

公司研究

水泥行业下行周期，业绩阶段性承压

——天山股份（000877.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入654亿元，同降13.7%；归母净利润34.8亿元，同降44.9%；扣非归母净利润29.6亿元，同增297.3%。单二季度，公司营收372亿元，同降21.0%；归母净利润24.6亿元，同降50.7%；扣非归母净利润20.6亿元，同增205.8%。

点评：

需求走弱叠加成本上涨，22H1经营压力较大。2022H1，全国水泥需求疲弱，尤其是水泥使用较多的地产新开工（面积同降34.4%）需求下滑明显，累计水泥产量9.8亿吨，同降15.0%；商品混凝土产量14.4亿方，同降10.4%。由于以煤炭为代表的燃料动力成本大幅上升，支撑水泥价格高位运行。

公司销售水泥1.1亿吨，同降17.8%；销售熟料1683万吨，同降12.6%；销售商混3759万方，同降23.13%；销售骨料5052万吨，同增49.5%。水泥熟料吨售价347元，同增18元，吨毛利为64元，同减29元；商品混凝土销单方售价454元，同减5元，单方毛利62元，同减9元；骨料吨售价48元，吨毛利23元，同增1元。公司综合毛利率为18.4%，同降15.9pct。

持续整合中国建材集团水泥资产，“水泥+”稳步推进。截至报告期末，公司拥有熟料产能3.2亿吨/年、商混产能4.2亿方/年、骨料产能1.9亿吨/年。未来随着进一步整合宁夏建材与祁连山等水泥相关资产，公司在水泥市场的掌控力将进一步提升。同时公司加大以“商混、骨料”为代表的“水泥+”业务一体化发展，尤其骨料业务上半年实现收入24.2亿元，同增49.6%，并拟在安徽池州进一步投建年产4000万吨骨料生产基地项目。

基本面及预期有望迎来边际改善，水泥板块或存阶段性博弈机会：当前地产端需求仍然面临较大压力，但是随着走过传统淡季（高温、雨水等影响），进入施工旺季后，需求有望迎来季节性改善。同时基建端需求呈现出较强韧性，且或将出现相关项目加速向实物工作量转化，则价格有望进入回升通道。

盈利预测、估值与评级：由于水泥需求下滑明显，且成本压力仍在，我们下调公司22-24年归母净利润分别为85.41、111.13和128.85亿元（下调37.7%、23.9%和13.1%），看好后续水泥基本面改善，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原燃材料价格上涨，资产重组推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,692	169,979	156,425	163,366	169,075
营业收入增长率	-10.28%	1855.51%	-7.97%	4.44%	3.49%
净利润（百万元）	1,516	12,530	8,541	11,113	12,885
净利润增长率	-7.31%	726.38%	-31.84%	30.11%	15.95%
EPS（元）	1.45	1.50	0.99	1.28	1.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.26%	16.50%	9.94%	12.10%	13.13%
P/E	7	6	10	8	7
P/B	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-31注：20年末为10.49亿股，21年末为83.49亿股，目前为86.63亿股；该表中2020年的数据均为追溯调整前的财务数据

买入（维持）

当前价：9.70元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	86.63
总市值(亿元)	840.35
一年最低/最高(元)	9.50/17.95
近3月换手率	8.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.00	-20.18	-19.11
绝对	-13.62	-18.31	-32.44

资料来源：Wind

相关研报

“新天山”正式起航，经营业绩表现稳健——天山股份（000877.SZ）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,692	169,979	156,425	163,366	169,075
营业成本	5,453	127,589	123,773	125,890	129,396
折旧和摊销	786	9,133	10,811	11,497	12,340
税金及附加	131	2,207	2,268	2,369	2,452
销售费用	226	2,744	2,894	2,941	2,874
管理费用	487	8,546	8,291	8,658	8,961
研发费用	53	1,793	1,564	1,634	1,691
财务费用	88	4,684	3,019	3,362	3,484
投资收益	-18	1,766	0	0	0
营业利润	2,162	20,411	13,966	17,342	19,648
利润总额	2,133	20,777	14,055	17,484	19,847
所得税	415	5,855	3,514	4,371	4,962
净利润	1,718	14,922	10,541	13,113	14,885
少数股东损益	202	2,392	2,000	2,000	2,000
归属母公司净利润	1,516	12,530	8,541	11,113	12,885
EPS(元)	1.45	1.50	0.99	1.28	1.49

