

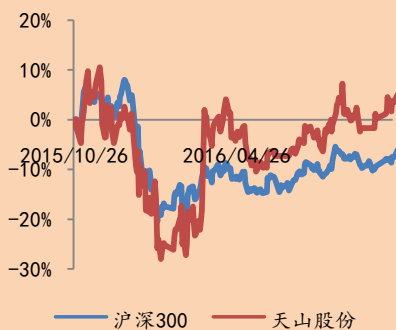


## 天山股份 (000877)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-10-25

### 股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 高欣宇  
0551-65161837  
gaoxy\_pro@126.com

联系人: 袁道升  
0551-65161592  
neilyds@163.com

# 行业回暖利润扭亏, 国企改革待发力

——2016年三季度报告点评

事件: 公司发布 2016Q3 报告, 前三季度实现营收 36.92 亿元, 同比下滑 6.42%, 归母净利润 432.80 万元, 同比扭亏, 增长 101.34%, 基本每股收益 0.0049 元/股, 同比扭亏, 增长 101.33%。

### 主要观点:

#### □ 公司毛利率大涨促归母净利润扭亏

公司前三季度实现营收 36.92 亿元, 同比下滑 6.42%, 而营业成本同比下滑 13.56%, 最终录得毛利率达到 20.84%, 较去年年底增长 7.7 个百分点。另外, 公司加强了其他成本方面的控制, 积极创新管理模式, 销售费用、管理费用、财务费用分别同比下滑 28.14%、17.56%、24.66%, 使得公司前三季度归母净利润达到 432.80 万元, 实现扭亏, 尤其是 2016Q3, 单季贡献归母净利润 1.08 亿元, 同比大幅增长 254.40%。

#### □ 房地产拉动水泥行业盈利企稳, 公司销售价格提升明显

2016 年前三季度, 我国房地产销售端火爆, 开工、施工回暖, 房屋新开工面积同比增长 6.80%, 房屋施工面积同比增长 3.2%, 对水泥行业需求端形成支撑。同时, 行业供给侧改革发力, 各水泥企业积极限产、减产, 持续推进去产能进程, 水泥产量增速下降, 价格恢复明显, 前三季度全国水泥价格指数同比增长 19.80%, 行业供求关系逐步修复。截至 2016 年 9 月, 公司“天山”牌 42.5 级水泥销售价格为 385 元/吨, 较年初涨幅 20.3%, 与行业水平持平, 盈利水平明显回升。

#### □ 母公司合并重组, 同业竞争问题解决有望提速, 资产趋于优化

2016 年 8 月, 经国务院国有资产监督管理委员会批准, 中国中材集团有限公司与中国建筑材料集团有限公司实施重组, 形成新的集团公司中国建材集团有限公司, 天山股份成为中国建材集团有限公司旗下的上市公司, 实际控制人仍为国务院国资委。天山股份与集团旗下的祁连山和宁夏建材主营业务均为水泥及相关, 同业竞争一直存在且难解决, 此次合并完成后, 三家公司的资产整合重组有望提速。

2016 年 9 月, 公司转让两家控股子公司新疆米东天山水泥 (64.56%)、新疆阜康天山水泥 (100%) 的所有股权至新疆中泰化学股份有限公司, 转让后米东天山水泥和阜康天山水泥均由中泰化学 100% 控股。中泰化学下属公司 PVC 生产所产生的电石渣是米东天山水泥、阜康天山水泥进行水泥熟料生产的原材料, 此次转让有助于发挥中泰化学子公司之间的协同效应, 降低其营业成本, 同时也有利于实现天山水泥资产的保值和增值, 助力公司打通资产优化之路。

#### □ 向母公司非公开发行募集资金偿还借款，债务压力有望缓解

公司拟向控股股东中材股份非公开发行股份，发行股票数量不超过167,638,483股，发行价6.86元/股，募集资金总额不超过11.5亿元，构成关联交易。2015年末和2016年6月末，公司合并资产负债率分别为63.79%和63.51%，高于行业平均值（43.19%和42.95%），此次募集资金将用现金支付，全部用于偿还借款，可有效降低公司资产负债率，增强公司的资金实力和融资能力。

