

上峰水泥 (000672)

2024 年中报点评：主业承压下行，两翼持续布局 增持（维持）

2024 年 08 月 29 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7135	6397	5319	5361	5375
同比 (%)	(14.19)	(10.34)	(16.85)	0.78	0.26
归母净利润 (百万元)	948.87	744.29	525.47	661.04	697.41
同比 (%)	(56.38)	(21.56)	(29.40)	25.80	5.50
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.98	0.77	0.54	0.68	0.72
P/E (现价&最新摊薄)	6.50	8.28	11.73	9.33	8.84

投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年中报，实现营业收入 23.92 亿元，同比-25.4%，归母净利润 1.71 亿元，同比-67.9%；其中 Q2 实现营业收入 14.83 亿元，同比-18.4%，归母净利润 1.56 亿元，同比-56.5%。
- **水泥建材产业链业务承压下行，“一主两翼”战略稳步推进。**(1) 受上半年水泥需求超预期下行影响，公司水泥产业链各业务均持续承压，上半年公司水泥及熟料销量 929 万吨，同比-6.4%，测算单吨均价/毛利分别为 221 元/52 元，分别同比-58 元/-21 元，得益于单吨成本同比下降 37 元，除受益于煤价下跌外，也反映公司生产端降本增效的结果。上半年骨料、商混业务分别实现营收 1.56 亿元/0.60 亿元，分别同比-28.9%/-22.5%，毛利率分别为 63.6%/13.9%，分别同比-6.7pct/+0.1pct。(2) 公司逆势推进各业务稳步布局，联合天山股份收购新疆博海水泥，开工怀宁年处置 15 万吨固废项目，上半年新投运 3 座光伏电站。
- **新经济股权投资持续贡献收益，盈利指标维持优于同行的表现。**(1) 公司上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.5%/12.8%/2.2%/1.0%，同比分别 +0.4/+3.5/+0.1/+0.4pct，主要是分母端收入下降所致，费用总额基本稳定；(2) 上半年实现投资收益、公允价值变动损益分别为 3891 万元、-6609 万元，其中新经济股权投资取得投资收益 3891 万元，新增对中电化合物、金美新材等项目股权投资，公允价值损失主要是股票、基金等证券投资所致；(3) 上半年销售净利率为 5.6%，同比下降 11.9pct，其中 Q2 销售净利率为 10.5%，环比 Q1 上升 12.7pct，预计主要得益于 Q2 水泥吨盈利改善，在水泥全行业亏损的背景下盈利指标维持显著优于同行的表现。
- **资本开支力度显著收缩，带息债务与资产负债率有所下降。**(1) 公司上半年实现经营活动净现金流 3.84 亿元，同比下降 32.0%，低于归母净利润降幅，主要得益于经营性应收项目的减少；(2) 上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 1.83 亿元，同比-74.4%，反映市场形势变化下公司主动控制资本开支力度；(3) 中报公司带息债务余额为 46.11 亿元，环比一季度末-0.29 亿元，中报资产负债率为 47.4%，环比一季度末-1.1pct。
- **全行业亏损下行业自律改善奠定景气反弹基础，中长期期待政策加速供给侧出清。**上半年水泥行业亏损面超 50%，龙头企业引领推动行业自律改善，供给侧调控的力度和持续性明显增强，随着季节性需求恢复，下半年全国价格中枢有望反弹。中长期双碳、环保政策进一步趋严为供给侧带来更强约束，中短期产业政策对行业自律的约束有望强化，有利于行业竞争格局的优化和供给侧的加速出清，需继续观察落地节奏。
- **盈利预测与投资评级：**行业下行期公司水泥主业盈利持续优于同行，一主两翼战略稳步推进开拓长期新增增长点，随着水泥行业自律改善，景气筑底反弹，公司估值有望迎来修复。基于 2024 年水泥需求超预期下滑，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润至 5.25 (-49%)/6.61 (-48%)/6.97 (新增) 亿元，对应市盈率分别为 11.7、9.3、8.8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求恢复不及预期；行业竞争态势恶化；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)	6.36
一年最低/最高价	5.95/9.95
市净率(倍)	0.72
流通 A 股市值(百万元)	6,165.36
总市值(百万元)	6,165.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.85
资产负债率(%,LF)	47.39
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 年三季度报点评：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》

2023-10-27

《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

上峰水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,235	6,534	6,946	7,342	营业总收入	6,397	5,319	5,361	5,375
货币资金及交易性金融资产	5,142	4,613	5,055	5,461	营业成本(含金融类)	4,622	3,813	3,710	3,663
经营性应收款项	700	612	600	613	税金及附加	75	61	70	70
存货	1,061	1,058	1,004	1,032	销售费用	140	134	133	133
合同资产	0	0	0	0	管理费用	659	659	676	682
其他流动资产	331	251	287	236	研发费用	148	103	121	138
非流动资产	10,690	10,997	11,040	11,066	财务费用	19	43	27	27
长期股权投资	958	1,258	1,458	1,658	加:其他收益	99	106	107	107
固定资产及使用权资产	5,191	5,123	4,945	4,750	投资净收益	18	101	81	85
在建工程	91	146	148	149	公允价值变动	159	(60)	0	0
无形资产	2,548	2,548	2,548	2,548	减值损失	(67)	(29)	(28)	(28)
商誉	157	157	157	157	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	943	625	783	826
其他非流动资产	1,733	1,753	1,773	1,793	营业外净收支	(11)	(11)	(11)	(11)
资产总计	17,925	17,530	17,986	18,408	利润总额	932	614	773	815
流动负债	5,257	4,725	4,764	4,753	减:所得税	231	119	150	158
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,710	1,710	1,710	1,710	净利润	701	495	623	657
经营性应付款项	2,685	2,296	2,345	2,339	减:少数股东损益	(43)	(30)	(38)	(40)
合同负债	279	231	224	221	归属母公司净利润	744	525	661	697
其他流动负债	582	488	485	483	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.54	0.68	0.72
非流动负债	3,080	3,180	3,280	3,380	EBIT	789	659	762	800
长期借款	2,358	2,458	2,558	2,658	EBITDA	1,426	1,343	1,458	1,514
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.75	28.32	30.79	31.84
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	11.63	9.88	12.33	12.98
其他非流动负债	704	704	704	704	收入增长率(%)	(10.34)	(16.85)	0.78	0.26
负债合计	8,337	7,905	8,044	8,134	归母净利润增长率(%)	(21.56)	(29.40)	25.80	5.50
归属母公司股东权益	8,840	8,907	9,262	9,634					
少数股东权益	748	718	680	640					
所有者权益合计	9,588	9,625	9,942	10,274					
负债和股东权益	17,925	17,530	17,986	18,408					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,117	950	1,484	1,467	每股净资产(元)	9.12	9.19	9.55	9.94
投资活动现金流	(807)	(880)	(670)	(666)	最新发行在外股份(百万股)	969	969	969	969
筹资活动现金流	(98)	(520)	(372)	(395)	ROIC(%)	4.60	3.87	4.38	4.46
现金净增加额	212	(449)	442	406	ROE-摊薄(%)	8.42	5.90	7.14	7.24
折旧和摊销	637	684	697	714	资产负债率(%)	46.51	45.09	44.73	44.19
资本开支	(915)	(661)	(511)	(511)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.28	11.73	9.33	8.84
营运资本变动	(225)	(364)	64	(5)	P/B(现价)	0.70	0.69	0.67	0.64

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>