

天山股份 (000877)

2022 年年报点评: 盈利显著承压, 经营效率逆势优化

增持 (维持)

2023 年 03 月 24 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,581	140,180	148,594	151,743
同比	-22%	6%	6%	2%
归属母公司净利润 (百万元)	4,542	5,552	7,847	8,279
同比	-64%	22%	41%	6%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.52	0.64	0.91	0.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.80	14.56	10.30	9.76

关键词: #第二曲线 #困境反转

投资要点

- **事件: 公司披露 2022 年年报**, 报告期内实现营业总收入 1325.8 亿元, 同比-22.0%, 归母净利润 45.4 亿元, 同比-63.7%。Q4 单季度实现营业总收入 339.7 亿元, 同比-34.1%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比-81.5%。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.70 元 (含税), 股利支付率 51.5%。
- **水泥、商混量价齐跌, 骨料业务保持快速扩张:** (1) 水泥及熟料业务全年实现营收 891.8 亿元, 同比-22%, 销量 27157 万吨, 同比-14.4%, 测算单吨均价 328 元, 同比-31 元; 商混业务全年实现营收 343.2 亿元, 同比-29.3%, 销量 7933 万吨, 同比-24.2%, 测算单方均价 433 元, 同比-31 元。地产需求持续承压、基建实物量落地不及预期等多重因素导致需求低迷贯穿全年, 公司水泥、商混业务量价齐跌。(2) 骨料业务全年实现营收 55.04 亿元, 同比+31.4%, 销量 11507 万吨, 同比+34.3%, 测算单吨均价 48 元, 同比-1 元; 骨料销量大幅增长主要是产能快速扩张所致。
- **毛利率同比下滑 8.8pct 至 16.1%, 资产质量明显优化:** (1) 水泥及熟料业务 2022 年毛利率 14.4%, 同比-11.0pct, 吨毛利 47 元, 同比-55 元, 测算 2022 年水泥及熟料吨成本 281 元, 同比+24 元, 分项来看吨能源成本上涨 25.2 元。(2) 商混和骨料业务 2022 年毛利率分别为 14.0%/47.4%, 同比分别-0.7pct/+1.1pct, 单位毛利基本稳定。(3) 2022 年期间费用率 11.6%, 对应单吨水泥期间费用 57 元, 同比分别+1.1pct/+1 元, 考虑公司收入及水泥销量明显下滑, 2022 年实际费用控制成效显著; 净利率 3.8%, 同比-5pct, 对应单吨水泥净利 18.7 元, 同比-28.3 元。
- **经营活动现金流下降背景下继续实现负债率的下降。** 2022 年经营活动净现金流同比下降 46.3% 至 152.5 亿元, 降幅小于净利润降幅, 主要由于折旧摊销有所增加; 2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 155.3 亿元, 同比-22.5%, 高基数下资本开支有所放缓; 2022 年末资产负债率 66.3%, 同比-1.7pct, 环比三季度末-0.8pct。
- **2023 年基建需求发力下水泥需求回暖, 推动行业供需平衡重建, 景气有望底部回升。** 23 年 1-2 月水泥产量同比降幅大幅收窄, 截至 3 月 17 日全国水泥出货率 65.3%, 较 2022 年同期+5.5pct, 全国水泥库容比 58.7%, 较 2023 年初回落 14.1pct。基建需求发力、房建需求企稳叠加错峰自律配合下, 行业供需平衡逐步重建, 推动景气筑底上行, 拉动公司季度盈利底部回升。
- **盈利预测与投资评级:** 行业供需平衡重建, 景气底部回升, 公司整合后精益生产、提效技改, 可持续竞争力增强, 盈利有望稳步改善。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 我们下调 2023-2025 年归母净利润至 55.5/78.5/82.8 亿元 (2023-2024 年预测前值为 101/113 亿元), 3 月 23 日收盘价对应市盈率 14.6/10.3/9.8 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 骨料业务扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.31
一年最低/最高价	7.54/14.58
市净率(倍)	0.99
流通 A 股市值(百万元)	15,394.26
总市值(百万元)	80,656.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.44
资产负债率(% ,LF)	66.31
总股本(百万股)	8,663.42
流通 A 股(百万股)	1,653.52

