

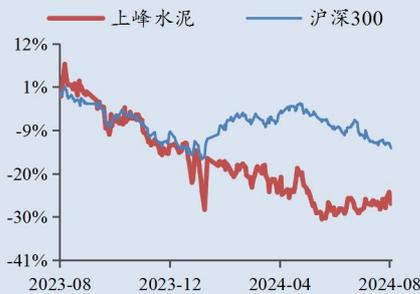
行业底部公司业绩承压，盈利保持韧性下半年有望改善

——上峰水泥（000672.SZ）2024年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年08月29日

当前价格（元）	6.48
52周价格区间（元）	5.95-9.95
总市值（百万元）	6,281.68
流通市值（百万元）	6,281.68
总股本（万股）	96,939.55
流通股（万股）	96,939.55
近一月换手（%）	12.91

分析师：彭棋
执业证书编号：S0230523080002
邮箱：pengq@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

2024年8月28日，上峰水泥发布2024年半年报：2024年上半年公司实现营业收入23.92亿元，同比下滑25.44%；实现归属上市公司股东的净利润1.71亿元，同比下滑67.85%；实现扣非归母净利润2.11亿元，同比下滑45.20%。

观点：

- **水泥需求下滑业绩承压，盈利保持韧性。**2024年上半年，在投资增长整体放缓及房地产持续调整等因素影响下，水泥市场需求同比持续下滑。根据工信部发布数据，2024年上半年全国水泥产量8.5亿吨，同比下降10%，产量为2011年以来最低水平，上半年行业效益同比继续下滑。在行业整体需求下滑的背景下，公司2024年上半年水泥熟料总销量为929万吨，同比下降6.41%，水泥熟料平均售价同比下降21.12%，导致公司营业收入同比下滑25.44%。但公司降本增效工作持续推进，水泥熟料可控制成本同比下降，此外，报告期内煤炭价格下降也使得公司营业成本同比下降20.80%。2024年上半年，公司经营业务综合毛利率25.42%，同比下降4.37个百分点，继续保持行业较优水平，公司盈利能力保持韧性。展望下半年，行业错峰生产力度加大，行业实际产能受限，有望带动公司盈利能力提升。
- **西北、南部区域布局+产业链延伸，打开进一步增长空间。**公司国内制造基地主要布局在沿长江经济带地区，近年来公司在西北新疆、宁夏、内蒙古等地区，以及南部的贵州、广西等地展开布局，并掌握了充足优良的石灰石资源储备。此外，公司在骨料、环保及物流等业务方向进行产业链延伸，为下一步增量发展打开空间。在光伏新能源业务方面，2024年上半年公司年新投运3座光伏电站，已投运光伏电站上半年累计发电737.23万度，储能电站累计放电45.21万度，低碳发电相当于节约标煤约2217吨，减少二氧化碳排放约6075吨。
- **新经济股权投资不断推进，持续贡献收益。**2024年上半年，公司新增了对中电化合物、金美新材等项目股权投资。报告期内，公司取得投资收益6608万元，其中长鑫科技公允价值变动收益为2677万元，新经济股权投资持续为公司贡献收益。
- **盈利预测及投资评级：**在水泥市场需求持续下滑的背景下，公司业绩承压，但公司盈利保持韧性，盈利能力继续保持行业较优水

平。此外，公司在西北、南部区域展开布局并在骨料、环保及物流、光伏新能源业务等产业链进行延伸，为下一步增量发展打开空间。同时，公司的新经济股权投资业务不断推进，持续为公司贡献收益。我们假设公司 2024-2026 年营业收入增速分别为 -8.21%、7.33%、7.39%。据此我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 58.72 亿元、63.03 亿元、67.68 亿元，归母净利润 5.68 亿元、7.08 亿元、8.11 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.1、8.9、7.7 倍。参考 2024 年可比公司平均估值 19.4 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**宏观环境出现不利变化；水泥需求不及预期；水泥价格上涨不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅变化等。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,135	6,397	5,872	6,303	6,768
增长率（%）	-14.19	-10.34	-8.21	7.33	7.39
归母净利润（百万元）	949	744	568	708	811
增长率（%）	-56.40	-21.56	-23.63	24.60	14.58
ROE（%）	10.43	7.32	5.50	6.92	7.73
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.97	0.77	0.59	0.73	0.84
市盈率（P/E）	6.7	8.4	11.1	8.9	7.7
市净率（P/B）	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

