限额 (亿元)	9
图 9: 华东部分省份及全国固定资产投资完成额累计同比 (%)	10
图 10: 西部陆海新通道地理位置示意图 (全国)	12
图 11: 近年西部地区交通固投 (万元) 及增长率 (%)	13
图 12: 近 3 年西部地区 PPP 项目落地数	13
图 13: 2013-2019 年新开工房屋面积及土地购置面积	14
图 14: 2013-2019 年我国部分省城镇化率 (%)	14
图 15: 上峰水泥厂区图	16
图 16: 公司安徽工厂地理位置	17
图 17: 公司自建码头	18
图 18: 2015-2019 年上峰水泥及骨料产能 (万吨)	19
图 19: 2011-2017 年我国危废物处置量及产生量 (万吨)	20
图 20: 公司危废处理厂区	22
图 21: 公司 PE-Band	23
表 1: 公司股权结构 (截至 2020 年 8 月 18 日)	4
表 2: 2019 年公司营业收入分产品构成	5
表 3: 2019 年全球十大水泥企业	7
表 4: 2020 年浙江省重点建设及预安排项目计划项目概括	10
表 5: 《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》部分与基建有关内容	12
表 6: 2019 年公司水泥产能概览	14
表 7: 部分子公司生产能力	15
表 8: 2019 年来部分环保政策	19
表 9: 水泥窑协同处置优点	21

1. 随着改革开放成长的优质水泥民企

上峰水泥创立于 1978 年，是一家主要从事水泥建材产品制造的跨区域企业集团。四十年栉风沐雨，上峰水泥已从集体企业发展成今天国际化水泥建材生产与服务集团，深交所主板上市公司，中国水泥 20 强，公司 2006 年被国家发改委、国土资源部、中国人民银行等列入国家重点支持的水泥工业结构调整大型企业（集团）60 强，连续五年被评为中国水泥熟料产能 30 强，主板上市公司诚信 50 强。

公司的最大股东是浙江上峰控股集团有限公司，其拥有的公司股数为 2.63 亿，占到总股本比例的 32.37%。第二大股东为南方水泥有限公司，持股 1.17 亿，占比为 14.40%，远低于浙江上峰控股集团有限公司。

表 1：公司股权结构（截至 2020 年 8 月 18 日）

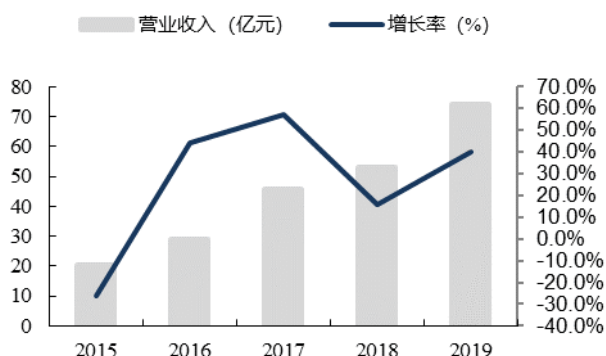
股东名称	持股数	占总股本比例
浙江上峰控股集团有限公司	2.63 亿	32.37%
南方水泥有限公司	1.17 亿	14.40%
铜陵有色金属集团控股有限公司	8392.97 万	10.32%
浙江富润股份有限公司	4700 万	5.78%
香港中央结算有限公司	1638.85 万	2.01%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司多年来主要专注于从事水泥熟料、水泥、特种水泥、混凝土、骨料等基础建材产品的生产制造和销售。近年来，公司充分应用已有资源向相关产业延伸，目前正在向水泥窑协同处置环保和智慧物流等相关产业升级拓展。主要产品包括 42.5 级水泥、52.5 级水泥和油井特种水泥等，广泛应用于铁路、公路、机场、水利工程、油井等基础设施或大型重工业设施项目，以及城市房地产开发建设和农村市场，公司的混凝土和骨料也应用于上述各类建筑工程和建筑设施。水泥熟料是水泥的半成品，公司部分水泥熟料直接销售给市场水泥粉磨企业。

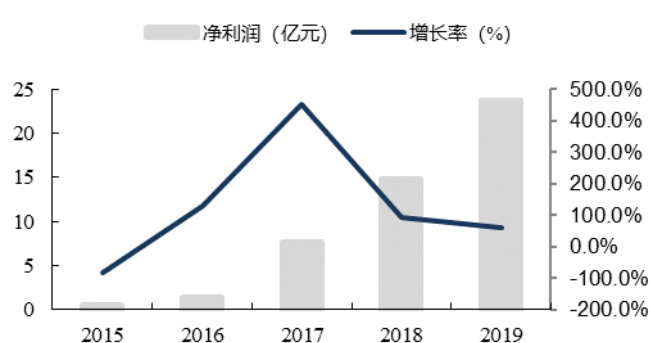
公司的水泥主业产能规模居行业前 20 强，据 2020 年半年报，公司在浙江、安徽、江苏、宁夏、新疆、贵州、广西、江西、山东等 9 个省份和境外的吉尔吉斯斯坦等国家拥有约 40 多家子公司，具备水泥熟料年产能约 1,300 万吨，水泥约 1,350 万吨，拥有新型干法水泥熟料生产线十条，在建水泥熟料生产线三条。公司在 2019 年实现营业总收入 74.12 亿元，同比增长 39.37%；净利润 23.78 亿元，同比增长 59.90%，保持多年以来的稳健增长态势。

图 1: 近年公司营业收入 (亿元) 及增长率 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 2: 近年公司净利润 (亿元) 及增长率 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司的营业收入构成占比最大的是水泥业务, 2019 年该业务所带来的收入多达 43.15 亿元, 占 58.21%; 同时, 房地产与骨料业务增长迅速, 其中砂石骨料业务在 2019 年带来了 4.60 亿元的收入, 同比增长达 280.42%, 是公司未来重要的业务增长点。

表 2: 2019 年公司营业收入分产品构成

产品类型	金额 (亿元)	营业收入比重	同比增减
熟料	17.06	23.01%	7.53%
水泥	43.15	58.21%	33.07%
混凝土	1.86	2.52%	23.65%
砂石骨料	4.60	6.20%	280.42%
房地产	6.75	9.11%	327.92%
其他产品与业务	0.70	0.95%	50.75%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

根据公司 2019 年年报, 华东地区的收入占公司营业收入的 93.85%, 较 2018 年的 94.82% 减少了 0.97 个百分点, 仍然在公司的业务中占据着重要地位。同时公司在华东地区具有产能集中规模的优势, 且由于该区域供给格局稳定而需求强劲, 库存普遍保持低位而市场价格相对最优, 公司未来仍将华东地区作为业务重点地区进行经营。同时, 公司通过收购宁夏、新疆公司, 与广西企业开展合作等手段, 逐步布局西部地区, 将该地区作为未来业务的重要增长点。

