

证券研究报告—动态报告

建材

水泥 II

天山股份(000877)

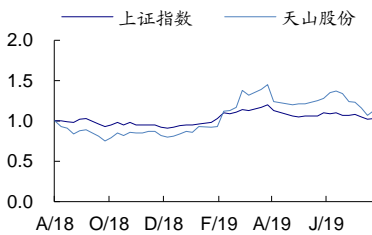
买入

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,049/880
总市值/流通(百万元)	10,487/8,801
上证综指/深圳成指	2,883/9,061
12 个月最高/最低(元)	13.09/6.15

相关研究报告:

《天山股份-000877-2018 年年报点评: 业绩超预期, 关注区域基建》——2019-03-25  
 《天山股份-000877-2018 半年报点评: 盈利创新高, 关注下半年区域基建》——2018-08-14  
 《天山股份-000877-2017 年年报点评: 盈利大幅提升, 关注区域供需结构改善》——2018-03-26  
 《天山股份-000877-2017 年半年报点评: 关注区域基建需求动向, 维持买入评级》——2017-08-24  
 《天山股份-000877-2016 年年报点评: 17 年基本面值得期待》——2017-03-16

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

# 业绩大幅增长, 继续关注基建落地

● 收入增长 33.15%, 归母净利润增长 117.69%

2019H1 公司实现营业收入 39.56 亿元, 同比增长 33.15%, 实现归母净利润 6.7 亿元, 同比大幅增长 117.69%, EPS 为 0.6393 元/股, 其中 Q2 单季度实现营业收入 30.13 亿, 同比增长 35.53%, 归母净利润 5.06 亿, 同比增长 55.74%, 业绩大增主要受益于水泥熟料量价齐升。

● 销量回升, 各项指标表现优异

2019 年上半年公司合计销售水泥和熟料 897 万吨, 同比增长 18.7%, 主要由于在基建补短板的基调下上半年区域基建需求回升。我们测算公司水泥(含熟料)吨收入、吨成本和吨毛利分别为 396.6 元、243.1 元和 153.6 元, 分别较去年上半年提高 52.8 元、22.5 元和 30.3 元。近年公司持续去杠杆、降负债, 上半年资产负债率下降至 43.4%, 较上年末继续降低 2.7 个百分点, 由此财务费用持续下降, 报告期内财务费用率较去年同期下降 2.65 个百分点至 2.78%, 三项费用率(含研发)合计实现 11.52%, 较去年同期下降 3.39 个百分点。公司上半年经营性净现金流持续实现大幅增长, 达到 12.19 亿, 同比大增 91.29%。

● 新疆地区需求回升, 华东地区以稳为主

公司目前熟料产能约 2995 万吨, 水泥产能 3866 万吨, 余热发电能力 153MW, 商混产能 1500 万方, 主要分布于新疆和江苏。自去年 7 月中央政治局会议定调基建补短板以来, 新疆地区固定资产投资触底回升并持续至今, 今年 1-7 月区域固定资产投资增速实现 6%, 较去年中期最低点已大幅回升 54.9 个百分点, 1-6 月区域水泥需求增长 11.9%, 增速同比提高 34.2 个百分点, 目前水泥价格较去年末已经上涨 90 元/吨至 480 元/吨, 上半年新疆地区实现收入 24.44 亿, 同比增长 35.75%。华东地区水泥运行以稳为主, 江苏省水泥需求上半年增长 10.9%, 公司实现区域收入 14.5 亿, 同比增长 24.7%。

● 继续关注基建落地, 维持“买入”评级

今年 7 月政治局会议再次强调基建补短板、稳投资的工作部署, 8 月《西部陆海新通道总体规划》发布, 其中要求加强西北和西南地区综合运输通道衔接, 同时“一带一路”持续深入推进, 继续关注未来基建落地情况, 预计 19-21 年 EPS 分别为 1.71/1.89/2.03 元/股, 对应 PE 为 5.9/5.3/4.9x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 基建项目落地不及预期; 区域供给超预期增加;

