

事件：三个方向发力光伏，锁定储能布局优势企业

公司拟出资 3000 万元与阳光新能源、合肥凭新签订《战略合作框架协议》，共同设立合资公司：上峰阳光新能源发展有限公司，并以合资公司作为后续发展光伏业务的主体。本次合作依托基地资源，定位光伏产业+新能源财务投资。光伏主要分为 3 个方向：①依托各基地现有厂区、屋顶、矿区等可用资源，建设分布式光伏发电储能一体化项目，解决各基地自用电；②针对有条件资源的基地和区域引入合伙人，合作开发光伏及储能项目，满足当地周边企业绿电用电需求；③依托基地综合资源共同投资开发光伏储能等新能源开发项目。此外，适时推进储能业务合作，稳健开展对储能技术领先企业的投资布局。

解决自用电并惠及周边，传统企业积极投资绿电

节能减排与企业成本直接挂钩。2021 年 10 月国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，提出在推动建材行业碳达峰过程中要因地制宜利用可再生能源。同时，作为高耗能行业，水泥市场交易电价不受上浮 20% 限制。能耗约束趋严，积极布局绿电是落实“双碳”的重要应对形式。公司将优先落实铜陵上方、怀宁上峰的一体化项目，第一步减少外购电比例，电力在水泥成本中占比约 15%，同时完成减排任务，并为传统主业争取绿电指标，余电还可销售给周边同行。水泥同行积极探索新能源，海螺近期增资新能源子公司，注册资本从 5 亿元提高到 50 亿；塔牌集团去年 6 月拟投资 13.39 亿分期建设分布式光伏发电储能一体化项目；中联水泥在“十三五”期间建设 4 个光伏发电项目，总装机容量 12.23MW。

从政策底到市场底，水泥需求有望环比改善

水泥属于开工品种，处于基建链、地产链前端。基建方面，定位“稳增长”抓手，尤其是对冲 Q1 经济下行压力，2021 年 12 月单月基建增速恢复正增长 3.8%（全口径推算）。地产方面，当前地产销售低迷、拿地新开工萎靡，5 年期 LPR 自 2020 年 4 月以来首次下调，此举有利市场信心修复，我们判断未来 1 个季度内，有望看到前端销售、开工等数据边际改善。水泥单月产量自去年 9 月以来连续 4 个月双位数下滑、连续 4 个月环比下降，幅度和力度少见。春节前淡季发货下降至 3-4 成，价格延续跌势，上周全国高标均价 518 元/t，同比仍高 70 元+，从 21 年 10 月下旬最高点的 622 元下降 109 元，降价是正常淡季表现，政策增强信心，我们预期开春后水泥需求无论是基建端、还是地产端，均有边际改善。

投资建议

我们预计 2021-23 年归母净利分别为 25.09、28.09、29.15 亿元，1 月 24 日收盘价对应动态 PE 分别为 7、6、6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：天气变化不及预期；绿电投资进展不及预期；国内政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6432	7850	8674	8961
增长率（%）	-13.2	22.0	10.5	3.3
归属母公司股东净利润（百万元）	2026	2509	2809	2915
增长率（%）	-13.1	23.9	11.9	3.8
每股收益（元）	2.54	3.08	3.45	3.58
PE	8	7	6	6
PB	2.3	1.8	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 24 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

21.02 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6432	7850	8674	8961
营业成本	3306	4053	4467	4597
营业税金及附加	93	94	104	108
销售费用	90	141	139	143
管理费用	422	408	434	448
研发费用	72	88	97	100
EBIT	2572	3065	3433	3564
财务费用	30	39	43	45
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	196	141	156	161
营业利润	2721	3283	3675	3814
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	2718	3283	3675	3814
所得税	672	722	808	839
净利润	2047	2561	2866	2975
归属于母公司净利润	2026	2509	2809	2915
EBITDA	3018	3851	4174	4469

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1856	3499	5844	7954
应收账款及票据	346	363	337	475
预付款项	75	109	110	114
存货	851	1217	1185	1261
其他流动资产	2270	2324	2416	2432
流动资产合计	5398	7512	9892	12236
长期股权投资	185	189	182	180
固定资产	2907	3293	3640	3886
无形资产	1333	1640	1764	1980
非流动资产合计	5906	6664	7237	7761
资产合计	11304	14176	17129	19997
短期借款	1244	1244	1244	1244
应付账款及票据	919	1221	1346	1385
其他流动负债	1465	1359	1465	1463
流动负债合计	3628	3824	4054	4092
长期借款	214	574	674	774
其他长期负债	297	297	297	297
非流动负债合计	511	871	971	1071
负债合计	4139	4695	5026	5163
股本	814	814	814	814
少数股东权益	389	440	497	557
股东权益合计	7165	9481	12103	14834
负债和股东权益合计	11304	14176	17129	19997

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-13.22	22.04	10.50	3.30
EBIT 增长率	-15.23	19.18	12.00	3.82
净利润增长率	-13.11	23.87	11.93	3.80
盈利能力 (%)				
毛利率	48.60	48.37	48.50	48.70
净利润率	31.82	32.62	33.04	33.20
总资产收益率 ROA	17.92	17.70	16.40	14.58
净资产收益率 ROE	29.90	27.76	24.20	20.42
偿债能力				
流动比率	1.49	1.96	2.44	2.99
速动比率	1.23	1.62	2.12	2.65
现金比率	0.51	0.92	1.44	1.94
资产负债率 (%)	36.62	33.12	29.34	25.82
经营效率				
应收账款周转天数	10.56	9.82	9.77	10.05
存货周转天数	93.99	109.57	96.80	100.12
总资产周转率	0.57	0.55	0.51	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	2.54	3.08	3.45	3.58
每股净资产	8.33	11.11	14.26	17.55
每股经营现金流	2.48	3.38	4.40	4.38
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
估值分析				
PE	8	7	6	6
PB	2.3	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.16	3.90	3.06	2.41
股息收益率 (%)	1.47	1.47	1.47	1.47

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2047	2561	2866	2975
折旧和摊销	446	785	740	905
营运资金变动	-367	-574	-4	-298
经营活动现金流	2014	2747	3581	3564
资本开支	-852	-1474	-1262	-1368
投资	-1345	-69	-51	-60
投资活动现金流	-2389	-1403	-1157	-1267
股权募资	22	0	0	0
债务募资	56	360	100	100
筹资活动现金流	-101	10	-269	-277
现金净流量	-476	1354	2155	2020

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

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