

# 天山股份 (000877. SZ)

## 2023 年中报点评：业绩有所承压，Q2 盈利水平底部修复

买入

### 核心观点

**需求偏弱，业绩承压。**2023H1 公司分别完成营收和归母净利润 534.43 亿和 1.42 亿元，追溯调整口径后增速分别为 -18.36% 和 -95.94%，扣非归母净利润 -4.10 亿，同比 -113.83%，基本 EPS 为 0.0164 元/股，其中 Q2 单季度营收和归母净利润分别为 310.64 亿和 13.73 亿，分别同比 -16.49% 和 -44.33%，符合此前业绩预告。今年以来市场需求偏弱，公司水泥熟料、商混量价齐降，导致公司业绩整体表现有所承压。

**水泥量价齐跌，骨料销量稳步增长。**上半年公司水泥熟料收入为 365.28 亿，同比 -17.14%，完成销量 1.22 亿吨，同比 -4.27%，我们测算上半年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 300/257/43 元/吨，分别同比 -47/-27/-20，成本端煤炭价格下降减少价格下行带来的盈利回落影响；混凝土收入为 130.28 亿，同比 -23.63%，产能同比 +7.7% 至 5.2 亿方，销量实现 3375 万方，同比 -10.22%，单方收入/成本/毛利分别为 386/345/41 元/方，分别同比 -68/-47/-21 元/方；骨料业务上半年产能同比 +21.05% 至 2.3 亿吨，销量同比 +25.53% 至 6342 万吨，实现收入 25.68 亿元，同比 +5.98%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 40/25/15 元/吨，分别同比 -7.5/+0.2/-7.7 元/吨。

**Q2 盈利水平底部修复，现金流大幅改善。**公司上半年综合毛利率 15.1%，同比 -3.34pct，其中 Q2 单季度毛利率 18.5%，同比 / 环比分别 +0.4pct / +8.2pct。期间费用率同比增加 2.33pct 至 13.36%，其中销售 / 管理 / 财务 / 研发费用率分别为 1.25% / 6.73% / 3.70% / 1.68%，分别 -0.02 / +1.35 / +0.28 / +0.73pct，随着未来公司三级管控体系进一步理顺，费用端仍有改善空间。上半年经营性净现金流同比增加 61.5% 至 86.11 亿，主要由于税费支付减少。资产负债结构继续改善，上半年末资产负债率为 67.77%，较去年末小幅下降 0.19pct。

**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：**需求有望边际修复，维持“买入”评级。

新天山水泥是国内业务规模最大的水泥公司，近年来加快水泥业务优化升级，加大业务一体化发展力度，推进商混业务既有区域布局优化和升级改造，紧抓骨料业务达产达标达效，并拟发行可转债募集资金约 93 亿重点布局骨料业务。随着近期稳增长政策预期增强，行业需求有望边际修复，景气度存向好预期，考虑到上半年需求影响，下调 23-25 年 EPS 至 0.43/0.49/0.54 元 / 股（调整前为 0.85/0.96/1.05 元 / 股），对应 PE 为 18.3/15.9/14.6x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	169,979	132,581	117,743	125,665	131,049
(+/-%)	1855.5%	-22.0%	-11.2%	6.7%	4.3%
净利润(百万元)	12530	4542	3713	4260	4649
(+/-%)	726.4%	-63.7%	-18.2%	14.7%	9.1%
每股收益(元)	1.50	0.52	0.43	0.49	0.54
EBIT Margin	15.9%	6.0%	6.0%	6.1%	6.0%
净资产收益率(ROE)	16.5%	5.6%	4.4%	4.9%	5.1%
市盈率(PE)	5.2	14.9	18.3	15.9	14.6
EV/EBITDA	7.2	14.7	11.9	11.3	11.2
市净率(PB)	0.86	0.83	0.80	0.78	0.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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：陈颖