相关研究

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1: 公司骨料业务营业收入及占比.....	4
图 2: 公司分业务毛利率情况.....	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)	5
图 4: 公司带息债务与负债率情况.....	5
图 5: 全国水泥平均出货率 (%)	6
图 6: 全国水泥平均库容比 (%)	6

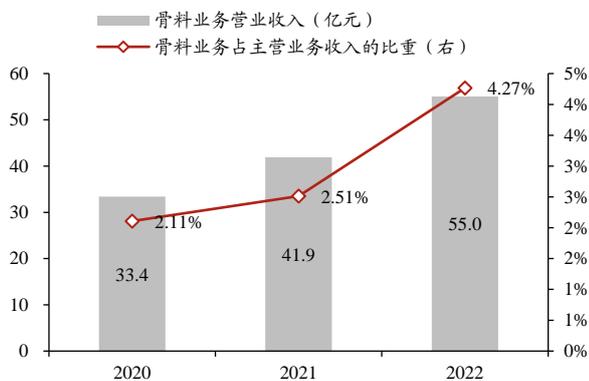
1. 事件

公司披露 2022 年年报，报告期内实现营业总收入 1325.8 亿元，同比-22.0%，实现归母净利润 45.42 亿元，同比-63.7%。其中 2022Q4 单季度实现营业总收入 339.7 亿元，同比-34.1%，实现归母净利润 4.89 亿元，同比-81.5%。2022 年度公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.70 元（含税），股利支付率 51.5%。

2. 点评

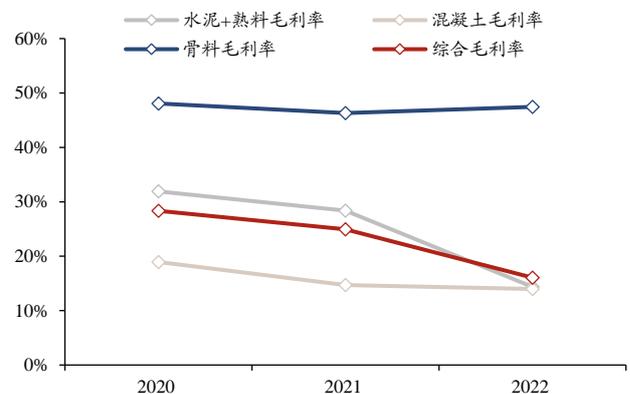
水泥、商混量价齐跌，骨料业务保持快速扩张。2022 年地产需求持续承压、基建实物量落地不及预期等多重因素导致水泥、商混需求低迷贯穿全年，2022 年全国水泥产量 21.3 亿吨，同比下滑 10.5%，商混产量 30.31 亿方，同比下滑 11.8%，行业产能严重过剩，公司水泥、商混业务量价齐跌。(1) 水泥及熟料业务全年实现营业收入 891.8 亿元，同比-22%，其中销量 27157 万吨，同比-14.4%，我们测算单吨销售均价 328 元，同比下滑 31 元；(2) 商混业务全年实现收入 343.2 亿元，同比-29.3%，其中销量 7933 万吨，同比-24.2%，我们测算单方均价为 433 元，同比下降 31 元。(3) 骨料业务全年实现收入 55.04 亿元，同比+31.4%，其中销量 11507 万吨，同比+34.3%，我们测算单吨均价 48 元，同比下滑 1 元；截至 2022 年末公司骨料产能约 2.3 亿吨，同比约+21%，产能快速扩张导致销量同比大幅增长。(4) 分季度来看，2022Q4 收入端同比-34.1%，较 Q3 同比增速继续下滑 11.9pct，预计主要是疫情导致 Q4 量价降幅扩大所致。

