

依托长三角弹性，成功开发大西北

2022 年 08 月 25 日

► **公司发布 2022 年半年报：**22H1 实现营收 35.45 亿元，同比-1.37%，归母净利润 7.07 亿元，同比-29.97%，扣非后归母净利润 7.75 亿元，同比-24.50%（非经常性损益与公允价值变动-1.21 亿有关）。其中，Q2 营收 20.54 亿元，同比-13.33%，归母净利润 3.66 亿元，同比-44.13%，扣非净利 4.60 亿元，同比-32.26%。上半年销售综合毛利率、净利率分别为 37.79%、21.13%，同比-9.00、-7.40pct，Q2 毛利率 35.36%，同比-9.66pct。

产能方面，截至 2022H1，公司拥有水泥熟料年产能约 1500 万吨，水泥约 1950 万吨（较年初增加 200 万吨），在产新型干法熟料产线 11 条、在建 4 条。截至 6 月末，公司在建项目主要为广西都安、贵州都匀两条迁建熟料线项目，和子公司骨料生产线项目等。

► **上半年水泥价格触底、销量下滑明显，仍以水泥为主营，砂石骨料占比提升：**
水泥行业上半年经历寒冬、价格触底：2022H1 全国累计水泥产量 9.77 亿吨，同比下降 15%，水泥产量创 11 年来同期新低，产量增速为本世纪以来最低值。需求下降导致供需关系失衡，部分地区水泥价格大幅下降，南部地区超跌，全国均价较上年底回落 10.6%。同时，煤炭价格高企、生产成本同比增加，预计上半年行业平均效益同比下降近 50%。

公司销量表现：22H1 公司对外销售熟料 220 万吨，销售水泥 620 万吨，合计总销量 840 万吨，同比-13.93%；销售砂石骨料 768 万吨，同比增长 44.36%。上半年水泥售价前高后低，单位平均售价同比上涨 8.84%，但单位成本同比上升 32.13%（煤价上升所致）。

► **吨指标表现：**2022H1 水泥熟料吨均价 347 元，同比+28 元；吨成本 237 元，同比+58 元；吨毛利 110 元，同比-29 元；扣非后吨净利 92 元，同比-13 元。吨期间费用 45 元，同比+3.2 元，其中，吨销售费用同比+0.4 元，吨管理费用+7.2 元，吨财务费用-5 元，吨研发费用+0.7 元。骨料毛利率稳定在高位，约 79.5%，同比微降 1.5pct，吨毛利约 39 元，与 2021 年基本持平。

► **成本费用方面：**2022 年 H1：公司销售费用率为 1.75%，同比+0.11pct，主因包装水泥销量上升、包装费用上升，新增环保业务费用；管理费用率 7.33%，同比+1.57pct，主因职工薪酬、环保减排费用、无形资产摊销、资产折旧与修理费同比上升；财务费用率为-0.41%，同比-1.00pct，主因存量资金利息收入上升，以及海外子公司汇兑收益增加；研发费用率 0.39%，同比+0.14pct。资产负债率 39.59%，基本持平；短期借款 14.12 亿（-4.67 亿），长期借款 7.16 亿（+2.42 亿）。

2022Q2：销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.56%、5.50%、0.49%、-0.93%，同比-0.17、+1.94、-2.31、+0.16pct。

► **“光储一体化”发力新能源，新经济投资初见成效：**公司定位光伏储能产业+新能源财务投资，针对基地现有厂区、屋顶、矿区建设分布式光伏发电储能一体化项目解决自用电，部分引入战略合作方共同开发光伏及储能项目，满足当地周边企业绿电用电需求等。新经济股权投资的首个项目——合肥晶合科创板 IPO 成功过会并通过证监会注册申请，上半年公司对广州及大湾区唯一一家已量产 12 英寸晶圆制造企业广州粤芯进行第二轮投资。参股公司铜陵海螺新材料已顺利投产。

► **盈利预测、估值与评级：**下游需求下滑，煤炭价格高企，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 16.08、18.13、20.24 亿元，8 月 25 日股价对应动态 PE 为 8x、7x、6x。我们看好下半年基建落实实物工作量，以及限电、限产带来供给紧张，进入 9 月旺季华东地区价格有望持续回升，维持“推荐”评级。

