

天山股份 (000877)

证券研究报告

2019年08月20日

龙头受益量价齐升，树立供给格局典范

公司发布 2019 年中报，报告期实现归母净利 6.7 亿元，同比大幅增长 117.69%。其中，西部建设（股票类金融资产）公允价值变动增加归母净利约 3086 万元（一季报增加 6600 万元）。Q2 归母净利约 5.06 亿元，同比提高 55.74%。

分产品看，上半年水泥和熟料合计实现收入 35.57 亿，同比增长 36.89%，占比 90%，其中水泥占比 77%，熟料占比 13%。报告期公司销售水泥 702 万吨，同比提高 16.95%；外售熟料 195 万吨，同比提高 25.27%，据此推算水泥产品吨均价、吨毛利分别为 432、171 元，同比提高 65、33 元。熟料产品吨均价、吨毛利分别为 268、90 元，同比提高 16、23 元。**同比增长主因量价齐升**，根据数字水泥统计，二季度新疆含税均价为 493 元/吨，单吨售价同比提高约 70 元，上半年均价 445 元/吨，同比提高 39 元/吨。水泥产量同样实现较高幅度增长，上半年新疆水泥产量同比提高 11.90%（同期全国平均增长 6.8%），疆内基建项目包括 4 月 5 日博州支铁路站房建设全面开工，4 月 28 日新建和田至若羌铁路项目进入全面建设阶段等。**此外，相比其他西北企业，公司特殊之处在于南北布局，同时受益江苏产线盈利**，根据卓创统计，公司在南京、常州分别拥有 1 条日产 5000 吨熟料产线，无锡拥有 2500、5000 吨/日产线各一条，江苏合计熟料年产能约 542.5 万吨，对应水泥产能约 700 万吨+。根据数字水泥统计，江苏二季度高标水泥含税均价为 499 元/吨，单吨售价同比提高约 50 元，上半年均价 494 元/吨，同比提高 47 元/吨，1-6 月水泥产量同比增长 10.9%。错峰有望助力价格高位稳定，江苏建材协会印发《2019 年江苏省水泥行业错峰生产停窑及核查方案》，要求 2019 年境内涉及熟料生产的 39 条生产线停窑总天数为 65 天（其中春节期间 1.1-3.31 停窑 30 天）。此外，公司混凝土收入 3.36 亿元，同比微降 0.55%，占比 8%。

分地区看，上半年新疆本土实现营收 24.44 亿元，同比大幅提高 37.75%，江苏地区收入增幅 24.70%略低于新疆，因此收入占比上，新疆占比从 2018 年的 59.7%提升至 62%，江苏占比从 39.1%下降为 37%。

内控管理不断改善，经营质量持续提高，费用率继续下降，销售、管理、财务费用率分别 3.08%、5.67%（含研发）、2.78%，同比分别下降 0.22、0.52、2.65 个百分点。资产负债率持续下降，当前为 43.4%。在手现金充足，经营活动现金流量净额为 12.2 亿元，同比大幅提高 91.29%；货币资金 13.45 亿，上年同期末为 11.55 亿。

供给格局典范，需求平稳增长。供给贡献不容忽视，新疆作为全国第一个执行冬季错峰生产以及去 32.5 低标号水泥的地区，在政策执行与管控上树立典范。同时特殊地理环境决定市场相对封闭（外来运输费用高），本地集中度较高，根据卓创资讯，新疆地区天山股份与青松建化合计熟料产能占比达 51%，且严禁新增产能，供给格局稳定。

我们持续看好 2019 年新疆基建弹性，投资增速“由负转正”释放水泥需求。2019 年新疆力争完成交通运输固定资产投资 526.33 亿元，以及新疆自古以来是西部重镇、“一带一路”重要节点，在项目前景、财政支持方面具备一定优势。根据中报具体情况，我们将 2019-20 年归母净利预计值从 15.32、16.14 亿元调整为 15.35、16.19 亿元，EPS 分别为 1.46、1.54 元，对应 PE 为 6.83X、6.48X。

