

天山股份 (000877)

2023 年中报点评: 水泥景气继续承压, 关注内部提效

增持 (维持)

2023 年 08 月 25 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

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,581	119,217	122,342	126,927
同比	-22%	-10%	3%	4%
归属母公司净利润 (百万元)	4,542	2,297	2,786	3,534
同比	-64%	-49%	21%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.52	0.27	0.32	0.41
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.18	30.02	24.76	19.51

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 534.4 亿元, 同比-18.3%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比-95.9%; 单二季度实现营业收入 310.6 亿元, 同比-16.5%, 归母净利润 13.7 亿元, 同比-44.2%, 基本符合我们的预期。
- **水泥、商混量价承压, 骨料产能释放带动销量较快增长:** (1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现营收 365.3 亿元, 同比-17.1%, 销量 12165 万吨, 同比-4.3%, 测算单吨均价为 300 元, 同比-47 元; 商混业务实现营收 130.3 亿元, 同比-23.6%, 销量 3375 万方, 同比-10.2%, 主要因上半年水泥需求低迷, 价格表现弱于季节性规律。(2) 骨料业务实现营收 25.7 亿元, 同比+6.0%, 销量 6342 万吨, 同比+25.5%, 测算单吨均价 40 元, 同比下降 8 元, 主要得益于骨料产能投产爬坡, 2023 年上半年末骨料产能 2.3 亿吨, 较去年同期增加 0.4 亿吨。
- **Q2 毛利率环比改善, 成本端受益煤价下跌。** (1) 23H1 公司水泥及熟料业务毛利率为 14.5%, 虽然煤炭成本下降, 但水泥均价下行仍然带动公司毛利率水平下降-3.9pct, 测算吨毛利 43 元, 同比-20 元; 上半年商混、骨料单方/单吨毛利分别为 21 元/15 元, 同比下降 21 元/8 元。(2) 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/6.7%/1.7%/3.7%, 分别同比持平/+1.3pct /+0.7pct /+0.3pct, 对应单吨综合期间费用为 69 元, 同比增加 3 元, 管理费用率提升主要是由于办公、维修及停工损失增加、折旧摊销费增加叠加营收下滑, 研发费用率提升主要是由于新增研发项目, 但财务费用总额同比减少 2.64 亿元至 19.79 亿元, 得益于利息支出的压缩。(3) 公允价值变动净收益为 2.4 亿元, 信用减值损失为-1.9 亿元, 其中应收账款/其他应收款坏账损失分别为-1.3 亿元/-6194 万元;(4) Q2 单季综合毛利率为 18.5%, 同比+0.4pct, 环比 Q1+8.2pct, 预计主要得益于水泥单吨毛利随着煤价下跌出现回升。
- **现金流改善反映“两金”压减成效。** (1) 公司现金流逆势增长, 23H1 公司实现经营活动净现金流 86.1 亿元, 同比+61.5%, 明显好于利润表现, 主要得益于存货和经营性应收项目的控制, 反映公司“两金”压减的成效;(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 50.2 亿元, 同比-39.6%, 资本开支力度放缓, 池州骨料等项目持续推进;(3) 二季度末公司带息债务余额为 1113.7 亿元, 环比一季度末+79.9 亿元; 资产负债率为 67.8%, 环比小幅提升 0.1pct。
- **行业景气阶段性底部确认, 逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。** 淡季水泥价格经历连续回落后, 已处高成本企业现金成本线附近, 短期行业供给主动收缩的力度在加强, 行业自律改善, 价格也有望确认阶段性底部, 但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看, 随着政治局会议强化逆周期调节力度, 基建增量政策有望落地, 支撑实物需求, 叠加旺季需求季节性回暖, 盈利迎来底部回升。
- **盈利预测与投资评级:** 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, 随着行业阶段性盈利底部确认, 中期需求预期提振, 估值有望迎来修复。基于地产投资下行压力加大, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 23.0/27.9/35.3 亿元 (前值为 48.5/67.6/82.8 亿元), 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)	7.96
一年最低/最高价	7.54/10.39
市净率(倍)	0.86
流通 A 股市值(百万元)	14,504.24
总市值(百万元)	68,960.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.20
资产负债率(% ,LF)	67.77
总股本(百万股)	8,663.42
流通 A 股(百万股)	1,822.14