数据来源：Wind，华龙证券研究所

可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS（元）					市盈率 PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
000672.SZ	上峰水泥	62.8	0.97	0.77	0.59	0.73	0.84	6.7	8.4	11.0	8.9	7.7
600585.SH	海螺水泥	1,094.8	2.96	1.97	1.65	1.86	2.06	7.0	10.5	12.5	11.1	10.0
000877.SZ	天山股份	327.8	0.52	0.23	0.23	0.33	0.41	8.8	20.3	20.2	14.0	11.3
600801.SH	华新水泥	223.1	1.29	1.33	1.41	1.63	1.83	8.3	8.1	7.6	6.6	5.9
002233.SZ	塔牌集团	82.7	0.22	0.62	0.56	0.64	0.72	31.1	11.2	12.5	10.9	9.7
000401.SZ	冀东水泥	113.8	0.51	-0.56	0.10	0.23	0.36	8.4	-7.6	44.1	18.8	11.9
	平均值	711.3						12.7	8.5	19.4	12.3	9.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表上峰水泥盈利预测取自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,592	7,235	7,909	7,973	8,064
现金	2,896	4,038	4,608	4,618	4,619
应收票据及应收账款	503	582	522	591	537
其他应收款	66	69	55	60	53
预付账款	85	52	46	59	54
存货	1,359	1,061	1,245	1,212	1,369
其他流动资产	1,682	1,432	1,432	1,432	1,432
非流动资产	9,645	10,690	10,415	10,669	10,933
长期股权投资	899	958	1,088	1,175	1,263
固定资产	4,292	5,165	4,817	5,007	5,233
无形资产	1,889	2,548	2,467	2,380	2,287
其他非流动资产	2,565	2,020	2,043	2,107	2,150
资产总计	16,236	17,925	18,324	18,642	18,997
流动负债	5,714	5,257	5,263	5,594	6,052
短期借款	1,609	970	1,100	1,000	1,100
应付票据及应付账款	2,651	2,684	2,455	2,574	2,708
其他流动负债	1,454	1,603	1,708	2,020	2,243
非流动负债	1,324	3,080	3,316	3,202	2,837
长期借款	858	2,358	2,593	2,479	2,114
其他非流动负债	466	723	723	723	723
负债合计	7,038	8,337	8,579	8,795	8,889
少数股东权益	785	748	715	688	657
股本	975	969	969	969	969
资本公积	-886	-933	-925	-925	-925
留存收益	8,550	8,959	9,291	9,707	10,165
归属母公司股东权益	8,414	8,840	9,030	9,158	9,451
负债和股东权益	16,236	17,925	18,324	18,642	18,997

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,020	1,117	547	1,026	1,019
净利润	959	701	536	681	780
折旧摊销	530	630	283	292	301
财务费用	23	19	67	68	63
投资损失	-80	-18	-116	-123	-123
营运资金变动	-705	-250	-356	122	13
其他经营现金流	292	34	133	-14	-14
投资活动现金流	-1,764	-807	-20	-402	-420
资本支出	1,109	915	-122	459	477
长期投资	-718	-417	-130	-87	-87
其他投资现金流	63	525	-12	144	144
筹资活动现金流	-42	-98	43	-614	-598
短期借款	-270	-640	130	-100	100
长期借款	384	1,499	236	-114	-364
普通股增加	162	-6	0	0	0
资本公积增加	33	-47	8	0	0
其他筹资现金流	-351	-905	-331	-400	-334
现金净增加额	-786	212	570	10	1

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,135	6,397	5,872	6,303	6,768
营业成本	4,736	4,622	4,405	4,693	4,930
税金及附加	88	75	77	80	84
销售费用	134	140	101	113	128
管理费用	585	659	464	519	586
研发费用	203	148	124	149	163
财务费用	23	19	67	68	63
资产和信用减值损失	-9	-67	-5	-7	-7
其他收益	85	99	104	99	97
公允价值变动收益	-264	159	-130	20	20
投资净收益	80	18	116	123	123
资产处置收益	0	0	2	1	1
营业利润	1,258	943	721	916	1,049
营业外收入	10	2	5	5	5
营业外支出	25	12	14	16	17
利润总额	1,243	932	712	905	1,037
所得税	284	231	176	224	257
净利润	959	701	536	681	780
少数股东损益	10	-43	-33	-27	-31
归属母公司净利润	949	744	568	708	811
EBITDA	1,971	1,861	1,186	1,418	1,573
EPS (元)	0.97	0.77	0.59	0.73	0.84

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	-14.19	-10.34	-8.21	7.33	7.39
营业利润同比增速(%)	-54.82	-25.02	-23.52	27.01	14.47
归属于母公司净利润同比增速(%)	-56.40	-21.56	-23.63	24.60	14.58
获利能力					
毛利率(%)	33.62	27.75	24.98	25.53	27.17
净利率(%)	13.44	10.96	9.12	10.80	11.53
ROE(%)	10.43	7.32	5.50	6.92	7.73
ROIC(%)	9.58	6.93	4.84	5.96	6.61
偿债能力					
资产负债率(%)	43.35	46.51	46.82	47.18	46.79
净负债比率(%)	3.13	5.13	4.23	4.44	4.18
流动比率	1.15	1.38	1.50	1.43	1.33
速动比率	0.76	1.11	1.21	1.15	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.37	0.32	0.34	0.36
应收账款周转率	26.10	26.85	26.00	28.00	30.00
应付账款周转率	5.29	4.64	4.00	4.00	4.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.77	0.59	0.73	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	1.15	0.56	1.06	1.05
每股净资产(最新摊薄)	8.63	9.12	9.30	9.44	9.74
估值比率					
P/E	6.7	8.4	11.1	8.9	7.7
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.32	3.45	5.32	4.45	3.98

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046