风险提示：基建项目落地不及预期；江苏区域四季度价格变动不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,079.78	7,931.78	9,121.55	10,216.14	10,522.62
增长率(%)	41.56	12.03	15.00	12.00	3.00
EBITDA(百万元)	1,649.41	2,650.99	3,208.77	3,344.47	3,313.09
净利润(百万元)	264.93	1,241.12	1,534.53	1,618.76	1,675.95
增长率(%)	165.50	368.48	23.64	5.49	3.53
EPS(元/股)	0.25	1.18	1.46	1.54	1.60
市盈率(P/E)	39.59	8.45	6.83	6.48	6.26
市净率(P/B)	1.43	1.25	1.12	1.00	0.90
市销率(P/S)	1.48	1.32	1.15	1.03	1.00
EV/EBITDA	9.72	4.02	4.44	3.13	2.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,048.72
流通 A 股股本(百万股)	880.09
A 股总市值(百万元)	10,487.23
流通 A 股市值(百万元)	8,800.95
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	45.62
一年内最高/最低(元)	13.56/6.37

作者

盛昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002 shengchangsheng@tfzq.com	
李阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519060001 yanglitf@tfzq.com	

股价走势

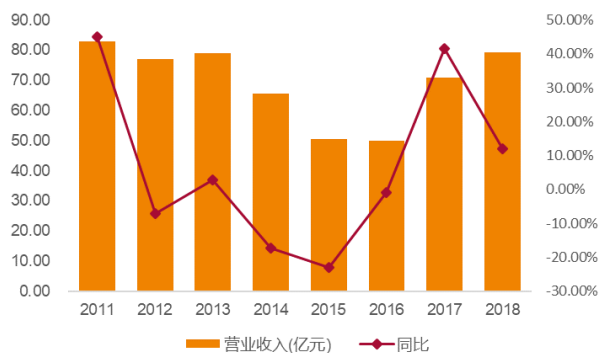


资料来源：贝格数据

相关报告

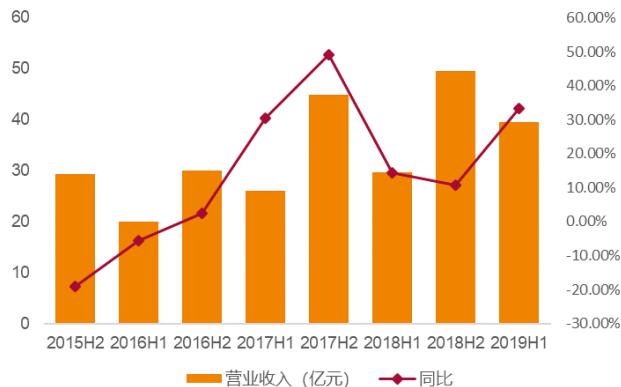
- 1 《天山股份-公司点评:弹性持续兑现，供给格局典范》 2019-07-14
- 2 《天山股份-季报点评:一季度弹性初显，关注全年量价预期差》 2019-04-26
- 3 《天山股份-公司点评:一季度预增超预期，量价弹性可看全年》 2019-04-15

图 1：2011 年-2018 年营业收入及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近期半年度营业收入及同比



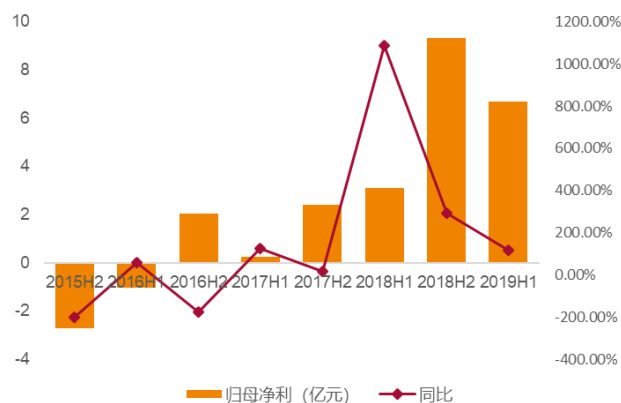
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2011 年-2018 年归母净利润及同比



