

天山股份 (000877.SZ)

2022 半年报点评：水泥量减价增，骨料业务快速推进

买入

核心观点

需求表现下降，成本端制约业绩表现。2022H1 公司分别完成营收和归母净利润 654.46 亿和 34.83 亿元，追溯调整口径后增速分别为-13.68%和-44.94%，基本 EPS 为 0.4021 元/股，其中 Q2 单季度营收和归母净利润分别为 371.88 亿和 24.60 亿，相同口径下增速分别为-21.0%和-50.7%。受国内疫情反复、项目资金紧张、房建市场恢复不佳等因素影响，水泥、商混需求下降，同时煤炭成本上升，导致公司业绩整体表现有所承压。

水泥量减价增，骨料销量大增。上半年公司水泥熟料收入为 440.86 亿，同比下降 12.48%，主因需求下降，销量 1.27 亿吨，同比下降 17.14%，测算上半年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 347/283/64 元/吨，分别同比+19/+47/-29，价格小幅上涨主因产能占比较大的西南等区域价格中枢同比提高，成本端主因煤炭价格上涨承压；混凝土收入为 170.60 亿，同比-24.01%，销量实现 3759 万方，同比-23.13%，单方收入/成本/毛利分别为 454/392/62 元/方，分别同比-5/+5/-10 元/方；骨料业务聚焦核心城市群，上半年销量大幅增长 49.46%至 5052 万吨，实现收入 24.23 亿元，同比+47.36%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 48/25/23 元/吨，整体基本保持平稳。上半年，公司竞得池州市水泥用灰岩采矿权，并计划建设年产 4000 万吨骨料生产基地，总投资 106.13 亿，进一步加快推进公司骨料业务发展。

现金流表现承压，资债结构小幅优化。公司上半年综合毛利率 18.4%，同口径同比-6.36pct，主要受水泥业务盈利水平下降拖累。期间费用率同口径同比小幅增加 0.61pct 至 11.03%，主要由于收入端下降影响。受销售商品等收到现金同比下降影响，上半年经营性净现金流同比下降 44.67%至 53.33 亿元。随着公司重组整合完成，加强管理挖潜，报告期末资产负债率较去年末下降 0.54pct 至 67.42%。

风险提示：项目落地不及预期；成本上涨超预期；疫情反复。

投资建议：下半年旺季窗口渐近，维持“买入”评级。

随着下半年旺季窗口渐近，前期政策支持下的各类项目有望逐步落地，公司水泥业务经营有望改善。公司加大以商混、骨料为代表的业务一体化发展，有望提供新的利润增长点。目前收购宁夏建材相关水泥资产正在进行，未来有望逐步理顺各区域资产、股权和管理关系，管理效率改善可期。考虑到上半年经营不利影响，下调 22-24 年 EPS 至 1.1/1.2/1.3 元/股（调整前为 1.64/1.76/1.84 元/股），对应 PE 为 9.7/8.7/8.2x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,692	169,979	164,675	175,452	183,131
(+/-%)	-10.3%	4.8%	-3.1%	6.5%	4.4%
净利润(百万元)	1516	12530	9390	10375	11125
(+/-%)	-7.3%	-3.5%	-25.1%	10.5%	7.2%
每股收益(元)	1.45	1.56	1.12	1.24	1.33
EBIT Margin	27.6%	17.0%	11.3%	11.4%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	16.5%	12.1%	13.0%	13.6%
市盈率 (PE)	7.5	7.0	9.7	8.7	8.2
EV/EBITDA	4.7	7.5	10.6	10.2	9.8
市净率 (PB)	1.07	1.19	1.17	1.14	1.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（2021 年增速为追溯调整口径） 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.87 元
总市值/流通市值	94167/12990 百万元
52 周最高价/最低价	18.44/10.59 元
近 3 个月日均成交额	126.27 百万元

市场走势



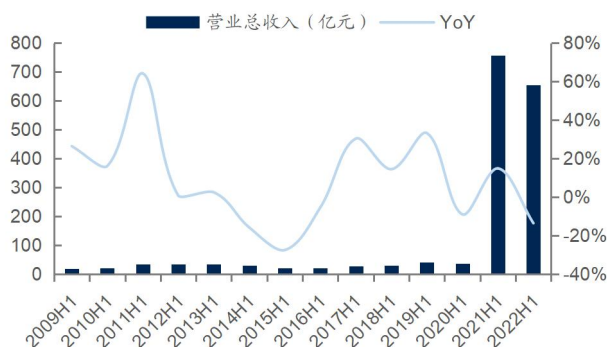
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天山股份(000877.SZ)-Q1 盈利小幅承压，协同效应有望显现》——2022-04-26
- 《天山股份(000877.SZ)-聚焦提质增效，期待重组协同发展》——2022-03-24
- 《天山股份-000877-2021 年中报点评：降负债成果显著，重组推进顺利》——2021-08-21
- 《天山股份-000877-2020 年财报点评：业绩符合预期，期待全新征程》——2021-03-12
- 《天山股份-000877-2020 年中报点评：经营持续改善，重组开启新篇章》——2020-08-20