0755-81981825

chenying@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

7.83 元

收盘价

67835/14267 百万元

总市值 / 流通市值

10.36 / 7.54 元

52 周最高价 / 最低价

59.49 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势



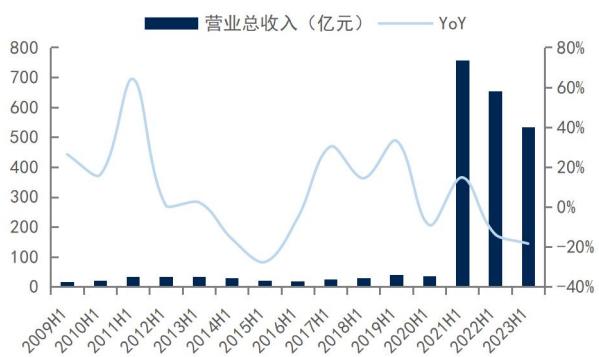
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《天山股份 (000877.SZ) -2022 年年报点评：水泥主业景气承压，骨料业务拓展现顺利》——2023-03-23
- 《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》——2022-08-23
- 《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

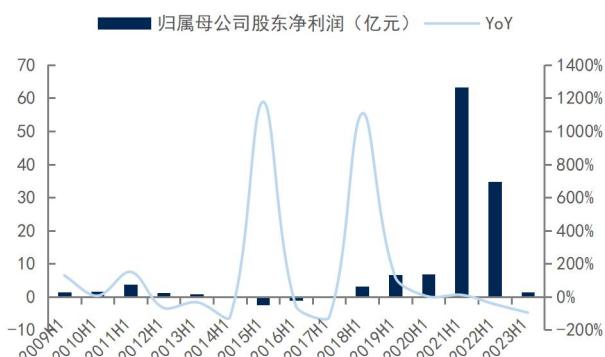
**需求偏弱，业绩承压。**2023H1 公司分别完成营收和归母净利润 534.43 亿和 1.42 亿元，追溯调整口径后增速分别为 -18.36% 和 -95.94%，扣非归母净利润 -4.10 亿，同比 -113.83%，基本 EPS 为 0.0164 元/股，其中 Q2 单季度营收和归母净利润分别为 310.64 亿和 13.73 亿，分别同比 -16.49% 和 -44.33%，符合此前业绩预告。今年以来市场需求偏弱，公司水泥熟料、商混量价齐降，导致公司业绩整体表现有所承压。

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）

**水泥量价齐跌，骨料销量稳步增长。**上半年公司水泥熟料收入为 365.28 亿，同比 -17.14%，完成销量 1.22 亿吨，同比 -4.27%，我们测算上半年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 300/257/43 元/吨，分别同比 -47/-27/-20，成本端煤炭价格下降减少价格下行带来的盈利回落影响；混凝土收入为 130.28 亿，同比 -23.63%，产能同比 +7.7% 至 5.2 亿方，销量实现 3375 万方，同比 -10.22%，单方收入/成本/毛利分别为 386/345/41 元/方，分别同比 -68/-47/-21 元/方；骨料业务上半年产能同比 +21.05% 至 2.3 亿吨，销量同比 +25.53% 至 6342 万吨，实现收入 25.68 亿元，同比 +5.98%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 40/25/15 元/吨，分别同比 -7.5/+0.2/-7.7 元/吨。

图3：天山股份水泥熟料业务吨收入和吨成本情况

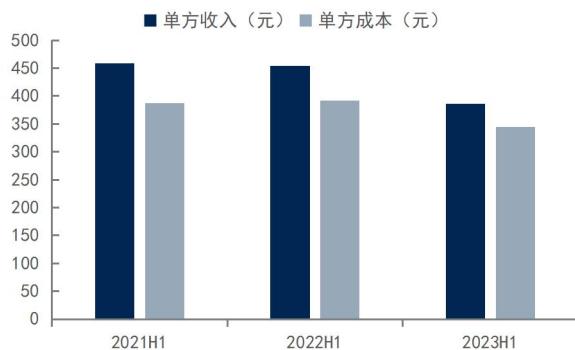


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

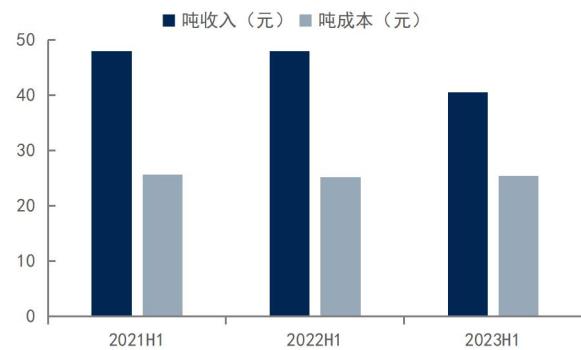
图4：天山股份水泥熟料业务吨毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

