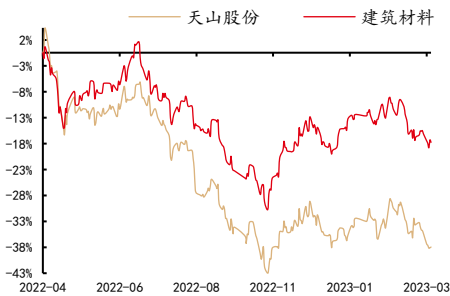




股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.86
总股本/流通股本(亿股)	86.63 / 8.80
总市值/流通市值(亿元)	768 / 78
52周内最高/最低价	14.43 / 7.70
资产负债率(%)	66.3%
市盈率	16.85
第一大股东	中国建材股份有限公司
持股比例(%)	84.5%

研究所

分析师:丁士涛  
SAC 登记编号:S1340522090005  
Email:dingshitao@cnpsec.com  
研究助理:刘依然  
SAC 登记编号:S1340122090020  
Email:liuyiran@cnpsec.com

天山股份(000877)

水泥主业盈利承压，高毛利骨料快速增长

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 1325.81 亿元，同比下降 22.03%；归母净利润 45.42 亿元，同比下降 63.80%；扣非归母净利润 27.05 亿元，同比下降 45.34%。

2022 Q4 实现营业收入 339.72 亿元，同比下降 34.12%；归母净利润 4.89 亿元，同比下降 81.65%，扣非归母利润-2.71 亿元，同比下降 107.70%。

● 水泥主业盈利承压，23 年成本端压力有望边际缓解

2022 年，公司水泥及熟料实现销量 2.72 万吨，同比下降 14.44%；销售均价为 328 元/吨，同比下降 8.45%；吨成本为 281 元/吨，同比下降 9.42%；其中，单吨主要原材料成本为 62.5 元/吨，同比下降 8.13%；单吨主要能源成本为 162.2 元/吨，同比增长 18.38%；单吨其他成本为 56.6 元/吨，同比增长 8.81%；吨毛利为 47.2 元/吨，同比下降 53.62%。2022 年房地产基本面持续走弱、新开工面积下滑与疫情影响工程项目建设导致房建与基建端的水泥需求均明显走弱；2022 年全年水泥产量 21.18 亿吨，同比下降 10.8%。需求的持续疲软导致价格走势低迷，叠加煤炭价格高位运行，水泥行业盈利承压；根据数字水泥网，2022 年全年水泥行业实现营业收入约 9500 亿元，同比下降超过 10%；利润总额约 680 亿元，同比下降约 60%。2023 年来看，我们预计水泥需求或与 2022 年相当，而行业盈利底部使得水泥企业错峰生产执行力度进一步强化，进而支撑水泥价格。成本端来看，煤炭进口零关税等政策将有望保障煤炭供应，水泥成本端压力有望边际缓解。

● 高毛利骨料快速增长，内部整合有望强化规模优势

2022 年，公司实现骨料销量 1.15 亿吨，同比增长 34.27%；吨销售价格为 47.83 元/吨，毛利率为 47.44%，明显高于公司水泥及熟料/商品混凝土业务 14.37%/13.98%的毛利率；骨料的高毛利属性为公司贡献新的利润增长点。截至 2022 年末，公司具备骨料产能 2.3 亿吨；公司拟发行 100 亿元可转债募投项目预计将新增骨料产能 1.04 亿吨；推动公司实现从矿山到熟料、水泥、砂石骨料到商品混凝土的垂直产业链的整合和匹配。费用率方面，2022 年公司期间费用率为 11.62%，同比增长 1.15 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.26%/5.54%/1.44%/3.38%，分别同比-0.36/+0.51/+0.38/+0.62 pct。2022 年，公司完成内部业务和股权梳理整合，设立 10 个专业化水泥公司、4 个商混骨料和特种水泥业务专业化运营区域公司及 1 个海外平台区域公司。内部整合优化将改善管理效率、为后续公司集中采购、进一步降低成本等打下基础。

### ● 盈利预测与投资建议

公司水泥熟料、商品混凝土以及骨料产能均居全国首位，是我国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司。公司在华东、华中、华南、西南、新疆等多数区域市场份额、品牌地位均处于行业头部。短期内，公司内部业务整合将提升效率，规模效应带来的成本优势将逐渐释放。中长期内，水泥行业供给格局有望优化，公司的龙头地位将进一步凸显。考虑到短期内水泥需求难有较大幅度增长，我们小幅下调原预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为 61.79/77.57/85.90 亿元（前值为 70.53/81.20/ - 亿元），EPS 分别为 0.71/0.90/0.99 元。维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