盈利预测和财务指标

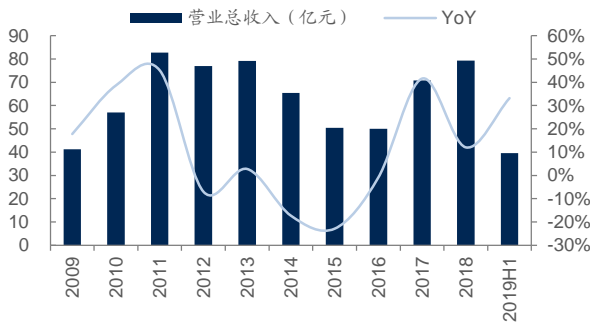
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,080	7,932	9,357	9,844	10,159
(+/-%)	41.6%	12.0%	18.0%	5.2%	3.2%
净利润(百万元)	265	1241	1788	1979	2128
(+/-%)	165.5%	368.5%	44.1%	10.6%	7.5%
摊薄每股收益(元)	0.25	1.18	1.71	1.89	2.03
EBIT Margin	16.0%	24.7%	28.0%	28.5%	28.8%
净资产收益率(ROE)	3.6%	14.8%	20.5%	21.7%	22.4%
市盈率(PE)	39.6	8.4	5.9	5.3	4.9
EV/EBITDA	9.9	6.4	4.6	4.0	3.8
市净率(PB)	1.43	1.25	1.20	1.15	1.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

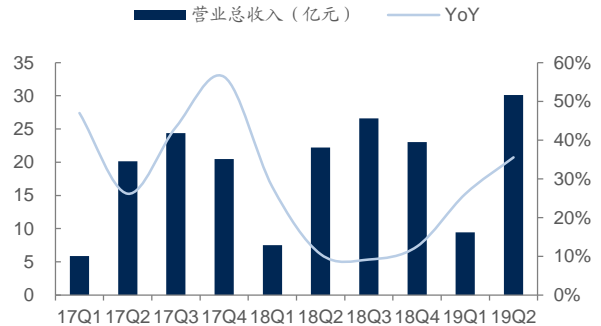
**业绩大幅增长。**2019H1 公司实现营业收入 39.56 亿元，同比增长 33.15%，实现归母净利润 6.7 亿元，同比大幅增长 117.69%，EPS 为 0.6393 元/股，其中 Q2 单季度实现营业收入 30.13 亿，同比增长 35.53%，归母净利润 5.06 亿，同比增长 55.74%，业绩大增主要受益于水泥熟料量价齐升。

图 1：天山股份营业收入及增速



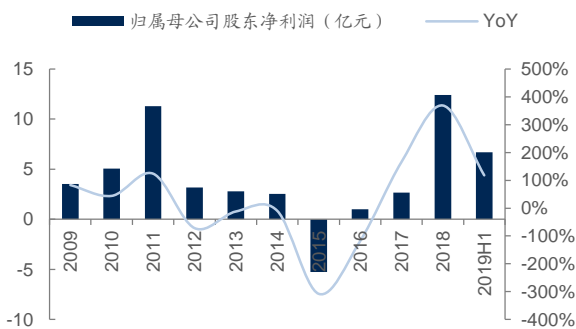
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：天山股份单季度营业收入及增速



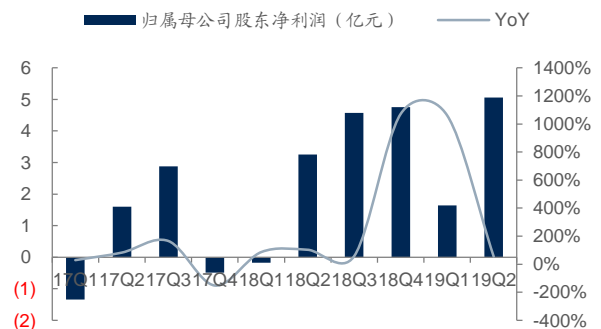
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：天山股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