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,566	28,425	18,408	15,469	41,203
净利润	1,516	12,530	8,541	11,113	12,885
折旧摊销	786	9,133	10,811	11,497	12,340
净营运资金增加	-433	-28,662	7,458	15,179	-8,404
其他	697	35,424	-8,401	-22,320	24,382
投资活动产生现金流	93	-19,313	-15,790	-31,025	-41,000
净资本支出	51	-18,955	-15,995	-31,000	-41,000
长期投资变化	74	12,491	0	0	0
其他资产变化	-31	-12,848	205	-25	0
融资活动现金流	-2,354	-9,626	-1,264	16,251	368
股本变化	0	7,300	315	0	0
债务净变化	-1,792	80,636	279	24,883	10,408
无息负债变化	316	109,440	-12,877	-12,794	10,524
净现金流	306	-502	1,355	694	571

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.3%	24.9%	20.9%	22.9%	23.5%
EBITDA 率	42.0%	24.7%	20.9%	22.4%	23.0%
EBIT 率	32.2%	18.9%	13.9%	15.3%	15.7%
税前净利润率	24.5%	12.2%	9.0%	10.7%	11.7%
归母净利润率	17.4%	7.4%	5.5%	6.8%	7.6%
ROA	11.5%	5.2%	3.7%	4.3%	4.5%
ROE (摊薄)	14.3%	16.5%	9.9%	12.1%	13.1%
经营性 ROIC	19.2%	14.1%	9.4%	9.1%	8.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	24%	68%	64%	63%	64%
流动比率	1.34	0.52	0.56	0.53	0.47
速动比率	1.18	0.45	0.48	0.46	0.41
归母权益/有息债务	13.92	0.93	1.05	0.86	0.84
有形资产/有息债务	18.35	2.65	2.63	2.20	2.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	14,983	285,060	284,478	304,410	333,671
货币资金	1,154	14,288	15,643	16,337	16,908
交易性金融资产	118	1,094	1,000	1,000	1,000
应收账款	462	32,930	30,304	31,649	32,755
应收票据	153	323	298	311	322
其他应收款 (合计)	30	3,529	3,251	3,396	3,515
存货	397	10,060	9,161	9,319	9,582
其他流动资产	1,078	9,118	9,118	9,118	9,118
流动资产合计	3,464	73,155	70,525	72,910	75,029
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	74	12,491	12,514	12,514	12,514
固定资产	10,077	112,513	113,915	115,301	123,280
在建工程	392	12,569	11,535	24,401	39,301
无形资产	633	35,785	36,060	36,328	36,592
商誉	21	26,485	26,485	26,485	26,485
其他非流动资产	7	4,755	4,755	4,755	4,755
非流动资产合计	11,519	211,905	213,953	231,500	258,641
总负债	3,664	193,740	181,142	193,231	214,163
短期借款	63	24,545	23,478	48,361	58,769
应付账款	991	24,794	24,052	24,464	25,145
应付票据	371	12,391	8,664	8,812	9,058
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	43	5,699	5,699	5,699	5,699
流动负债合计	2,594	140,116	126,700	137,790	158,722
长期借款	700	33,706	34,706	35,706	35,706
应付债券	0	10,495	10,495	10,495	10,495
其他非流动负债	256	2,151	2,151	2,151	2,151
非流动负债合计	1,070	53,624	54,442	55,442	55,442
股东权益	11,320	91,320	103,336	111,178	119,507
股本	1,049	8,349	8,663	8,663	8,663
公积金	4,664	34,795	38,710	38,710	38,710
未分配利润	4,913	32,180	37,966	43,809	50,138
归属母公司权益	10,631	75,947	85,963	91,806	98,135
少数股东权益	688	15,373	17,373	19,373	21,373

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.60%	1.61%	1.85%	1.80%	1.70%
管理费用率	5.60%	5.03%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用率	1.02%	2.76%	1.93%	2.06%	2.06%
研发费用率	0.61%	1.06%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	19%	28%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.48	0.33	0.61	0.76	0.86
每股经营现金流	2.45	3.40	2.12	1.79	4.76
每股净资产	10.14	9.10	9.92	10.60	11.33
每股销售收入	8.29	20.36	18.06	18.86	19.52

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	7	6	10	8	7
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.3	4.4	5.7	5.9	5.9
股息率	4.9%	3.4%	6.3%	7.8%	8.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE