

天山股份 (000877.SZ)

2022 年年报点评：水泥主业景气承压，骨料业务拓展顺利

买入

核心观点

需求下降营收承压，成本上行拖累利润。2022 年公司分别完成营收和归母净利润 1325.81 亿元和 45.42 亿元，追溯调整口径后增速分别为-22.0%和-63.7%，扣非归母净利润 27.05 亿元，调整口径后增速为-45.34%，基本 EPS 为 0.5259 元/股，拟 10 派 2.7 元（含税），与业绩预告相符。受房地产下行、疫情频发、基建资金缺乏影响，下游需求疲软，叠加原燃成本持续高位，全年业绩承压。

水泥商混量价齐跌，骨料业务拓展顺利。水泥、商混全年景气承压，2022 年公司水泥熟料收入为 891.84 亿元，同减 21.67%，销量实现 2.72 亿吨，同减 14.4%，全年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 328/281/47 元/吨，同比-30/+24/-55 元/吨；混凝土业务收入为 343.21 亿元，同减 29.33%，销量实现 7933 万方，同减 24.2%，单方收入/成本/毛利分别为 433/372/60 元/方，同比-31/-23/-8 元/方。骨料业务拓展顺利，全年实现 55.04 亿元，同增 31.39%，销量 1.15 亿吨，同增 34.3%，主要得益于骨料产能增长，全年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 36/19/17 元/吨，同比+3/+1/+2 元/吨。

费用率小幅抬升，资债结构有所改善。报告期内期间费用率同比上涨 1.16pct 至 11.62%，其中管理、财务、研发费用率分别同比上升 0.51/0.62/0.39pct 至 5.54%/3.38%/1.44%，销售费用率小幅减少 0.35pct 至 1.26%，主要由于销量下降。期末公司资产负债率 66.31%，同比降低 1.65pct，资债结构有所优化，未来仍有改善空间。

加速业务梳理和资产整合，资产质量优化提升。报告期内，公司按照三级管理模式，以区域公司管理口径实施内部业务和股权梳理整合，同时启动对宁夏建材和祁连山水泥资产整合，进一步推动为未来业务协同发展。报告期内，公司信用减值损失冲回后取得收益 4.78 亿元，计提资产减值损失 2.36 亿元，较上年大幅减少 36.33 亿，资产质量明显优化。

风险提示：重组推进不及预期；需求释放不及预期；成本上涨超预期。

投资建议：优化内部管理，大力发展骨料业务，维持“买入”评级。

新天山未来将在公司内部进一步升级三精管理，着力提质增效，同时，加速业务整合，加快推进水泥、商混业务优化升级，拟发行可转债募集资金 100 亿重点布局骨料业务，未来业绩具备修复空间，预计 2023-25 年 EPS 分别为 0.85/0.96/1.05 元/股，对应 PE 为 10.9/9.7/8.9x，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	139,316	145,947	151,401
(+/-%)	1855.5%	-22.0%	5.1%	4.8%	3.7%
净利润(百万元)	12530	4542	7405	8305	9059
(+/-%)	726.4%	-63.7%	63.0%	12.1%	9.1%
每股收益(元)	1.50	0.52	0.85	0.96	1.05
EBIT Margin	15.9%	6.0%	10.3%	10.6%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	16.5%	5.6%	8.5%	8.9%	9.1%
市盈率 (PE)	6.2	17.8	10.9	9.7	8.9
EV/EBITDA	7.5	15.4	9.7	9.2	9.0
市净率 (PB)	1.03	0.99	0.93	0.87	0.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（2021 年增速为追溯调整口径） 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

chenying4@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

9.33 元

收盘价

80830/15427 百万元

总市值/流通市值

14.58/7.54 元

52 周最高价/最低价

130.83 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 半年报点评：水泥量减价增，骨料业务快速推进》——2022-08-23

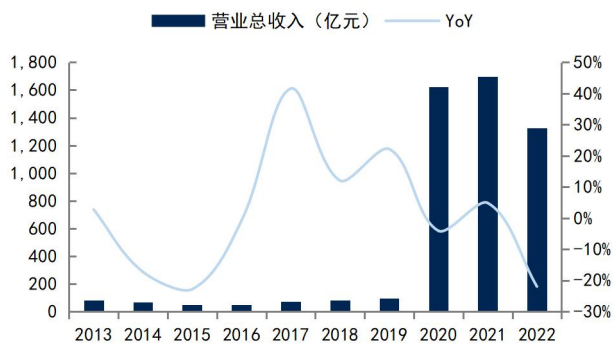
《天山股份 (000877.SZ) - Q1 盈利小幅承压，协同效应有望显现》——2022-04-26