基建、房地产投资增速大幅下降风险；煤炭价格持续上涨超出预期；骨料等水泥产业链一体化业务发展不及预期；水泥行业供给端格局优化不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	132581	137546	141917	146920
增长率(%)	-22.03	3.74	3.18	3.53
EBITDA（百万元）	20406.33	21843.30	23850.91	25411.71
归属母公司净利润（百万元）	4542.24	6178.52	7756.75	8589.87
增长率(%)	-63.80	36.02	25.54	10.74
EPS(元/股)	0.52	0.71	0.90	0.99
市盈率(P/E)	17.05	12.54	9.98	9.02
市净率(P/B)	0.95	0.94	0.90	0.86
EV/EBITDA	7.67	7.70	7.23	6.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	132581	137546	141917	146920	营业收入	-22.0%	3.7%	3.2%	3.5%
营业成本	111288	111543	113805	116952	营业利润	-67.7%	44.4%	25.7%	10.8%
税金及附加	2439	2530	2610	2702	归属于母公司净利润	-63.8%	36.0%	25.5%	10.7%
销售费用	1670	1719	1774	1837	<b>获利能力</b>				
管理费用	7346	7427	7522	7787	毛利率	16.1%	18.9%	19.8%	20.4%
研发费用	1911	1788	1845	1910	净利率	3.4%	4.5%	5.5%	5.8%
财务费用	4476	2896	3047	3184	ROE	5.6%	7.5%	9.0%	9.5%
资产减值损失	-236	-962	38	38	ROIC	3.9%	5.2%	5.6%	5.9%
<b>营业利润</b>	<b>6604</b>	<b>9536</b>	<b>11985</b>	<b>13277</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	293	350	350	350	资产负债率	66.3%	66.6%	65.9%	65.2%
营业外支出	486	300	300	300	流动比率	0.51	0.52	0.52	0.53
<b>利润总额</b>	<b>6412</b>	<b>9586</b>	<b>12035</b>	<b>13327</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1337	2684	3370	3732	应收账款周转率	4.10	4.30	4.39	4.47
<b>净利润</b>	<b>5074</b>	<b>6902</b>	<b>8665</b>	<b>9596</b>	存货周转率	12.15	14.25	17.54	16.85
<b>归母净利润</b>	<b>4542</b>	<b>6179</b>	<b>7757</b>	<b>8590</b>	总资产周转率	0.46	0.47	0.47	0.48
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.52</b>	<b>0.71</b>	<b>0.90</b>	<b>0.99</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.52	0.71	0.90	0.99
货币资金	10745	12721	11381	10724	每股净资产	9.44	9.50	9.95	10.44
交易性金融资产	974	974	974	974	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	31863	32548	32626	33692	PE	17.05	12.54	9.98	9.02
预付款项	1993	1997	2038	2094	PB	0.95	0.94	0.90	0.86
存货	11763	7545	8635	8806	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>67933</b>	<b>66981</b>	<b>67445</b>	<b>68718</b>	净利润	5074	6902	8665	9596
固定资产	116334	119766	123090	126301	折旧和摊销	10916	7274	7425	7577
在建工程	14698	15131	15521	15872	营运资本变动	-2326	-5745	-4775	-3758
无形资产	39034	42283	45532	48780	其他	1588	4198	3645	3735
<b>非流动资产合计</b>	<b>220904</b>	<b>228407</b>	<b>235758</b>	<b>242959</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>15252</b>	<b>12629</b>	<b>14961</b>	<b>17150</b>
<b>资产总计</b>	<b>288837</b>	<b>295387</b>	<b>303204</b>	<b>311677</b>	资本开支	-14484	-11751	-12022	-12017
短期借款	25875	25875	25875	25875	其他	252	-113	-100	-85
应付票据及应付账款	41122	33240	33778	35094	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-14232</b>	<b>-11864</b>	<b>-12121</b>	<b>-12101</b>
其他流动负债	67176	70385	69876	69734	股权融资	6029	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>134173</b>	<b>129500</b>	<b>129529</b>	<b>130702</b>	债务融资	7676	10000	3000	2000
其他	57362	67362	70362	72362	其他	-18939	-6200	-7180	-7706
<b>非流动负债合计</b>	<b>57362</b>	<b>67362</b>	<b>70362</b>	<b>72362</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-5234</b>	<b>3800</b>	<b>-4180</b>	<b>-5706</b>
<b>负债合计</b>	<b>191535</b>	<b>196861</b>	<b>199891</b>	<b>203064</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-4205</b>	<b>4565</b>	<b>-1340</b>	<b>-657</b>
股本	8663	8663	8663	8663					
资本公积金	33946	33946	33946	33946					
未分配利润	33599	33173	35888	38894					
少数股东权益	15493	16216	17124	18130					
其他	5601	6528	7691	8980					
<b>所有者权益合计</b>	<b>97302</b>	<b>98526</b>	<b>103313</b>	<b>108613</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>288837</b>	<b>295387</b>	<b>303204</b>	<b>311677</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048