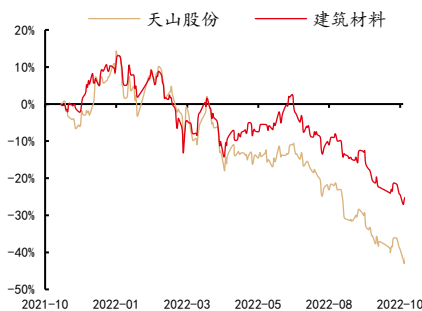


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	16.37
52 周内低	7.54
总市值(亿元)	759.78
流通市值(亿元)	145.01
总股本(亿股)	86.63
A 股(亿股)	86.63
—已流通(亿股)	16.54
—限售股(亿股)	70.10

研究所

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

研究助理：刘依然

SAC 登记编号：S1340122090020

Email: liuyiran@cnpsec.com

天山股份 (000877.SZ):

外部期待需求修复，内部整合改善管理效率

● 事件：

1) 公司发布公开发行可转换公司债券预案，拟发行 100 亿元可转债，扣除发行费用后，募集资金净额将用于砂石骨料生产线建设项目、水泥绿色智能技改升级项目及偿还有息债务及补充流动资金等。

2) 公司拟将下属各级子公司按照区域划分以股权转让/收购、划转、增资/减资、新设等方式，整合至 14 个区域管理公司。

3) 公司发布 2022 年三季度报告，2022 年前三季度实现营业收入 986.08 亿元，同比下降 16.76%；归母净利润 40.54 亿元，同比下降 58.99%；其中，2022 年第三季度实现营业收入 331.63 亿元，同比下降 22.30%；归母净利润 5.70 亿元，同比下降 83.84%。

● 行业基本面已至底部，关注后期需求修复

公司 2022 Q1-Q3 分别实现营业收入 282.57 /371.88 /331.63 亿元，分别同比下降 1.77% /20.96% /22.24%；归母净利润 10.23 /24.60 /5.70 亿元，分别同比下降 23.39% /50.71% /83.97%。根据国家统计局，2022 年 1-9 月，全国水泥产量 15.63 亿吨，同比下降 12.50%；新疆水泥产量 3366 万吨，同比下降 22.14%。Q3 单季全国水泥产量约 6.86 万吨，同比下降 7.10%，环比 Q2 下降 0.66%；新疆水泥产量 1470 万吨，同比下降 15.27%，环比 Q2 下降 7.51%。根据中国混凝土与水泥制品协会，2022 年 1-9 月，全国混凝土产量 22 亿 m³，同比下降 11.8%。年内水泥、混凝土需求明显下滑主要受到房地产新开工端表现疲软、基建重点项目受疫情多点散发影响，开工滞后，水泥需求走弱。根据新华社 2022/11/10 消息，财政部近日提前下达多项 2023 年预算资金，支持地方提前谋划实施 2023 年相关工作。其中，中央财政提前下达衔接推进乡村振兴补助资金 1485 亿元、支持地方提前谋划实施 2023 年水利项目建设资金 941 亿元。资金提前下达有望推动重点项目的实物工作量落地，水泥需求有望获得回补。

● 煤炭价格高位拖累业绩，Q4 错峰生产有望支撑价格

从价格上来看，根据 Q3 单季全国 P0 42.5 散装水泥全国价格均价 377 元/吨，同比下降 10.3%，环比下降 14.85%。盈利水平方面，2022 Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 16.64% /4.45%，同比下降 7.73 /5.62 pct，Q3 单季度毛利率为 13.10%，同比/环比下降 10.91 /5.01 pct；净利率为 1.37%，同比/环比下降 8.31 /6.12 pct。盈利水平下滑较明显主要由于煤炭价格高位运行，根据公司公告，2022 H1 煤炭采购均价 1159 元/吨，较 2021 年全年采购均价 996 元/吨高 16.4%；另外，由于下游需求不佳导致的库存上涨使得水泥价格承压，Q3 单