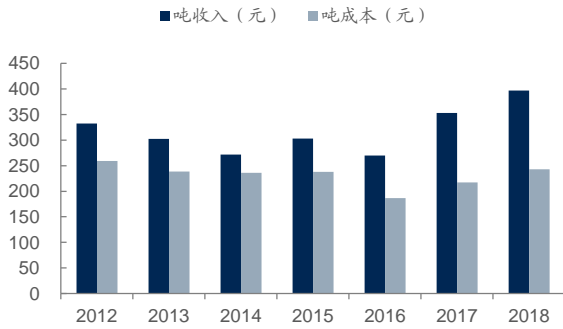
图 4：天山股份单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

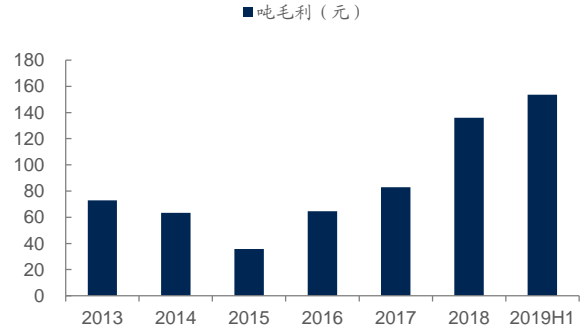
**销量回升，各项指标表现优异。**2019 年上半年公司合计销售水泥和熟料 897 万吨，同比增长 18.7%，主要由于在基建补短板的基调下上半年区域基建需求回升。我们测算公司水泥（含熟料）吨收入、吨成本和吨毛利分别为 396.6 元、243.1 元和 153.6 元，分别较去年上半年提高 52.8 元、22.5 元和 30.3 元。近年公司持续去杠杆、降负债，上半年资产负债率下降至 43.4%，较上年末继续降低 2.7 个百分点，由此财务费用持续下降，报告期内财务费用率较去年同期下降 2.65 个百分点至 2.78%，三项费用率（含研发）合计实现 11.52%，较去年同期下降 3.39 个百分点。公司上半年经营性净现金流持续实现大幅增长，达到 12.19 亿，同比大增 91.29%。

图 5: 天山股份水泥熟料吨收入和吨成本



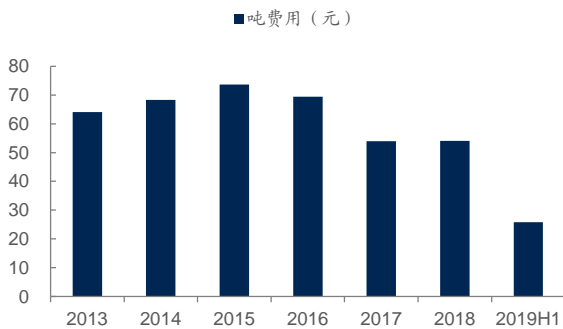
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 天山股份水泥熟料吨毛利



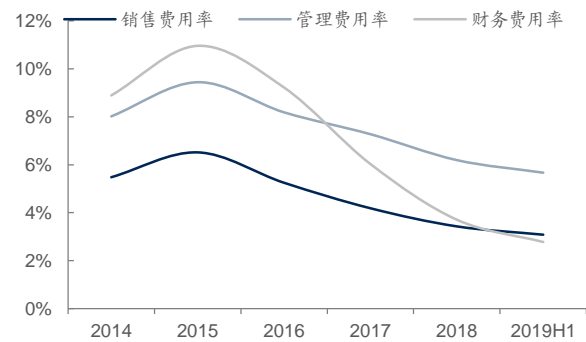
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 天山股份水泥熟料吨费用