图1：公司骨料业务营业收入及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司分业务毛利率情况



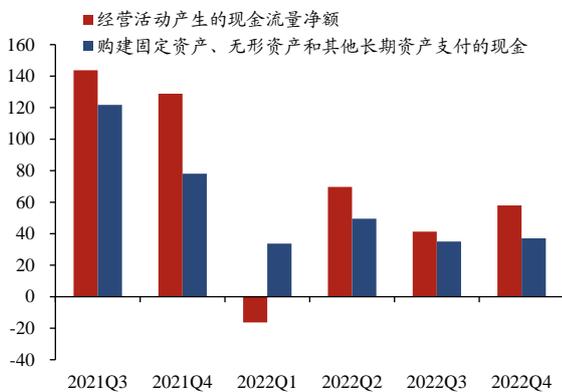
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收入端量价齐跌叠加成本端大幅上涨，双向挤压下 2022 年毛利率同比下滑 8.8pct 至 16.1%。(1) 公司 2022 年整体毛利率为 16.1%，同比下滑 8.8pct，主要是水泥及商混业务毛利率下降的拖累。(2) 水泥及熟料业务 2022 年毛利率为 14.4%，同比下降 11.0pct，对应吨毛利 47 元，同比下降 55 元，我们测算 2022 年水泥及熟料吨成本 281 元，同比上升 24 元，分项来看单吨原材料成本下降 4.5 元，单吨能源成本上涨 25.2 元，全年煤炭价格持续处于高位。(3) 商混和骨料业务 2022 年毛利率分别为 14.0%、47.4%，同比分别-0.7pct、+1.1pct，单位毛利分别为 60 元/方、23 元/吨，盈利基本保持稳定。

期间费用控制成效显著,反映经营效率优化。(1)公司 2022 年期间费用率为 11.6%,对应单吨水泥期间费用为 57 元,同比分别+1.1pct/+1 元,考虑公司收入及水泥销量明显下滑,2022 年实际费用控制成效显著。(2)其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/5.5%/1.4%/3.4%,同比分别-0.3pct/+0.5pct/+0.3pct/+0.6pct;销售费用率下降主要得益于日常物料消耗的减少,管理费用率上升主要是分母端的影响,工资薪酬类、日常办公、维修及停工损失同比显著压缩;研发费用率上升主要由于人员费用、折旧与摊销增加。(3)公司 2020/2021 年大幅计提减值损失,2022 年加快低效资产处置,2022 年资产减值损失为-2.4 亿元,信用减值损失为 4.8 亿元,主要得益于其他应收款和应收账款坏账准备的转回;(4)2022 年投资净收益同比减少 12.7 亿元至 5.0 亿元,主要是联营、合营企业利润整体下滑所致。(5)2022 年净利率为 3.8%,同比-5pct,对应单吨水泥净利润为 18.7 元,同比-28.3 元。

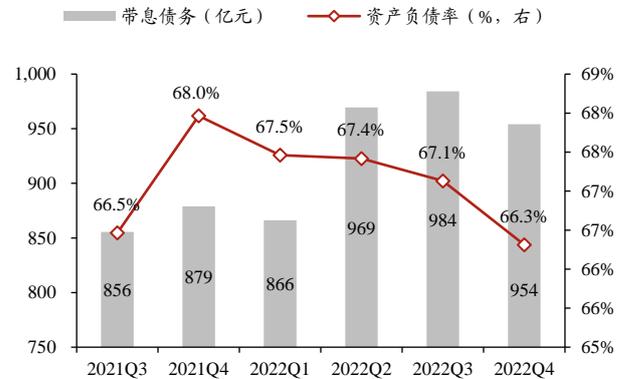
(1)2022 年经营活动产生的现金流量净额同比下降 46.3%至 152.5 亿元,降幅小于净利润降幅,主要是由于折旧摊销有所增加所致;(2)2022 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 155.3 亿元,同比-22.5%,高基数下资本开支有所放缓;(3)2022 年末资产负债率为 66.3%,同比下降 1.7pct,环比 2022 年三季度末下降 0.8pct,2022 年末带息债务余额为 954.0 亿元,同比增加 75.2 亿元,环比 2022 年三季度末减少 30.2 亿元。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司带息债务与负债率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