图 3: 公司业务地区占比

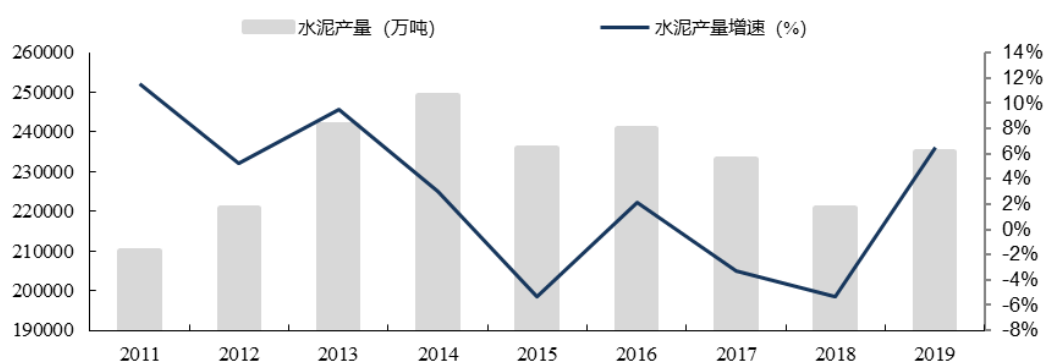


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 行业下游稳定，增长可期

我国的水泥产量已连续十余年位居世界第一，在2011年时产量就达到了20.9亿吨。然而，随着城镇化进程进入缓慢增长的中后期，以及人口结构和经济结构的调整，我国的水泥产量逐步稳定，增速自2011年来处于波动下滑的趋势，部分年度甚至是负增长的状态。2019年，在固定资产投资和基础建设增长需求拉动下，行业总需求保持增长，而供给端受到行业调控政策的严格限制和石灰石资源供应的控制影响，以及应急减排错峰生产、环保政策升级、行业集中度的提升、落后产能退出等影响，实际有效供给产出得到抑制，水泥市场总体供需矛盾得到改善，局部区域和局部时段供应甚至出现短缺；在区域上，华东等局部地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格避免了大幅起落，全年总体平稳保持了较高景气度。

图 4：2011-2019 年中国水泥产量（万吨）及增速（%）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

从行业参与者来看，中国的水泥企业在国际上具有着较强的影响力。根据环球水泥网公布的2019年水泥产能排名，全球前10大水泥企业中有4家中国企业，总产能占据

了全球总产能的 23%，其中海螺水泥排名超过拉法基豪瑞跃居榜单第二。

同时，根据《2020 年水泥行业去产能行动计划》，到 2020 年，水泥行业前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%，水泥产能集中度达到 60%，未来行业的集中度将进一步提升。

表 3：2019 年全球十大水泥企业

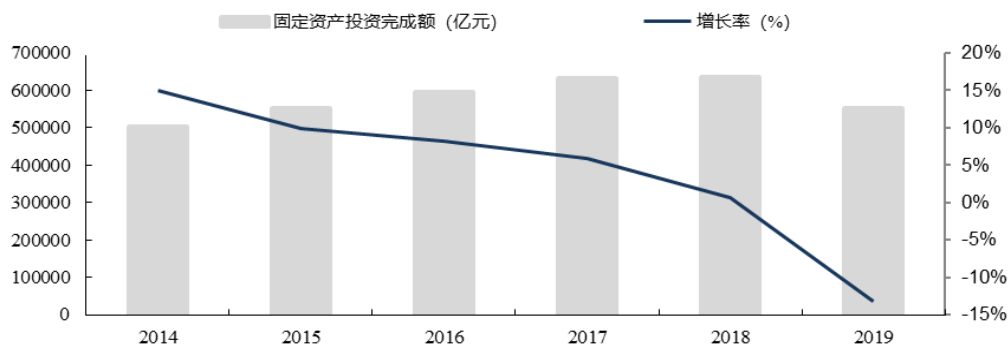
排名	企业名称	收入 (亿美元)	产销量 (亿吨)	产能 (亿吨)	产能占比 (%)
1	中国建材	326	2.58	5.21	11.6
2	海螺水泥	191	2.98	3.53	8.0
3	拉法基豪瑞	269	2.21	3.05	7.5
4	海德堡水泥	202	1.30	1.96	4.2
5	西麦斯	144	-	0.93	2.1
6	UltraTech 水泥	52	-	0.90	2.1
7	华润水泥	49	0.83	0.83	1.8
8	台泥水泥	171		0.81	1.6
9	沃特兰亭	8		0.70	1.5
10	CRH	268		0.63	1.4
合计				18.55	41.8

数据来源：环球水泥网、东吴证券研究所

2.1. 基建投入平稳，重大区域需求可观

尽管我国经济在近年来面临增速下行压力，经济结构转型走进关键期，但投资仍然不可或缺且是稳定经济运行的基础动力。根据国家统计局数据，2019 年全国固定资产投资达 55.15 万亿元，相较之前年度有一定下滑，但总量依然可观，同期全国基础设施投资同比增长 3.8%，与 2018 年持平。水泥行业也因此受益于需求增长和供给压缩的超预期总体稳中向好。

图 5：2014-2019 年我国固定资产投资额（亿元）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

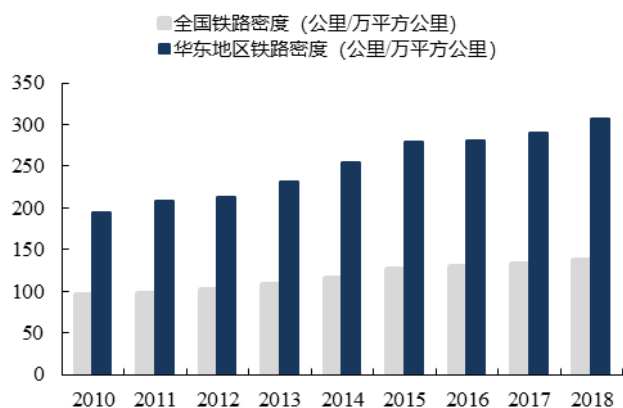
在传统基建项目之外,新基建的概念在2018年年底的中央经济工作会议中被提出,并被列入2019年政府工作报告,主要涉及5G网络、数据中心、高铁/轨道交通等新型基础设施建设。在新基建项目进行的同时,传统基建项目,例如高速公路等仍然占据重要地位,是新基建发展的有效支撑。因此,我们认为在未来的投资当中,“老基建”仍然是建设的重点内容之一。

