

盈利低点或已确立，逐季修复正开启

华泰研究

2023年4月24日 | 中国内地

季报点评

水泥

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

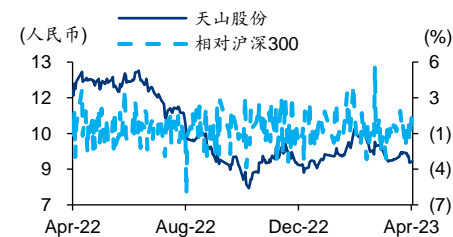
11.27

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

目标价(人民币)	11.27
收盘价(人民币 截至4月24日)	8.82
市值(人民币百万)	76,411
6个月平均日成交额(人民币百万)	128.77
52周价格范围(人民币)	7.70-12.64
BVPS(人民币)	9.32

股价走势图



资料来源: Wind

一季度亏损主因时处淡季且价格起点低

天山股份发布一季报, 实现归属于母公司利润-12.3 亿元, 同比和环比均转亏(1Q22/4Q22 分别为+10.2 亿元/+4.9 亿元)。一季度亏损, 主要由于 1) 2023 年春节前水泥价格的起点较低, 以及 2) 一季度属于年内淡季, 销量偏低而固定成本偏高。春节以来, 需求初步呈现了温和复苏的态势, 带动了水泥价格的边际修复, 但在雨水扰动和复产生产线增加的影响下, 清明节以来市场又迎来了阶段性挑战, 行业共识仍是水泥业务盈利修复的关键。我们看好 2023 年行业共识的凝聚和水泥价格的修复, 天山股份核心利润对水泥价格敏感度高, 盈利具备高弹性。维持 2023/2024/2025E 预测 EPS1.02/1.26/1.31 元不变, 目标价 11.27 元不变, 基于 11x2023 年 PE, 与过去 5 年历史均值一致。维持“买入”。

1Q23 水泥量价同比回落, 骨料业务发展势头强劲

我们估算公司 1Q23 水泥和熟料销量约 4970 万吨, 同比-4.8%, 降幅较 2022 年有所收窄(2022 年同比-14.4%)。由于 2Q22 起水泥价格降幅显著, 价格在 1Q23 处于低起点, 同比降约 58 元/吨至 307 元/吨。考虑到煤炭价格同比基本持平, 我们估算水泥业务吨毛利同比降幅亦在 60 元/吨左右。在公司加强资源获取, 骨料产能逐步释放的背景下, 骨料业务延续强劲发展势头。我们估算骨料销量同比+40%以上到 3042 万吨, 带动骨料业务收入强劲增长, 尽管价格同比有所回落。

需求初现温和复苏, 行业共识仍为关键

春节以来, 虽然区域和结构上仍不平衡, 但需求总体呈现温和复苏的态势, 推动了华东和华南等核心市场的水泥价格实现了边际修复。清明假期以来, 由于雨水扰动更为频繁、全行业生产线复产的比例有所提升, 水泥市场再次迎来了库存上升、价格松动的阶段性挑战。在此环境下, 行业共识可能仍是水泥价格修复的关键因素。近期部分省份决议较往年更早进行错峰生产, 体现了行业共识正在凝聚, 行业生态总体健康。

计划发行可转债支持资源端优化升级

公司 4 月 20 日公告计划通过非公开发行可转债的方式, 募集不超过 100 亿元, 其中 65%/6%/29% 计划用于骨料项目建设/水泥生产线升级/改善资本结构。我们认为提质增效和优化升级是公司发展的长期动力, 其中资源端的提质增效是关键之一。尽管仍面临不确定性, 如果发行完成, 我们预计将有助于更好地支持公司补齐短板、培育新增长极。

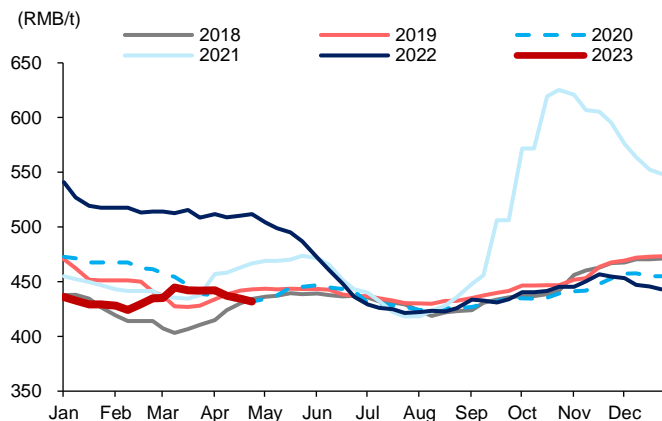
风险提示: 房地产政策严于预期, 行业共识弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	169,979	132,581	136,119	141,025	141,813
+/-%	1,856	(22.00)	2.67	3.60	0.56
归属母公司净利润(人民币百万)	12,530	4,542	8,874	10,901	11,314
+/-%	726.38	(63.75)	95.37	22.84	3.79
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.45	0.52	1.02	1.26	1.31
ROE(%)	16.34	5.21	9.45	10.81	10.55
PE(倍)	6.10	16.82	8.61	7.01	6.75
PB(倍)	1.01	0.93	0.86	0.81	0.76
EV EBITDA(倍)	4.24	6.12	6.42	5.32	5.36

