

# 上峰水泥 (000672)

## 扣非业绩强势增长，“一主两翼”布局稳步推进

21H1 扣非归母净利润同比增长 19.4%，继续看好公司“一体两翼”布局。公司发布 21 年中报，上半年实现收入/归母净利润 35.9/10.1 亿元，同比 +25.1%/+0.1%，扣非归母净利润 10.3 亿元，同比+19.4%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 23.7/6.6 亿元，同比分别+30.0%/-2.5%，二季度扣非归母净利润为 6.8 亿元，同比增长 19.4%。公司上半年骨料、环保业务均取得较快增长，同时新经济业务持续推进，继续看好公司“一主两翼”布局。

### 水泥：销量增长驱动收入增长，吨毛利同比小幅下滑

21H1 公司实现水泥及熟料收入 31.1 亿元，同比增长 30%，主要系销量增长驱动，上半年公司新增贵州、内蒙等区域熟料和水泥产能，共实现水泥及熟料销量 976 万吨，同比增长 33.52%。价格方面，我们测算 21H1 水泥熟料吨均价为 319 元/吨，同比下降 9 元，水泥熟料吨成本/吨毛利分别为 179/140 元，同比分别+6/-15 元，煤炭价格上涨导致水泥吨成本上涨，水泥产品盈利能力下滑。

### 骨料、环保业务加快放量，新经济投资业务持续推进

公司持续推进水泥建材主业+骨料环保物流产业延伸+新经济投资的发展战略，上半年实现砂石骨料业务收入 2.94 亿元，同比增长 27.52%，销售骨料 532 万吨，同比增长 56%，主要受益于宁夏新增产能投放，毛利率达 81%，同比小幅下降 1.05pct，毛利率仍维持在高位。上半年公司宁夏及安徽水泥窑协同处置和危废填埋场、油泥处理等项目开始投入运行，环保业务实现营业收入 5781 万元，毛利率高达 66%，实现净利润 1979 万元。新经济投资业方面，公司参与投资的合肥晶合集成在科创板 IPO 申请获得受理，上半年公司继续对广州粤芯、芯耀辉等进行了布局投资，“一主两翼”战略规划稳步推进。

### 21H1 净利率有所下滑，资本结构保持良好

公司上半年期间费用率 8.6%，同比+0.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.3/+0.3/+0.2/+0.6pct，管理费用率上升系职工薪酬增长及无形资产摊销所致，财务费用率上升系公司存量资金余额下降，利息收入下降影响，最终实现净利率 28.5%，同比降低 6.6pct。公司上半年末资产负债率 34.87%，较 Q1 末基本持平，资本结构继续维持良好水平。

### 占据华东区位优势，“一主两翼”发展可期

公司深耕华东地区，区域优势明显，同时加快熟料、骨料和环保业务布局，且积极参与股权投资，“一主两翼”发展可期。考虑到上半年净利率下滑较多，我们小幅下调公司 21-23 年归母净利润预测至 23.3/27.4/30.9 亿元（前值 25.0/29.2/33.7 亿元），参考可比公司估值，考虑到公司成长性较好，给予公司 21 年 8 倍目标 PE，对应目标价 22.88 元，维持“买入”评级。

**风险提示：区域供给格局恶化、水泥价格下滑、股权投资回报不及预期。**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,412.06	6,432.29	7,895.61	8,862.74	9,673.32
增长率(%)	39.73	(13.22)	22.75	12.25	9.15
EBITDA(百万元)	3,512.31	3,141.61	3,431.90	3,985.92	4,463.48
净利润(百万元)	2,331.48	2,025.85	2,328.88	2,739.16	3,088.25
增长率(%)	58.35	(13.11)	14.96	17.62	12.74
EPS(元/股)	2.87	2.49	2.86	3.37	3.80
市盈率(P/E)	6.63	7.63	6.64	5.65	5.01
市净率(P/B)	2.85	2.28	1.83	1.49	1.24
市销率(P/S)	2.09	2.40	1.96	1.75	1.60
EV/EBITDA	3.71	4.50	3.21	2.37	1.50

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.01 元
目标价格	22.88 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	813.62
流通 A 股股本(百万股)	813.62
A 股总市值(百万元)	15,466.91
流通 A 股市值(百万元)	15,466.91
每股净资产(元)	8.74
资产负债率(%)	34.87
一年内最高/最低(元)	28.99/15.09

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**武慧东** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



