

## 2022 年年报点评: 盈利显著承压, 经营效率逆势优化

增持 (维持)

2023 年 4 月 11 日

分析师  
芮雯

(852) 3982 3217

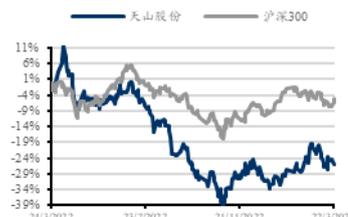
ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	132,581	140,180	148,594	151,743
同比 (%)	-22%	6%	6%	2%
归母净利润 (百万元)	4,542	5,552	7,847	8,279
同比 (%)	-64%	22%	41%	6%
每股收益 (元/股)	0.52	0.64	0.91	0.96
P/E (倍)	17.80	14.56	10.30	9.76

### 投资要点

- **事件: 公司披露 2022 年年报**, 报告期内实现营业总收入 1325.8 亿元, 同比-22.0%, 归母净利润 45.4 亿元, 同比-63.7%。Q4 单季度实现营业总收入 339.7 亿元, 同比-34.1%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比-81.5%。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.70 元 (含税), 股利支付率 51.5%。
- **水泥、商混量价齐跌, 骨料业务保持快速扩张**: (1) 水泥及熟料业务全年实现营收 891.8 亿元, 同比-22%, 销量 27157 万吨, 同比-14.4%, 测算单吨均价 328 元, 同比-31 元; 商混业务全年实现营收 343.2 亿元, 同比-29.3%, 销量 7933 万吨, 同比-24.2%, 测算单方均价 433 元, 同比-31 元。地产需求持续承压、基建实物量落地不及预期等多重因素导致需求低迷贯穿全年, 公司水泥、商混业务量价齐跌。(2) 骨料业务全年实现营收 55.04 亿元, 同比+31.4%, 销量 11507 万吨, 同比+34.3%, 测算单吨均价 48 元, 同比-1 元; 骨料销量大幅增长主要是产能快速扩张所致。
- **毛利率同比下滑 8.8pct 至 16.1%, 资产质量明显优化**: (1) 水泥及熟料业务 2022 年毛利率 14.4%, 同比-11.0pct, 吨毛利 47 元, 同比-55 元, 测算 2022 年水泥及熟料吨成本 281 元, 同比+24 元, 分项来看吨能源成本上涨 25.2 元。(2) 商混和骨料业务 2022 年毛利率分别为 14.0%/47.4%, 同比分别-0.7pct/+1.1pct, 单位毛利基本稳定。(3) 2022 年期间费用率 11.6%, 对应单吨水泥期间费用 57 元, 同比分别+1.1pct/+1 元, 考虑公司收入及水泥销量明显下滑, 2022 年实际费用控制成效显著; 净利率 3.8%, 同比-5pct, 对应单吨水泥净利 18.7 元, 同比-28.3 元。
- **经营活动现金流下降背景下继续实现负债率的下降**。2022 年经营活动净现金流同比下降 46.3% 至 152.5 亿元, 降幅小于净利润降幅, 主要由于折旧摊销有所增加; 2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 155.3 亿元, 同比-22.5%, 高基数下资本开支有所放缓; 2022 年末资产负债率 66.3%, 同比-1.7pct, 环比三季度末-0.8pct。
- **2023 年基建需求发力下水泥需求回暖, 推动行业供需平衡重建, 景气有望底部回升**。23 年 1-2 月水泥产量同比降幅大幅收窄, 截至 3 月 17 日全国水泥出货率 65.3%, 较 2022 年同期+5.5pct, 全国水泥库存比 58.7%, 较 2023 年初回落 14.1pct。基建需求发力、房建需求企稳叠加错峰自律配合下, 行业供需平衡逐步重建, 推动景气筑底上行, 拉动公司季度盈利底部回升。
- **盈利预测与投资评级**: 行业供需平衡重建, 景气底部回升, 公司整合后精益生产、提效技改, 可持续竞争力增强, 盈利有望稳步改善。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 我们下调 2023-2025 年归母净利润至 55.5/78.5/82.8 亿元 (2023-2024 年预测前值为 101/113 亿元), 3 月 23 日收盘价对应市盈率 14.6/10.3/9.8 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示**: 水泥需求恢复不及预期; 骨料业务扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.31
一年最低/最高价	7.54/14.58
市净率(倍)	0.99
流通 A 股市值(百万元)	15,394.26

