

## 公司研究 | 点评报告 | 天山股份 (000877.SZ)

# 盈利基本筑底，期待供给治理带来修复弹性

### 报告要点

公司披露 2025H1 报：实现营业收入 359.8 亿元，同比下降 9.40%；归母净利润-9.22 亿元，同比上升 72.99%。

### 分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

SFC: BVZ972

天山股份 (000877.SZ)

2025-08-22

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 盈利基本筑底，期待供给治理带来修复弹性

### 事件描述

公司披露 2025H1 报：实现营业收入 359.8 亿元，同比下降 9.40%；归母净利润-9.22 亿元，同比上升 72.99%。

### 事件评论

- **整体投资增速承压，2025H1 水泥整体需求也表现低迷。**自上而下来看，2025H1 全国基础设施投资同比增长 4.6%，房地产开发投资同比下降 11.2%，房屋新开工面积同比下降 20.0%，在整体宏观投资放缓背景下，水泥需求表现也较为低迷，创下近年新低。2025H1 全国水泥产量 8.15 亿吨，同比下降 4.3%。
- 就公司而言，2025H1 公司销售水泥 8,062 万吨，同比下降 14.63%；销售熟料 990 万吨，同比下降 14.59%；销售商混 3,416 万方，同比下降 0.29%；销售骨料 5,768 万吨，同比下降 2.86%。单就水泥来看，销量下滑远大于全国水平，说明公司在维护市场秩序方面做出较大贡献。  
我们测算：1、2025H1 水泥及熟料吨收入 251 元/吨，同比提升 13 元/吨；吨成本 203 元/吨，同比下降 14 元/吨（煤炭价格同比大幅下降）；吨毛利 39 元/吨，同比提升 18 元/吨；2、2025H1 公司骨料吨收入 35 元/吨，同比下降 5 元/吨，吨毛利 9 元/吨，同比下降 4 元/吨。
- **积极关注海外区域布局。**截至报告期末，公司拥有熟料产能 3 亿吨，商混产能 3.6 亿方，骨料产能 2.3 亿吨。同时，海外市场景气度比国内高，也是行业当下谋求的新方向。公司作为行业龙头，当下也在海外市场如非洲、中亚等进行布局，期待更多市场迎来突破。
- **期待供给治理提供价格修复弹性。**就目前反内卷来看，水泥行业更多是围绕超产治理进行布局，有望出清一部分产能；更重要在于，若严格按照备案产能生产，有望对生产秩序进行一定优化，真实产能利用率或一定改善，价格中枢有望上移，不过需要观察执行情况。
- 预计 2025-2026 年业绩 9、14 亿，对应 PE 为 46、29 倍，买入评级。

### 风险提示

- 1、需求持续偏弱；
- 2、骨料价格持续走低。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	5.91
总股本(万股)	711,049
流通A股/B股(万股)	711,049/0
每股净资产(元)	11.51
近12月最高/最低价(元)	7.05/4.16

注：股价为 2025 年 8 月 20 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《24Q4 单季度扭亏，期待 2025 年盈利中枢上行》2025-04-07
- 《国内水泥盈利筑底，24Q4 或迎来弹性》2024-11-09
- 《国内水泥盈利筑底，中期关注海外进展》2024-09-07



