

公司研究/中报点评

2019年08月19日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.00
合理价格区间(元): 12.24~15.30

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

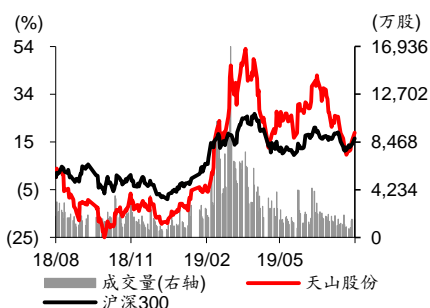
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1 《天山股份(000877,买入): 一带一路排头兵, 西部开发先行者》2019.03
- 2 《天山股份(000877,买入): Q3 业绩超预期, 19 年基建有望提振拉动需求》2018.10
- 3 《天山股份(000877,买入): 西部基建看新疆, 新疆水泥看天山》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

量价齐升超预期, 业绩弹性尽显

天山股份(000877)

量价提升超预期, 1H19 业绩翻番

公司 8 月 19 日晚公告 19 年半年报, 实现营收 40 亿元, YoY+33%; 实现归母净利润 6.7 亿元, YoY+118%; 实现扣非归母净利润 6.5 亿元, YoY+106%, 略好于公司业绩预告和我们预期, 系江苏和新疆水泥销售实现量价齐升。我们继续看好公司主要销售区域下半年量价增长, 上调公司 19-21 年 EPS 至 1.53/1.65/1.93 元 (调整前 1.38/1.56/1.83 元), 维持“买入”评级。

Q2 收入增长提速, 上半年水泥吨毛利同比提升 33 元

公司上半年 Q1/Q2 分别实现营收 9.4 亿元/30.1 亿元, YoY+26%/+36%, 实现归母净利润 1.6 亿/5.1 亿元, YoY+1061%/+56%, Q2 收入继续快速增长。公司 1H19 销售水泥 702 万吨, YoY+17%, 吨均价 432 元, 同比提升 65 元; 外销熟料 195 万吨, YoY+25%, 吨均价 268 元, 同比提升 16 元。公司 1H19 水泥吨成本同比上升 31 元, 但得益于上半年的价格提升, 吨毛利同比提升 33 元至 171 元; 熟料吨成本同比下降 7 元, 吨毛利提升 23 元。由于水泥熟料量价齐升, 公司上半年水泥业务毛利率 40%, 同比提升 2pct; 熟料业务毛利率 34%, 同比提升 7pct。

短贷偿还显著降低财务费率, 资本结构持续优化

6 月末公司短期借款余额 20 亿元, 与 2018 年末相比减少 11 亿元; 长期借款余额 9.5 亿元, 与去年年末基本持平。公司上半年经营现金净流入 12 亿元, YoY+91%, 期末带息债务余额 37 亿元, 较今年年初减少 8 亿元, 公司资产负债率由年初 46% 下降至 6 月末的 43%。受益于公司持续去杠杆、降负债, 公司 1H19 财务费用 1.1 亿元, YoY-32%, 存货及应收账款余额同比减少 3 亿元。上半年水泥吨费用 46 元, 同比减少 6 元。

新疆需求恢复良好, 江苏价格有支撑

根据数字水泥网的数据, 公司熟料产能在新疆占比超过 30%, 是北疆区域的龙头企业。由于在建项目加快施工, 国家统计局数据显示, 1H19 新疆水泥产量 1540 万吨, YoY+15%, 公司新疆区实现收入 24 亿元, YoY+38%。在西部陆海新通道等规划指引下, 我们预计需求有望持续向好。而在长三角一体化等规划和错峰生产受益下, 江苏省水泥价格有支撑, 上半年累计水泥产量 7256 万吨, YoY+8%, 公司江苏省实现收入 14 亿元, YoY+25%。

上调 19 年盈利预测, 维持“买入”评级

由于上半年公司水泥熟料均价和销量均超预期, 我们上调公司 19 年销量增速至 10% (调整前 5%), 上调水泥熟料吨均价至 375 元 (+5 元)。调整后 19-21 年归母净利润 16/17/20 亿元 (调整前 14/16/19 亿元), 当前对应 19 年 6.5xPE, 结合可比公司 19 年平均 7.9xPE, 考虑公司在新疆区域的独特优势且能通过华东市场平滑业绩波动, 认可给予公司 8-10xPE, 目标价区间 12.24~15.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新疆固定资产投资超预期下滑、原材料大幅涨价等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,049
流通 A 股 (百万股)	880.09
52 周内股价区间 (元)	6.57-13.39
总市值 (百万元)	10,487
总资产 (百万元)	17,197
每股净资产 (元)	8.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,080	7,932	9,255	9,854	10,627
+/-%	41.56	12.03	16.68	6.47	7.84
归属母公司净利润 (百万元)	264.93	1,241	1,605	1,730	2,023
+/-%	165.50	368.48	29.33	7.75	16.98
EPS (元, 最新摊薄)	0.25	1.18	1.53	1.65	1.93
PE (倍)	39.59	8.45	6.53	6.06	5.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期经营一览

本次业绩上调系 1H19 公司水泥销量增速、吨均价提升幅度超过我们预期。在公司今年上半年量价基础上，我们小幅上调公司 2019 年水泥熟料销量增速和吨均价，并维持 2020-2021 年预测不变。