相关研究

《天山股份(000877): 2023 年一季报点评: 盈利底部已经确立, 中期景气有望回升》

2023-04-27

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
流动资产	67,933	62,478	66,401	71,489	营业总收入	132,581	119,217	122,342	126,927
货币资金及交易性金融资产	11,719	14,148	12,043	18,484	营业成本(含金融类)	111,288	99,110	101,250	104,646
经营性应收款项	38,874	35,415	38,802	38,813	税金及附加	2,439	2,623	2,692	2,792
存货	11,763	8,609	9,953	9,232	销售费用	1,670	1,502	1,517	1,532
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7,346	7,508	7,662	7,793
其他流动资产	5,576	4,307	5,602	4,960	研发费用	1,911	2,107	2,235	2,311
非流动资产	220,904	222,500	222,470	221,944	财务费用	4,476	4,083	3,805	3,547
长期股权投资	11,775	12,075	12,375	12,675	加:其他收益	1,123	1,010	1,037	1,076
固定资产及使用权资产	117,983	123,668	125,378	125,016	投资净收益	499	373	376	382
在建工程	14,698	8,099	4,950	3,475	公允价值变动	(114)	239	0	0
无形资产	39,034	40,534	41,034	41,534	减值损失	242	(477)	(428)	(444)
商誉	26,496	26,496	26,496	26,496	资产处置收益	1,402	120	150	170
长期待摊费用	5,200	5,900	6,500	7,000	营业利润	6,604	3,551	4,316	5,490
其他非流动资产	5,718	5,728	5,738	5,748	营业外净收支	(192)	53	53	54
资产总计	288,837	284,978	288,871	293,433	利润总额	6,412	3,604	4,370	5,544
流动负债	134,173	127,406	127,242	128,595	减:所得税	1,337	901	1,092	1,386
短期借款及一年内到期的非流动负债	43,336	42,836	41,336	39,836	净利润	5,074	2,703	3,277	4,158
经营性应付款项	41,122	41,470	41,780	43,099	减:少数股东损益	532	405	492	624
合同负债	2,716	2,478	2,632	2,825	归属母公司净利润	4,542	2,297	2,786	3,534
其他流动负债	46,999	40,623	41,493	42,834	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.27	0.32	0.41
非流动负债	57,362	59,362	60,862	60,862	EBIT	9,491	7,736	8,329	9,247
长期借款	39,118	41,118	42,618	42,618	EBITDA	20,406	17,010	17,629	18,643
应付债券	9,495	9,495	9,495	9,495	毛利率(%)	16.06	16.87	17.24	17.55
租赁负债	1,452	1,452	1,452	1,452	归母净利率(%)	3.43	1.93	2.28	2.78
其他非流动负债	7,296	7,296	7,296	7,296	收入增长率(%)	(22.03)	(10.08)	2.62	3.75
负债合计	191,535	186,768	188,104	189,456	归母净利润增长率(%)	(63.80)	(49.42)	21.25	26.88
归属母公司股东权益	81,809	82,312	84,377	86,963					
少数股东权益	15,493	15,898	16,390	17,013					
所有者权益合计	97,302	98,210	100,767	103,977					
负债和股东权益	288,837	284,978	288,871	293,433					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15,252	17,640	11,921	21,529	每股净资产(元)	9.44	9.50	9.74	10.04
投资活动现金流	(14,232)	(10,324)	(8,691)	(8,264)	最新发行在外股份(百万股)	8,663	8,663	8,663	8,663
筹资活动现金流	(5,234)	(5,127)	(5,335)	(6,824)	ROIC(%)	4.12	3.02	3.21	3.53
现金净增加额	(4,205)	2,189	(2,105)	6,441	ROE-摊薄(%)	5.55	2.79	3.30	4.06
折旧和摊销	10,916	9,274	9,300	9,396	资产负债率(%)	66.31	65.54	65.12	64.57
资本开支	(14,484)	(9,677)	(8,147)	(7,826)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.18	30.02	24.76	19.51
营运资本变动	(2,326)	1,616	(4,691)	4,205	P/B(现价)	0.84	0.84	0.82	0.79

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)),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>