《天山股份 (000877.SZ) - 聚焦提质增效，期待重组协同发展》——2022-03-24

《天山股份-000877-2021 年中报点评：降负债成果显著，重组推进顺利》——2021-08-21

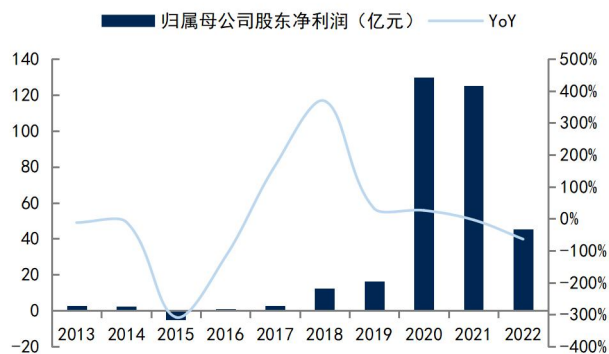
需求下降营收承压，成本高企拖累利润。2022 年公司分别完成营收和归母净利润 1325.81 亿元和 45.42 亿元，追溯调整口径后增速分别为-22.0%和-63.7%，扣非归母净利润 27.05 亿元，调整口径后增速为-45.34%，基本 EPS 为 0.5259 元/股，拟 10 派 2.7 元（含税），与业绩预告相符。受房地产下行、疫情频发、基建资金缺乏影响，下游需求疲软，叠加原燃成本持续高位，全年业绩承压。

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（2020 年使用追溯调整口径）

图2：天山股份归母净利润及增速

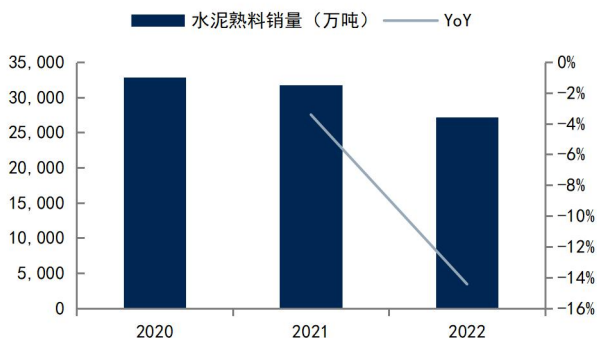


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2020 年使用追溯调整口径）

水泥商混量价齐跌，骨料业务拓展顺利。水泥、商混全年景气承压，2022 年公司水泥熟料收入为 891.84 亿元，同减 21.67%，销量实现 2.72 亿吨，同减 14.4%，全年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 328/281/47 元/吨，同比-30/+24/-55 元/吨；混凝土业务收入为 343.21 亿元，同减 29.33%，销量实现 7933 万方，同减 24.2%，单方收入/成本/毛利分别为 433/372/60 元/方，同比-31/-23/-8 元/方。骨料业务拓展顺利，全年实现 55.04 亿元，同增 31.39%，销量 1.15 亿吨，同增 34.3%，主要得益于骨料产能增长，全年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 36/19/17 元/吨，同比+3/+1/+2 元/吨。

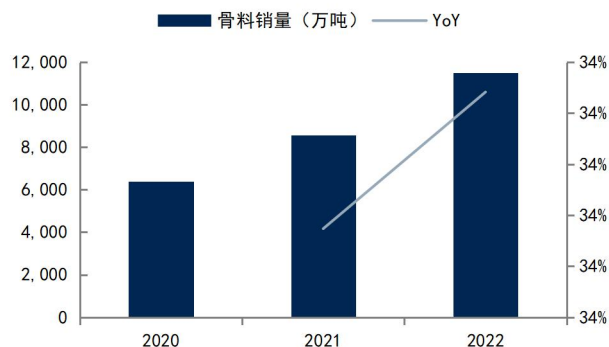
费用率小幅抬升，资债结构有所改善。报告期内，公司期间费用率同比提高 1.16pct 至 11.62%，其中管理、财务、研发费用率分别同比上升 0.51/0.62/0.39pct 至 5.54%/3.38%/1.44%，销售费用率小幅减少 0.35pct 至 1.26%，主要由于销量下降。期末公司资产负债率 66.31%，同比降低 1.65pct，资债结构有所优化，未来仍有改善空间。

