

2023年三季报点评：水泥盈利继续承压，逆周期调节加码有望推动行业景气修复

增持（维持）

2023年10月27日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

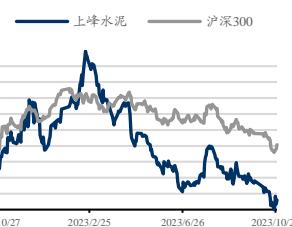
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	7,135	6,415	7,120	7,594
同比	-14%	-10%	11%	7%
归属母公司净利润（百万元）	949	854	1,040	1,276
同比	-56%	-10%	22%	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.98	0.88	1.07	1.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	8.82	9.80	8.04	6.56

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- 事件：**公司披露2023年三季报，前三季度分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润48.77亿元/7.01亿元/5.66亿元，分别同比-5.5%/-17.2%/-45.8%，三季度单季分别实现营收/归母净利润//扣非后归母净利润16.69亿元/1.69亿元/1.80亿元，分别同比+3.1%/+21.6%/-32.8%。
- 水泥同比量升价跌，环比盈利下行。**（1）Q3国内水泥需求疲软，供需矛盾加剧库存压力，水泥价格淡季跌幅较大，旺季回升幅度较弱。（2）公司Q3营收同比+3.1%，其中Q3实现水泥及熟料销量587万吨，同比+2%，主要是新投产的区域子公司产能释放贡献增量，测算单位均价同比下跌（前三季度水泥均价累计同比下降16.6%，熟料均价累计同比下降19.6%）；此外骨料销量同比继续下降，测算Q3销量396万吨，同比-19%，但环保协同处置业务加速增长，测算Q3实现营收0.60亿元，同比+118%。Q3营收环比Q2减少8.2%，预计主要因Q3水泥均价下跌，也受到低景气的西南区域销量占比增加拖累。（3）公司Q3毛利率为23.9%，环比减少8.5pct，预计主要是水泥单位毛利下降所致。（4）测算公司Q3水泥及熟料单吨综合净利润（扣除公允价值变动收益后）为27元，同比下降9元，环比下降17元，为2017年以来的最低值。
- 费用端明显压缩，负债率略有上升。**（1）公司Q3水泥及熟料单吨费用为30.4元，同比下跌12.8元，主要得益于吨管理/研发费用分别同比压缩1.4元/13.8元至14.1元/7.3元，反映费用控制强化。（2）公司Q3经营活动产生的现金流量净额为2.32亿元，同比下降39.3%，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为0.61亿元，同比下降69.9%，反映行业低景气下公司收缩资本开支。（3）公司三季报资产负债率、带息债务余额分别为49.9%/45.64亿元，环比分别+1.6pct/+2.16亿元。
- 中期宏观逆周期调节加码，需求企稳回升和行业竞合秩序修复有望推动水泥景气反弹。**当前行业景气筑底，企业利润大幅下行，低效高成本产能出清压力持续加大。短期需求疲弱，高库存压制价格反弹空间，中期逆周期调节加码，财政政策持续发力，地产景气度修复，实物需求有望企稳回升。我们认为需求改善有望改变行业预期，加速行业竞合秩序修复，叠加淡季错峰力度加大，2023年价格和盈利改善弹性或超预期。
- 盈利预测与投资评级：**公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，两翼业务贡献新增长点，随着阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，估值有望迎来修复。基于地产投资下行，我们调整公司2023-2025年归母净利润至8.5/10.4/12.8亿元（前值为9.7/11.8/13.3亿元），10月27日收盘价对应市盈率分别为9.8/8.0/6.6倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**水泥需求恢复不及预期；行业竞合态势恶化；两翼业务开拓不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.63
一年最低/最高价	8.27/14.30
市净率(倍)	0.95
流通A股市值(百万元)	8,365.88
总市值(百万元)	8,365.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.08
资产负债率(% ,LF)	49.90
总股本(百万股)	969.40
流通A股(百万股)	969.40

