

天山股份 (000877)

 证券研究报告
2024年05月07日

降本增效持续发力，看好水泥+、海外增长前景

公司23年全年实现归母净利润19.65亿元，同比下滑56.74%

公司发布23年年报及24年一季报，全年实现收入/归母净利润1073.80/19.65亿元，同比-19.01%/-56.74%，全年实现扣非归母净利润5.85亿元，同比-78.37%，非经常性损益主要系处置固定资产、无形资产处置产生收益，以及系收到税收返还等政府补助类收益较多所致。其中Q4单季度实现收入/归母净利润269.93/19.14亿元，同比-20.48%/+301.08%，扣非归母净利润9.84亿元，同比+463.33%。24Q1实现收入/归母净利润163.51/-19.23亿元，同比-26.94%/-56.21%，实现扣非归母净利润-21.48亿元，同比-50.59%。

水泥价格成本同步下滑，毛利率基本持平

公司23年水泥及熟料实现营业收入710.7亿元，同比下滑20%。销量方面，22年水泥/熟料分别为23553/2779万吨，同比下滑1.4%/14.9%。综合吨均价同比下降59元达270元/吨，受原材料及煤炭价格下降影响，吨成本同比下滑50元达231元/吨，最终实现吨毛利39元，同比下降9元/吨，毛利率仅下滑0.07pct达14.3%。

骨料销量保持增长，未来或将是公司重要的利润增长极

公司23年混凝土业务收入277.4亿元，同比-19%，销量同比-3%达7674万方，受房地产市场下行影响，价格同比下滑71.2元达361元/方，同时受水泥、砂石价格下降影响，成本下降58.6元达314元/方，最终毛利同比提升5元达65元/方，毛利率同比小幅-0.7pct达13%，毛利占比同比下滑1.4pct达21%。骨料业务收入58.4亿元，同比+6%，销量同比+24%达1.42亿吨，测算吨均价/吨成本分别为41/23元，同比分别下滑6.8/2.2元，最终实现吨毛利18元，同比下滑4.6元/吨，毛利率同比-3.4pct达44%，毛利占比同比提升2.5pct达15%，业绩贡献有所提升。23年公司继续投资建设池州中建材新材料有限公司年产4000万吨骨料生产基地项目，项目总投资额约106.13亿元，未来骨料业务利润贡献有望持续增厚。

23年公司整体毛利率16.19%，同比+0.13pct，其中Q4单季度整体毛利率19.46%，同比/环比分别+5.08%/+4.36pct。23年期间费用率13.32%，同比+1.70pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.11/0.89/0.78/0.15pct，最终实现净利率1.87%，同比-1.96pct。24Q1公司整体毛利率7.79%，同比/环比分别-2.54%/-11.67pct。24Q1公司实现净利率-13.15%，同比/环比-6.84%/-21.23pct。

看好水泥+、海外增长前景，维持“买入”评级

公司在“质量回报双提升”行动方案中提到围绕“高端化、智能化、绿色化”转型，紧抓“双碳、水泥+、国际化”三大翘尾因素，我们认为公司水泥主业降本增效仍有空间，同时有望借集团优势加快出海步伐。考虑到23年业绩下滑，下调公司24-25年归母净利润预测至21.6/24.4亿元（前值57.3/73.4亿元），预计26年归母净利润达26.5亿元。参考可比公司，给予公司25年0.75倍PB，目标价8.84元，维持“买入”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	132,580.52	107,379.96	109,679.14	111,358.40	112,993.42
增长率(%)	(22.00)	(19.01)	2.14	1.53	1.47
EBITDA(百万元)	20,180.98	16,872.42	17,067.61	17,495.16	17,875.19
归属母公司净利润(百万元)	4,542.24	1,965.14	2,155.38	2,442.65	2,646.57
增长率(%)	(63.75)	(56.74)	9.68	13.33	8.35
EPS(元/股)	0.52	0.23	0.25	0.28	0.31
市盈率(P/E)	12.26	28.35	25.85	22.81	21.05
市净率(P/B)	0.68	0.66	0.55	0.55	0.54
市销率(P/S)	0.42	0.52	0.42	0.42	0.41
EV/EBITDA	7.78	8.92	8.74	5.84	6.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.42元
目标价格	8.84元

基本数据

A股总股本(百万股)	8,663.42
流通A股股本(百万股)	1,822.14
A股总市值(百万元)	55,619.17
流通A股市值(百万元)	11,698.14
每股净资产(元)	9.50
资产负债率(%)	66.85
一年内最高/最低(元)	9.16/5.99