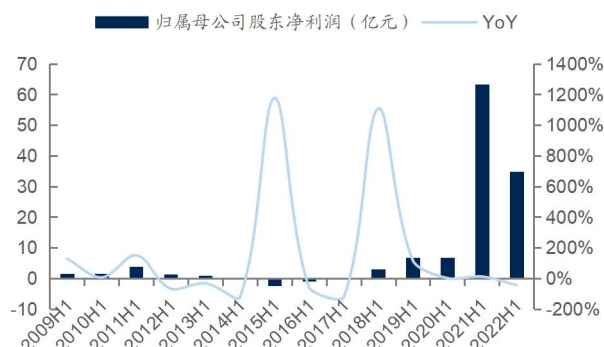
需求表现下降，成本端制约业绩表现。2022H1 公司分别完成营收和归母净利润 654.46 亿和 34.83 亿元，追溯调整口径后增速分别为-13.68%和-44.94%，基本 EPS 为 0.4021 元/股，其中 Q2 单季度营收和归母净利润分别为 371.88 亿和 24.60 亿，相同口径下增速分别为-21.0%和-50.7%。受国内疫情反复、项目资金紧张、房建市场恢复不佳等因素影响，水泥、商混需求下降，同时煤炭成本上升，导致公司业绩整体表现有所承压。

图1：天山股份营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 收入绝对值使用追溯调整口径）

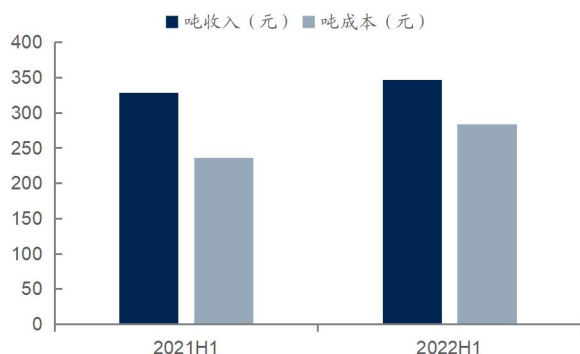
图2：天山股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 归母净利润绝对值使用追溯调整口径）

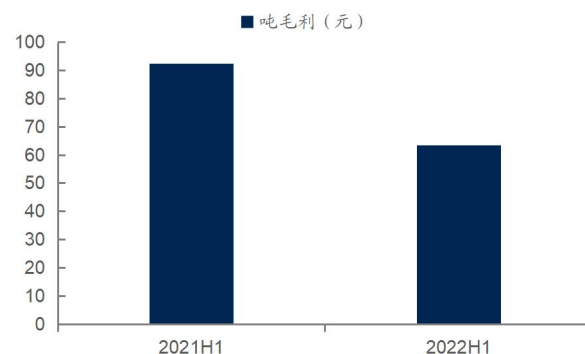
水泥量减价增，骨料销量大增。上半年公司水泥熟料收入为 440.86 亿，同比下降 12.48%，主因需求下降，销量 1.27 亿吨，同比下降 17.14%，测算上半年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 347/283/64 元/吨，分别同比+19/+47/-29，价格小幅上涨主因产能占比较大的西南等区域价格中枢同比提高，成本端主因煤炭价格上涨承压；混凝土收入为 170.60 亿，同比-24.01%，销量实现 3759 万方，同比-23.13%，单方收入/成本/毛利分别为 454/392/62 元/方，分别同比-5/+5/-10 元/方；骨料业务聚焦核心城市群，上半年销量大幅增长 49.46%至 5052 万吨，实现收入 24.23 亿元，同比+47.36%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 48/25/23 元/吨，整体基本保持平稳。上半年，公司竞得池州市水泥用灰岩采矿权，并计划建设年产 4000 万吨骨料生产基地，总投资 106.13 亿，进一步加快推进公司骨料业务发展。

图3：天山股份水泥熟料业务吨收入和吨成本情况



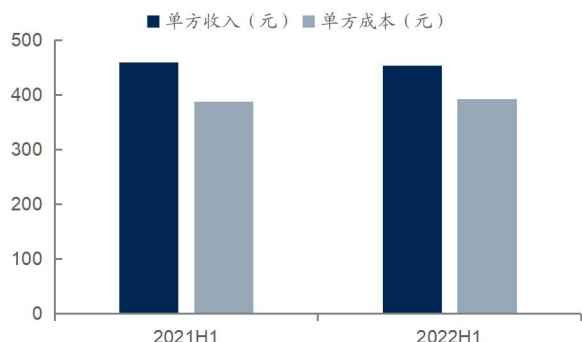
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天山股份水泥熟料业务吨毛利情况



