

# 天山股份 (000877)

## 2023 年一季报点评: 盈利底部已经确立, 中期景气有望回升

增持 (维持)

2023 年 04 月 27 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

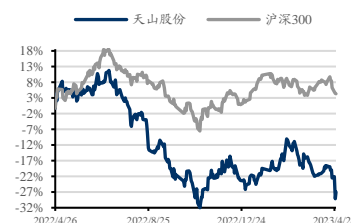
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	132,581	139,072	146,312	150,887
同比	-22%	5%	5%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	4,542	4,850	6,764	8,282
同比	-64%	7%	39%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.52	0.56	0.78	0.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.77	14.77	10.59	8.65

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年一季报。23Q1 实现营业总收入 223.8 亿元, 同比-20.8%, 实现归母净利润-12.3 亿元, 同比转亏。
- **水泥景气筑底, 23Q1 收入同比-20.8%, 毛利率同比-8.5pct:** (1) 23Q1 收入同比-20.8%, 预计主要是水泥量价齐跌所致, 一方面水泥均价大幅下降, 根据数字水泥网, 23Q1 全国 P.O42.5 水泥均价同比 22Q1 下降 86 元/吨, 环比 22Q4 下跌 13 元/吨; 另一方面疫情影响 1 月市场需求。(2) 23Q1 公司毛利率为 10.3%, 同比下降 8.5pct, 环比下降 4.0pct, 预计主要是水泥价格下跌以及单位固定成本偏高的影响。
- **期间费用率有所上升, 多重因素影响下净利润水平承压。** (1) 23Q1 单季期间费用率同口径同比提升 3.5pct 至 15.9%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同口径同比+0.3/+1.8/+0.7/+0.7pct。公司期间费用率同比出现提升, 预计主要是由于销量下滑, 单位固定费用大幅上升。(2) 多重因素承压下公司 23Q1 单季实现净利润-14.1 亿元, 净利率为-6.3%。
- **经营性现金流逆势改善, 资产负债率保持稳定。** (1) 23Q1 实现经营活动净现金流 14.6 亿元 (去年同期-16.4 亿元), 一方面因支付职工薪酬及税金减少所致, 另一方面购买商品、接受劳务支付的现金降幅较大, 或与错峰停窑力度较大有关; (2) 23Q1 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 39.3 亿元, 同比+16.6%; 截至一季度末公司带息债务为 1034 亿元, 环比四季度末+80 亿元, 资产负债率为 67.6%, 环比四季度末+1.3pct, 基本平稳。
- **Q1 或为盈利底部, 需求回升和行业自律改善有望推动水泥盈利修复。** 一季度错峰停产执行严格, 奠定水泥价格反弹态势, 但随着生产线开工率上行, 库存回到上升趋势, 价格逐步承压。中期来看, 基建实物需求落地、房建需求企稳有望推动供需平衡继续改善, 叠加行业竞合修复, 区域自律增强, 水泥主业盈利有望延续底部回升趋势。
- **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, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 48.5/67.6/82.8 亿元, (预测前值为 55.5/78.5/82.8 亿元), 4 月 26 日收盘价对应市盈率 14.8/10.6/8.7 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)	8.27
一年最低/最高价	7.54/12.69
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	13,674.60
总市值(百万元)	71,646.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.32
资产负债率(% ,LF)	67.63
总股本(百万股)	8,663.42
流通 A 股(百万股)	1,653.52

### 相关研究

《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》

2023-03-24

## 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
<b>流动资产</b>	<b>67,933</b>	<b>67,510</b>	<b>71,951</b>	<b>77,166</b>	<b>营业总收入</b>	<b>132,581</b>	<b>139,072</b>	<b>146,312</b>	<b>150,887</b>
货币资金及交易性金融资产	11,719	13,335	15,674	22,257	营业成本(含金融类)	111,288	115,792	120,084	122,367
经营性应收款项	38,874	38,124	40,673	39,851	税金及附加	2,439	2,558	2,691	2,775
存货	11,763	10,752	9,930	9,105	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	5,299	5,675	5,953	研发费用	1,911	1,949	2,007	2,007
<b>非流动资产</b>	<b>220,904</b>	<b>222,500</b>	<b>222,470</b>	<b>221,944</b>	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	1,178	1,240	1,279
固定资产及使用权资产	117,983	123,668	125,378	125,016	投资净收益	499	578	601	601
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	-278	-293	-302
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	<b>营业利润</b>	<b>6,604</b>	<b>7,552</b>	<b>10,553</b>	<b>12,934</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>288,837</b>	<b>290,010</b>	<b>294,421</b>	<b>299,109</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,412</b>	<b>7,608</b>	<b>10,610</b>	<b>12,991</b>
<b>流动负债</b>	<b>134,173</b>	<b>133,134</b>	<b>133,720</b>	<b>133,745</b>	减:所得税	1,337	1,902	2,652	3,248
短期借款及一年内到期的非流动负债	43,336	42,836	41,336	39,836	<b>净利润</b>	<b>5,074</b>	<b>5,706</b>	<b>7,957</b>	<b>9,743</b>
经营性应付款项	41,122	41,219	40,839	40,739	减:少数股东损益	532	856	1,194	1,461
合同负债	2,716	2,895	3,122	3,304	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,542</b>	<b>4,850</b>	<b>6,764</b>	<b>8,282</b>
其他流动负债	46,999	46,184	48,423	49,866	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.56	0.78	0.96
非流动负债	57,362	55,862	53,862	51,862	EBIT	9,491	11,046	13,600	15,709
长期借款	39,118	37,618	35,618	33,618	EBITDA	20,406	20,320	22,900	25,105
应付债券	9,495	9,495	9,495	9,495	毛利率(%)	16.06	16.74	17.93	18.90
租赁负债	1,452	1,452	1,452	1,452	归母净利率(%)	3.43	3.49	4.62	5.49
其他非流动负债	7,296	7,296	7,296	7,296	收入增长率(%)	-22.03	4.90	5.21	3.13
<b>负债合计</b>	<b>191,535</b>	<b>188,996</b>	<b>187,582</b>	<b>185,607</b>	归母净利润增长率(%)	-63.80	6.77	39.47	22.44
归属母公司股东权益	81,809	84,666	89,297	94,499					
少数股东权益	15,493	16,349	17,542	19,004					
<b>所有者权益合计</b>	<b>97,302</b>	<b>101,014</b>	<b>106,840</b>	<b>113,503</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>288,837</b>	<b>290,010</b>	<b>294,421</b>	<b>299,109</b>					

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	19,980	20,562	25,108	每股净资产(元)	9.44	9.77	10.31	10.91
投资活动现金流	-14,232	-9,736	-8,112	-7,712	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	-10,111	-10,813	ROIC(%)	4.12	4.32	5.27	6.00
现金净增加额	-4,205	1,616	2,338	6,583	ROE-摊薄(%)	5.55	5.73	7.57	8.76
折旧和摊销	10,916	9,274	9,300	9,396	资产负债率(%)	66.31	65.17	63.71	62.05
资本开支	-14,484	-9,295	-7,793	-7,493	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.77	14.77	10.59	8.65
营运资本变动	-2,326	1,500	-17	2,894	P/B(现价)	0.88	0.85	0.80	0.76

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>