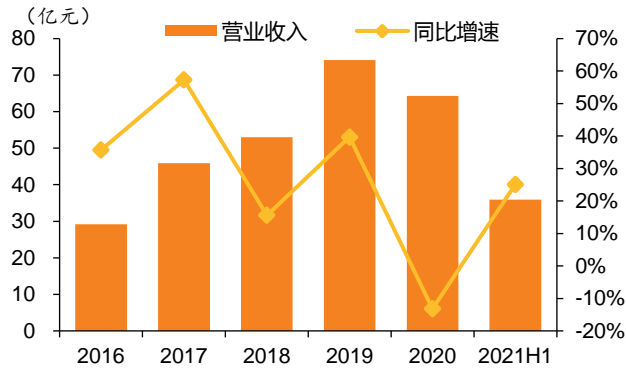
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《上峰水泥-年报点评报告:占据华东区位优势，“一主两翼”发展可期》 2021-04-28
- 《上峰水泥-季报点评:业绩超预期，规模攀新峰》 2020-04-28
- 《上峰水泥-公司点评:量价齐升盈利大增，骨料业务超预期》 2020-01-08

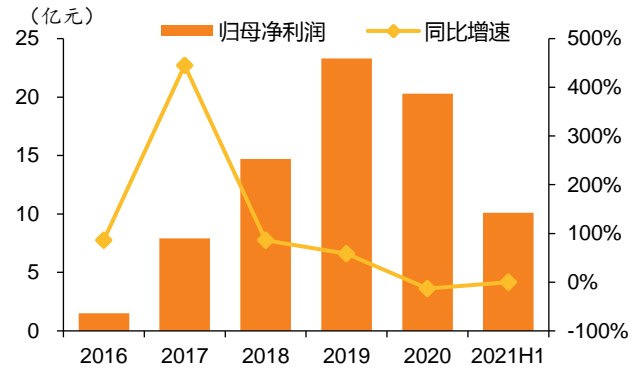
## 公司历年经营情况

图 1：公司 2016-2021Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
000401.SZ	冀东水泥	186	13.19	1.85	1.96	2.25	2.49	7.12	6.72	5.87	5.30
600585.SH	海螺水泥	2,206	41.62	6.34	6.63	6.95	7.20	6.56	6.28	5.99	5.78
000877.SZ	天山股份	170	16.24	1.56	1.45	1.82	1.99	10.41	11.23	8.92	8.15
002233.SZ	塔牌集团	124	10.43	1.46	1.51	1.63	1.76	7.16	6.92	6.42	5.94
600801.SH	华新水泥	418	19.92	3.03	2.69	3.33	3.73	6.57	7.41	5.98	5.34
<b>平均值</b>								<b>7.57</b>	<b>7.71</b>	<b>6.63</b>	<b>6.10</b>
000672.SZ	上峰水泥	155	19.01	2.87	2.49	2.86	3.37	6.63	7.63	6.64	5.65