季全国水泥库容比季度均值为 68.09%，高于去年同期 12.15 pct。Q4 随着水泥行业冬季错峰生产的陆续执行、水泥库存有望去化，进而支撑水泥价格。

● 内部整合及架构调整，改善管理效率、强化规模优势

现金流方面，公司 2022 Q1-Q3 净现比为 233.5%，同比提高 76.2 pct，收现比/付现比为 98.0% /82.4%，同比下降 3.2 /8.8 pct。收现比下降、付现比提升体现了公司产业链上下游议价能力增强，公司全国水泥产能第一、在多个区域均具备较高市占率的优势凸显。费用率方面，公司 2022 Q1-Q3 期间费用率为 10.94%，同比小幅增长 0.68 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.21%/5.28%/1.19%/3.26%，分别同比-0.54/+0.58/+0.28/+0.36 pct。公司 2022/10/29 公告，拟将下属各级子公司按照区域以股权转让/收购、划转、增资/减资、新设等方式，整合至 14 个区域管理公司。各区域管理公司的法人主体由公司直接持股，使得管理权与股权的统一，注册资本与资产规模、产能规模、产值相匹配，提升公司整体运营质量。公司内部整合优化将改善管理效率、为后续公司实现集中采购、进一步降低成本等打下基础。

● 拟发行可转债用于水泥技改升级及产业链一体化发展

公司拟发行 100 亿元可转债，除偿还有息负债外，募集资金将投向于 11 个固定资产项目，均集中于砂石骨料生产线建设、水泥绿色智能技改升级。2022 H1，公司骨料实现销量 5025 万吨，同比增长 49.46%；收入 24.23 亿元，同比增长 49.58%。骨料业务毛利率为 47.36%，同期水泥熟料/商混毛利率为 18.32%/13.63%。我们预计此次可转债募投项目将新增骨料产能 1.04 亿吨，公司骨料产能规模将达到 2 亿吨；推动公司实现从矿山到熟料、水泥、砂石骨料到商品混凝土的垂直产业链的整合和匹配；形成优质资源互补。骨料的高毛利属性有望为公司贡献新的利润增长点。此外，公司积极推进水泥行业节能降碳，对水泥产线绿色与智能化改造。2022 H1，公司水泥窑协同处置 63.35 万吨，光伏发电 817.54 万度，生产低碳熟料 4.05 万吨。此次可转债募投项目的技改主要对于江苏徐州和山东枣庄的产线，均是公司重点布局区域；基于公司成熟的熟料生产线，对原有水泥粉磨产能进行技术改造，将提升水泥产线的绿色化水平，降低能源消耗、提高熟料自用率，提高生产效率。

● 建材行业碳达峰方案出台，水泥供给格局有望持续优化

近日工信部等四部门联合发布《建材行业碳达峰实施方案》，其中，要求水泥行业“十四五”期间碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低 3%以上；严格落实产能置换政策，加大对过剩产能的控制力度，坚决遏制违规新增产能，确保总产能维持在合理区间；差异管控，精准施策安排好错峰生产等。根据中国水泥网，2021 年全国水泥熟料产能 18.43 亿吨，年内新投产熟料线 21 条，产能合计 3183.7 万吨；与 2020 年相比，新投产产能减少 579.7 万吨。2022 H1，全国新投产熟料线 9 条，主要分布在华东、华南地区，合计产能 1610 万吨，较去年同期增加 4.93%，新增部分主要为置换产能。

我们认为，“双碳”背景下，水泥行业在供给端约束的执行标准和执行力度将不断趋严，要求单位能耗水平降低以及碳排放预期纳入交易成本，将推动产能落后的中小企业加速出清，水泥龙头的区域集中度提升，由此带来的议价能力与成本传导能力增强，将有望改善水泥龙头的盈利水平。