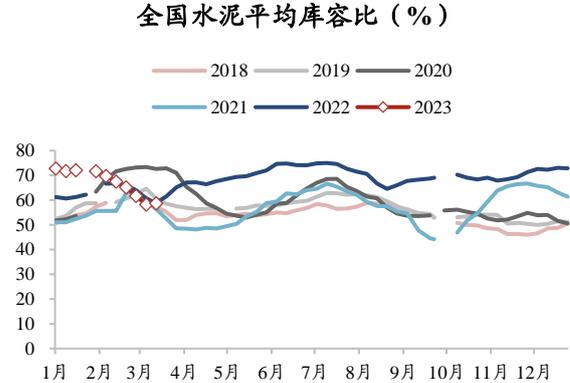
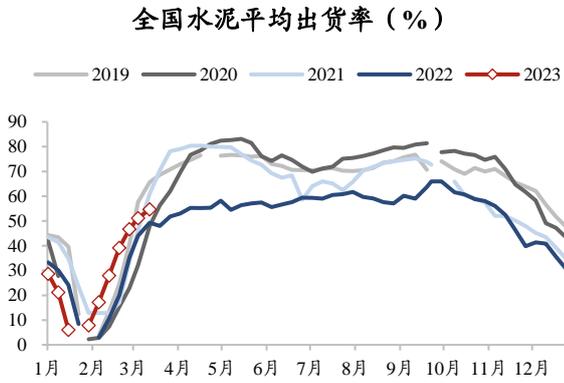
公司拟发行可转债,支撑骨料业务持续扩张。2023 年公司计划水泥及熟料、商混销量保持与市场同步,骨料销量保持较大幅度增长,根据公司 2022 年 10 月发行的可转债预案,公司拟募集资金达 100 亿元,其中 64.9 亿元将用于 8 个砂石骨料生产线及配套项目,合计产能有望超过 9500 万吨/年。项目建成投产后将进一步扩大公司骨料产能,预计公司未来骨料产销量将持续高增。

2023 年基建需求发力下水泥需求回暖,推动行业供需平衡重建,景气有望底部回升。根据国家统计局数据,23 年 1-2 月水泥产量同比-0.6%,同比降幅大幅收窄;根据数字水泥网数据,截至 3 月 17 日全国水泥出货率 65.3%,较 2022 年同期+5.5pct,华东、

华南地区大部企业出货量达到 8-9 成水平；全国水泥库容比 58.7%，较 2022 年同期-0.2pct, 较 2023 年初已回落 14.1pct。基建需求发力、房建需求企稳叠加错峰自律配合下，行业供需平衡逐步重建，我们认为有望推动水泥景气筑底上行，其中产能利用率高的华东、华南地区盈利有一定弹性，有望拉动公司季度盈利底部回升。

图5: 全国水泥平均出货率 (%)

图6: 全国水泥平均库容比 (%)



数据来源: 数字水泥网, 东吴证券研究所

数据来源: 数字水泥网, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

伴随基建实物工作量落地，房建需求修复，水泥需求有望企稳回升，行业供需平衡重建，景气底部回升。公司整合后持续开展精益生产、提效技改，可持续竞争力进一步增强，随着行业景气修复，公司盈利有望稳步改善。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 55.5/78.5/82.8 亿元（2023-2024 年预测前值为 101/113 亿元），3 月 23 日收盘价对应市盈率 14.6/10.3/9.8 倍，维持“增持”评级。