图3：天山股份水泥熟料销量及增速



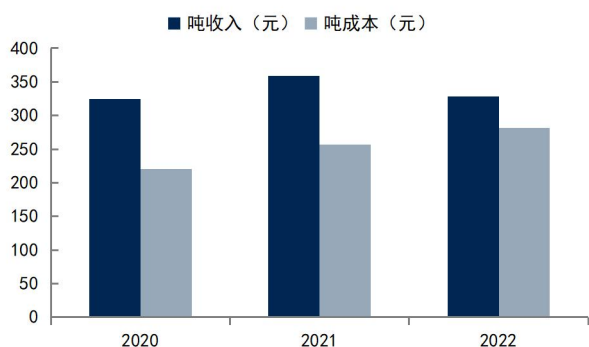
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天山股份骨料销量及增速



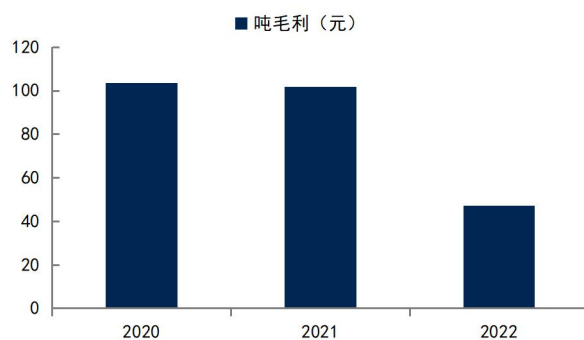
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：天山股份水泥业务吨收入和吨成本情况



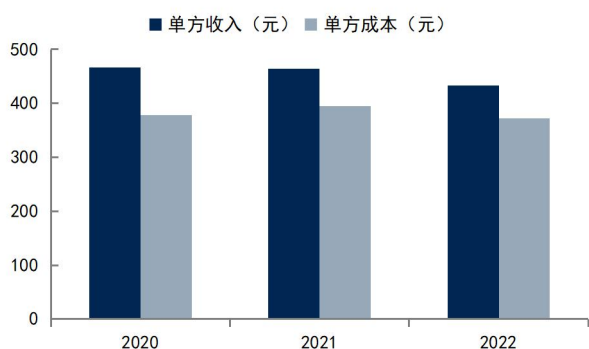
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：天山股份水泥业务吨毛利情况



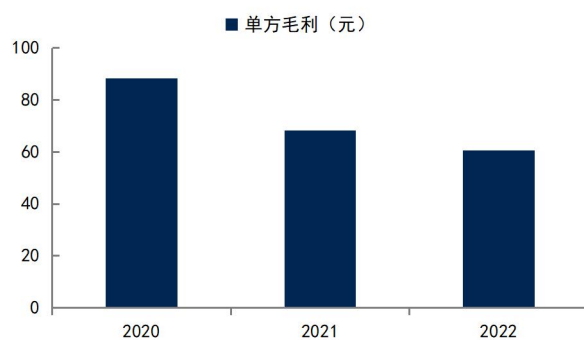
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：天山股份商混业务单方收入和单方成本情况



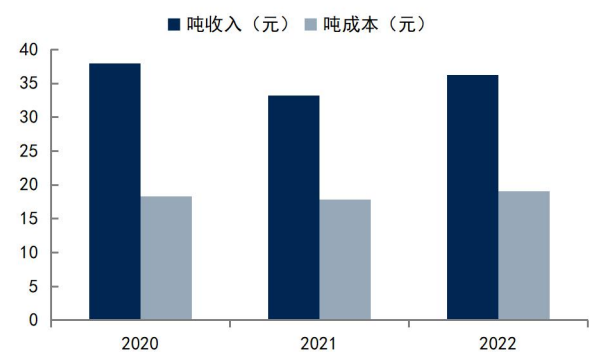
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：天山股份商混业务单方毛利情况