2.1.1. 华东地区：重点建设项目数量众多，基建引领全国

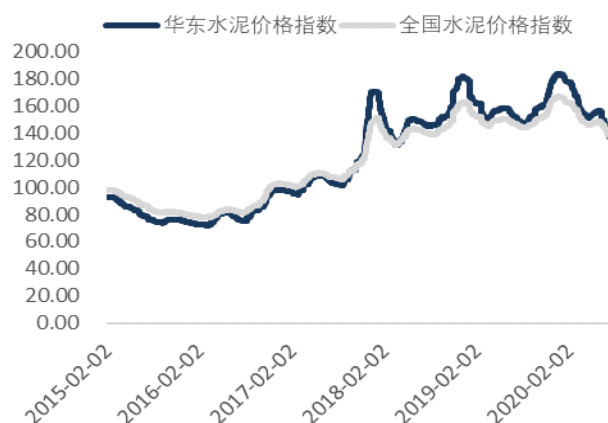
作为我国经济最为发达的地区之一,华东地区是我国的第一大水泥市场,不仅基础设施建设投资力度较大,城镇化率也属于全国领先水平。2010年至2018年,整个华东地区的铁路密度远远超出全国铁路密度,从2010年的194.91公里/万平方公里增长至2018年的306.87公里/万平方公里,铁路密度增长速度达到57%,而全国铁路密度从94.98公里/万平方公里增长至136.9公里/万平方公里,铁路密度增长速度为44%,低于华东地区的铁路密度增长速度。

图 6: 2010-2018 年全国及华东地区铁路密度

图 7: 2015 年来华东地区水泥价格指数



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

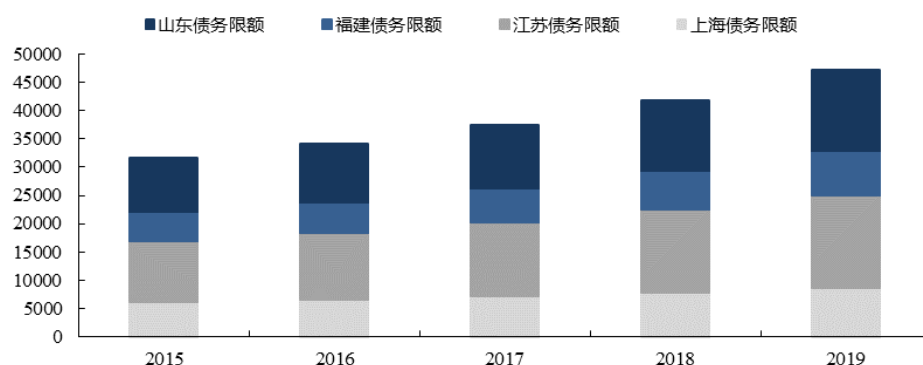


数据来源：中国水泥网、东吴证券研究所

从 2018 年后，华东地区的水泥价格指数便长期高于全国水泥价格指数，虽然有着较大的波动，但也基本稳定在一个区间内，短时间内较小概率出现大幅增加或降低。因此，华东地区产销的水泥企业可通过更高价格卖出水泥产品，同时收入在近期相对稳定。伴随着国家环保政策的进一步落实，以及水泥行业错峰生产方案的推广，华东水泥的竞争格局将进一步优化，总体发展前景良好。

自 2015 年来，随着华东地区经济的快速发展，各政府的债务余额限额也不断提升。上海市的债务余额限额从 2015 年的 6018.5 亿元增长至 2019 年的 8577.10 亿元，增速达 43%。而江苏、福建及山东都达到了 50% 以上。债务余额限额的扩大使得地方政府在投融资方面有着更大的决策空间，在基建方面也可以投入更多的资金。

图 8：2015 年来华东地区部分省市债务余额限额（亿元）



数据来源：财政部、东吴证券研究所

因此，除去水泥价格等因素，华东地区各地方政府也大力支持开展基建工作。华东

地区 7 个省及直辖市的 2020 年重点建设项目相较 2019 年都有增加，明确提出的重点项目数为 3197 项。此外，项目投资额也比较大，除山东省外，项目年度计划投资达 31,509 亿元。

根据浙江省“4+1”重大项目建设计划（2018—2022 年），省内将推进 301 个标志性、引领性的重大项目，5 年计划完成投资 2.95 万亿元。浙江省发改委发布的《2020 年省重点建设及预安排项目计划》也提到 2020 年安排省重点建设项目 670 个，总投资 30489 亿元，年度计划投资 4150 亿元。其中新增项目 119 个，总投资 6809 亿元，年度计划投资 828 亿元；结转项目 551 个，总投资 23680 亿元，年度计划投资 3322 亿元。

表 4：2020 年浙江省重点建设及预安排项目计划项目概括

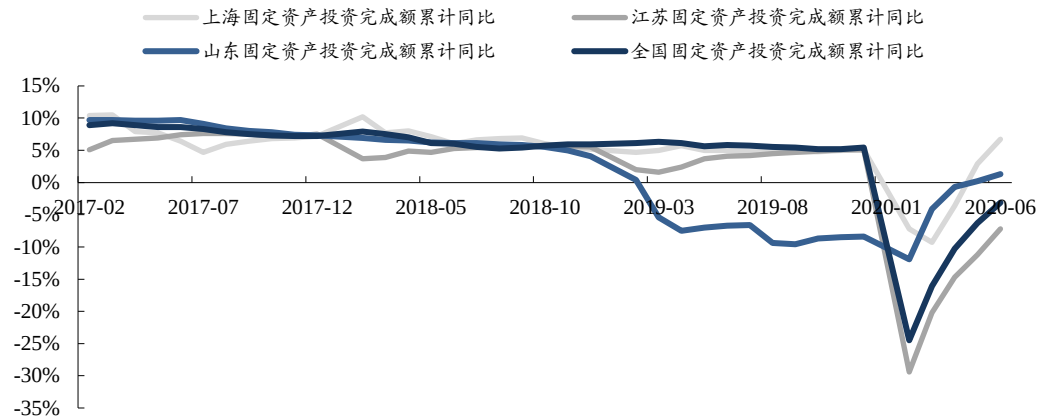
行业	项目数量	总投资金额（亿元）
交通建设	219	13,187
生态环保、城市更新和水利设施	261	8,952
高新技术与产业工程	190	8,350

数据来源：浙江省发改委、东吴证券研究所

华东地区的另一大省份，安徽，同样计划大力开展基础设施建设投资。安徽省政府发布了《2020 年重点项目投资计划》，计划中共有 6878 个项目，较 2019 年增长 13.4%。计划投资总额达 13054.6 亿元，其中续建项目 4295 个，计划开工项目 2583 个。战略性新兴产业、传统产业升级改造等制造业项目共计 3063 个，年度计划投资 4267.1 亿元，其中战略性新兴产业项目占比达 44.5%、传统产业升级改造项目占比达 32.7%。