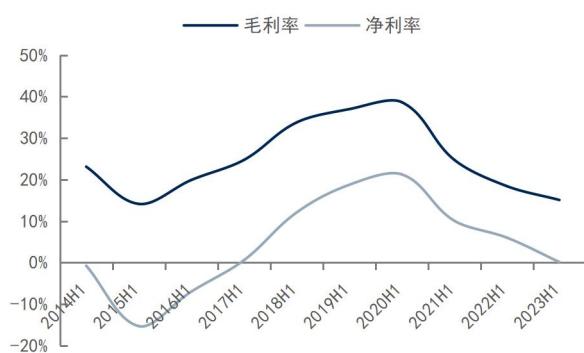
**图5: 天山股份商混业务单方收入和成本情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

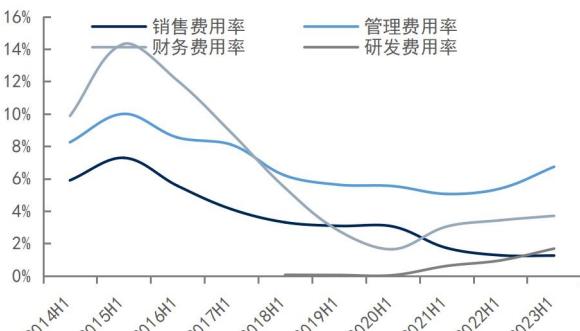
**图6: 天山股份骨料业务吨收入和吨成本情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**Q2 盈利水平底部修复，现金流大幅改善。**公司上半年综合毛利率 15.1%，同比 -3.34pct，其中 Q2 单季度毛利率 18.5%，同比/环比分别 +0.4pct/+8.2pct。期间费用率同比增加 2.33pct 至 13.36%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.25%/6.73%/3.70%/1.68%，分别 -0.02/+1.35/+0.28/+0.73pct，随着未来公司三级管控体系进一步理顺，费用端仍有改善空间。上半年经营性净现金流同比增加 61.5%至 86.11 亿，主要由于税费支付减少。资债结构继续改善，上半年末资产负债率为 67.77%，较去年末小幅下降 0.19pct。

**图7: 天山股份期间费用率 (%)**


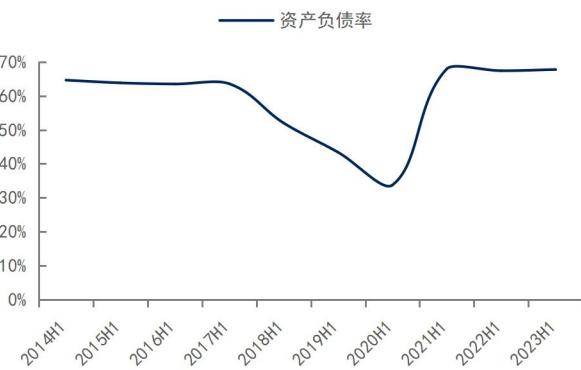
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2021H1 年使用追溯调整口径）

