

## 业绩承压，静待价值重估

➤ **公司发布 2023 年年报：**2023 年实现营收 1073.80 亿元，同比 -19.01%，归母净利 19.65 亿元，同比 -56.74%，扣非归母净利 5.85 亿元，同比 -78.37%。其中，23Q4 营收 269.93 亿元，同比 -20.54%，归母净利 19.14 亿元，同比 +291.41%，扣非净利 9.84 亿元，同比扭亏。2023 年公司毛利率为 16.19%，同比 +0.13pct，净利率为 1.87%，同比 -1.96pct；23Q4 毛利率为 19.46%，同比 +5.08pct、环比 +4.36pct。

➤ **水泥商混销售承压，骨料业务提升明显。**分业务来看，2023 年水泥&熟料业务实现营收 710.72 亿元，同比 -20.31%，占总营收的 66.19%，全年销售水泥及熟料合计 2.63 亿吨，同比 -3.04%；商混业务实现营收 277.37 亿元，同比 -19.19%，占总营收的 25.83%，全年销售商混 7,674 万方，同比 -3.26%；骨料业务实现营收 58.39 亿元，同比 +6.08%，占总营收的 5.44%，全年销售骨料 1.42 亿吨，同比 +23.55%。

➤ **价格利润双下行，盈利能力小幅下降。**2023 年公司水泥熟料业务毛利率为 14.30%，同比 -0.07pct，受原材料及煤炭价格下降影响，成本大幅下降，但市场需求偏弱导致销售价格和单位盈利同比均下降显著，我们测算公司水泥熟料吨单价/吨成本/吨毛利分别为 269.91 元、231.30 元、38.60 元，分别同比 -17.81%、-17.75%、-18.19%。

公司骨料、商混业务毛利率分别 44.06%、13.24%，分别同比 -3.38pct、-0.74pct，其中骨料吨单价/吨成本/吨毛利分别为 41.07 元、22.98 元、18.09 元，分别同比 -14.13%、-8.60%、-20.27%，受价格下降影响，吨毛利同比下降明显；商混单方价格/单方成本/单方毛利分别为 361.44 元、313.59 元、47.85 元，分别同比 -16.46%、-15.74%、-20.87%。

➤ **其他对公司业绩影响较大的因素包括：**①2023 年公司非经常性损益金额为 13.80 亿元，同比 -24.89%，其中非流动性资产处置损益 6.02 亿元，此外公司加大往来款项清理清收力度，经批准无需支付的应付款项增加 4.03 亿元；②公司全年期间费用率为 13.32%，同比 +1.70pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -0.11/+0.89/+0.78/+0.15pct；③截至 2023 年末，公司应收账款及票据金额为 278.34 亿元，同比 -12.64%；④截至 2023 年末，公司经营性现金流净额为 169.51 亿元，同比 +11.14%。

➤ **更名“天山材料”彰显品牌价值，高分红持续回馈股东。**公司发布公告，拟将公司名称由“新疆天山水泥股份有限公司”变更为“天山材料股份有限公司”（简称“天山材料”），自 2021 年重组完成后公司已成为国内水泥产业链规模领先、布局领先的公司，截至 2023 年末公司拥有熟料产能 3.2 亿吨；商品混凝土产能 3.7 亿方；骨料产能 2.2 亿吨。我们认为此次更名充分彰显了公司产业链延伸发展和全国性布局的特征，有望打造强品牌效应。

公司制定了《未来三年（2022 年-2024 年）股东分红回报规划》，积极推行现金方式分配股利，实现盈利且弥补以前年度亏损和依法提取法定公积金后，每年分配的现金股利不低于当年归母净利的 50%。2023 年分红比例为 50.26%，充分体现了公司“质量回报双提升”的经营理念。

**投资建议：**我们看好公司①规模优势显著，行业下行期仍显韧性；②骨料业务贡献新增长动能；③更名“天山材料”有望迎来价值重估。我们预测 2024-2026 年公司归母净利分别为 16.7、20.5、25.2 亿元，现价对应 PE 为 35、29、23 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**基建项目、地产政策落地不及预期的风险，原材料价格波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	107,380	108,113	109,457	111,122
增长率（%）	-19.0	0.7	1.2	1.5
归属母公司股东净利润（百万元）	1,965	1,667	2,053	2,522
增长率（%）	-56.7	-15.2	23.2	22.8
每股收益（元）	0.23	0.19	0.24	0.29
PE	30	35	29	23
PB	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**6.83 元**

**分析师 李阳**

 执业证书：S0100521110008  
 邮箱：liyang\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 天山股份 (000877.SZ) 2022 年半年报点评：水泥行业下行盈利承压，骨料布局继续加快-2022/08/26