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



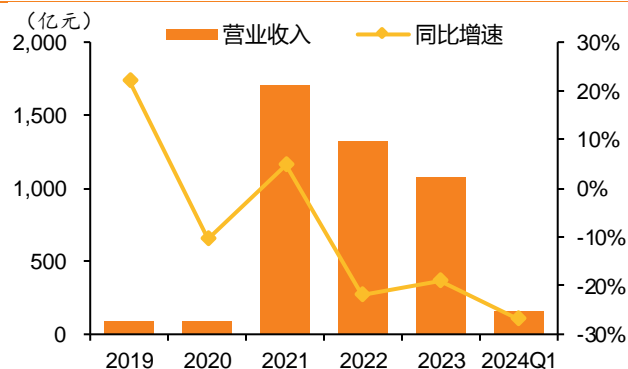
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《天山股份-半年报点评:盈利或已基本触底，等待弹性释放》2023-08-25
- 《天山股份-季报点评:营收净利有所承压，看好公司长期发展》2023-04-26
- 《天山股份-年报点评报告:水泥盈利触达相对底部，骨料业务增长明显》2023-03-26

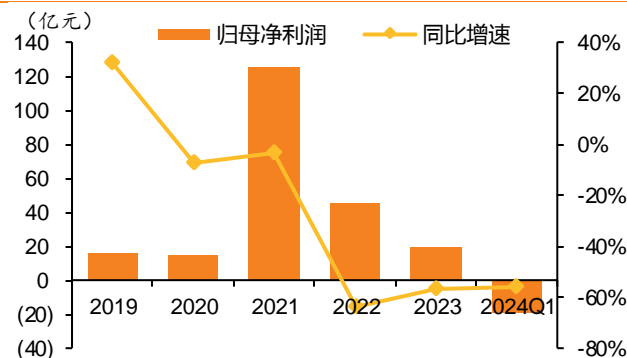
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2024Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2024Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
000672.SZ	上峰水泥	69	7.07	8.63	9.12	9.52	10.13	0.82	0.78	0.74	0.70
600425.SH	青松建化	59	3.70	3.82	3.88	4.20	4.55	0.97	0.95	0.88	0.81
平均值								0.89	0.86	0.81	0.76
000877.SZ	天山股份	556	6.42	9.44	9.71	11.63	11.79	0.68	0.66	0.55	0.55

注：数据截至 20240506 收盘，除天山股份为天风预测外，其余公司 BPS 均为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,745.27	14,625.55	8,774.33	8,908.67	9,039.47
应收票据及应收账款	31,863.01	27,834.18	29,587.59	30,517.36	29,554.83
预付账款	1,992.64	1,088.40	1,397.20	1,514.43	1,366.51
存货	11,763.49	9,362.02	6,018.25	12,236.48	4,050.51
其他	11,568.38	12,984.29	11,203.51	12,007.90	11,071.98
流动资产合计	67,932.79	65,894.44	56,980.88	65,184.85	55,083.30
长期股权投资	11,774.74	11,876.98	11,876.98	11,876.98	11,876.98
固定资产	116,334.15	116,208.08	108,504.22	100,800.37	93,096.51
在建工程	14,698.09	20,166.94	20,166.94	20,166.94	20,166.94
无形资产	39,041.17	40,062.25	37,946.41	35,830.56	33,714.71
其他	39,055.59	40,513.66	38,905.38	38,042.82	37,257.01
非流动资产合计	220,903.75	228,827.91	217,399.92	206,717.66	196,112.15
资产总计	288,836.55	294,722.35	274,380.80	271,902.51	251,195.45
短期借款	25,874.96	23,848.81	26,550.60	19,378.76	40,000.62
应付票据及应付账款	41,122.03	38,368.51	18,288.78	48,951.15	20,170.25
其他	64,460.05	52,177.06	52,724.12	66,839.96	50,795.64
流动负债合计	131,457.04	114,394.39	97,563.51	135,169.88	110,966.51
长期借款	39,118.21	62,324.82	58,631.83	18,000.00	20,474.18
应付债券	9,494.85	5,396.72	8,462.09	7,784.55	7,214.45
其他	8,748.68	9,781.34	9,317.54	9,282.52	9,460.47
非流动负债合计	57,361.74	77,502.88	76,411.46	35,067.07	37,149.10
负债合计	191,534.78	194,180.37	173,974.97	170,236.95	148,115.61
少数股东权益	15,492.73	16,394.80	16,509.04	16,607.13	16,697.90
股本	8,663.42	8,663.42	7,216.63	7,216.63	7,216.63
资本公积	33,945.79	35,787.62	35,787.62	35,787.62	35,787.62
留存收益	38,815.84	39,370.53	40,448.22	41,669.54	42,992.83
其他	383.98	325.61	444.33	384.64	384.86
股东权益合计	97,301.76	100,541.98	100,405.84	101,665.56	103,079.84
负债和股东权益总计	288,836.55	294,722.35	274,380.80	271,902.51	251,195.45