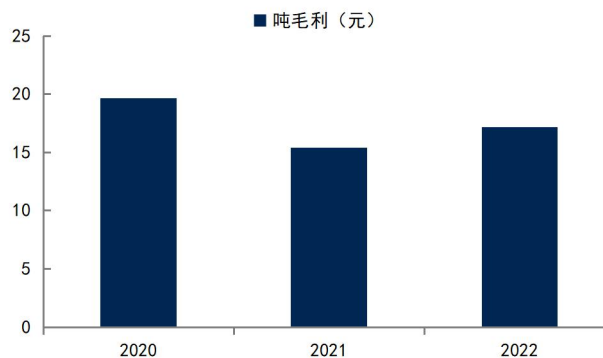
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：天山股份骨料业务吨收入和吨成本情况



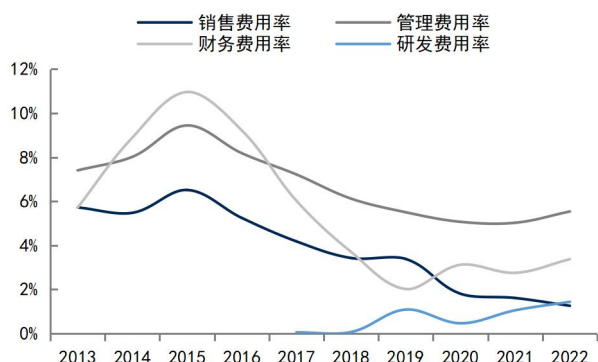
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：天山股份骨料业务吨毛利情况



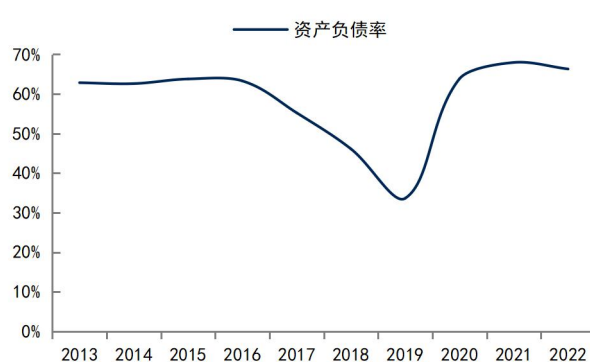
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 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 (2020 年使用追溯调整口径)

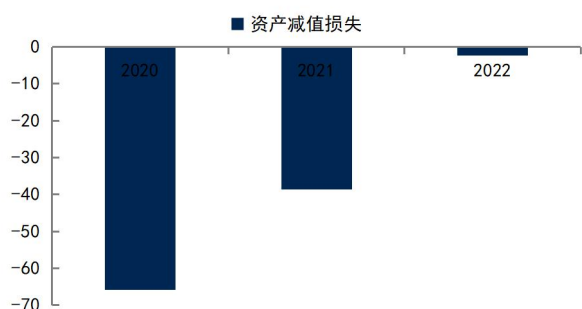
图12: 天山股份资产负债率具备下行空间 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2020 年使用追溯调整口径)

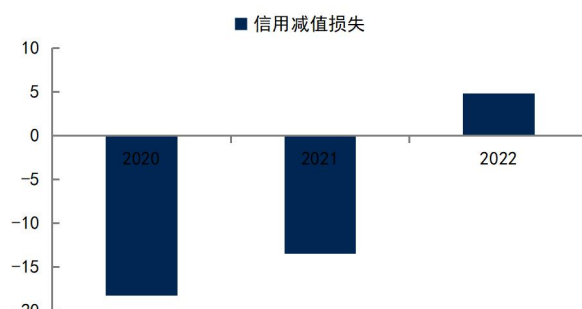
加速业务梳理和资产整合, 资产质量优化提升。报告期内, 公司按照三级管理模式, 以区域公司管理口径实施内部业务和股权梳理整合, 同时启动对宁夏建材和祁连山水泥资产整合, 进一步推动为未来业务协同发展。报告期内, 公司信用减值损失冲回后取得收益 4.78 亿元, 计提资产减值损失 2.36 亿元, 较上年大幅减少 36.33 亿, 资产质量明显优化。

图13: 天山股份资产减值损失减少 (亿)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2020 年使用追溯调整口径)

图14: 天山股份信用减值损失减少 (亿)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2020 年使用追溯调整口径)