相关研究

《上峰水泥(000672): 2023年中报点评：水泥骨料业绩承压，新经济股权投资贡献收益》

2023-08-25

《上峰水泥(000672): 2022年年报及2023年一季报点评：水泥主业景气筑底，两翼业务贡献新增长极》

2023-04-23

上峰水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,592	6,786	7,368	8,094	营业收入	7,135	6,415	7,120	7,594
货币资金及交易性金融资产	3,711	3,769	3,774	4,517	营业成本(含金融类)	4,736	4,535	4,682	4,874
经营性应收款项	664	677	931	951	税金及附加	88	74	82	87
存货	1,359	1,538	1,844	1,839	销售费用	134	144	152	155
合同资产	0	0	0	0	管理费用	585	579	654	679
其他流动资产	857	802	819	787	研发费用	203	167	227	232
非流动资产	9,645	10,693	11,782	12,806	财务费用	23	57	43	38
长期股权投资	899	1,199	1,399	1,599	加:其他收益	85	90	100	106
固定资产及使用权资产	4,322	5,020	5,648	6,256	投资净收益	80	21	76	76
在建工程	737	619	709	755	公允价值变动	(264)	227	0	70
无形资产	1,889	2,039	2,189	2,339	减值损失	(9)	(5)	(5)	(6)
商誉	160	160	160	160	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	1,258	1,192	1,450	1,776
其他非流动资产	1,618	1,638	1,658	1,678	营业外净收支	(14)	(14)	(14)	(14)
资产总计	16,236	17,479	19,150	20,900	利润总额	1,243	1,178	1,435	1,761
流动负债	5,714	6,092	6,777	7,265	减:所得税	284	279	340	418
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,057	2,557	3,057	3,557	净利润	959	898	1,095	1,343
经营性应付款项	2,653	2,339	2,477	2,401	减:少数股东损益	10	45	55	67
合同负债	375	385	375	390	归属母公司净利润	949	854	1,040	1,276
其他流动负债	629	810	868	917					
非流动负债	1,324	1,624	1,824	2,124	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	0.88	1.07	1.32
长期借款	858	1,158	1,358	1,658	EBIT	1,467	1,009	1,425	1,677
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	2,003	1,701	2,177	2,493
租赁负债	21	21	21	21					
其他非流动负债	444	444	444	444					
负债合计	7,038	7,715	8,601	9,389	毛利率(%)	33.62	29.31	34.23	35.82
归属母公司股东权益	8,414	8,934	9,664	10,560	归母净利率(%)	13.30	13.31	14.61	16.81
少数股东权益	785	830	884	951					
所有者权益合计	9,198	9,764	10,549	11,511	收入增长率(%)	(14.19)	(10.09)	10.99	6.65
负债和股东权益	16,236	17,479	19,150	20,900	归母净利润增长率(%)	(56.38)	(10.05)	21.86	22.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,020	1,099	1,396	2,034	每股净资产(元)	8.63	9.22	9.97	10.89
投资活动现金流	(1,764)	(1,983)	(1,778)	(1,778)	最新发行在外股份 (百万股)	969	969	969	969
筹资活动现金流	(42)	465	388	417	ROIC(%)	9.55	6.01	7.63	8.06
现金净增加额	(786)	(419)	5	673	ROE-摊薄(%)	11.28	9.55	10.76	12.09
折旧和摊销	536	691	751	816	资产负债率(%)	43.35	44.14	44.91	44.92
资本开支	(1,108)	(1,414)	(1,614)	(1,614)	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.82	9.80	8.04	6.56
营运资本变动	(683)	(263)	(394)	0	P/B (现价)	1.00	0.94	0.87	0.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

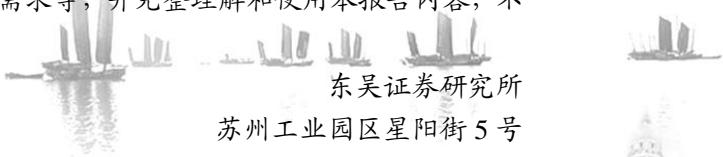
行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。



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>