● 盈利预测与投资评级

公司水泥熟料、商品混凝土以及骨料产能均居全国首列，是我国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司。公司在华东、华中、华南、西南、新疆等多数区域市场份额、品牌地位均处于行业头部。短期内公司因行业需求下滑及煤炭价格高企至业绩承压，我们看好后续基建工程项目发力带来的水泥需求回补修复公司业绩，同时，公司内部业务整合将提升效率，规模效应带来的成本优势将逐渐释放。中长期内，水泥行业供给格局有望优化，公司的龙头地位将进一步凸显。公司是中建材水泥板块核心、规划 2022-2024 年现金分红比例不低于 50%，是值得配置的周期优质资产。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 53.84/70.53/81.20 亿元，EPS 分别为 0.62/0.81/0.94 元/股。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降风险；煤炭价格持续上涨超出预期；骨料等水泥产业链一体化业务发展不及预期；水泥行业供给端格局优化不及预期。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	169978.54	140613.56	154773.11	164577.97
增长率（%）	4.83%	-17.28%	10.07%	6.33%
归属母公司净利润（百万元）	12530.04	5384.44	7052.91	8119.94
增长率（%）	-3.53%	-57.03%	30.99%	15.13%
毛利率（%）	24.94%	17.91%	18.69%	19.12%
净利率（%）	7.37%	3.83%	4.56%	4.93%
EPS（元/股）	1.45	0.62	0.81	0.94
市盈率（P/E）	6.06	14.11	10.77	9.36
ROE	16.50%	6.50%	8.16%	8.98%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 11 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	169978.54	140613.56	154773.11	164577.97	营业收入	15.18%	-2.86%	10.91%	7.48%
营业成本	127588.64	115435.11	125849.25	133113.07	营业利润	-177.36%	189.84%	23.97%	19.81%
税金及附加	2206.93	2531.04	2785.92	2962.40	归属于母公司净利润	-206.20%	164.67%	23.97%	19.81%
销售费用	2743.64	2249.82	2476.37	2633.25	获利能力				
管理费用	8545.71	7171.29	7738.66	8228.90	毛利率	17.24%	16.14%	16.95%	17.35%
研发费用	1793.29	1406.14	1547.73	1645.78	净利率	-4.84%	3.23%	3.60%	4.02%
财务费用	4684.01	3335.69	3226.12	2890.20	ROE	-15.89%	9.47%	10.51%	11.18%
资产减值损失	-3869.52	-950.00	-380.00	-380.00	ROIC	-4.94%	10.64%	10.79%	11.49%
营业利润	20411.33	8687.18	11385.84	13172.66	偿债能力				
营业外收入	928.58	900.00	1100.00	1200.00	资产负债率	72.77%	70.81%	69.29%	67.58%
营业外支出	563.03	700.00	800.00	900.00	流动比率	1.15	1.22	1.26	1.30
利润总额	20776.88	8887.18	11685.84	13472.66	营运能力				
所得税	5854.64	2481.70	3282.45	3792.41	应收账款周转率	2.03	1.93	2.05	2.05
净利润	14922.24	6405.48	8403.40	9680.25	存货周转率	20.53	16.93	18.63	21.00
归母净利润	12530.04	5384.44	7052.91	8119.94	总资产周转率	0.72	0.71	0.77	0.78
每股收益(元)	1.45	0.62	0.81	0.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.89	0.57	0.71	0.85
货币资金	14287.90	26136.78	44757.71	58744.16	每股净资产	5.60	6.07	6.78	7.64
交易性金融资产	1094.33	1082.59	1082.59	1082.59	估值比率				
应收票据及应收账款	33252.97	27610.90	31683.62	33103.54	PE	—	16.58	13.37	11.16
预付款项	1804.88	1632.96	0.00	0.00	PB	1.70	1.57	1.40	1.25
存货	10060.30	9178.89	10018.08	10258.64	现金流量表				
流动资产合计	73154.94	75952.05	91733.36	107587.83	净利润	-977.37	728.68	903.33	1082.28
固定资产	112513.90	103177.97	94598.56	86173.98	折旧和摊销	276.44	173.46	181.63	189.61
在建工程	12578.51	18599.58	24319.61	29753.63	营运资本变动	-550.91	-1501.34	-508.95	-1272.96
无形资产	35785.32	35385.32	34985.32	34585.32	其他	2354.81	296.40	369.69	414.59
非流动资产合计	211904.83	207998.25	205150.61	202171.81	经营活动现金流净额	1102.96	-302.81	945.70	413.53
资产总计	285059.77	283950.29	296883.97	309759.64	资本开支	-340.33	-221.15	-221.15	-221.15
短期借款	24544.71	28544.71	30544.71	32544.71	其他	-385.00	814.16	44.80	48.15
应付票据及应付账款	37184.95	30793.50	33529.45	35985.15	投资活动现金流净额	-725.33	593.01	-176.36	-173.01
其他流动负债	78386.67	70665.06	75685.84	79185.53	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	140116.33	130003.26	139760.00	147715.39	债务融资	-198.95	40.97	-30.00	-20.00
其他	53623.57	54683.57	52983.57	52283.57	其他	-1202.74	-227.44	-114.49	-112.74
非流动负债合计	53623.57	54683.57	52983.57	52283.57	筹资活动现金流净额	-1401.69	-186.48	-144.49	-132.74
负债合计	193739.90	184686.83	192743.57	199998.96	现金及现金等价物净增	-1109.21	103.72	624.85	107.78
股本	8348.81	8663.42	8663.42	8663.42	加额				
资本公积金	29894.59	33810.30	33810.30	33810.30					
未分配利润	32180.40	34064.95	36533.47	39375.45					
少数股东权益	15372.61	16393.66	17744.15	19304.45					
其他	5523.47	6331.13	7389.07	8607.06					
所有者权益合计	91319.87	99263.46	104140.40	109760.68					
负债和所有者权益总计	285059.77	283950.29	296883.97	309759.64					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。