优化内部管理, 大力发展骨料业务, 维持“买入”评级。新天山未来将在公司内部进一步升级三精管理, 着力提质增效, 同时, 加速业务整合, 加快推进水泥、商混业务优化升级, 拟发行可转债募集资金 100 亿重点布局骨料业务, 未来业绩具备修复空间, 预计 2023-25 年 EPS 分别为 0.85/0.96/1.05 元/股, 对应 PE 为 10.9/9.7/8.9x, 维持“买入”评级。

附表：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	18797	28860	48243	营业收入	169979	132581	139316	145947	151401
应收款项	36752	35570	33750	37256	37663	营业成本	127589	111288	111870	116612	120667
存货净额	10060	11763	9823	10952	10936	营业税金及附加	2207	2439	2157	2259	2344
其他流动资产	10960	8880	9157	9684	9999	销售费用	2744	1670	1745	1825	1847
流动资产合计	73155	67933	72501	87726	107814	管理费用	8546	7346	7134	7326	7466
固定资产	125092	131032	128814	123534	113739	研发费用	1793	1911	2090	2481	2877
无形资产及其他	35785	39034	37474	35913	34353	财务费用	4684	4476	4018	3804	3427
投资性房地产	38536	39063	39063	39063	39063	投资收益	1766	499	500	500	500
长期股权投资	12491	11775	17625	20193	24401	资产减值及公允价值变动	3772	122	100	111	106
资产总计	285060	288837	295477	306429	319369	其他收入	(9336)	621	(1890)	(2281)	(2677)
短期借款及交易性金融负债	37198	43336	45000	44168	44584	营业利润	20411	6604	11102	12450	13580
应付款项	37185	41122	35178	38718	38902	营业外净收支	366	(192)	0	0	0
其他流动负债	65733	49715	51126	51388	53966	利润总额	20777	6412	11102	12450	13580
流动负债合计	140116	134173	131304	134274	137452	所得税费用	5855	1337	2775	3113	3395
长期借款及应付债券	44201	48613	48383	48383	48383	少数股东损益	2392	532	921	1033	1126
其他长期负债	9423	8749	12938	14696	17669	归属于母公司净利润	12530	4542	7405	8305	9059
长期负债合计	53624	57362	61321	63079	66052	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	193740	191535	192625	197353	203504	净利润	12530	4542	7405	8305	9059
少数股东权益	15373	15493	15859	16270	16718	资产减值准备	4903	(5462)	(20)	8	17
股东权益	75947	81809	86993	92806	99147	折旧摊销	9133	9722	13899	14944	15445
负债和股东权益总计	285060	288837	295477	306429	319369	公允价值变动损失	(3772)	(122)	(100)	(111)	(106)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	4684	4476	4018	3804	3427
每股收益	1.50	0.52	0.85	0.96	1.05	营运资本变动	20570	(17185)	3120	407	5047
每股红利	1.78	1.97	0.26	0.29	0.31	其它	(5350)	4000	386	403	431
每股净资产	9.10	9.44	10.04	10.71	11.44	经营活动现金流	38015	(4505)	24691	23955	29894
ROIC	20%	3%	5%	6%	7%	资本开支	0	(8379)	(10001)	(8001)	(4001)
ROE	16%	6%	9%	9%	9%	其它投资现金流	(977)	120	0	0	0
毛利率	25%	16%	20%	20%	20%	投资活动现金流	(13394)	(7542)	(15852)	(10568)	(8210)
EBIT Margin	16%	6%	10%	11%	11%	权益性融资	12	6029	0	0	0
EBITDA Margin	21%	13%	20%	21%	21%	负债净变化	33006	5412	(230)	0	0
收入增长	1856%	-22%	5%	5%	4%	支付股利、利息	(14868)	(17035)	(2222)	(2492)	(2718)
净利润增长率	726%	-64%	63%	12%	9%	其它融资现金流	(47775)	25723	1664	(832)	416
资产负债率	73%	72%	71%	70%	69%	融资活动现金流	(11487)	8505	(787)	(3324)	(2302)
息率	18.4%	21.1%	2.7%	3.1%	3.4%	现金净变动	13134	(3543)	8052	10063	19382
P/E	6.2	17.8	10.9	9.7	8.9	货币资金的期初余额	1154	14288	10745	18797	28860
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金的期末余额	14288	10745	18797	28860	48243
EV/EBITDA	7.5	15.4	9.7	9.2	9.0	企业自由现金流	0	(9568)	17758	18932	28642
						权益自由现金流	0	21567	16179	15247	26488

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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所提及的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