从固定资产投资完成额累计同比来看，华东地区大部分省份的累计同比降幅低于全国平均，现已全面复工复产，恢复速度较快。其中，山东在 2020 年 1 月至 6 月固定资产投资完成额累计同比 1.3%，在华东地区低于上海，优于江苏，远远超出全国的平均水平。上海的 2020 年前 6 个月固投完成额累计同比达 6.7%，已经基本恢复疫情前水平。

图 9：华东部分省份及全国固定资产投资完成额累计同比（%）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

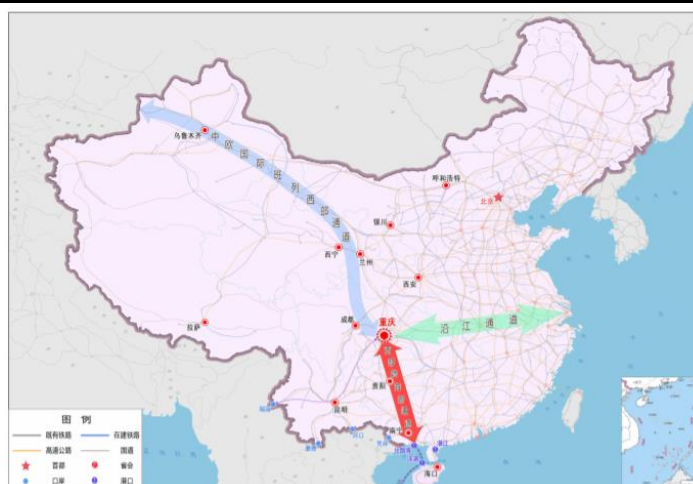
此外，华东地区作为长江中下游地段，在 2020 年 7 月遭受到了严重的洪水灾害。由于这一次洪涝灾害影响较大，国家对于防洪防灾的工作更为重视。2020 年 7 月 13 日，国家出台政策部署了今年及后续 150 项重大水利工程建设，总投资约 1.29 万亿元，预计能够带动直接和间接投资约 6.6 万亿元，建成后预计可新增防洪库容约 90 亿立方米，治理河道长度约 2950 公里。在建和新开工水利工程的加速落地将有效刺激对水泥的需求。同时，由于洪涝灾害受灾面积大、对基础设施破坏力强等原因，灾区重建工作需要大量的基建项目，而基建投资加大也意味着对水泥需求的提升。

2.1.2. 西部地区：国家战略推动基建发展

西北地区地域辽阔，近年来在西部大开发、“一带一路”战略的政策扶持下发展迅速。西部地区经历了 20 年的开发，基础设施条件得到基本改善，外资也正逐渐向西部地区转移，随着“一带一路”的落实，互联互通的开放模式加大了西部交通基础设施升级的需求，也成为中国未来基建投资的主要投向。中国社科院研究员陈耀认为，通过基础设施互联互通，陆上和海上连接亚欧非形成大通道，向西开放陆路基础设施的投入将会提升。同时多年前就已经提出但还未开始建设的川藏公路、一些过去难度比较大的道路建设，以及一些大的水利工程、饮水工程，特别是针对西北地方干旱缺水的调水工程等，都是未来基础设施建设完善和升级的方向。

以交通基础设施建设为例，根据《西部陆海新通道总体规划》，我国将统筹各种运输方式，围绕建设大能力主通道和衔接国际运输通道，进一步强化铁路、公路等交通基础设施，提升沿海港口功能，着力构建完善的交通走廊。同时，大力培育枢纽经济，建设陆港经济区、临空经济区等项目。

图 10: 西部陆海新通道地理位置示意图 (全国)



数据来源: 国家发改委、东吴证券研究所

2020 年 5 月, 中共中央、国务院又发布了《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》(下文称《意见》), 强化基础设施规划建设, 对加快形成西部大开发新格局, 推动西部地区高质量发展提出了三十六条具体措施。该《意见》指出, 西部地区需要进一步提高基础设施通达度、通畅性和均等化水平, 推动绿色集约发展。加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设, 拓展区域开发轴线。强化资源能源开发地干线通道规划建设。加快川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西(宁)成(都)铁路等重大工程规划建设。

表 5: 《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》部分与基建有关内容

方向	具体措施
贯彻新发展理念, 推动高质量发展	强化基础设施规划建设。加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设, 拓展区域开发轴线。
以共建“一带一路”为引领, 加大西部开发力度	强化开放大通道建设。积极发展多式联运, 加快铁路、公路与港口、园区连接线建设。
加大没利息不建设力度, 筑牢国家生态安全屏障	拓展区际互动合作。积极对接京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设。
加大没利息不建设力度, 筑牢国家生态安全屏障	加快推进西部地区绿色发展。加快西南地区城镇污水管网建设和改造, 加强入河排污口管理, 强化西北地区城中村、老旧城区和城乡结合部污水截流、收集、纳管工作。
加强政策支持和组织保障	财税支持。中央财政对西部地区实行差别化补助, 加大倾斜支持力度。 用地政策。继续实施差别化用地政策, 新增建设用地指标进一步向西部地区倾斜。 加强对基础设施领域补短板项目的用地保障。

数据来源：华商网、东吴证券研究所

2011 年至 2018 年间，西部地区的交通固定资产投资增速都处于高位，但在 2018 年及 2019 年已经进入到了一个稳定的阶段，投资总额稳定在 1.038 万亿元左右。随着《西部陆海新通道总体规划》、《意见》等新政策的公布，西部将迎来新一轮的基础设施投资建设，未来将会有更多的资金涌入西部参与当地基建。

同时，在国家税收优惠等政策的扶持下，西北地区的基建项目投资热情也逐年升高。以基建为主的 PPP 项目在西部地区的落地数逐年上升，已经从 2018 年 7 月份的 1208 项增加至 2020 年 6 月的 1970 项，增长率达 63.07%。例如西北地区的 G341 胶南至海晏公路加定至西海段、甘肃省酒泉市肃州区洪水河水库项目、新疆维吾尔自治区 G3018 线精河至阿拉山口公路 PPP 项目、陕西省商洛市丹（凤）宁（陕）高速公路丹凤至山阳段工程 PPP 项目等，分别坐落于西部各省，均是投资额在 10 亿元以上的重点项目，既促进了西部地区的交汇和补充基础设施建设的短板，又能大幅提升水泥的需求。