风险提示：天气变化不及预期；基建项目资金到位不及预期；疫情影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8315	7608	8521	9501
增长率 (%)	29.3	-8.5	12.0	11.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2176	1608	1813	2024
增长率 (%)	7.4	-26.1	12.7	11.7
每股收益 (元)	2.67	1.98	2.23	2.49
PE	6	8	7	6
PB	1.3	1.2	1.1	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.96 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.上峰水泥 (000672.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：Q1 盈利符合预期，静待华东需求“疫后反转”-2022/04/27
- 2.上峰水泥 (000672.SZ) 事件点评：参股公司过会，“上峰”模式树立水泥界投资典范-2022/03/11
- 3.【民生建材】上峰水泥点评：灵活合作，掘金绿电-2022/01/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8315	7608	8521	9501
营业成本	4691	4916	5462	6042
营业税金及附加	115	99	107	119
销售费用	119	122	149	181
管理费用	543	533	631	741
研发费用	181	76	85	95
EBIT	2666	1862	2088	2323
财务费用	68	84	84	86
资产减值损失	-2	-5	-5	-5
投资收益	169	155	173	193
营业利润	2784	2024	2280	2546
营业外收支	-9	-4	-3	-3
利润总额	2775	2020	2277	2543
所得税	521	379	428	478
净利润	2254	1640	1850	2066
归属于母公司净利润	2176	1608	1813	2024
EBITDA	3221	2950	3331	3699

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3467	4268	4463	5036
应收账款及票据	839	766	789	880
预付款项	115	118	131	145
存货	1020	1163	1292	1390
其他流动资产	1704	1988	2292	2593
流动资产合计	7145	8304	8967	10044
长期股权投资	759	1037	1463	1815
固定资产	3632	3822	4017	3950
无形资产	1863	2098	2481	2790
非流动资产合计	7980	8676	9571	10162
资产合计	15125	16980	18538	20206
短期借款	1879	1879	1879	1879
应付账款及票据	1779	1805	1826	1821
其他流动负债	1571	1768	1954	2129
流动负债合计	5229	5452	5658	5829
长期借款	474	834	934	1034
其他长期负债	391	391	391	391
非流动负债合计	865	1225	1325	1425
负债合计	6093	6676	6983	7253
股本	814	975	975	975
少数股东权益	742	775	812	853
股东权益合计	9032	10304	11555	12953
负债和股东权益合计	15125	16980	18538	20206

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.26	-8.50	12.00	11.50
EBIT 增长率	8.89	-30.15	12.09	11.27
净利润增长率	7.42	-26.13	12.74	11.69
盈利能力 (%)				
毛利率	43.58	35.38	35.90	36.40
净利率	27.11	21.56	21.71	21.74
总资产收益率 ROA	14.39	9.47	9.78	10.02
净资产收益率 ROE	26.25	16.87	16.87	16.73
偿债能力				
流动比率	1.37	1.52	1.58	1.72
速动比率	1.15	1.29	1.33	1.46
现金比率	0.66	0.78	0.79	0.86
资产负债率 (%)	40.29	39.32	37.67	35.90
经营效率				
应收账款周转天数	13.19	14.00	14.00	14.00
存货周转天数	79.37	86.74	86.70	84.27
总资产周转率	0.55	0.45	0.46	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	2.67	1.98	2.23	2.49
每股净资产	11.10	12.66	14.20	15.92
每股经营现金流	3.49	3.29	3.57	3.89
每股股利	0.80	0.65	0.74	0.82
估值分析				
PE	6	8	7	6
PB	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	3.49	3.66	3.21	2.77
股息收益率 (%)	5.35	4.36	4.91	5.49

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2254	1640	1850	2066
折旧和摊销	555	1087	1244	1376
营运资金变动	103	-44	-172	-243
经营活动现金流	2840	2677	2906	3168
资本开支	-1112	-1479	-1691	-1584
投资	-508	-416	-558	-487
投资活动现金流	-1536	-1730	-2066	-1875
股权募资	245	162	0	0
债务募资	406	360	100	100
筹资活动现金流	-339	-145	-646	-721
现金净流量	966	802	195	573

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026