

2015-1-21

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

上峰水泥 (000672)

14 年业绩增长符合预期 持续看好海外高弹性布局

分析师: 范超

 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080001

联系人: 李金宝

 (8621)68751757

 Lijb2@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《主业优势明显 海外布局弹性高》2015/1/14

《主业优势明显 海外布局弹性高》2015/1/14

《主业优势明显 海外布局弹性高》2015/1/14

报告要点

■ 事件描述

公司公告 2014 年业绩预告: 归属母公司净利润 3.6~3.9 亿元, 同比增长 40.34%~49.55%。

■ 事件评论

➢ **煤价下行叠加水泥占比提升带来业绩增长。**公司受华东区域需求制约, 全年预计水泥熟料销量增长不大; 价格来看, 预计水泥熟料全年均价大体将保持平稳, 不过由于水泥占比提升, 总体吨收入会有小幅改善, 预计提升 10 元至 235 元水平; 成本端看, 受益煤价下跌, 预计改善 5 元/吨左右; 因此整体看吨毛利改善 15 元左右。

➢ **海外建线弹性高, 中期成长空间广。**公司公告拟与 ZETH 公司在吉尔吉斯斯坦建设 2800tpd 熟料产线。我们看好公司海外布局: 1、从业绩贡献看: 目前该国北部地区由于上马大量水电站及道桥项目, 因此水泥需求迅速升温, 考虑到目前较大的供给缺口, 因此产线放量也不会对市场构成冲击: 目前北部价格为 90 美元/吨左右, 吨毛利约 55 美元, 吨净利约 45 美元。进一步考虑到 10% 所得税优惠政策, 预计投产后全年放量将增厚业绩为 40% 左右 (项目预计 16 年年中投产, 当年增厚会有折扣); 2、从长期战略布局看, 目前国内水泥产能过剩十分明显, 地产大周期调整之下, 未来水泥需求高增长局面或一去难返, 而借机“一带一路”春风, 加速在盈利弹性高的海外市场布局则成为水泥企业又一扇明窗; 公司审时度势积极布局具备先发优势, 同时若项目投产顺利, 未来不排除进行追加投资可能性。

➢ **骨头硬, 练就成长永续性。**我们看好公司在持续积累下来的突出优势: 一方面公司多元化的股权结构, 为高效率的生产经营奠定了基石, 另外公司也积极通过建设码头和控制矿山资源积累了明显的成本优势。在需求不济的考验下, 公司凭借较硬的“骨头”有望脱颖而出, 赚取超额盈利。

➢ **供需紧平衡下, 区域格局延续稳定。**供给端看, 华东目前受政策严控, 基本上无新线投产 (即使投产, 基本也都是淘汰落后下的等量置换); 而需求来看, 虽然城镇化建设完毕, 但是农村市场将会迎来突破构成支撑; 结合判断, 华东水泥市场依旧会延续紧平衡之势。

