

# 天山股份 (000877)

证券研究报告

2023年04月26日

## 营收净利有所承压，看好公司长期发展

### 营收净利有所下滑，主要系需求不佳及错峰停产

近日公司发布 23 年一季报，23Q1 营收 223.79 亿元，同比-20.80%，实现归母净利润-12.31 亿元，扣非净利润-14.27 亿元。我们认为受到下游行业的需求不佳，水泥商混销量或有所下降，导致公司营收有所下降。净利润下滑较多或主要系错峰停产（北方一季度错峰天数较长，停产造成的成本费用较高）。

### 毛利率下滑较多，现金流表现较好

23 年 Q1 公司毛利率 10.33%，同比-8.51 pct，期间费用率 15.88%，同比+3.48 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 1.72%/8.24%/1.37%/4.54%，同比变动+0.27/+1.76/+0.75/+0.70pct，综合影响下净利率-6.31%，同比-10.37pct，我们认为北方一季度错峰天数比较长，但固定费用呈现刚性（一方面通过折旧增加生产成本，从而减少毛利率；另一方面人工属于刚性支出，增加费用率），对于净利率侵蚀较大。23 年 Q1 公司收现比 89.98%，同比-7.52 pct；付现比 62.08%，同比-27.12 pct；CFO 净额 14.60 亿元，同比+30.98 亿元，现金流表现较好。负债率 67.63%，同比+0.17pct。至 23Q1 末，公司货币现金 171.22 亿，在手现金充足。

### 骨料业务有望保持较快增长，水泥业务有望迎来吨净利回升

我们认为 23 年水泥行业供给端或将继续收缩，若需求端能够企稳，则 23 年价格中枢仍有望上调，同时公司也将通过集中采购、拓展直供渠道等方式控制成本，吨毛利有望回升。公司于 22 年 10 月公布可转债发行预案，拟募资不超过 100 亿元，用于骨料等项目建设，非水泥业务尤其是骨料或将是公司未来重要的增长极。

### 分红率维持高水平，看好 23 年 ROE 向上修复

公司 22 年现金分红 23.39 亿元，占归母净利润比重达 51.5%，公司计划 2022-2024 年每年分配的现金股利不低于归母净利润 50%，当前 ROE 已处于历史底部区域，我们预期 23 年水泥业务盈利好转或带动 ROE 向上修复，维持公司 23-25 年归母净利润预测至 61.4/76.0/88.2 亿元，参考可比公司，考虑到公司龙头地位，给予公司 23 年 1.2 倍 PB，目标价 11.75 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产需求不及预期，基建需求低迷，价格竞争加剧等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	169,978.54	132,580.52	140,434.08	146,350.92	151,742.16
增长率(%)	1855.51	(22.00)	5.92	4.21	3.68
EBITDA(百万元)	43,564.38	20,180.98	24,156.94	25,790.61	27,339.23
净利润(百万元)	12,530.04	4,542.24	6,144.54	7,602.98	8,822.47
增长率(%)	726.38	(63.75)	35.28	23.74	16.04
EPS(元/股)	1.45	0.52	0.71	0.88	1.02
市盈率(P/E)	5.55	15.30	11.31	9.14	7.88
市净率(P/B)	0.91	0.85	0.82	0.78	0.75
市销率(P/S)	0.41	0.52	0.49	0.47	0.46
EV/EBITDA	4.53	7.78	6.70	4.20	4.33

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.02 元
目标价格	11.75 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	8,663.42
流通 A 股股本(百万股)	880.10
A 股总市值(百万元)	69,480.65
流通 A 股市值(百万元)	7,058.40
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	67.63
一年内最高/最低(元)	12.69/7.54

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

**朱晓辰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522120001  
zhuxiaochen@tfzq.com

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



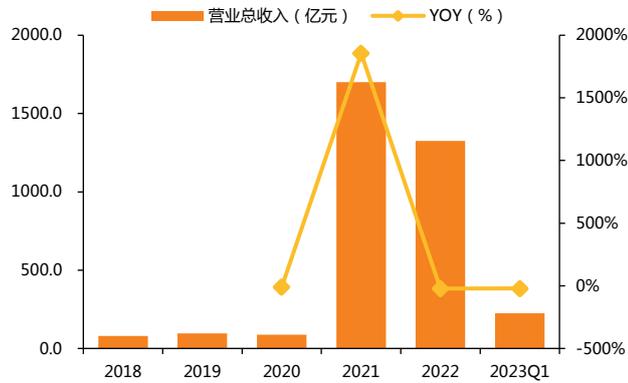
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《天山股份-年报点评报告:水泥盈利触达相对底部，骨料业务增长明显》 2023-03-26
- 《天山股份-半年报点评:水泥利润承压，骨料快速放量》 2022-08-25
- 《天山股份-季报点评:Q1 业绩回落幅度有限，全年稳健增长仍可期》 2022-04-26