4. 风险提示

水泥需求恢复不及预期；骨料业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

天山股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	67,933	68,366	74,377	78,915	营业总收入	132,581	140,180	148,594	151,743
货币资金及交易性金融资产	11,719	13,595	17,365	24,053	营业成本(含金融类)	111,288	115,792	120,655	123,223
经营性应收款项	38,874	38,665	41,263	39,776	税金及附加	2,439	2,578	2,733	2,791
存货	11,763	10,752	10,028	9,140	销售费用	1,670	1,703	1,754	1,754
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7,346	7,341	7,561	7,703
其他流动资产	5,576	5,355	5,721	5,945	研发费用	1,911	1,949	2,007	2,007
非流动资产	220,904	222,500	222,470	221,944	财务费用	4,476	4,155	3,709	3,424
长期股权投资	11,775	12,075	12,375	12,675	加:其他收益	1,123	1,188	1,259	1,286
固定资产及使用权资产	117,983	123,668	125,378	125,016	投资净收益	499	585	616	607
在建工程	14,698	8,099	4,950	3,475	公允价值变动	-114	0	0	0
无形资产	39,034	40,534	41,034	41,534	减值损失	242	-280	-297	-303
商誉	26,496	26,496	26,496	26,496	资产处置收益	1,402	500	500	500
长期待摊费用	5,200	5,900	6,500	7,000	营业利润	6,604	8,654	12,252	12,929
其他非流动资产	5,718	5,728	5,738	5,748	营业外净收支	-192	55	57	57
资产总计	288,837	290,866	296,847	300,858	利润总额	6,412	8,709	12,309	12,986
流动负债	134,173	133,162	134,389	134,281	减:所得税	1,337	2,177	3,077	3,247
短期借款及一年内到期的非流动负债	43,336	42,836	41,336	39,836	净利润	5,074	6,532	9,232	9,740
经营性应付款项	41,122	41,219	41,229	40,920	减:少数股东损益	532	980	1,385	1,461
合同负债	2,716	2,895	3,137	3,327	归属母公司净利润	4,542	5,552	7,847	8,279
其他流动负债	46,999	46,212	48,687	50,198	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.64	0.91	0.96
非流动负债	57,362	55,862	53,862	51,862	EBIT	9,491	12,144	15,291	15,702
长期借款	39,118	37,618	35,618	33,618	EBITDA	20,406	21,418	24,592	25,098
应付债券	9,495	9,495	9,495	9,495	毛利率(%)	16.06	17.40	18.80	18.80
租赁负债	1,452	1,452	1,452	1,452	归母净利率(%)	3.43	3.96	5.28	5.46
其他非流动负债	7,296	7,296	7,296	7,296	收入增长率(%)	-22.03	5.73	6.00	2.12
负债合计	191,535	189,023	188,251	186,143	归母净利润增长率(%)	-63.80	22.24	41.33	5.50
归属母公司股东权益	81,809	85,371	90,739	95,397					
少数股东权益	15,493	16,473	17,857	19,318					
所有者权益合计	97,302	101,843	108,596	114,716					
负债和股东权益	288,837	290,866	296,847	300,858					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15,252	20,233	22,329	25,750	每股净资产(元)	9.44	9.85	10.47	11.01
投资活动现金流	-14,232	-9,729	-8,097	-7,706	最新发行在外股份(百万股)	8,663	8,663	8,663	8,663
筹资活动现金流	-5,234	-8,627	-10,462	-11,355	ROIC(%)	4.12	4.74	5.89	5.95
现金净增加额	-4,205	1,876	3,770	6,689	ROE-摊薄(%)	5.55	6.50	8.65	8.68
折旧和摊销	10,916	9,274	9,300	9,396	资产负债率(%)	66.31	64.99	63.42	61.87
资本开支	-14,484	-9,295	-7,793	-7,493	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.80	14.56	10.30	9.76
营运资本变动	-2,326	931	486	3,543	P/B(现价)	0.99	0.95	0.89	0.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