2. 天山股份 (000877.SZ) 2022 年一季报点评：新天山静待东部拐点，看好西南市场价格弹性-2022/05/01

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>107,380</b>	<b>108,113</b>	<b>109,457</b>	<b>111,122</b>
营业成本	89,994	91,267	92,176	93,055
营业税金及附加	2,445	2,462	2,492	2,530
销售费用	1,230	1,238	1,254	1,333
管理费用	6,909	6,956	7,043	7,223
研发费用	2,384	2,400	2,430	2,556
EBIT	5,554	4,751	5,037	5,499
财务费用	3,781	3,352	3,040	2,777
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	175	176	178	181
<b>营业利润</b>	<b>2,576</b>	<b>2,120</b>	<b>2,726</b>	<b>3,463</b>
营业外收支	512	500	500	500
<b>利润总额</b>	<b>3,088</b>	<b>2,620</b>	<b>3,226</b>	<b>3,963</b>
所得税	1,078	914	1,126	1,383
净利润	2,010	1,705	2,100	2,580
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,965</b>	<b>1,667</b>	<b>2,053</b>	<b>2,522</b>
EBITDA	16,508	15,835	16,383	17,114

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,626	22,440	24,160	26,096
应收账款及票据	27,834	27,941	28,288	28,804
预付款项	1,088	1,095	1,106	1,117
存货	9,362	9,495	9,589	9,680
其他流动资产	12,984	12,957	13,083	13,239
<b>流动资产合计</b>	<b>65,894</b>	<b>73,928</b>	<b>76,226</b>	<b>78,937</b>
长期股权投资	11,877	11,877	11,877	11,877
固定资产	116,208	117,885	119,563	121,240
无形资产	40,056	40,056	40,056	40,056
<b>非流动资产合计</b>	<b>228,828</b>	<b>228,792</b>	<b>228,709</b>	<b>228,608</b>
<b>资产合计</b>	<b>294,722</b>	<b>302,720</b>	<b>304,934</b>	<b>307,545</b>
短期借款	23,849	23,849	23,849	23,849
应付账款及票据	38,369	38,912	39,299	39,674
其他流动负债	54,460	61,187	61,738	62,420
<b>流动负债合计</b>	<b>116,677</b>	<b>123,947</b>	<b>124,885</b>	<b>125,943</b>
长期借款	62,325	62,325	62,325	62,325
其他长期负债	15,178	15,188	15,198	15,198
<b>非流动负债合计</b>	<b>77,503</b>	<b>77,513</b>	<b>77,523</b>	<b>77,523</b>
<b>负债合计</b>	<b>194,180</b>	<b>201,460</b>	<b>202,408</b>	<b>203,466</b>
股本	8,663	8,663	8,663	8,663
少数股东权益	16,395	16,433	16,480	16,538
<b>股东权益合计</b>	<b>100,542</b>	<b>101,260</b>	<b>102,526</b>	<b>104,079</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>294,722</b>	<b>302,720</b>	<b>304,934</b>	<b>307,545</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-19.01	0.68	1.24	1.52
EBIT 增长率	-41.64	-14.46	6.00	9.19
净利润增长率	-56.74	-15.17	23.15	22.83
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.19	15.58	15.79	16.26
净利润率	1.83	1.54	1.88	2.27
总资产收益率 ROA	0.67	0.55	0.67	0.82
净资产收益率 ROE	2.34	1.97	2.39	2.88
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.56	0.60	0.61	0.63
速动比率	0.43	0.47	0.48	0.50
现金比率	0.13	0.18	0.19	0.21
资产负债率 (%)	65.89	66.55	66.38	66.16
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	99.55	92.47	92.07	92.09
存货周转天数	42.25	37.19	37.27	37.27
总资产周转率	0.37	0.36	0.36	0.36
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.23	0.19	0.24	0.29
每股净资产	9.71	9.79	9.93	10.10
每股经营现金流	1.96	2.60	1.91	1.96
每股股利	0.96	0.10	0.12	0.15
<b>估值分析</b>				
PE	30	35	29	23
PB	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.20	9.59	9.27	8.87
股息收益率 (%)	14.06	1.41	1.73	2.13
<b>现金流量表(百万元)</b>				
净利润	2,010	1,705	2,100	2,580
折旧和摊销	10,954	11,084	11,346	11,615
营运资金变动	1,043	6,967	275	283
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,951</b>	<b>22,557</b>	<b>16,514</b>	<b>16,980</b>
资本开支	-9,279	-9,750	-9,957	-10,210
投资	-197	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,129</b>	<b>-9,574</b>	<b>-9,779</b>	<b>-10,029</b>
股权募资	958	0	0	0
债务募资	9,269	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,226</b>	<b>-5,169</b>	<b>-5,016</b>	<b>-5,015</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,587</b>	<b>7,814</b>	<b>1,720</b>	<b>1,937</b>

## 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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

## 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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026