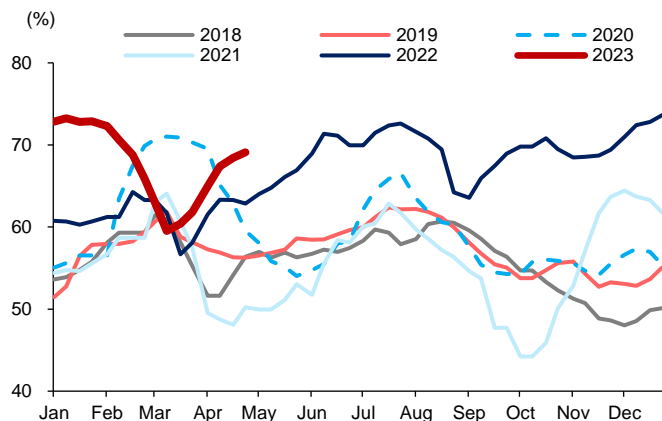
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 全国 PO42.5 水泥均价



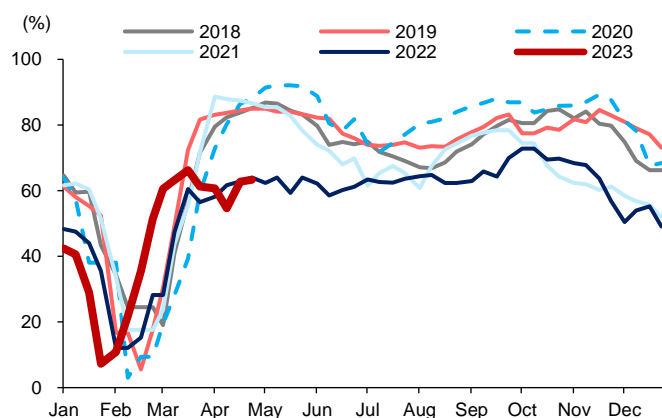
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表2: 全国水泥企业平均库容比



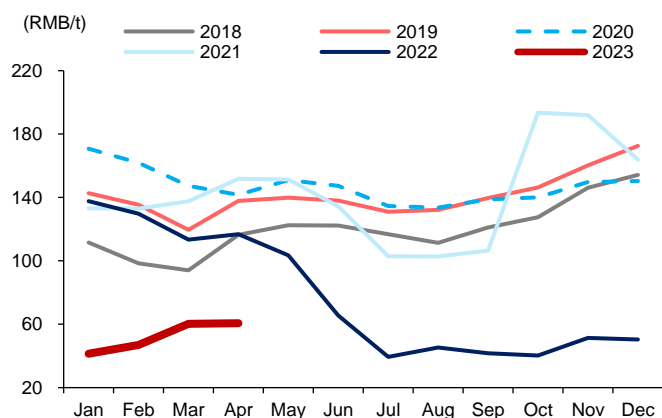
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表3: 全国水泥企业平均发货率



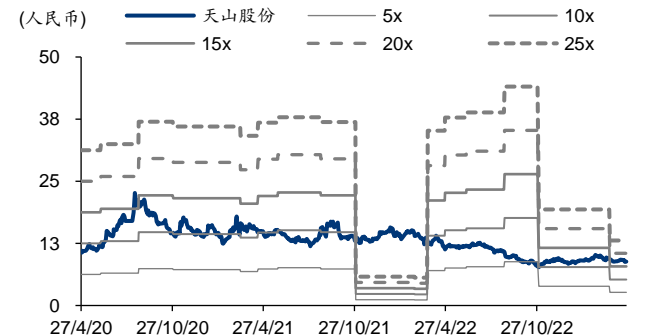
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表4: 水泥行业吨毛利走势测算



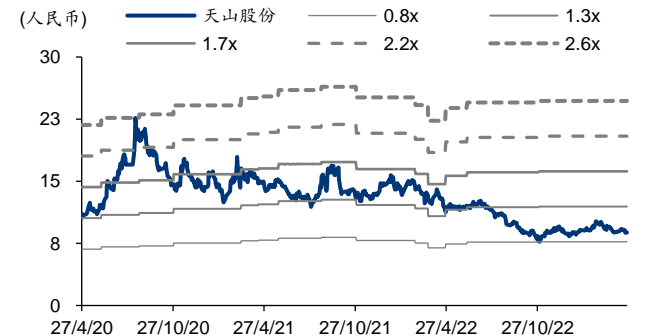
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