**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 年使用追溯调整口径）

**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）

**需求有望边际修复，维持“买入”评级。**新天山水泥是国内业务规模最大的水泥公司，近年来加快水泥业务优化升级，加大业务一体化发展力度，推进商混业务既有区域布局优化和升级改造，紧抓骨料业务达产达标达效，并拟发行可转债募集资金约93亿重点布局骨料业务。随着近期稳增长政策预期增强，行业需求有望边际修复，景气度存向好预期，考虑到上半年需求影响，下调23-25年EPS至0.43/0.49/0.54元/股（调整前为0.85/0.96/1.05元/股），对应PE为18.3/15.9/14.6x，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	14288	10745	12916	21105	37390	<b>营业收入</b>	<b>169979</b>	<b>132581</b>	<b>117743</b>	<b>125665</b>	<b>131049</b>
应收款项	36752	35570	28524	32078	32600	营业成本	127589	111288	99375	105810	110344
存货净额	10060	11763	8584	9797	9869	营业税金及附加	2207	2439	1823	1945	2029
其他流动资产	10960	8880	7739	8339	8655	销售费用	2744	1670	1475	1572	1598
<b>流动资产合计</b>	<b>73155</b>	<b>67933</b>	<b>58737</b>	<b>72294</b>	<b>89489</b>	管理费用	8546	7346	6271	6525	6672
固定资产	125092	131032	128814	123534	113739	财务费用	1793	1911	1766	2136	2490
无形资产及其他	35785	39034	37474	35913	34353	投资收益	4684	4476	4091	3974	3659
投资性房地产	38536	39063	39063	39063	39063	资产减值及公允价值变动	1766	499	2000	2000	2000
长期股权投资	12491	11775	17625	20193	24401	其他收入	3772	122	100	111	106
<b>资产总计</b>	<b>285060</b>	<b>288837</b>	<b>281712</b>	<b>290997</b>	<b>301044</b>	营业利润	(9336)	621	(1566)	(1936)	(2290)
短期借款及交易性金融负债	37198	43336	45000	44168	44584	营业外净收支	20411	6604	5242	6013	6563
应付款项	37185	41122	30740	34638	35109	利润总额	366	(192)	0	0	0
其他流动负债	65733	49715	44578	45857	48573	<b>所得税费用</b>	<b>20777</b>	<b>6412</b>	<b>5242</b>	<b>6013</b>	<b>6563</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>140116</b>	<b>134173</b>	<b>120317</b>	<b>124663</b>	<b>128266</b>	少数股东损益	5855	1337	1093	1254	1369
长期借款及应付债券	44201	48613	48383	48383	48383	归属于母公司净利润	2392	532	435	499	544
其他长期负债	9423	8749	12938	14696	17669	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>53624</b>	<b>57362</b>	<b>61321</b>	<b>63079</b>	<b>66052</b>	<b>净利润</b>	<b>12530</b>	<b>4542</b>	<b>3713</b>	<b>4260</b>	<b>4649</b>
<b>负债合计</b>	<b>193740</b>	<b>191535</b>	<b>181638</b>	<b>187742</b>	<b>194319</b>	资产减值准备	4903	(5462)	(20)	8	17
少数股东权益	15373	15493	15666	15864	16081	折旧摊销	9133	9722	13899	14944	15445
股东权益	75947	81809	84408	87390	90645	公允价值变动损失	(3772)	(122)	(100)	(111)	(106)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>285060</b>	<b>288837</b>	<b>281712</b>	<b>290997</b>	<b>301044</b>	财务费用	4684	4476	4091	3974	3659
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	20570	(17185)	17	1576	5268
每股收益	1.50	0.52	0.43	0.49	0.54	其它	(5350)	4000	193	190	199
每股红利	1.78	1.97	0.13	0.15	0.16	<b>经营活动现金流</b>	<b>38015</b>	<b>(4505)</b>	<b>17702</b>	<b>20867</b>	<b>25474</b>
每股净资产	9.10	9.44	9.74	10.09	10.46	资本开支	0	(8379)	(10001)	(8001)	(4001)
ROIC	20%	3%	2%	2%	3%	其它投资现金流	(977)	120	0	0	0
ROE	16%	6%	4%	5%	5%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(13394)</b>	<b>(7542)</b>	<b>(15852)</b>	<b>(10568)</b>	<b>(8210)</b>
毛利率	25%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	12	6029	0	0	0
EBIT Margin	16%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	33006	5412	(230)	0	0
EBITDA Margin	21%	13%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(14868)	(17035)	(1114)	(1278)	(1395)
收入增长	1856%	-22%	-11%	7%	4%	其它融资现金流	(47775)	25723	1664	(832)	416
净利润增长率	726%	-64%	-18%	15%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(11487)</b>	<b>8505</b>	<b>320</b>	<b>(2110)</b>	<b>(979)</b>
资产负债率	73%	72%	70%	70%	70%	<b>现金净变动</b>	<b>13134</b>	<b>(3543)</b>	<b>2171</b>	<b>8189</b>	<b>16285</b>
息率	21.9%	25.1%	1.6%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	1154	14288	10745	12916	21105
P/E	5.2	14.9	18.3	15.9	14.6	货币资金的期末余额	14288	10745	12916	21105	37390
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	0	(9568)	9481	14594	22977
EV/EBITDA	7.2	14.7	11.9	11.3	11.2	权益自由现金流	0	21567	7677	10617	20497

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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