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.44
资产负债率(% ,LF)	66.31
总股本(百万股)	8,663.42
流通 A 股(百万股)	1,653.52

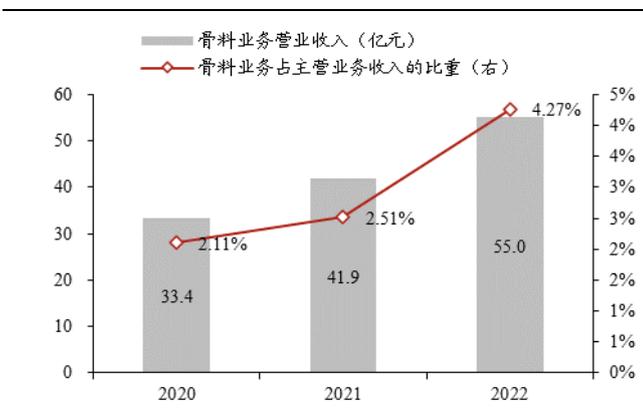
### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢黄诗涛, 房大磊, 石峰源和 杨晓曦 的指导。

**事件：**公司披露 2022 年年报，报告期内实现营业总收入 1325.8 亿元，同比-22.0%，实现归母净利润 45.42 亿元，同比-63.7%。其中 2022Q4 单季度实现营业总收入 339.7 亿元，同比-34.1%，实现归母净利润 4.89 亿元，同比-81.5%。2022 年度公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.70 元（含税），股利支付率 51.5%。

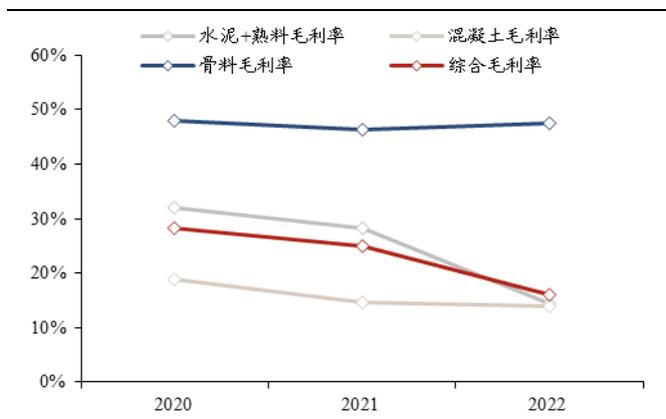
**水泥、商混量价齐跌，骨料业务保持快速扩张。**2022 年地产需求持续承压、基建实物量落地不及预期等多重因素导致水泥、商混需求低迷贯穿全年，2022 年全国水泥产量 21.3 亿吨，同比下滑 10.5%，商混产量 30.31 亿方，同比下滑 11.8%，行业产能严重过剩，公司水泥、商混业务量价齐跌。(1) 水泥及熟料业务全年实现营业收入 891.8 亿元，同比-22%，其中销量 27157 万吨，同比-14.4%，我们测算单吨销售均价 328 元，同比下滑 31 元；(2) 商混业务全年实现收入 343.2 亿元，同比-29.3%，其中销量 7933 万吨，同比-24.2%，我们测算单方均价为 433 元，同比下降 31 元。(3) 骨料业务全年实现收入 55.04 亿元，同比+31.4%，其中销量 11507 万吨，同比+34.3%，我们测算单吨均价 48 元，同比下滑 1 元；截至 2022 年末公司骨料产能约 2.3 亿吨，同比约+21%，产能快速扩张导致销量同比大幅增长。(4) 分季度来看，2022Q4 收入端同比-34.1%，较 Q3 同比增速继续下滑 11.9pct，预计主要是疫情导致 Q4 量价降幅扩大所致。