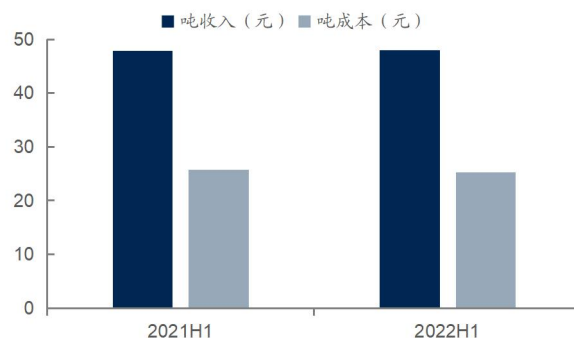
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 天山股份商混业务单方收入和成本情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

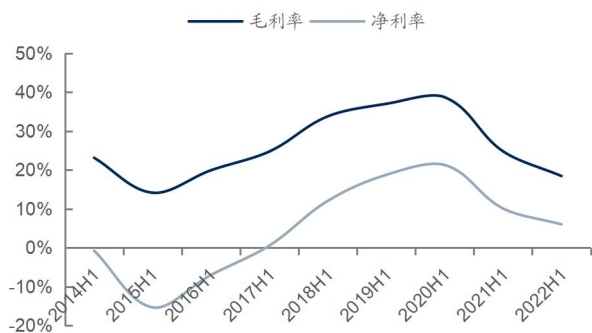
图6: 天山股份骨料业务吨毛利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

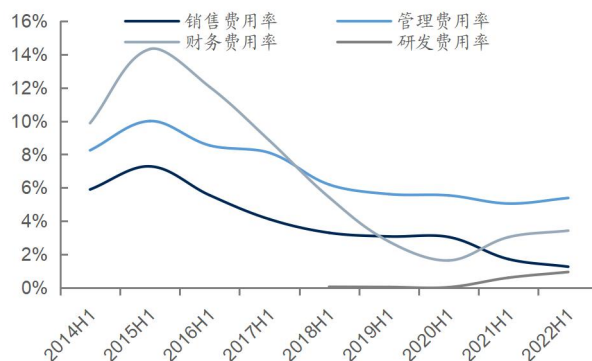
现金流表现承压，资债结构小幅优化。公司上半年综合毛利率 18.4%，同口径同比-6.36pct，主要受水泥业务盈利水平下降拖累。期间费用率同口径同比小幅增加 0.61pct 至 11.03%，主要由于收入端下降影响。受销售商品等收到现金同比下降影响，上半年经营性净现金流同比下降 44.67% 至 53.33 亿元。随着公司重组整合完成，加强管理挖潜，报告期末资产负债率较去年末下降 0.54pct 至 67.42%。

图7: 天山股份期间费用率 (%)



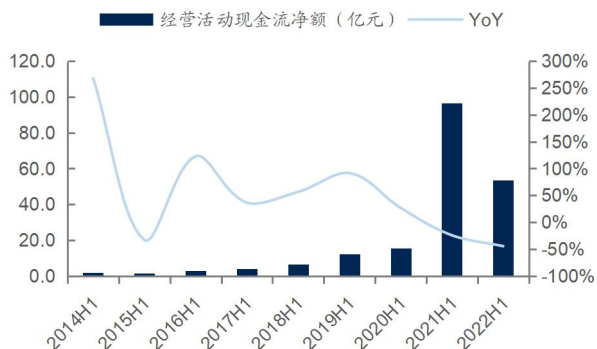
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2021H1 年使用追溯调整口径)

图8: 天山股份期间费用率 (%)



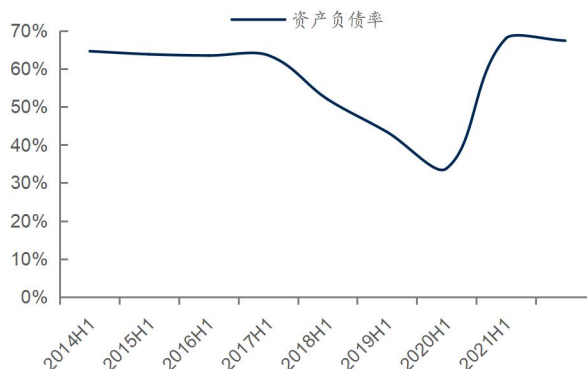
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2021H1 使用追溯调整口径)

图9: 天山股份经营性现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 经营性现金流净额绝对值使用追溯调整口径）