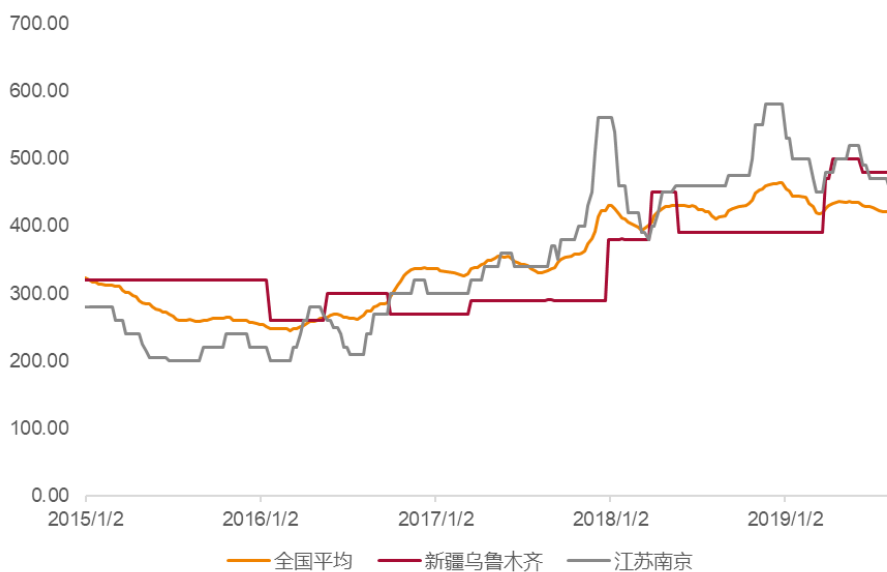
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近期半年度归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2015 年来全国平均、新疆、江苏高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,857.37	1,445.24	1,824.31	4,834.81	4,699.12
应收票据及应收账款	1,720.67	1,838.38	633.44	785.47	676.01
预付账款	91.68	59.35	77.47	98.47	82.75
存货	530.19	361.25	991.67	408.18	1,170.39
其他	195.68	50.91	2,792.24	1,309.36	2,152.98
流动资产合计	4,395.60	3,755.13	6,319.13	7,436.30	8,781.24
长期股权投资	19.47	91.92	91.92	91.92	91.92
固定资产	12,410.40	11,789.61	11,030.81	10,269.55	9,493.49
在建工程	199.92	123.65	110.19	114.11	98.47
无形资产	634.70	610.84	573.12	535.39	497.67
其他	806.30	662.35	592.18	540.29	494.50
非流动资产合计	14,070.80	13,278.37	12,398.21	11,551.27	10,676.05
资产总计	18,466.40	17,033.50	18,717.34	18,987.57	19,457.29
短期借款	4,149.79	3,126.57	3,844.20	3,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	1,473.60	1,182.17	946.20	1,517.03	1,315.24
其他	2,249.38	2,104.92	2,334.01	2,034.87	2,360.53
流动负债合计	7,872.76	6,413.65	7,124.40	6,551.90	5,675.77
长期借款	1,386.96	511.18	524.29	500.00	450.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	940.17	929.19	900.00	600.00	809.73
非流动负债合计	2,327.13	1,440.37	1,424.29	1,100.00	1,259.73
负债合计	10,199.89	7,854.03	8,548.69	7,651.90	6,935.50
少数股东权益	915.45	779.27	786.99	820.87	833.82
股本	1,048.72	1,048.72	1,048.72	1,048.72	1,048.72
资本公积	4,054.36	4,072.89	4,072.89	4,072.89	4,072.89
留存收益	6,083.03	7,258.77	8,332.95	9,466.08	10,639.24
其他	(3,835.06)	(3,980.18)	(4,072.89)	(4,072.89)	(4,072.89)
股东权益合计	8,266.51	9,179.48	10,168.65	11,335.67	12,521.79
负债和股东权益总	18,466.40	17,033.50	18,717.34	18,987.57	19,457.29