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,074.08	2,010.14	2,155.38	2,442.65	2,646.57
折旧摊销	10,616.36	10,710.75	9,819.70	9,819.70	9,819.70
财务费用	4,619.86	3,960.41	3,764.20	3,754.28	3,968.55
投资损失	(499.01)	(175.10)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(6,494.44)	542.19	(18,139.38)	36,841.11	(32,960.10)
其它	1,935.64	(97.29)	215.05	216.19	201.54
经营活动现金流	15,252.47	16,951.11	(2,335.05)	52,923.93	(16,473.73)
资本支出	18,881.17	15,198.21	463.80	35.02	(177.95)
长期投资	(716.13)	102.24	0.00	0.00	0.00
其他	(32,396.93)	(24,429.19)	(286.98)	74.98	287.95
投资活动现金流	(14,231.89)	(9,128.75)	176.82	110.00	110.00
债权融资	6,073.62	10,122.01	(1,173.01)	(51,520.47)	17,908.37
股权融资	1,787.26	1,783.46	(2,519.99)	(1,379.11)	(1,413.84)
其他	(13,094.40)	(16,131.88)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(5,233.52)	(4,226.42)	(3,692.99)	(52,899.59)	16,494.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4,212.94)	3,595.94	(5,851.22)	134.34	130.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	132,580.52	107,379.96	109,679.14	111,358.40	112,993.42
营业成本	111,288.32	89,993.67	89,977.52	91,003.59	92,086.38
营业税金及附加	2,438.61	2,444.92	1,979.56	2,197.88	2,280.75
销售费用	1,669.93	1,229.84	1,316.15	1,280.62	1,299.42
管理费用	7,345.63	6,909.27	6,909.79	6,959.90	7,005.59
研发费用	1,910.77	2,383.77	2,434.81	2,460.95	2,485.78
财务费用	4,475.82	3,781.24	3,764.20	3,754.28	3,968.55
资产/信用减值损失	242.39	92.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(113.98)	92.46	(13.41)	20.00	20.00
投资净收益	499.01	175.10	150.00	150.00	150.00
其他	(3,779.91)	(2,298.80)	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,603.92	2,576.11	3,433.71	3,871.18	4,036.94
营业外收入	293.14	720.24	647.32	553.57	640.38
营业外支出	485.55	208.38	418.98	370.97	332.78
利润总额	6,411.52	3,087.98	3,662.05	4,053.78	4,344.54
所得税	1,337.44	1,077.83	1,278.21	1,414.94	1,516.43
净利润	5,074.08	2,010.14	2,383.84	2,638.84	2,828.11
少数股东损益	531.84	45.00	228.46	196.19	181.54
归属于母公司净利润	4,542.24	1,965.14	2,155.38	2,442.65	2,646.57
每股收益(元)	0.52	0.23	0.25	0.28	0.31

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-22.00%	-19.01%	2.14%	1.53%	1.47%
营业利润	-67.65%	-60.99%	33.29%	12.74%	4.28%
归属于母公司净利润	-63.75%	-56.74%	9.68%	13.33%	8.35%
获利能力					
毛利率	16.06%	16.19%	17.96%	18.28%	18.50%
净利率	3.43%	1.83%	1.97%	2.19%	2.34%
ROE	5.55%	2.34%	2.57%	2.87%	3.06%
ROIC	6.04%	2.51%	2.65%	2.66%	3.70%
偿债能力					
资产负债率	66.31%	65.89%	63.41%	62.61%	58.96%
净负债率	83.46%	90.73%	99.27%	50.92%	71.32%
流动比率	0.51	0.56	0.58	0.48	0.50
速动比率	0.42	0.48	0.52	0.39	0.46
营运能力					
应收账款周转率	4.07	3.60	3.82	3.71	3.76
存货周转率	12.15	10.17	14.26	12.20	13.88
总资产周转率	0.46	0.37	0.39	0.41	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.23	0.25	0.28	0.31
每股经营现金流	1.76	1.96	-0.27	6.11	-1.90
每股净资产	9.44	9.71	11.63	11.79	11.97
估值比率					
市盈率	12.26	28.35	25.85	22.81	21.05
市净率	0.68	0.66	0.55	0.55	0.54
EV/EBITDA	7.78	8.92	8.74	5.84	6.98
EV/EBIT	15.01	21.26	20.58	13.31	15.49

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com