图10: 天山股份资产负债率具备下行空间 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 使用追溯调整口径）

下半年旺季窗口渐近，维持“买入”评级。随着下半年旺季窗口渐近，前期政策支持下的各类项目有望逐步落地，公司水泥业务经营有望改善。公司加大以商混、骨料为代表的业务一体化发展，有望提供新的利润增长点。目前收购宁夏建材相关水泥资产正在进行，未来有望逐步理顺各区域资产、股权和管理关系，管理效率改善可期。考虑到上半年经营不利影响，下调 22-24 年 EPS 至 1.1/1.2/1.3 元/股（调整前为 1.64/1.76/1.84 元/股），对应 PE 为 9.7/8.7/8.2x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1154	14288	18000	16144	17072	营业收入	8692	169979	164675	175452	183131
应收款项	645	36752	23913	31707	29843	营业成本	5453	127589	131824	141115	147911
存货净额	397	10060	10495	11248	11807	营业税金及附加	131	2207	2072	2208	2305
其他流动资产	1151	10960	16209	14291	16471	销售费用	226	2744	2569	2551	2505
流动资产合计	3464	73155	69711	74484	76288	管理费用	487	8546	9567	9652	9655
固定资产	10469	125092	119017	113161	107314	财务费用	88	4684	3032	2720	2240
无形资产及其他	633	35785	34354	32922	31491	投资收益	(18)	1766	10	0	0
投资性房地产	343	38536	38536	38536	38536	资产减值及公允价值变动	(350)	(3967)	100	150	100
长期股权投资	74	12491	18681	27984	35731	其他收入	223	(1597)	(200)	(202)	(220)
资产总计	14983	285060	280299	287088	289361	营业利润	2162	20411	15521	17153	18397
短期借款及交易性金融负债	64	37198	42134	22539	17643	营业外净收支	(29)	366	50	50	50
应付款项	1362	37185	37416	40838	42479	利润总额	2133	20777	15571	17203	18447
其他流动负债	1168	65733	49167	63003	60366	所得税费用	415	5855	4388	4848	5198
流动负债合计	2594	140116	128717	126379	120489	少数股东损益	202	2392	1793	1981	2124
长期借款及应付债券	700	44201	44201	44201	44201	归属于母公司净利润	1516	12530	9390	10375	11125
其他长期负债	370	9423	13941	20727	26379						
长期负债合计	1070	53624	58142	64928	70580	现金流量表（百万元）					
负债合计	3664	193740	186859	191307	191068	净利润	1516	12530	9390	10375	11125
少数股东权益	688	15373	15712	16088	16490	资产减值准备	65	4903	254	(156)	(240)
股东权益	10631	75947	77727	79693	81802	折旧摊销	786	9133	7553	7843	7918
负债和股东权益总计	14983	285060	280299	287088	289361	公允价值变动损失	(283)	(3772)	(100)	(150)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	88	4684	3032	2720	2240
每股收益	1.45	1.56	1.12	1.24	1.33	营运资本变动	438	20570	(4406)	17258	3542
每股红利	0.61	1.78	0.91	1.01	1.08	其它	51	(5350)	86	531	642
每股净资产	10.14	9.10	9.31	9.55	9.80	经营活动现金流	2573	38015	12777	35701	22887
ROIC	16%	27%	9%	10%	12%	资本开支	0	(130665)	(200)	(250)	(300)
ROE	14%	16%	12%	13%	14%	其它投资现金流	34	(977)	0	0	0
毛利率	37%	25%	20%	20%	19%	投资活动现金流	71	(144059)	(6390)	(9554)	(8047)
EBIT Margin	28%	17%	11%	11%	11%	权益性融资	0	465	0	0	0
EBITDA Margin	37%	22%	16%	16%	16%	负债净变化	(654)	33006	0	0	0
收入增长	-10%	1856%	-3%	7%	4%	支付股利、利息	(645)	(14868)	(7611)	(8409)	(9016)
净利润增长率	-7%	726%	-25%	10%	7%	其它融资现金流	417	82436	4936	(19595)	(4896)
资产负债率	29%	73%	72%	72%	72%	融资活动现金流	(2180)	119178	(2675)	(28003)	(13912)
息率	0.7%	16.4%	8.4%	9.3%	9.9%	现金净变动	465	13134	3712	(1856)	928
P/E	7.5	7.0	9.7	8.7	8.2	货币资金的期初余额	689	1154	14288	18000	16144
P/B	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	货币资金的期末余额	1154	14288	18000	16144	17072
EV/EBITDA	4.7	7.5	10.6	10.2	9.8	企业自由现金流	0	(80210)	16336	39161	26067
						权益自由现金流	0	35233	19094	17613	19562

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032