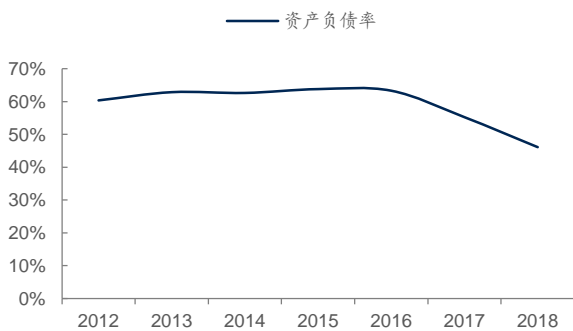
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 天山股份三项费用率 (含研发)



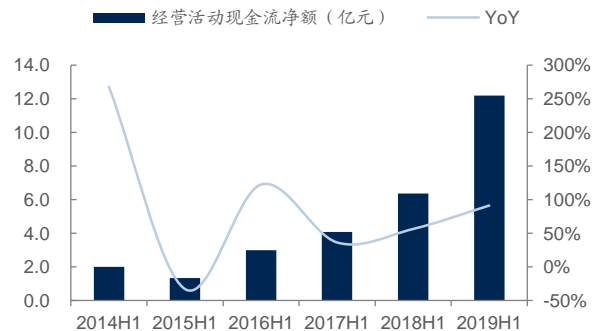
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 天山股份资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

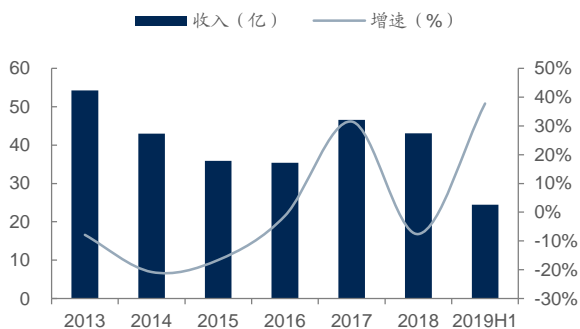
图 10: 天山股份经营性净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

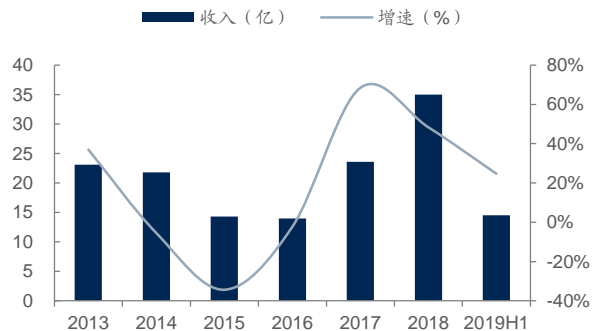
新疆地区需求回升, 华东地区以稳为主。公司目前熟料产能约 2995 万吨, 水泥产能 3866 万吨, 余热发电能力 153MW, 高混产能 1500 万方, 主要分布于新疆和江苏。自去年 7 月中央政治局会议定调基建补短板以来, 新疆地区固定资产投资触底回升并持续至今, 今年 1-7 月区域固定资产投资增速实现 6%, 较去年中期最低点已大幅回升 54.9 个百分点, 1-6 月区域水泥需求增长 11.9%, 增速同比提高 34.2 个百分点, 目前水泥价格较去年末已经上涨 90 元/吨至 480 元/吨, 上半年新疆地区实现收入 24.44 亿, 同比增长 35.75%。华东地区水泥运行以稳为主, 江苏省水泥需求上半年增长 10.9%, 公司实现区域收入 14.5 亿, 同比增长 24.7%。