图 11：近年西部地区交通固投（万元）及增长率（%）



数据来源：交通部、东吴证券研究所

图 12：近 3 年西部地区 PPP 项目落地数



数据来源：财政部、东吴证券研究所

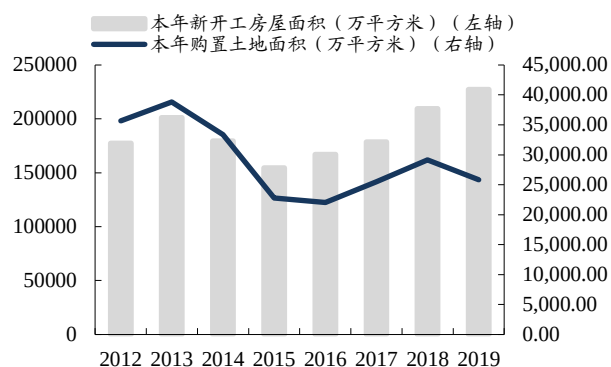
2.2. 房地产：政策趋严下需求依然稳定

据中房智库统计，2019 年以来全国各地出台房地产调控政策约 595 次，较 2018 年增长 35%。十九届四中全会对中国未来发展建设的制度框架做出战略安排，以“房住不炒”为原则、“因城施策”为策略、“长短结合”为战术的房地产行业调控体系正加速形成。

尽管政策趋严，但全国房地产开发投资稳中有升，2019 年全国房地产开发投资 132194 亿元，比上年增长 9.9%；房地产开发企业房屋施工面积 893821 万平方米，比上年增长 8.7%；房屋新开工面积为 227154 万平方米，增长 8.5%。本轮房地产周期的改善，

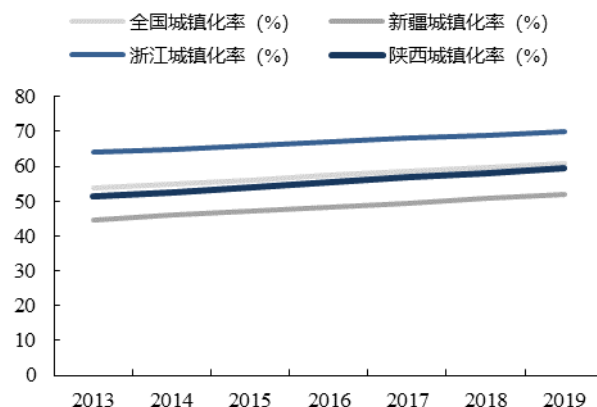
自 2015 年至今已经持续五年，其韧性大幅超出市场预期，我们认为其原因主要来自于低库存以及低利率，在上述两点前提未发生变化的情况下，预计房地产行业总体仍将保持平稳运行。

图 13: 2013-2019 年新开工房屋面积及土地购置面积



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图 14: 2013-2019 年我国部分省城镇化率 (%)



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

同时，我国中西部地区城镇化率仍然偏低，中西部省份，如新疆、陕西的城镇化率在 2019 年分别为 51.86% 和 59.43%，不仅远低于沿海发达省份，也未能达到国家平均水平。因此，随着工业化的提升，我国的城镇化仍然有很大的增长空间，未来房地产企业甚至整个建筑行业对水泥的需求都不会减少。

3. 巩固水泥优势，扩大骨料产能

3.1. 水泥产能稳步增长

2019 年，公司熟料产能约 1300 万吨，产能利用率约 95%，水泥产能约 1350 万吨，产能利用率约 84%，并提供优质的骨料、商品混凝土及其他建材产品和服务。

表 6: 2019 年公司水泥产能概览

项目	32.5 级水泥		42.5 级水泥		52.5 级水泥	
	本期数	较上年增减	本期数	较上年增减	本期数	较上年增减
生产量 (万吨)	206.03	5.48%	913.75	18.16%	14.32	45.98%
销售量 (万吨)	206.39	5.95%	906.77	19.52%	14.65	53.09%
库存量 (万吨)	0.26	-58.03%	0.51	-92.18%	0.09	-79.22%
销售毛利率	49.48%	4.86%	47.89%	5.21%	51.87%	7.06%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司以浙江诸暨为起点，以华东市场为核心，在中国沿长江经济带的安徽铜陵、安庆怀宁、阜阳颍上、江苏泰州、浙江诸暨和台州等地建立了大型的水泥和熟料生产中心；同时在“一带一路”上的新疆博州、乌苏和中亚吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、宁夏建设了新的水泥建材制造基地。在安徽铜陵和安庆地区，公司拥有自主开采权的优质石灰石矿山，开采条件便利，石灰石品质好，为各基地水泥熟料制造提供了长期稳定的资源保障。此外，公司的部分子公司拥有较强的生产能力，是现有产能的重要组成部分。此外，公司的产能集中规模优势主要在华东地区，因此公司通过并购、建设生产基地等方式开始扩大在西部地区的产能，加快推进贵州、广西、吉尔吉斯生产线项目投产，进而抢占当地市场份额。

表 7：部分子公司生产能力

公司名称	产能状况
铜陵上峰水泥股份有限公司	5 条 4,500T/D 熟料生产线；年产 600 万吨水泥粉磨； 年产 100 万吨砂石骨料
浙江上峰建材有限公司	2 条熟料生产线；2 条水泥粉磨生产线；年产 50 万方 混凝土产能
台州上峰水泥有限公司	年产水泥 100 万吨
博乐市上峰水泥有限公司	1 条 4,500t/d 熟料生产线；年产 200 万吨水泥粉磨
宁夏明峰萌成建材有限公司	1 条 4,500T/D 熟料生产线；1 条 2,500T/D 熟料生产线； 配套水泥产能
安徽上峰杰夏环保有限公司	水泥窑协同处置项目；危废处理与填埋项目

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 布局西部，寻找业务新增长点

公司在早期就积极参与“一带一路”的建设，在吉尔吉斯斯坦，乌兹别克斯坦，新疆，宁夏等地建设了大型水泥生产基地。

2015 年，上峰水泥收购了在新疆北疆距离阿拉山口口岸 70 余公里的博尔塔拉蒙古自治州博乐市中博水泥有限公司 70% 股权，使中博水泥成为上峰水泥在西北边陲的重要建材战略基地，与其在中亚吉尔吉斯等地的基地和布局相互呼应，公司整体规模竞争力稳步提升。

被收购的新疆中博水泥，处于新亚欧大陆桥的核心口岸阿拉山口口岸附近，是古丝绸之路的重要节点区域，也是中国企业走出去向“一带一路”国家发展的重要桥头堡之一。

对中博水泥的收购使得公司在西北市场布局处于有利的位置，符合公司战略发展规划。同时，该项目具备较好的石灰石资源优势，使得公司可以以更低成本购入原材料，提升产品竞争力。同时上峰水泥也对新疆中博水泥公司进行了技术改造，管理水平提升，推动了公司治理水平，带动盈利水平的增长。

2019 年，上峰水泥又收购宁夏第三大水泥企业——宁夏明峰萌成建材有限公司 65% 的股份，该水泥厂已投产，其控股子公司宁夏萌生环保科技有限公司拥有水泥窑协同处置和安全填埋场等环保项目。这一收购措施对于公司在环保领域的布局极为重要，不仅提升了公司的危废处置能力，也实现了研究实力的提升。由于被收购企业所在区域为宁夏盐池，位于陕、甘、宁、蒙四省区交界处，交通便利，区域优势明显，处于“丝绸之路经济带”的重要经济发展区域，对公司在“一带一路”新布局具有重要的战略意义。