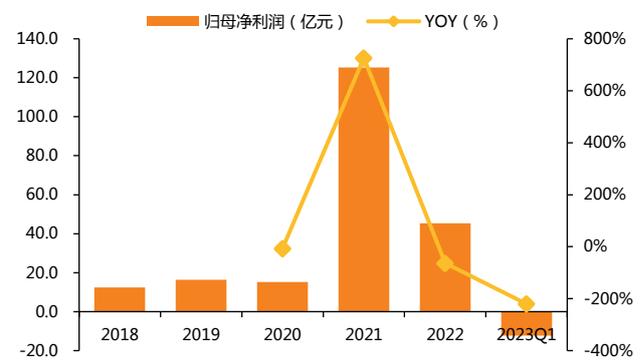
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018-23Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018-23Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
600801.SH	华新水泥	313	14.94	12.75	13.09	14.55	16.03	1.17	1.14	1.03	0.93
000672.SZ	上峰水泥	105	10.81	10.19	8.63	10.02	11.27	1.06	1.25	1.08	0.96
600585.SH	海螺水泥	1,431	27.00	34.66	34.65	37.03	39.65	0.78	0.78	0.73	0.68
	平均值							<b>1.00</b>	<b>1.06</b>	<b>0.94</b>	<b>0.86</b>
000877.SZ	天山股份	695	8.02	8.8	9.4	9.8	10.2	0.91	0.85	0.82	0.78