图表5: 天山股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 天山股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	73,155	67,933	65,224	69,518	68,444
现金	14,288	10,745	3,573	10,171	5,978
应收账款	32,930	31,671	34,654	34,061	35,038
其他应收账款	3,529	3,765	0.00	0.00	0.00
预付账款	1,805	1,993	1,993	1,993	1,993
存货	10,060	11,763	10,060	11,042	10,411
其他流动资产	10,543	7,995	14,945	12,252	15,023
非流动资产	211,905	220,904	224,659	225,892	226,653
长期投资	12,491	11,775	12,775	13,775	14,775
固定投资	112,513	116,333	114,284	111,912	109,217
无形资产	35,785	39,034	41,342	41,450	41,408
其他非流动资产	51,115	53,762	56,258	58,755	61,252
资产总计	285,060	288,837	289,883	295,410	295,096
流动负债	176,638	127,955	127,645	129,432	121,930
短期借款	29,580	26,580	25,875	24,875	24,875
应付账款	24,794	31,278	22,939	32,180	23,143
其他流动负债	122,264	70,097	78,832	72,377	73,912
非流动负债	52,985	53,624	57,362	53,362	53,362
长期借款	44,201	44,201	48,613	44,613	44,613
其他非流动负债	8,784	9,423	8,749	8,749	8,749
负债合计	193,740	191,535	185,007	182,794	175,292
少数股东权益	15,373	15,493	16,532	17,808	19,133
股本	8,349	8,663	8,663	8,663	8,663
资本公积	29,895	33,946	33,946	33,946	33,946
留存公积	37,080	38,816	45,351	51,815	57,679
归属母公司股东权益	75,947	81,809	88,344	94,808	100,672
负债和股东权益	285,060	288,837	289,883	295,410	295,096

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	28,425	15,252	14,719	38,344	18,287
净利润	14,922	5,074	9,913	12,177	12,639
折旧摊销	10,028	10,916	11,941	12,464	12,936
财务费用	4,859	4,620	4,552	4,309	4,029
投资损失	(1,766)	(499.01)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
营运资金变动	(4,863)	(2,326)	(9,104)	10,394	(10,318)
其他经营现金	5,244	(2,532)	(1,583)	0.00	0.00
投资活动现金	(19,313)	(14,232)	(15,000)	(13,000)	(13,000)
资本支出	(20,024)	(15,525)	(15,000)	(13,000)	(13,000)
长期投资	(1,199)	(175.30)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,910	1,468	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(9,626)	(5,234)	(6,891)	(18,746)	(9,480)
短期借款	(42,173)	(7,556)	0.00	(1,000)	0.00
长期借款	33,006	14,907	0.00	(4,000)	0.00
普通股增加	7,300	314.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	25,818	4,051	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(33,578)	(16,950)	(6,891)	(13,746)	(9,480)
现金净增加额	(502.02)	(4,205)	(7,172)	6,598	(4,193)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	169,979	132,581	136,119	141,025	141,813
营业成本	127,589	111,288	107,607	109,396	109,801
营业税金及附加	2,207	2,439	2,178	2,256	2,269
营业费用	2,744	1,670	1,715	1,776	1,786
管理费用	8,546	7,346	7,888	8,172	8,218
财务费用	4,684	4,476	4,552	4,309	4,029
资产减值损失	(3,870)	(236.08)	(302.87)	(302.87)	(302.87)
公允价值变动收益	(97.50)	(113.98)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,766	499.01	1,000	1,000	1,000
营业利润	20,411	6,604	11,261	14,138	14,724
营业外收入	928.58	293.14	1,900	1,900	1,900
营业外支出	563.03	485.55	485.55	485.55	485.55
利润总额	20,777	6,412	12,676	15,552	16,139
所得税	5,855	1,337	2,763	3,375	3,500
净利润	14,922	5,074	9,913	12,177	12,639
少数股东损益	2,392	531.84	1,039	1,276	1,325
归属母公司净利润	12,530	4,542	8,874	10,901	11,314
EBITDA	35,489	27,642	29,169	32,325	33,105
EPS (人民币, 基本)	1.57	0.53	1.02	1.26	1.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	1,856	(22.00)	2.67	3.60	0.56
营业利润	844.22	(67.65)	70.53	25.54	4.15
归属母公司净利润	726.38	(63.75)	95.37	22.84	3.79
获利能力 (%)					
毛利率	24.94	16.06	20.95	22.43	22.57
净利率	8.78	3.83	7.28	8.63	8.91
ROE	16.34	5.21	9.45	10.81	10.55
ROIC	0.00	9.12	10.72	13.28	12.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.96	66.31	63.82	61.88	59.40
净负债比率 (%)	65.34	80.48	90.75	69.77	69.09
流动比率	0.41	0.53	0.51	0.54	0.56
速动比率	0.34	0.41	0.37	0.39	0.41
营运能力					
总资产周转率	1.13	0.46	0.47	0.48	0.48
应收账款周转率	10.18	4.10	4.10	4.10	4.10
应付账款周转率	9.90	3.97	3.97	3.97	3.97
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	0.52	1.02	1.26	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	1.76	1.70	4.43	2.11
每股净资产(最新摊薄)	8.77	9.44	10.20	10.94	11.62
估值比率					
PE (倍)	6.10	16.82	8.61	7.01	6.75
PB (倍)	1.01	0.93	0.86	0.81	0.76
EV EBITDA (倍)	4.24	6.12	6.42	5.32	5.36

免责声明

分析师声明

本人, 龚劼、王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
增持：预计股价超越基准5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司