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、**需求持续偏弱。**地产端前端指标尤其新开工目前显著承压，对水泥需求形成较大拖累，后续基建稳增长的弹性需要观察。
- 2、**骨料价格持续走低。**骨料业务资源属性较强，盈利能力较高，公司前几年通过一系列布局已经初步具备规模。但是近年来随着全行业的新增产能投放，骨料价格持续走低，未来如果骨料价格持续下行，那么公司骨料利润可能有所承压。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>86995</b>	<b>91042</b>	<b>89050</b>	<b>89050</b>	货币资金	12068	33007	20828	36300
营业成本	72446	75457	73078	73078	交易性金融资产	1026	1026	1026	1026
<b>毛利</b>	<b>14549</b>	<b>15585</b>	<b>15972</b>	<b>15972</b>	应收账款	28340	6565	7277	6565
%营业收入	17%	17%	18%	18%	存货	6242	2143	1917	2143
营业税金及附加	2248	1821	1781	1781	预付账款	871	1509	1462	731
%营业收入	3%	2%	2%	2%	其他流动资产	10706	10402	9378	10342
销售费用	1319	910	890	890	<b>流动资产合计</b>	<b>59253</b>	<b>54652</b>	<b>41887</b>	<b>57107</b>
%营业收入	2%	1%	1%	1%	长期股权投资	11628	11628	11628	11628
管理费用	7086	5918	4898	4452	投资性房地产	122	122	122	122
%营业收入	8%	7%	6%	5%	固定资产合计	115272	110990	106706	102329
研发费用	1901	1821	1781	1781	无形资产	41029	41029	41029	41029
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	26701	26701	26701	26701
财务费用	3390	6172	5343	5509	递延所得税资产	4580	4580	4580	4580
%营业收入	4%	7%	6%	6%	其他非流动资产	29490	30290	31090	31890
加: 资产减值损失	-49	-10	-10	-10	<b>资产总计</b>	<b>288074</b>	<b>279992</b>	<b>263742</b>	<b>275386</b>
信用减值损失	-373	-500	-500	-500	短期贷款	19844	15844	11844	7844
公允价值变动收益	99	0	0	0	应付款项	25870	37011	23887	37011
投资收益	16	910	890	890	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>22</b>	<b>1438</b>	<b>2193</b>	<b>2473</b>	应付职工薪酬	515	755	731	1462
%营业收入	0%	2%	2%	3%	应交税费	1764	1821	1781	1781
营业外收支	79	-100	-100	-100	其他流动负债	63737	47204	46562	46562
<b>利润总额</b>	<b>101</b>	<b>1338</b>	<b>2093</b>	<b>2373</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>111730</b>	<b>102634</b>	<b>84805</b>	<b>94659</b>
%营业收入	0%	1%	2%	3%	长期借款	58784	58784	58784	58784
所得税费用	752	335	523	593	应付债券	8893	8893	8893	8893
净利润	-651	1004	1570	1780	递延所得税负债	2468	2468	2468	2468
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>-598</b>	<b>923</b>	<b>1444</b>	<b>1637</b>	其他非流动负债	6730	6730	6730	6730
少数股东损益	-52	80	126	142	<b>负债合计</b>	<b>188605</b>	<b>179509</b>	<b>161680</b>	<b>171534</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.13</b>	<b>0.20</b>	<b>0.23</b>	归属于母公司所有者权益	82725	83658	85113	86760
					少数股东权益	16744	16824	16950	17092
					<b>股东权益</b>	<b>99469</b>	<b>100483</b>	<b>102062</b>	<b>103852</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>288074</b>	<b>279992</b>	<b>263742</b>	<b>275386</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2024A	2025E	2026E	2027E					
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>12460</b>	<b>30380</b>	<b>-2271</b>	<b>25082</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	273	910	890	890		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	249	0	0	0	每股收益	-0.07	0.13	0.20	0.23
资本性支出	-8548	184	-466	-366	每股经营现金流	1.75	4.27	-0.32	3.53
其他	-705	0	0	0	市盈率	—	45.52	29.10	25.66
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-8731</b>	<b>1094</b>	<b>425</b>	<b>525</b>	市净率	0.49	0.50	0.49	0.48
债券融资	3496	0	0	0	EV/EBITDA	10.50	10.94	11.08	9.04
股权融资	1452	0	0	0	总资产收益率	-0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
银行贷款增加(减少)	-7546	-4000	-4000	-4000	净资产收益率	-0.7%	1.1%	1.7%	1.9%
筹资成本	-4565	-6534	-6334	-6134	净利率	-0.7%	1.0%	1.6%	1.8%
其他	1328	0	0	0	资产负债率	65.5%	64.1%	61.3%	62.3%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-5834</b>	<b>-10534</b>	<b>-10334</b>	<b>-10134</b>	总资产周转率	0.30	0.32	0.33	0.33
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-2105</b>	<b>20940</b>	<b>-12180</b>	<b>15473</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。