图 15: 上峰水泥厂区图



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2019 年年 10 月，公司发布关于全资子公司对外投资设立合资公司的公告。公告称为进一步拓展主业规模，扩大产能优势，基于共同的合作经营理念和资源互补优势，公司全资子公司上峰建材拟与范佩阳、黄日升签署《关于组建都安上峰水泥有限公司的合作出资协议》，共同出资在广西壮族自治区河池市都安瑶族自治县设立“都安上峰水泥有限公司”，以开发、运营水泥项目。双方将通过新设方式成立合资公司，通过产能指标置换方式，在广西都安建设一条日产 5000 吨新型干法水泥熟料生产线和配套水泥粉磨站、余热发电、矿山工程、码头工程等项目，以及建筑骨料和危废及固废水泥窑协同处置等项目，进一步完善公司在西部地区的布局，响应国家《西部陆海新通道总体规划》。

3.3. 地理位置优良，水运码头加强物流体系

对于水泥行业，煤炭资源、矿石开采及运输通道是至为重要的三个方面，它们对水泥公司的生产成本及运输成本等支出有着重大影响。公司为了占有更有优势的地理位置，在安徽省铜陵市及安庆市怀宁分别县设立了子公司，铜陵上峰水泥和怀宁上峰水泥。这两个位置的水泥厂确保了上峰水泥在华东地区具有着优秀的水泥生产和运输能力。以怀宁上峰水泥地址为例，工厂距安庆市约 4km，距安庆民航机场约 5km，离合安铁路（合肥至安庆高速铁路）月山站仅 300m，毗邻 318、206 国道，交通运输极为便利。在这些子公司的助力之下，上峰水泥的生产成本与行业龙头海螺水泥基本持平，毛利率超过 50%，达到全行业第一。此外，上峰水泥在选址、建厂方面的优势以及带来的成本优势可以帮助上峰水泥在面对未来市场需求饱和等风险时有着更强的抵抗能力。

除去优良的地理位置，高效的码头物流体系对于水泥企业而言也是降低成本，提升效益的重要因素。在长江沿岸拥有自备码头，使得水泥运输半径超过同行业其他公司，物流体系不仅可以使产品销往整个华东地区，运输费用也控制在较低的水平，有利于未来发展，提升产品产业链完整度。

图 16: 公司安徽工厂地理位置



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2006 年 5 月 28 日，铜陵上峰水泥股份有限公司用于水泥熟料作业和卸煤作业的码头一期工程投入试生产，6 月初正式运营，从而使该公司一改以往租用大通等地码头进行货运的状况，大大提高了运输效率，也降低了运输成本。为了充分利用长江黄金水道，作为市政府重点扶持企业，上峰水泥自 2003 年就积极推进码头建设，筹措资金 6000 万元从武汉等地购买先进的货物装卸设备。仅一期码头的水泥熟料装载线日装货能力就为 5500 吨，作为码头一期工程的水泥熟料码头和卸煤码头年吞吐量为 400 万吨左右。同时后期码头也已完成建设投入使用。

图 17: 公司自建码头



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

同时，上峰水泥的码头运输建设也从未停下脚步，上峰水泥在 2020 年拟建新的水运码头，位于广西河池市，上游距离百龙滩水电枢纽坝址约 11.6km，下游距离乐滩枢纽约 64.6km。码头建设规模为建设 5 个 1000 吨级散货泊位，码头长度为 305m，设计年吞吐量为 547 万 t。红水河为国家高等级航道，是西南水运出海通道和西江黄金水道的组成部分，是西南地区富集资源向东部沿海地区输送的战略通道，通过西江至珠江黄金水道水路运输，可直抵珠、港、澳地区。目前红水河航道为国家高等级航道Ⅳ级航道，未来码头建成投产后上峰水泥的水泥、骨料等可直接通过水运运输，将大幅降低物流成本，也为上峰水泥在西南地区布局打下基础。

3.4. 骨料产能成倍增长，将是未来扩产能重点

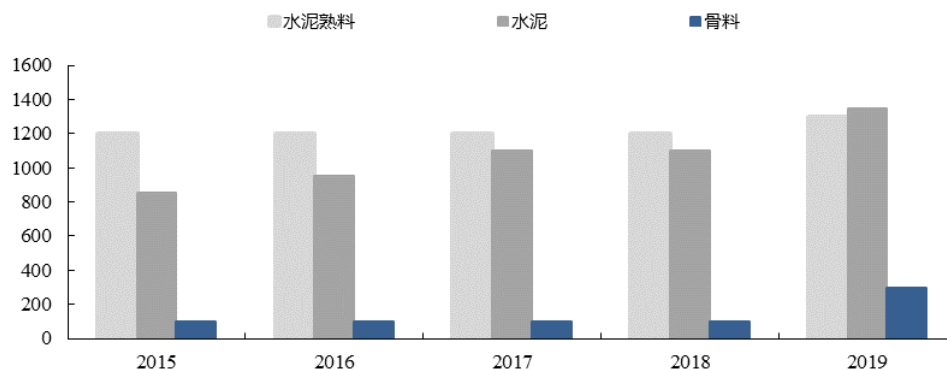
砂石骨料作为公司的主要产品之一，在 2019 年骨料的销量大幅度增长，且由于其较低的生产成本，已成为公司利润的重要组成部分。公司骨料产品细分为多类型的建筑用石子、瓜子片、碎屑等，近年来，随着生产规模的扩大，公司骨料制造成本稳中有降。

2019 年年报中，公司宣布骨料总产能已达到 300 万吨之多。公司计划未来继续骨料业务的投入扩张，宁夏、贵州、广西等具有资源基础的基地会配套部分骨料业务，骨料业务总规模目标计划达到年产能 2000 万吨以上，在主要基地投资配套矿粉、机制砂等建筑材料生产线优化主产品原料结构，提升产业链综合竞争力，充分发挥产业综合效益。宁夏基地 2019 年的资源足够支持年产 500 万吨的骨料业务，在当年已试产 300 万吨，预计 2020 年全部 500 万吨产能即可全部投入使用。

相较于公司的水泥和水泥熟料产能，骨料产能还有很大的增长空间，随着公司投入

的进一步增加，未来骨料产能势必会大幅上升。

图 18: 2015-2019 年上峰水泥及骨料产能（万吨）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4. 危废处理：国家支持，公司新布局