图1：公司骨料业务营业收入及占比



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图2：公司分业务毛利率情况



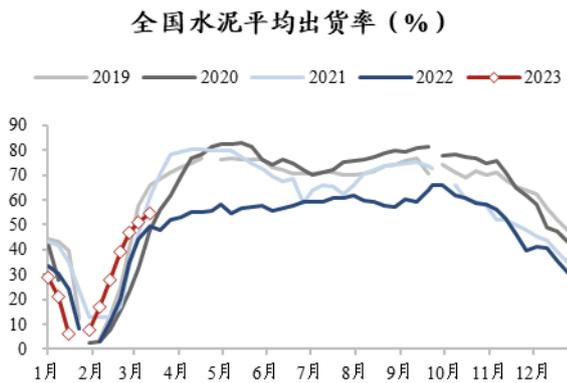
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

**收入端量价齐跌叠加成本端大幅上涨，双向挤压下 2022 年毛利率同比下滑 8.8pct 至 16.1%。**(1)公司 2022 年整体毛利率为 16.1%，同比下滑 8.8pct，主要是水泥及商混业务毛利率下降的拖累。(2)水泥及熟料业务 2022 年毛利率为 14.4%，同比下降 11.0pct，对应吨毛利 47 元，同比下降 55 元，我们测算 2022 年水泥及熟料吨成本 281 元，同比上升 24 元，分项来看单吨原材料成本下降 4.5 元，单吨能源成本上涨 25.2 元，全年煤炭价格持续处于高位。(3)商混和骨料业务 2022 年毛利率分别为 14.0%、47.4%，同比分别-0.7pct、+1.1pct，单位毛利分别为 60 元/方、23 元/吨，盈利基本保持稳定。

公司拟发行可转债，支撑骨料业务持续扩张。2023 年公司计划水泥及熟料、商混销量保持与市场同步，骨料销量保持较大幅度增长，根据公司 2022 年 10 月发行的可转债预案，公司拟募集资金达 100 亿元，其中 64.9 亿元将用于 8 个砂石骨料生产线及配套项目，合计产能有望超过 9500 万吨/年。项目建成投产后将进一步扩大公司骨料产能，预计公司未来骨料产销量将持续高增。

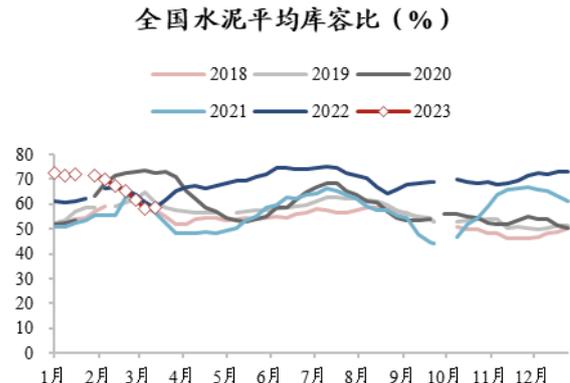
2023 年基建需求发力下水泥需求回暖，推动行业供需平衡重建，景气有望底部回升。根据国家统计局数据，23 年 1-2 月水泥产量同比-0.6%，同比降幅大幅收窄；根据数字水泥网数据，截至 3 月 17 日全国水泥出货率 65.3%，较 2022 年同期+5.5pct，华东、华南地区大部企业出货量达到 8-9 成水平；全国水泥库容比 58.7%，较 2022 年同期-0.2pct，较 2023 年初已回落 14.1pct。基建需求发力、房建需求企稳叠加错峰自律配合下，行业供需平衡逐步重建，我们认为有望推动水泥景气筑底上行，其中产能利用率高的华东、华南地区盈利有一定弹性，有望拉动公司季度盈利底部回升。

图3: 全国水泥平均出货率 (%)



数据来源：数字水泥网，东吴证券（香港）

图4: 全国水泥平均库容比 (%)