➢ 预计公司 2015~16 年 EPS 为 0.63、0.71 元, 对应当前股价的 PE 为 13、11 倍, 继续推荐。

财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 资产负债表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 2544 | 2805 | 3034 | 3527 | 货币资金 | 353 | 581 | 623 | 698 |
| 营业成本 | 1929 | 2062 | 2142 | 2340 | 交易性金融资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 毛利 | 615 | 743 | 892 | 1187 | 应收账款 | 88 | 97 | 105 | 122 |
| %营业收入 | 24.2% | 26.5% | 29.4% | 33.6% | 存货 | 221 | 236 | 245 | 268 |
| 营业税金及附加 | 16 | 17 | 19 | 22 | 预付账款 | 49 | 52 | 54 | 59 |
| %营业收入 | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 76 | 84 | 90 | 105 | 流动资产合计 | 1039 | 1329 | 1419 | 1603 |
| %营业收入 | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 115 | 127 | 138 | 160 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 长期股权投资 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 财务费用 | 95 | 45 | 37 | 22 | 投资性房地产 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| %营业收入 | 3.7% | 1.6% | 1.2% | 0.6% | 固定资产合计 | 1936 | 2106 | 2263 | 2409 |
| 资产减值损失 | -1 | 1 | 1 | 1 | 无形资产 | 259 | 246 | 234 | 222 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 商誉 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 投资收益 | -5 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 309 | 469 | 607 | 876 | 其他非流动资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| %营业收入 | 12.1% | 16.7% | 20.0% | 24.8% | 资产总计 | 3311 | 3736 | 3971 | 4288 |
| 营业外收支 | 41 | 41 | 41 | 41 | 短期贷款 | 854 | 825 | 542 | 152 |
| 利润总额 | 350 | 510 | 648 | 917 | 应付款项 | 609 | 651 | 676 | 738 |
| %营业收入 | 13.7% | 18.2% | 21.4% | 26.0% | 预收账款 | 100 | 110 | 119 | 138 |
| 所得税费用 | 89 | 130 | 165 | 234 | 应付职工薪酬 | 12 | 13 | 13 | 14 |
| 净利润 | 261 | 380 | 483 | 684 | 应交税费 | 37 | 52 | 65 | 90 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 260.8 | 380.5 | 483.4 | 591.9 | 其他流动负债 | 32 | 35 | 36 | 40 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 92 | 流动负债合计 | 1643 | 1685 | 1450 | 1172 |
| EPS (元/股) | 0.32 | 0.47 | 0.59 | 0.73 | 长期借款 | 157 | 157 | 157 | 157 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流净额 | 522 | 666 | 745 | 950 | 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 取得投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他非流动负债 | 39 | 78 | 117 | 155 |
| 长期股权投资 | -27 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 1839 | 1920 | 1724 | 1485 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司 | 1460 | 1783 | 2194 | 2697 |
| 固定资产投资 | -108 | -328 | -330 | -335 | 少数股东权益 | 12 | 12 | 12 | 103 |
| 其他 | 18 | 0 | 0 | 0 | 股东权益 | 1472 | 1795 | 2205 | 2800 |
| 投资活动现金流净额 | -117 | -328 | -330 | -335 | 负债及股东权益 | 3311 | 3715 | 3930 | 4286 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | | | | |
| 股权融资 | 9 | 0 | 0 | 0 | EPS | 0.321 | 0.468 | 0.594 | 0.728 |
| 银行贷款增加(减少) | -355 | -28 | -284 | -390 | BVPS | 1.79 | 2.19 | 2.70 | 3.31 |
| 筹资成本 | 114 | -102 | -110 | -111 | PE | 5.46 | 3.74 | 2.95 | 2.41 |
| 其他 | -219 | 0 | 0 | 0 | PEG | 0.17 | 0.12 | 0.09 | 0.08 |
| 筹资活动现金流净额 | -451 | -130 | -393 | -500 | PB | 0.98 | 0.80 | 0.65 | 0.53 |
| 现金净流量 | -46 | 207 | 21 | 114 | EV/EBITDA | 3.65 | 2.66 | 1.81 | 0.94 |
| | | | | | ROE | 17.9% | 21.3% | 22.0% | 21.9% |

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | | E-mail |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 周志德 | 主管 | (8621) 68751807 | 13681960999 | zhouzd1@cjsc.com.cn |
| 甘 露 | 副主管 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 杨 忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003 | 18616605802 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠 雷 | 华南区总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn |
| 李敏捷 | 华北区总经理 | (8621) 66290412 | 18911132188 | limj@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 | zhanghui1@cjsc.com.cn |

投资评级说明

| | |
|--------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看 好： | 相对表现优于市场 |
| 中 性： | 相对表现与市场持平 |
| 看 淡： | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 推 荐： | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 谨慎推荐： | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性： | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 |
| 减 持： | 相对大盘涨幅小于-5% |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。