

参股公司过会，“上峰”模式树立水泥界投资典范

2022年03月11日

➤ 事件

3月10日，合肥晶合集成电路股份有限公司首发获通过（科创板）。上峰水泥通过联合设立专项基金合肥存鑫基金（上峰出资2.5亿元持股83.06%）持有晶合集成1.75%的股权（本次公开发行前），系晶合集成并列第六大股东。

➤ 晶合集成：DDIC 代工龙头

合肥晶合集成 DDIC 全球市占率第一，已实现 90-150nm 制程节点的 12 英寸晶圆代工平台量产，产品除 DDIC 外还包括 Mini LED、CIS、e-Tag 等。2021H1 晶合集成 DDIC 晶圆代工营收占比达 93%，客户包含联咏科技、奇景光电、集创北方、天钰科技等 DDIC 设计龙头。2021 年晶合集成预计实现营收 54.29 亿，归母净利 17.29 亿，净资产 92.23 亿。本次扣除发行费用后拟募集资金 95 亿元。

➤ 灵活投资掘金新经济，“上峰”模式提升资金效率

持续推进“一主两翼”发展战略，核心技术领域坚持创新，灵活布局新经济。（1）**半导体领域**，全球 DDIC 代工龙头晶合集成过会，以及上峰出资 2 亿元参股广州粤芯，广州粤芯是广东省目前唯一进入量产的 12 英寸芯片生产平台。此外，2021 年上峰新增对芯耀辉、睿力集成电路（长鑫存储）、昂瑞微电子、全芯智造等项目的投资；（2）**绿电领域**，依托自身基地资源，定位光伏产业+新能源财务投资。2022 年 1 月公告拟出资 3000 万元与阳光新能源、合肥凭新设立合资公司，自产电以减少外购电比例，实现节能减排+争取主业绿电指标。**提高资金回报率，传统龙头焕发新生。2018-19 年公司 ROE（摊薄）均超 40%，领先同行**，2020 年回落至 30% 仍然靓丽。水泥主业拥有极佳现金流，除购置水泥指标及骨料布局外，公司同时开展新经济实业投资、证券投资等，当前回报率显著高于理财收益。

➤ 阳春三月动工加速，基建项目+资金双升

低估值+抗通胀+基建链，持续推荐基建链水泥板块。近期财政扩张，增加地方转移支付、缓解资金压力，基建既不缺项目、也不缺资金，有望对冲 Q1 经济下行压力。当前油价上行，从抗通胀角度考虑，水泥板块受负面影响较小，凭借较好的供给格局及较强的议价能力，阳春提价正在进行，当前华东沿江连续 4 轮熟料涨价，累积 110 元/吨。

➤ **投资建议：**公司立足华东，安徽+浙江的“T”型布局抢占先机，投资眼光独到不断扩张，布局延伸至西北、西南、东北、“一带一路”等多个区域，主业持续成长突破产能瓶颈。同时秉承“一主两翼”战略，砂石骨料贡献增量，灵活投资掘金新经济。我们预计 2021-2023 年归母净利分别为 25.09、28.48、29.39 亿元，3 月 10 日收盘价对应动态 PE 分别为 7、6、6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**投资进展不及预期；天气变化不及预期；资金到位节奏不及预期。

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	2848	2939
增长率（%）	-13.1	23.9	13.5	3.2
每股收益（元）	2.54	3.08	3.50	3.61
PE	8	7	6	6
PB	2.3	1.9	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.49 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1.【民生建材】上峰水泥点评：灵活合作，掘金绿电

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	4476	4597
营业税金及附加	93	94	108	112
销售费用	90	141	139	143
管理费用	422	408	442	448
研发费用	72	88	97	100
EBIT	2572	3065	3412	3560
财务费用	30	39	43	45
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	196	141	266	197
营业利润	2721	3283	3750	3845
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	2718	3283	3750	3845
所得税	672	722	844	846
净利润	2047	2561	2906	2999
归属于母公司净利润	2026	2509	2848	2939
EBITDA	3018	3851	4152	4465

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1856	3844	6230	8363
应收账款及票据	346	363	337	475
预付款项	75	109	110	114
存货	851	1217	1187	1261
其他流动资产	2270	2324	2416	2432
流动资产合计	5398	7857	10280	12645
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	14521	17518	20406
短期借款	1244	1588	1588	1588
应付账款及票据	919	1221	1349	1385
其他流动负债	1465	1359	1466	1463
流动负债合计	3628	4168	4403	4436
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	5040	5374	5508
股本	814	814	814	814
少数股东权益	389	440	498	558
股东权益合计	7165	9481	12143	14899
负债和股东权益合计	11304	14521	17518	20406

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	11.29	4.35
净利润增长率	-13.11	23.87	13.49	3.21
盈利能力 (%)				
毛利率	48.60	48.37	48.40	48.70
净利润率	31.82	32.62	33.50	33.47
总资产收益率 ROA	17.92	17.28	16.26	14.40
净资产收益率 ROE	29.90	27.76	24.46	20.50
偿债能力				
流动比率	1.49	1.88	2.33	2.85
速动比率	1.23	1.57	2.04	2.54
现金比率	0.51	0.92	1.42	1.89
资产负债率 (%)	36.62	34.71	30.68	26.99
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	0.54	0.50	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	2.54	3.08	3.50	3.61
每股净资产	8.33	11.11	14.31	17.63
每股经营现金流	2.48	3.38	4.34	4.39
每股股利	0.85	0.90	0.95	1.00
估值分析				
PE	8	7	6	6
PB	2.3	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	5.16	4.13	3.28	2.60
股息收益率 (%)	3.96	4.19	4.42	4.65

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2047	2561	2906	2999
折旧和摊销	446	785	740	905
营运资金变动	-367	-574	-3	-299
经营活动现金流	2014	2747	3533	3572
资本开支	-852	-1474	-1262	-1368
投资	-1345	-69	-51	-60
投资活动现金流	-2389	-1403	-1047	-1231
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	-289	-297
现金净流量	-476	1354	2197	2043

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。	公司评级	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