注：数据截至 20230425 收盘，除天山股份 23-24 年 BPS 为天风预测外，其余公司为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,287.90	10,745.27	11,234.73	24,806.42	12,139.37
应收票据及应收账款	33,252.97	31,863.01	6,858.81	32,141.39	8,295.49
预付账款	1,804.88	1,992.64	547.03	2,233.67	991.76
存货	10,060.30	11,763.49	3,938.69	12,366.62	4,344.35
其他	13,748.88	11,568.38	6,752.15	13,283.92	8,709.30
<b>流动资产合计</b>	<b>73,154.94</b>	<b>67,932.79</b>	<b>29,331.41</b>	<b>84,832.03</b>	<b>34,480.27</b>
长期股权投资	12,490.87	11,774.74	11,774.74	11,774.74	11,774.74
固定资产	112,513.90	116,334.15	108,424.60	100,515.05	92,605.49
在建工程	12,578.51	14,698.09	14,698.09	14,698.09	14,698.09
无形资产	35,790.75	39,041.17	37,014.67	34,988.16	32,961.65
其他	38,530.81	39,055.59	35,761.83	36,416.22	35,170.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>211,904.83</b>	<b>220,903.75</b>	<b>207,673.93</b>	<b>198,392.26</b>	<b>187,210.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>285,059.77</b>	<b>288,836.55</b>	<b>237,005.35</b>	<b>283,224.29</b>	<b>221,690.67</b>
短期借款	24,544.71	25,874.96	44,516.19	18,000.00	16,809.86
应付票据及应付账款	37,184.95	41,122.03	14,268.68	44,223.84	23,752.26
其他	74,648.84	64,460.05	27,907.85	80,737.46	39,876.93
<b>流动负债合计</b>	<b>136,378.50</b>	<b>131,457.04</b>	<b>86,692.72</b>	<b>142,961.30</b>	<b>80,439.05</b>
长期借款	33,706.27	39,118.21	36,691.90	18,000.00	15,000.00
应付债券	10,494.70	9,494.85	6,663.18	8,884.24	8,347.42
其他	9,422.60	8,748.68	6,180.47	8,117.25	7,682.14
<b>非流动负债合计</b>	<b>53,623.57</b>	<b>57,361.74</b>	<b>49,535.56</b>	<b>35,001.50</b>	<b>31,029.56</b>
<b>负债合计</b>	<b>193,739.90</b>	<b>191,534.78</b>	<b>136,228.28</b>	<b>177,962.80</b>	<b>111,468.61</b>
少数股东权益	15,372.61	15,492.73	15,941.76	16,514.23	17,121.88
股本	8,348.81	8,663.42	8,663.42	8,663.42	8,663.42
资本公积	29,894.59	33,945.79	33,945.79	33,945.79	33,945.79
留存收益	37,080.45	38,815.84	41,888.11	45,689.60	50,100.83
其他	623.41	383.98	337.98	448.46	390.14
<b>股东权益合计</b>	<b>91,319.87</b>	<b>97,301.76</b>	<b>100,777.06</b>	<b>105,261.50</b>	<b>110,222.06</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>285,059.77</b>	<b>288,836.55</b>	<b>237,005.35</b>	<b>283,224.29</b>	<b>221,690.67</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	14,922.24	5,074.08	6,144.54	7,602.98	8,822.47
折旧摊销	9,835.15	10,616.36	9,936.06	9,936.06	9,936.06
财务费用	4,859.41	4,619.86	4,819.98	4,499.56	4,473.59
投资损失	(1,765.54)	(499.01)	(350.00)	(380.00)	(400.00)
营运资金变动	1,208.43	(6,494.44)	(18,856.89)	38,892.40	(22,980.25)
其它	(634.58)	1,935.64	924.05	1,244.94	1,315.29
<b>经营活动现金流</b>	<b>28,425.11</b>	<b>15,252.47</b>	<b>2,617.74</b>	<b>61,795.94</b>	<b>1,167.16</b>
资本支出	188,742.26	18,881.17	2,568.21	(1,936.78)	435.12
长期投资	12,417.27	(716.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(220,472.07)	(32,396.93)	(2,270.18)	2,116.78	(235.12)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19,312.55)</b>	<b>(14,231.89)</b>	<b>298.03</b>	<b>180.00</b>	<b>200.00</b>
债权融资	75,951.76	6,073.62	1,140.99	(44,140.77)	(8,957.01)
股权融资	30,876.29	4,126.38	(3,567.30)	(4,263.48)	(5,077.19)
其他	(116,454.30)	(15,433.52)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9,626.24)</b>	<b>(5,233.52)</b>	<b>(2,426.31)</b>	<b>(48,404.25)</b>	<b>(14,034.20)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(513.68)</b>	<b>(4,212.94)</b>	<b>489.46</b>	<b>13,571.69</b>	<b>(12,667.04)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>169,978.54</b>	<b>132,580.52</b>	<b>140,434.08</b>	<b>146,350.92</b>	<b>151,742.16</b>
营业成本	127,588.64	111,288.32	113,469.79	117,461.79	120,684.41
营业税金及附加	2,206.93	2,438.61	2,174.03	2,285.89	2,503.41
营业费用	2,743.64	1,669.93	1,628.41	1,550.67	1,608.47
管理费用	8,545.71	7,345.63	7,443.01	7,683.42	7,936.11
研发费用	1,793.29	1,910.77	2,023.95	2,094.59	2,156.58
财务费用	4,684.01	4,475.82	4,819.98	4,499.56	4,473.59
资产减值损失	(5,219.87)	242.39	(400.00)	(275.00)	(172.50)
公允价值变动收益	(97.50)	(113.98)	25.99	100.00	100.00
投资净收益	1,765.54	499.01	350.00	380.00	400.00
其他	5,556.81	(3,779.91)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>20,411.33</b>	<b>6,603.92</b>	<b>8,850.89</b>	<b>10,979.99</b>	<b>12,707.08</b>
营业外收入	928.58	293.14	413.35	545.03	417.17
营业外支出	563.03	485.55	365.33	471.30	440.73
<b>利润总额</b>	<b>20,776.88</b>	<b>6,411.52</b>	<b>8,898.91</b>	<b>11,053.71</b>	<b>12,683.53</b>
所得税	5,854.64	1,337.44	1,856.31	2,305.80	2,645.77
<b>净利润</b>	<b>14,922.24</b>	<b>5,074.08</b>	<b>7,042.61</b>	<b>8,747.91</b>	<b>10,037.75</b>
少数股东损益	2,392.19	531.84	898.06	1,144.94	1,215.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,530.04</b>	<b>4,542.24</b>	<b>6,144.54</b>	<b>7,602.98</b>	<b>8,822.47</b>
每股收益(元)	1.45	0.52	0.71	0.88	1.02

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1855.51%	-22.00%	5.92%	4.21%	3.68%
营业利润	844.22%	-67.65%	34.02%	24.06%	15.73%
归属于母公司净利润	726.38%	-63.75%	35.28%	23.74%	16.04%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.94%	16.06%	19.20%	19.74%	20.47%
净利率	7.37%	3.43%	4.38%	5.20%	5.81%
ROE	16.50%	5.55%	7.24%	8.57%	9.48%
ROIC	171.82%	6.04%	6.56%	6.91%	10.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.96%	66.31%	57.48%	62.83%	50.28%
净负债率	73.49%	83.46%	86.01%	31.79%	37.78%
流动比率	0.52	0.51	0.34	0.59	0.43
速动比率	0.45	0.42	0.29	0.51	0.37
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.04	4.07	7.25	7.51	7.51
存货周转率	32.51	12.15	17.89	17.95	18.16
总资产周转率	1.13	0.46	0.53	0.56	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.45	0.52	0.71	0.88	1.02
每股经营现金流	3.28	1.76	0.30	7.13	0.13
每股净资产	8.77	9.44	9.79	10.24	10.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.55	15.30	11.31	9.14	7.88
市净率	0.91	0.85	0.82	0.78	0.75
EV/EBITDA	4.53	7.78	6.70	4.20	4.33
EV/EBIT	5.73	15.01	11.38	6.84	6.80

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com