4.1. 政策扶持力度大，行业需求前景好

随着工业化的进一步深化，原有的粗放式经营模式被抛弃，国家愈加重视环保工作，各部委自 2019 年来已出台多项环保政策或意见，对各行业的环保工作及废弃物处理提出了更为严格的要求。根据国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》要求，水泥行业需要进一步淘汰落后产能，而高技术含量、高环保性能的智能化预拌混凝土生产线、特种混凝土等技术则是当前国家层面鼓励并重点推进的产业发展方向。

同时，根据水泥人网报道，环保部为攻坚大气污染防治，高排放产业闲置区域将不再仅仅限于京津冀及周边地区，长三角一市三省、汾渭平原等区域也将纳入。涉及城市数量将从此前的 2+26 个城市增加至现在的 80 个城市。2020 年来，因愈发严峻的环保形势，水泥等高排放产业环保限产力度再度加码，错峰限产的时间长度、执行力度将进一步加强。这一政策敦促整个水泥行业尽快推动落后产能淘汰，加快绿色技术的运用，减少危废物的排放。

表 8: 2019 年来部分环保政策

发布时间	发布机构	文件名称	内容
2019 年 4 月	国家发改委、工业和信息化部、国家能源局	《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	按照中央经济工作会议关于推进供给侧结构性改革的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推动高质量发展，在“巩

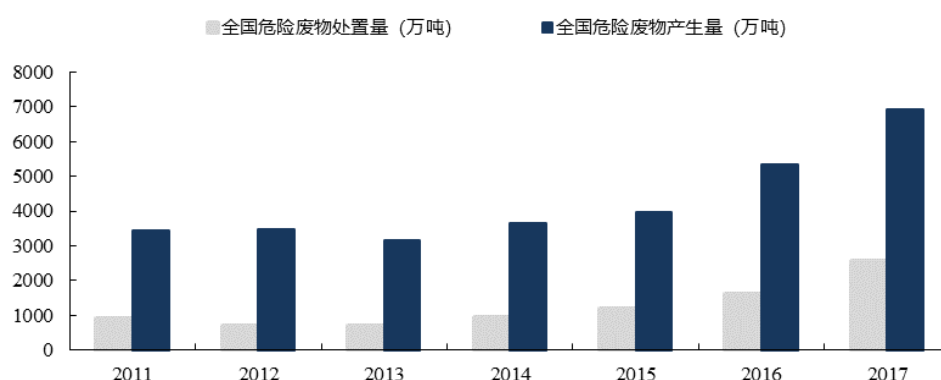
固、增强、提升、畅通”上下功夫，全面转入结构性去产能、系统性优产能新阶段，着力增强去产能工作的系统性、整体性、协同性。

2019 年 7 月	生态环境部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部	《关于印发《工业炉窑大气污染综合治理方案》的通知》	针对水泥等行业提出了要求：重点区域严格控制涉工业炉窑建设项目；严格执行钢铁、水泥、平板玻璃等行业产能置换实施办法。
2019 年 11 月	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	落后产能进一步明确，机立窑和直径 3 米以下水泥粉磨等进一步明确均列入淘汰产能。同时对可发展项目进行了说明，推动市场供给的优化，推动解决产能过剩问题。
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	要求已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换，自 2021 年 1 月 1 日起实行

数据来源：中国政府网、东吴证券研究所

随着危废行业政策的逐渐完善，我国危废市场规模高速增长。根据国家统计局的数据，2017 年我国危废产生量达到 6936.89 万吨，而同年的危废处置量仅为 2551.56 万吨，仅为产生量的 36.7%。因此，我国的危废处理存在着巨大的处置需求缺口，对于水泥公司而言是未来利润的增长空间之一。

图 19：2011-2017 年我国危废物处置量及产生量（万吨）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

水泥窑协同处置是水泥工业提出的一种新的废弃物处置手段，是指将满足或经过预处理后满足入窑要求的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对固体废物

物的无害化处置过程。此外，水泥窑协同处置与传统的处置方法相比有着多项优势，对于水泥企业而言是一项较好的废弃物处置手段。

表 9：水泥窑协同处置优点

序号	优势	具体内容
1	处置范围广，处置量大	水泥窑协同覆盖 HW02-HW50 共 40 大类危废处理需求，适应约 60%种类的危废处置，还可处理生活垃圾、工业危废、污泥、污染土壤等
2	处置能力强	水泥窑煅烧时温度可达 1400-1800℃，窑内呈现碱性环境，停留时间长，易形成稳定的氧化环境
3	资源充分利用，环境效益好	水泥窑协同焚烧后的残渣和飞灰作为水泥组分进入水泥熟料产品中，不需要额外进行填埋处置，不占用任何土地资源
4	项目投资少，建设周期短，运营成本低	目前新建或改扩建传统危废焚烧炉设施的平均投资一般为 3000-16000 元/吨处置产能，而水泥窑协同处置危废投资额只需要 1000 元/吨处置产能左右，同时依托于水泥厂现有产线，不占用土地资源

数据来源：中国水泥网、东吴证券研究所

从整个行业来看，目前水泥行业仍处于协同处置危废发展高峰期。2017-2018 年，我国水泥窑协同处置危废项目分别新增 19 个与 26 个，新增规模分别为 104 万吨/年和 166 万吨/年，产能进入加速释放期。根据中国水泥网的预估，未来若整个水泥行业的危废处置能力全部释放，年处置危废能力将达到 1200-1800 万吨/年，这部分处置能力有可能在近五年逐渐落地。

4.2. 公司危废处理业务正起航

利用水泥窑协同处置危废、固废是符合国家产业支持政策和充分利用资源实现产业升级的创新型环保产业，因此，公司战略中明确提到，“以水泥窑协同装置为企业高质量升级发展的重要方向”。2019 年铜陵上峰水泥股份有限公司与上海杰夏环保有限公司合作成立安徽上峰杰夏环保有限公司，开展水泥窑协同处置和危废处理业务，已启动在建铜陵和宁夏的水泥窑协同处置项目和宁夏危废处理与填埋项目。

公司水泥窑协同处置启动较晚，产能规模相对不大，但有两个优势：项目单体产能大，成本节约，项目区位比较好。其中，公司宁夏环保项目计划利用公司水泥窑生产线协同处置固体废物，建成后每年可处理油井污泥、含油污泥、煤焦油残渣、精馏残渣、废

酸等 40 余类别的固体废物共计约 17 万吨，是宁夏地区唯一水泥窑协同处置危废项目；同时其危废填埋场项目有效库存容为 109 万立方米，是西北地区规模最大的工业危废填埋场。而铜陵地区可年产 33 万吨危废、固废、生活垃圾处理，对于保持公司在华东地区的行业领先地位有着重要作用。有关投资在当年尚未形成营业收入，但将在 2020 年 9 月开始逐步形成营业收入。