注：数据截至 20210824 收盘，除上峰水泥 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,780.08	1,855.57	4,409.39	5,755.24	8,449.36
应收票据及应收账款	189.29	345.75	312.21	426.35	379.76
预付账款	92.67	75.03	133.81	93.69	150.12
存货	903.13	851.39	1,288.76	1,085.96	1,440.71
其他	1,087.81	2,270.29	2,450.45	2,484.96	2,699.44
<b>流动资产合计</b>	<b>5,052.99</b>	<b>5,398.03</b>	<b>8,594.62</b>	<b>9,846.20</b>	<b>13,119.38</b>
长期股权投资	201.94	185.26	185.26	185.26	185.26
固定资产	2,651.80	2,907.08	3,035.01	3,075.41	3,050.31
在建工程	171.50	625.56	411.34	294.80	206.88
无形资产	1,393.08	1,333.03	1,215.59	1,098.15	980.70
其他	428.16	854.76	870.32	887.26	907.73
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,846.48</b>	<b>5,905.70</b>	<b>5,717.52</b>	<b>5,540.88</b>	<b>5,330.89</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,899.46</b>	<b>11,303.73</b>	<b>14,312.14</b>	<b>15,387.09</b>	<b>18,450.27</b>
短期借款	1,197.19	1,243.56	1,200.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	1,004.75	919.29	1,323.60	1,083.52	1,581.44
其他	1,632.11	1,464.77	2,446.03	2,019.46	2,404.18
<b>流动负债合计</b>	<b>3,834.05</b>	<b>3,627.62</b>	<b>4,969.63</b>	<b>4,102.98</b>	<b>4,985.62</b>
长期借款	52.00	214.47	150.00	150.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.71	296.86	311.71	327.29	343.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>285.71</b>	<b>511.33</b>	<b>461.71</b>	<b>477.29</b>	<b>493.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,119.76</b>	<b>4,138.95</b>	<b>5,431.34</b>	<b>4,580.27</b>	<b>5,479.27</b>
少数股东权益	349.85	388.94	418.58	457.78	496.27
股本	813.62	813.62	813.62	813.62	813.62
资本公积	(953.63)	(929.16)	(929.16)	(929.16)	(929.16)
留存收益	4,665.64	5,988.95	7,648.60	9,535.42	11,661.11
其他	904.22	902.44	929.16	929.16	929.16
<b>股东权益合计</b>	<b>5,779.70</b>	<b>7,164.78</b>	<b>8,880.80</b>	<b>10,806.82</b>	<b>12,971.00</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,899.46</b>	<b>11,303.73</b>	<b>14,312.14</b>	<b>15,387.09</b>	<b>18,450.27</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,378.12	2,046.72	2,328.88	2,739.16	3,088.25
折旧摊销	345.56	446.20	263.74	273.57	280.47
财务费用	66.95	104.43	27.59	15.66	24.14
投资损失	(2.36)	(196.41)	(50.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	232.85	(1,020.58)	794.59	(506.68)	355.91
其它	103.85	633.80	86.75	98.19	100.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,124.98</b>	<b>2,014.16</b>	<b>3,451.56</b>	<b>2,469.91</b>	<b>3,699.39</b>
资本支出	1,445.02	1,005.22	45.16	64.41	33.64
长期投资	23.41	(16.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,575.05)	(3,377.67)	(166.26)	(111.07)	(56.13)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,106.63)</b>	<b>(2,389.12)</b>	<b>(121.10)</b>	<b>(46.66)</b>	<b>(22.49)</b>
债权融资	1,337.73	1,566.67	1,461.69	1,252.96	1,257.76
股权融资	2.27	16.90	(0.86)	(15.66)	(24.15)
其他	(1,721.19)	(1,684.59)	(2,237.46)	(2,314.69)	(2,216.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(381.19)</b>	<b>(101.03)</b>	<b>(776.64)</b>	<b>(1,077.39)</b>	<b>(982.78)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,637.16</b>	<b>(475.99)</b>	<b>2,553.82</b>	<b>1,345.85</b>	<b>2,694.12</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7,412.06</b>	<b>6,432.29</b>	<b>7,895.61</b>	<b>8,862.74</b>	<b>9,673.32</b>
营业成本	3,795.30	3,306.45	4,055.03	4,499.47	4,787.37
营业税金及附加	120.20	92.98	111.23	132.23	140.14
营业费用	133.63	90.15	106.59	115.22	125.75
管理费用	323.12	422.08	473.74	514.04	541.71
研发费用	57.44	72.06	88.45	99.28	108.36
财务费用	62.19	30.24	27.59	15.66	24.14
资产减值损失	(3.06)	(1.00)	(2.03)	(1.52)	(1.77)
公允价值变动收益	125.10	(13.51)	55.55	58.33	61.25
投资净收益	2.36	196.41	50.00	150.00	150.00
其他	(364.33)	(484.80)	(211.10)	(416.66)	(422.49)
<b>营业利润</b>	<b>3,160.13</b>	<b>2,721.24</b>	<b>3,140.57</b>	<b>3,696.68</b>	<b>4,158.87</b>
营业外收入	3.01	2.60	4.52	3.38	3.50
营业外支出	11.11	5.39	10.43	8.98	8.27
<b>利润总额</b>	<b>3,152.04</b>	<b>2,718.44</b>	<b>3,134.65</b>	<b>3,691.08</b>	<b>4,154.10</b>
所得税	773.92	671.72	774.57	912.06	1,026.47
<b>净利润</b>	<b>2,378.12</b>	<b>2,046.72</b>	<b>2,360.08</b>	<b>2,779.02</b>	<b>3,127.62</b>
少数股东损益	46.65	20.87	31.20	39.86	39.37
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,331.48</b>	<b>2,025.85</b>	<b>2,328.88</b>	<b>2,739.16</b>	<b>3,088.25</b>
每股收益(元)	2.87	2.49	2.86	3.37	3.80

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	39.73%	-13.22%	22.75%	12.25%	9.15%
营业利润	59.46%	-13.89%	15.41%	17.71%	12.50%
归属于母公司净利润	58.35%	-13.11%	14.96%	17.62%	12.74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.80%	48.60%	48.64%	49.23%	50.51%
净利率	31.46%	31.49%	29.50%	30.91%	31.93%
ROE	42.94%	29.90%	27.52%	26.47%	24.76%
ROIC	75.20%	57.61%	47.32%	69.41%	72.85%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.62%	36.62%	37.95%	29.77%	29.70%
净负债率	-24.96%	-4.03%	-33.19%	-41.66%	-55.44%
流动比率	1.32	1.49	1.73	2.40	2.63
速动比率	1.08	1.25	1.47	2.14	2.34
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.27	24.04	24.00	24.00	24.00
存货周转率	7.24	7.33	7.38	7.46	7.66
总资产周转率	0.88	0.61	0.62	0.60	0.57
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.87	2.49	2.86	3.37	3.80
每股经营现金流	3.84	2.48	4.24	3.04	4.55
每股净资产	6.67	8.33	10.40	12.72	15.33
<b>估值比率</b>					
市盈率	6.63	7.63	6.64	5.65	5.01
市净率	2.85	2.28	1.83	1.49	1.24
EV/EBITDA	3.71	4.50	3.21	2.37	1.50
EV/EBIT	4.12	5.23	3.48	2.54	1.60

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com