#### □ 盈利预测与估值

2016年前三季度业绩回升明显，利润扭亏，尤其是第三季度实现了营收和归母净利润的同比大幅增长，拟对母公司定增有助于公司资产结构的优化，母公司的重组也为公司未来股权整合提供了条件，未来公司资产优化、利润增长值得期待。我们预测2016-2018年，公司EPS分别为0.05元/股、0.12元/股、0.21元/股，对应的PE分别为133.34倍、56.83倍、33.25倍，给予“增持”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5047	4895	5140	5654
收入同比(%)	-23%	-3%	5%	10%
归属母公司净利润	-525	47	110	189
净利润同比(%)	-308%	-109%	135%	71%
毛利率(%)	13.1%	19.5%	20.2%	21.0%
ROE(%)	-9.0%	0.8%	1.8%	3.1%
每股收益(元)	-0.60	0.05	0.12	0.21
P/E	-11.63	133.34	56.83	33.25
P/B	0.95	1.02	1.01	0.98
EV/EBITDA	20	12	10	9

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4,427	4,898	6,239	7,775	<b>营业收入</b>	5,047	4,895	5,140	5,654
现金	1,771	2,611	3,866	5,244	营业成本	4,383	3,941	4,102	4,467
应收账款	892	637	750	853	营业税金及附加	31	31	32	36
其他应收款	20	15	17	20	销售费用	329	245	247	269
预付账款	136	55	(41)	(110)	管理费用	477	367	360	384
存货	604	554	574	623	财务费用	553	516	520	519
其他流动资产	1,004	1,025	1,072	1,145	资产减值损失	178	84	97	97
<b>非流动资产</b>	16,103	14,903	13,922	12,945	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	44	16	21	投资净收益	50	0	0	0
固定资产	14,570	13,648	12,725	11,802	<b>营业利润</b>	(855)	(288)	(217)	(117)
无形资产	633	591	551	515	营业外收入	222	373	375	382
其他非流动资产	898	620	630	608	营业外支出	34	28	31	37
<b>资产总计</b>	20,530	19,800	20,162	20,720	<b>利润总额</b>	(667)	56	127	227
<b>流动负债</b>	10,852	9,393	10,010	10,576	所得税	3	0	0	0
短期借款	4,865	4,855	4,836	4,806	<b>净利润</b>	(670)	56	127	227
应付账款	1,762	1,516	1,558	1,737	少数股东损益	(145)	9	16	39
其他流动负债	4,225	3,023	3,617	4,034	<b>归属母公司净利润</b>	(525)	47	110	189
<b>非流动负债</b>	2,244	3,435	3,066	2,842	EBITDA	696	1,193	1,265	1,361
长期借款	1,693	1,693	1,693	1,693	EPS (元)	(0.60)	0.05	0.12	0.21
其他非流动负债	551	1,742	1,373	1,150					
<b>负债合计</b>	13,096	12,828	13,077	13,418					
少数股东权益	998	1,007	1,023	1,062					
股本	880	905	905	905					
资本公积	3,619	3,326	3,326	3,326					
留存收益	1,696	1,734	1,830	2,009					
归属母公司股东权益	6,437	5,965	6,061	6,240					
<b>负债和股东权益</b>	20,530	19,800	20,162	20,720					

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-22.88%	-3.00%	5.00%	10.00%
营业利润	354.85%	-66.27%	-24.76%	-45.88
归属于母公司净利润	-307.95	-108.97%	134.62	70.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	13.14%	19.50%	20.20%	21.00%
净利率(%)	净利率	-10.40%	0.96%	2.15%
ROE(%)	-9.01%	0.81%	1.79%	3.12%
ROIC(%)	-0.77%	4.20%	4.67%	5.87%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	63.79%	64.79%	64.86%	64.76%
净负债比率(%)	37.70%	27.96%	2.90%	-12.27
流动比率	0.41	0.52	0.62	0.74
速动比率	0.35	0.46	0.57	0.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.24	0.24	0.26	0.28
应收账款周转率	5.90	6.56	7.59	7.22
应付账款周转率	2.81	2.99	3.34	3.43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	(0.60)	0.05	0.12	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	1.74	2.14	2.40
每股净资产(最新摊薄)	7.31	6.78	6.89	7.09
<b>估值比率</b>				
P/E	(11.6)	133.3	56.8	33.2
P/B	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	20.49	11.86	10.22	8.53

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	237	1,533	1,885	2,111
净利润	(670)	47	110	189
折旧摊销	1,023	965	962	960
财务费用	566	516	520	519
投资损失	(50)	0	0	0
营运资金变动	(529)	(88)	179	308
其他经营现金	(104)	93	113	136
<b>投资活动现金流</b>	(6)	250	28	(5)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	(43)	28	(5)
其他投资现金	(6)	293	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	97	(572)	(562)	(631)
短期借款	607	(11)	(19)	(30)
长期借款	(603)	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	200	(293)	0	0
其他筹资现金	(106)	(293)	(543)	(601)
<b>现金净增加额</b>	329	1,211	1,351	1,475

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。