数据来源：数字水泥网，东吴证券（香港）

**盈利预测与投资评级：**伴随基建实物工作量落地，房建需求修复，水泥需求有望企稳回升，行业供需平衡重建，景气底部回升。公司整合后持续开展精益生产、提效技改，可持续竞争力进一步增强，随着行业景气修复，公司盈利有望稳步改善。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 55.5/78.5/82.8 亿元（2023-2024 年预测前值为 101/113 亿元），3 月 23 日收盘价对应市盈率 14.6/10.3/9.8 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**水泥需求恢复不及预期；骨料业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

天山股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>67,933</b>	<b>68,366</b>	<b>74,377</b>	<b>78,915</b>	<b>营业收入</b>	<b>132,581</b>	<b>140,180</b>	<b>148,594</b>	<b>151,743</b>
现金	11,719	13,595	17,365	24,053	减:营业成本	111,288	115,792	120,655	123,223
应收账款	38,874	38,665	41,263	39,776	营业税金及附加	2439	2578	2733	2791
存货	11,763	10,752	10,028	9,140	销售费用	1670	1703	1754	1754
其他流动资产	5,577	5,354	5,721	5,946	管理费用	7,346	7,341	7,561	7,703
<b>非流动资产</b>	<b>220,904</b>	<b>222,500</b>	<b>222,470</b>	<b>221,944</b>	研发费用	1,911	1,949	2,007	2,007
长期股权投资	11775	12075	12375	12675	财务费用	4476	4155	3709	3424
固定资产	117,983	123,668	125,378	125,016	资产减值损失	-242	280	297	303
在建工程	14,698	8,099	4,950	3,475	加:投资净收益	499	585	616	607
无形资产	39,034	40,534	41,034	41,534	其他收益	1,009	1,188	1,259	1,286
其他非流动资产	37,414	38,124	38,733	39,244	资产处置收益	1402	500	500	500
<b>资产总计</b>	<b>288,837</b>	<b>290,866</b>	<b>296,847</b>	<b>300,858</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,604</b>	<b>8,654</b>	<b>12,252</b>	<b>12,929</b>
<b>流动负债</b>	<b>134,173</b>	<b>133,162</b>	<b>134,389</b>	<b>134,281</b>	加:营业外净收支	-192	55	57	57
短期借款	43,336	42,836	41,336	39,836	<b>利润总额</b>	<b>6,412</b>	<b>8,709</b>	<b>12,309</b>	<b>12,986</b>
应付账款	41,122	41,219	41,229	40,920	减:所得税费用	1,337	2,177	3,077	3,247
其他流动负债	49,715	49,107	51,824	53,525	少数股东损益	532	980	1385	1461
<b>非流动负债</b>	<b>57,362</b>	<b>55,862</b>	<b>53,862</b>	<b>51,862</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,542</b>	<b>5,552</b>	<b>7,847</b>	<b>8,279</b>
长期借款	39,118	37,618	35,618	33,618	EBIT	9,491	12,144	15,291	15,702
其他非流动负债	18,244	18,244	18,244	18,244	EBITDA	20,406	21,418	24,592	25,098
<b>负债合计</b>	<b>191,535</b>	<b>189,023</b>	<b>188,251</b>	<b>186,143</b>					
少数股东权益	15,493	16,473	17,857	19,318	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
归属母公司股东权益	81,809	85,371	90,739	95,397	每股收益(元)	0.52	0.64	0.91	0.96
<b>负债和股东权益</b>	<b>288,837</b>	<b>290,866</b>	<b>296,847</b>	<b>300,858</b>	每股净资产(元)	9.44	9.85	10.47	11.01
					发行在外股份(百万股)	8,663	8,663	8,663	8,663
					ROIC(%)	4.12	4.74	5.89	5.95
					ROE(%)	5.55	6.50	8.65	8.68
					毛利率(%)	16.06	17.4	18.8	18.8
					销售净利率(%)	3.43	3.96	5.28	5.46
					资产负债率(%)	66.31	64.99	63.42	61.87
					收入增长率(%)	-22.03	5.73	6	2.12
					净利润增长率(%)	-63.8	22.24	41.33	5.5
					P/E	17.8	14.56	10.3	9.76
					P/B	0.99	0.95	0.89	0.85

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

