

➤ 事件：

- 公司 2022Q1 实现营收 282.57 亿元，同比-1.77%，归母净利 10.23 亿元，同比-23.39%；扣非归母净利润 9.03 亿元，同比增长 1151.45%。公司销售毛利率 18.85%，同比-14.47pct，销售净利率 4.06%，同比-8.34pct。
- 宁夏建材近期公告，拟以向中建信息全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并中建信息，并拟向天山股份出售旗下水泥等相关业务的控制权。

➤ 点评：

(1) 销量承压，价格同涨。受疫情干扰，华东、华南发货承压（2021 年东部地区收入占比 42%，中南占比 20%）。此外，下游地产需求疲弱，水泥需求压力延续。参考行业表现，**产量方面**，一季度全国水泥累计产量 3.87 亿吨，同比-12.1%；其中，3 月单月产量 1.87 亿吨，同比-5.6%，但降幅环比 1-2 月收窄 5.7pct。**价格方面**，Q1 华东、西北、中南、华南高标水泥均价分别为 526、524、511、514 元/吨，同比提高约 42、82、21、28 元/吨，价格同比仍有增长，我们预计和成本支撑（煤炭同比涨价）以及错峰/检修到位有关。

(2) 成本费用方面，期间费用率为 12.40%，同比-2.11pct。其中，**销售费用率** 1.46%，同比-0.83pct，主因受疫情影响，Q1 水泥商混销售规模下降，销售费用减少；**管理费用率** 6.48%，同比-0.76pct；**研发费用率** 0.62%，同比+0.28pct，主因加大研发投入；**财务费用率** 3.84%，同比-0.46pct。

(3) 现金流方面，经营活动产生的现金流量净额-16.39 亿元，同比-140.66%，主因销售商品、提供劳务收到的现金同比减少；**筹资活动**产生的现金流量净额 108.53 亿元，同比+101.13%，主因公司非公开发行股份募集资金及下属公司吸收投资。**资产负债率**为 67.46%，较 2021 年末-0.5pct；短期借款 293.58 亿，较 2021 年末增加 48.13 亿；长期借款 326.02 亿，较 2021 年末减少 11.04 亿。

(4) 2021 年“新天山”启航，2022 年 4 月宁夏建材重组预案发布、祁连山停牌筹划与中国交建、中国城乡所持的部分资产置换，西北水泥同业竞争问题正在加速解决。2021 年底“新天山”共计熟料产能 3.3 亿吨，商品混凝土产能 4.2 亿吨，骨料产能 1.9 亿吨，均居全国第一。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 140、151、156 亿元，4 月 29 日对应动态 PE 为 8、7、7 倍，基于①行业疫后需求恢复，②全面基建预期，③公司重组后内部治理改善、成本费用优化，以及西南等地价格弹性释放，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**基建项目落地、天气变化不及预期；地产政策波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	169979	170183	174607	183757
增长率 (%)	4.8	0.1	2.6	5.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	12530	13994	15056	15559
增长率 (%)	-3.5	11.7	7.6	3.3
每股收益 (元)	1.45	1.62	1.74	1.80
PE	8	8	7	7
PB	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

12.18 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

1.天山股份(000877):营收稳步增长,毛利率下滑

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	169979	170183	174607	183757
营业成本	127589	127943	131532	139453
营业税金及附加	2207	2127	2008	2113
销售费用	2744	2383	2095	2205
管理费用	8546	7828	7683	8085
研发费用	1793	1702	1571	1470
EBIT	26855	28199	29718	30430
财务费用	4684	4913	5052	5148
资产减值损失	-3870	-3442	-3476	-3503
投资收益	1766	1768	1814	1909
营业利润	20411	22865	24323	25143
营业外收支	366	338	642	655
利润总额	20777	23204	24965	25799
所得税	5855	6538	7035	7270
净利润	14922	16665	17930	18529
归属于母公司净利润	12530	13994	15056	15559
EBITDA	36884	38237	40675	42223

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14288	17744	18191	21815
应收账款及票据	33253	32107	33908	36760
预付款项	1805	1810	1861	1973
存货	10060	9815	9730	9934
其他流动资产	13749	13658	13924	14406
流动资产合计	73155	75134	77614	84887
长期股权投资	12491	12691	12891	13091
固定资产	112514	135964	156042	173512
无形资产	35785	35923	36066	36212
非流动资产合计	211905	230799	248211	264153
资产合计	285060	305933	325825	349040
短期借款	24545	25345	26260	27175
应付账款及票据	37185	37288	38334	40643
其他流动负债	78387	78545	80222	83904
流动负债合计	140116	141178	144816	151722
长期借款	33706	35706	37206	38206
其他长期负债	19917	19933	19957	20037
非流动负债合计	53624	55640	57163	58244
负债合计	193740	196817	201979	209965
股本	8349	8663	8663	8663
少数股东权益	15373	18044	20919	23889
股东权益合计	91320	109115	123846	139075
负债和股东权益合计	285060	305933	325825	349040

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.83	0.12	2.60	5.24
EBIT 增长率	-15.34	5.00	5.39	2.40
净利润增长率	-3.53	11.68	7.59	3.34
盈利能力 (%)				
毛利率	24.94	24.82	24.67	24.11
净利润率	8.78	9.79	10.27	10.08
总资产收益率 ROA	4.40	4.57	4.62	4.46
净资产收益率 ROE	16.50	15.37	14.63	13.51
偿债能力				
流动比率	0.52	0.53	0.54	0.56
速动比率	0.44	0.45	0.46	0.48
现金比率	0.10	0.13	0.13	0.14
资产负债率 (%)	67.96	64.33	61.99	60.16
经营效率				
应收账款周转天数	70.71	71.00	73.00	75.00
存货周转天数	28.78	28.00	27.00	26.00
总资产周转率	0.60	0.56	0.54	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	1.45	1.62	1.74	1.80
每股净资产	10.54	12.59	14.30	16.05
每股经营现金流	3.28	3.85	3.96	4.32
每股股利	0.33	0.36	0.37	0.38
估值分析				
PE	8	8	7	7
PB	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.72	4.54	4.31	4.11
股息收益率 (%)	2.71	2.94	3.03	3.13

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	14922	16665	17930	18529
折旧和摊销	10028	10037	10957	11793
营运资金变动	-4719	439	-610	1042
经营活动现金流	28425	33356	34320	37435
资本开支	-18955	-30947	-30100	-29433
投资	-1865	-237	-229	-232
投资活动现金流	-19313	-29416	-28515	-27756
股权募资	465	4230	0	0
债务募资	10165	2806	2424	1946
筹资活动现金流	-9626	-484	-5358	-6055
现金净流量	-502	3456	447	3624

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001