图 20：公司危废处理厂区



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

宁夏项目水泥窑协同处置、油泥、填埋场三位一体，位于中国煤化工、石油化工聚集地，能源之都，毗邻长庆油田，承接长庆油田油淤泥处置，是宁夏地区唯一水泥窑协同处置危废项目；同时也是西北地区规模最大的工业危废填埋场。建成后该项目将具备废弃物收集、运输、储存、处置能力，针对周边地区重工业遍布、危废处置市场旺盛的需求，公司将成为西北地区危废处置环保产业的重要基地。宁夏水泥窑协同处置项目基地不仅将成为公司效益增长新亮点，也将为当地经济社会发展做出更大的贡献。

公司也计划在此基础上，进一步提升水泥窑危废处理总能力，积聚专业技术人才，加大科研投入，建立新业务技术研发中心，积累技术创新无形资产资源，拓展产品服务类别和渠道，提升环保业务的核心技术创新能力和独立品牌价值。

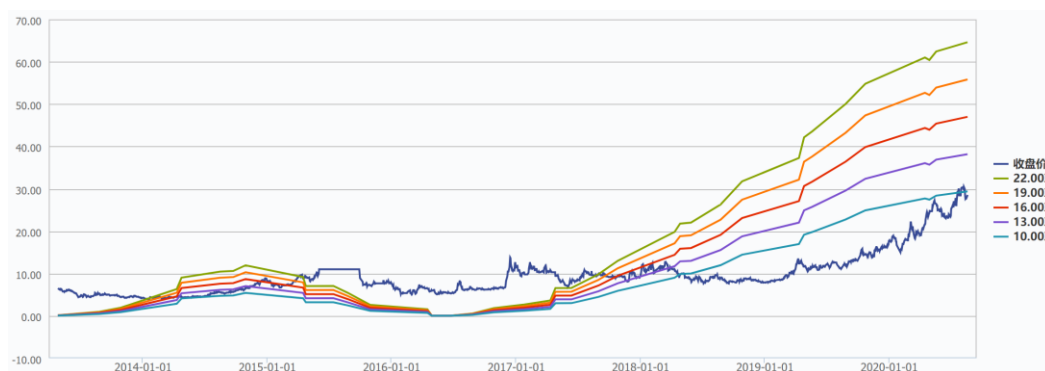
5. 盈利预测与投资建议

预测公司 2020-2022 年实现营收分别为 96.36 亿元、113.70 亿元、125.07 亿元，同比增速分别为 30.0%、18.0%、10.0%；实现归属母公司股东净利润分别为 28.37 亿元、33.78 亿元、37.91 亿元，同比增速分别为 21.1%、19.4%、12.1%。

其中，对应的核心假设：1）假设下半年华东及西部地区基建项目在政策支持下保持稳定增长态势，上半年发行的专项债，按照正常节奏三四季度应该释放需求增量；2）假设公司主产区华东地区水泥供需格局基本维持——供给端仍然无明显的产能投产；3）假设未来三年公司贵州、广西、吉尔吉斯斯坦熟料生产线项目可以顺利投产。

回顾公司历史 PE 走势，公司目前估值不到 10 倍，处于过去十年来的低位水平，也显著低于公司历史均值，我们认为，随着后续业绩持续较快增长，估值有较大的潜在修复空间。故首次覆盖给予公司“买入”评级。

图 21：公司 PE-Band



数据来源：wind、东吴证券研究所

6. 风险提示

1、雨水天气影响超预期风险

受持续强降水天气影响，水泥需求出现季节性下降，下游需求表现疲软，行业库存上升。待天气好转，预计需求将逐步恢复，若雨水天气持续时间及影响超出预期，公司出货方面将面临一定风险。

2、错峰限产政策风险

国家持续推行环保限产、错峰限产等政策，有利于水泥行业去产能以及产能整合，但对公司生产可能产生影响。

3、疫情影响超预期风险

前期工程项目审批放量，水泥行业景气度上升。但部分重点基建项目可能由于疫情反复等原因导致工期拖延，落地困难，对水泥需求产生影响。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,053	6,626	8,662	12,629	营业收入	7,412	9,636	11,370	12,507
现金	2,780	2,317	5,680	8,031	减:营业成本	3,795	4,933	5,844	6,429
应收账款	189	1,054	775	1,129	营业税金及附加	120	139	166	185
存货	903	2,278	1,386	2,472	营业费用	134	222	241	259
其他流动资产	1,180	977	821	998	管理费用	381	559	618	669
非流动资产	4,846	6,245	6,968	7,240	财务费用	62	53	36	-40
长期股权投资	202	225	241	258	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	2,652	3,883	4,488	4,634	加:投资净收益	2	16	16	12
在建工程	171	177	173	157	其他收益	111	64	71	82
无形资产	1,393	1,541	1,652	1,787	营业利润	3,160	3,836	4,586	5,140
其他非流动资产	428	419	413	404	加:营业外净收支	-8	3	-4	-4
资产总计	9,899	12,871	15,630	19,869	利润总额	3,152	3,839	4,582	5,136
流动负债	3,834	4,609	4,218	4,985	减:所得税费用	774	960	1,146	1,284
短期借款	1,197	932	880	790	少数股东损益	47	42	59	61
应付账款	1,005	1,656	1,400	1,933	归属母公司净利润	2,331	2,837	3,378	3,791
其他流动负债	1,632	2,021	1,937	2,262	EBIT	3,145	3,830	4,521	4,984
非流动负债	286	335	339	317	EBITDA	3,490	4,195	5,002	5,544
长期借款	52	101	105	83					
其他非流动负债	234	234	234	234	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4,120	4,944	4,557	5,302	每股收益(元)	2.87	3.49	4.15	4.66
少数股东权益	350	392	451	513	每股净资产(元)	6.67	9.26	13.05	17.27
	5,430	7,535	10,622	14,055	发行在外股份(百万股)	814	814	814	814
归属母公司股东权益					ROIC(%)	73.7%	52.4%	65.8%	61.2%
负债和股东权益	9,899	12,871	15,630	19,869	ROE(%)	41.1%	36.3%	31.0%	26.4%
					毛利率(%)	48.8%	48.8%	48.6%	48.6%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	31.5%	29.4%	29.7%	30.3%
经营活动现金流	3,125	2,330	4,886	3,563	资产负债率(%)	41.6%	38.4%	29.2%	26.7%
投资活动现金流	-1,107	-1,728	-1,157	-784	收入增长率(%)	39.7%	30.0%	18.0%	10.0%
筹资活动现金流	-381	-1,064	-367	-428	净利润增长率(%)	59.9%	21.1%	19.4%	12.1%
现金净增加额	1,637	-463	3,362	2,351	P/E	9.96	8.19	6.88	6.13
折旧和摊销	346	365	481	560	P/B	4.28	3.08	2.19	1.65
资本开支	355	1,383	710	261	EV/EBITDA	6.24	5.24	3.73	2.93
营运资本变动	423	-932	979	-761					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>