图 11: 天山股份新疆地区收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 天山股份经华东地区收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 继续关注基建落地, 维持“买入”评级。**今年 7 月政治局会议再次强调基建补短板、稳投资的工作部署, 8 月《西部陆海新通道总体规划》发布, 其中要求加强西北和西南地区综合运输通道衔接, 同时“一带一路”持续深入推进, 继续关注未来基建落地情况, 预计 19-21 年 EPS 分别为 1.71 /1.89/2.03 元/股, 对应 PE 为 5.9/5.3/4.9x, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1445	1800	1623	2520	营业收入	7932	9357	9844	10159
应收款项	1861	2267	2348	2442	营业成本	5062	5708	5985	6146
存货净额	361	487	463	505	营业税金及附加	151	168	177	183
其他流动资产	87	209	164	198	销售费用	272	321	325	335
<b>流动资产合计</b>	<b>3755</b>	<b>4764</b>	<b>4597</b>	<b>5665</b>	管理费用	486	539	556	573
固定资产	11913	10772	9620	8462	财务费用	294	225	150	71
无形资产及其他	611	586	562	538	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	662	662	662	662	资产减值及公允价值变动	(207)	0	0	0
长期股权投资	92	137	196	248	其他收入	194	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>17034</b>	<b>16922</b>	<b>15637</b>	<b>15575</b>	营业利润	1658	2396	2651	2851
短期借款及交易性金融负债	3986	3331	1551	1000	营业外净收支	5	0	0	0
应付款项	1182	1450	1438	1534	<b>利润总额</b>	<b>1663</b>	<b>2396</b>	<b>2651</b>	<b>2851</b>
其他流动负债	1245	1195	1340	1341	所得税费用	425	612	677	728
<b>流动负债合计</b>	<b>6414</b>	<b>5976</b>	<b>4329</b>	<b>3875</b>	少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(5)
长期借款及应付债券	511	511	511	511	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1241</b>	<b>1788</b>	<b>1979</b>	<b>2128</b>
其他长期负债	929	917	906	894					
<b>长期负债合计</b>	<b>1440</b>	<b>1428</b>	<b>1417</b>	<b>1405</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>7854</b>	<b>7404</b>	<b>5746</b>	<b>5281</b>	净利润	1241	1788	1979	2128
少数股东权益	779	778	777	776	资产减值准备	(239)	(17)	(18)	(20)
股东权益	8400	8739	9114	9518	折旧摊销	893	1232	1245	1252
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17034</b>	<b>16922</b>	<b>15637</b>	<b>15575</b>	公允价值变动损失	207	0	0	0
					财务费用	294	225	150	71
关键财务与估值指标					营运资本变动	135	(465)	92	(105)
每股收益	1.18	1.71	1.89	2.03	其它	237	16	17	19
每股红利	0.35	1.38	1.53	1.64	<b>经营活动现金流</b>	<b>2474</b>	<b>2555</b>	<b>3315</b>	<b>3274</b>
每股净资产	8.01	8.33	8.69	9.08	资本开支	288	(50)	(50)	(50)
ROIC	10%	15%	17%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	20%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>215</b>	<b>(95)</b>	<b>(109)</b>	<b>(102)</b>
毛利率	36%	39%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	28%	28%	29%	负债净变化	(876)	0	0	0
EBITDA Margin	36%	41%	41%	41%	支付股利、利息	(366)	(1449)	(1604)	(1725)
收入增长	12%	18%	5%	3%	其它融资现金流	(617)	(655)	(1780)	(551)
净利润增长率	368%	44%	11%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3101)</b>	<b>(2105)</b>	<b>(3384)</b>	<b>(2275)</b>
资产负债率	51%	48%	42%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>(412)</b>	<b>355</b>	<b>(177)</b>	<b>897</b>
息率	3.5%	13.8%	15.3%	16.4%	货币资金的期初余额	1857	1445	1800	1623
P/E	8.4	5.9	5.3	4.9	货币资金的期末余额	1445	1800	1623	2520
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	2775	2669	3373	3273
EV/EBITDA	6.4	4.6	4.0	3.8	权益自由现金流	1283	1846	1481	2669

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032