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	281.54	1,238.02	1,534.53	1,618.76	1,675.95
折旧摊销	1,003.56	933.80	869.98	875.05	879.43
财务费用	439.32	268.19	252.46	225.89	141.79
投资损失	1.51	(3.62)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(780.74)	(564.93)	(2,291.13)	1,916.92	(1,101.24)
其它	222.02	(151.77)	7.71	33.89	12.95
经营活动现金流	1,167.22	1,719.69	370.56	4,667.50	1,605.88
资本支出	(178.56)	255.14	89.19	380.00	(159.73)
长期投资	17.90	72.44	0.00	0.00	0.00
其他	139.03	(214.31)	(146.19)	(457.00)	112.73
投资活动现金流	(21.62)	113.27	(57.00)	(77.00)	(47.00)
债权融资	6,844.53	4,497.45	5,368.48	4,500.00	3,450.00
股权融资	916.65	(312.83)	(256.03)	(136.75)	(52.65)
其他	(8,348.77)	(6,303.03)	(5,046.94)	(5,943.25)	(5,091.92)
筹资活动现金流	(587.58)	(2,118.41)	65.51	(1,580.00)	(1,694.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	558.01	(285.45)	379.07	3,010.50	(135.69)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,079.78	7,931.78	9,121.55	10,216.14	10,522.62
营业成本	5,026.54	5,062.37	5,472.93	6,334.01	6,524.03
营业税金及附加	109.13	151.20	182.43	204.32	157.84
营业费用	296.17	271.90	319.25	347.35	420.90
管理费用	515.06	485.69	592.90	643.62	683.97
研发费用	3.88	5.53	18.24	20.43	105.23
财务费用	426.81	293.90	252.46	225.89	141.79
资产减值损失	445.39	206.60	200.00	200.00	200.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.51)	3.62	3.00	3.00	3.00
其他	(145.04)	(207.17)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营业利润	403.36	1,658.15	2,086.33	2,243.53	2,291.87
营业外收入	13.31	37.30	20.00	10.00	10.00
营业外支出	46.22	32.71	50.00	50.00	50.00
利润总额	370.45	1,662.75	2,056.33	2,203.53	2,251.87
所得税	88.92	424.73	514.08	550.88	562.97
净利润	281.54	1,238.02	1,542.25	1,652.64	1,688.90
少数股东损益	16.61	(3.09)	7.71	33.89	12.95
归属于母公司净利润	264.93	1,241.12	1,534.53	1,618.76	1,675.95
每股收益(元)	0.25	1.18	1.46	1.54	1.60

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.56%	12.03%	15.00%	12.00%	3.00%
营业利润	-461.63%	311.09%	25.82%	7.53%	2.15%
归属于母公司净利润	165.50%	368.48%	23.64%	5.49%	3.53%
获利能力					
毛利率	29.00%	36.18%	40.00%	38.00%	38.00%
净利率	3.74%	15.65%	16.82%	15.85%	15.93%
ROE	3.60%	14.77%	16.36%	15.40%	14.34%
ROIC	4.80%	11.66%	15.13%	14.09%	17.41%
偿债能力					
资产负债率	55.23%	46.11%	45.67%	40.30%	35.64%
净负债率	60.33%	33.25%	34.85%	-2.95%	-9.98%
流动比率	0.56	0.59	0.89	1.13	1.55
速动比率	0.49	0.53	0.75	1.07	1.34
营运能力					
应收账款周转率	4.84	4.46	7.38	14.40	14.40
存货周转率	11.75	17.80	13.48	14.60	13.33
总资产周转率	0.38	0.45	0.51	0.54	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.25	1.18	1.46	1.54	1.60
每股经营现金流	1.11	1.64	0.35	4.45	1.53
每股净资产	7.01	8.01	8.95	10.03	11.14
估值比率					
市盈率	39.59	8.45	6.83	6.48	6.26
市净率	1.43	1.25	1.12	1.00	0.90
EV/EBITDA	9.72	4.02	4.44	3.13	2.90
EV/EBIT	23.36	6.06	6.09	4.23	3.94

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com