图表1：核心假设变动表

	本次调整前				本次调整后			调整幅度 (%)		
	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
水泥销量 (万吨)	1946	2043	2145	2253	2141	2248	2360	5%	5%	5%
吨均价 (元)	353	370	375	380	375	375	380	1%	0%	0%
吨毛利 (元)	136	155	160	165	160	160	165	3%	0%	0%

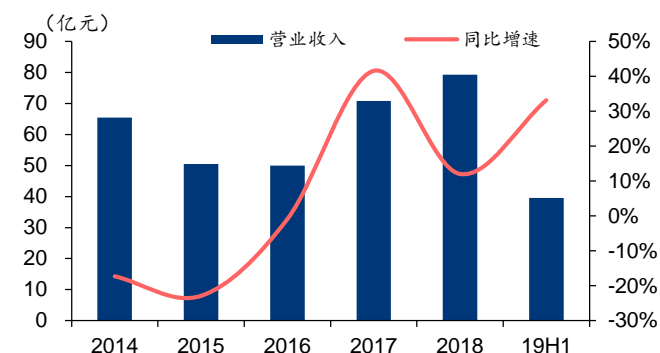
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：可比公司估值表 (2019/8/19)

股票简称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	EPS (元)			PE (X)			19E	来源
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	PB	
祁连山	600720.SH	8.86	68.78	0.84	1.28	1.39	10.50	6.93	6.37	1.06	Wind 一致
冀东水泥	000401.SZ	16.15	217.62	1.10	2.17	2.50	14.67	7.43	6.45	1.38	Wind 一致
宁夏建材	600449.SH	8.69	41.55	0.90	0.93	1.02	9.70	9.37	8.53	0.80	Wind 一致
平均值							11.63	7.91	7.12	1.08	
天山股份		10.00	104.87	1.18	1.53	1.65	8.45	6.53	6.06	1.09	

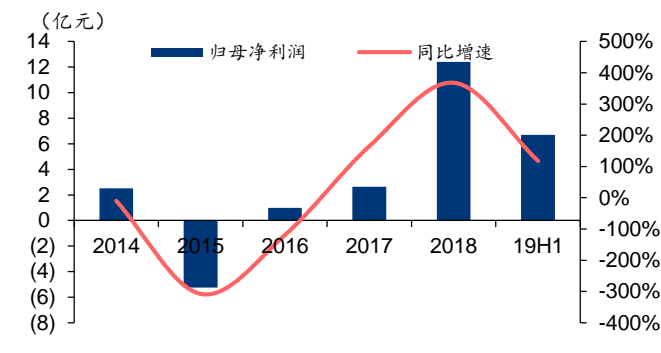
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

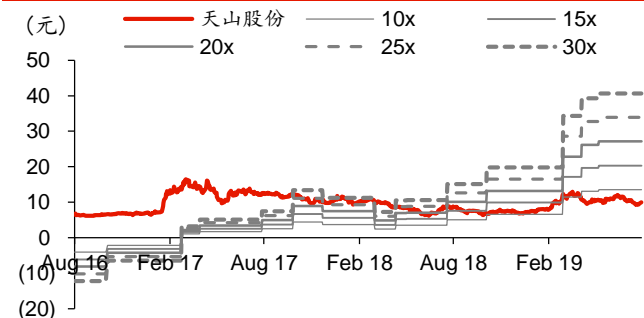
图表4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

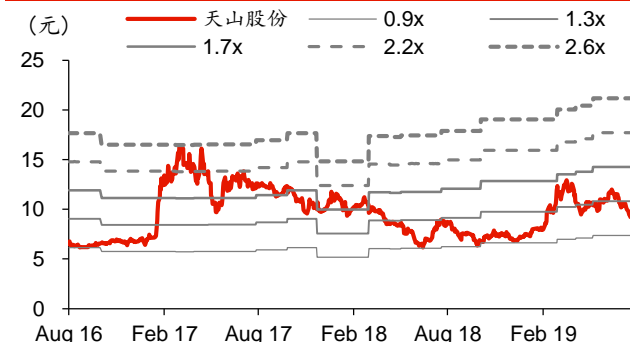
PE/PB - Bands

图表5：天山股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：天山股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,396	3,755	6,824	9,191	12,107
现金	1,857	1,445	4,193	6,437	9,076
应收账款	564.54	482.55	563.06	599.49	646.49
其他应收账款	50.87	24.90	69.96	70.85	70.54
预付账款	91.68	59.35	123.27	118.35	114.04
存货	530.19	361.25	397.22	423.36	451.72
其他流动资产	1,301	1,382	1,478	1,542	1,749
非流动资产	14,071	13,278	12,456	11,618	10,786
长期投资	19.47	91.92	91.92	91.92	91.92
固定资产投资	12,410	11,790	11,065	10,304	9,522
无形资产	634.70	610.84	542.46	476.06	409.02
其他非流动资产	1,006	786.00	756.53	746.51	763.32
资产总计	18,466	17,034	19,281	20,810	22,894
流动负债	7,873	6,414	7,571	7,412	7,533
短期借款	4,150	3,127	3,468	3,354	3,392
应付账款	1,474	1,182	1,411	1,464	1,576
其他流动负债	2,249	2,105	2,693	2,594	2,565
非流动负债	2,327	1,440	1,327	1,290	1,236
长期借款	1,387	511.18	411.18	361.18	311.18
其他非流动负债	940.17	929.19	915.77	929.08	924.44
负债合计	10,200	7,854	8,898	8,702	8,768
少数股东权益	915.45	779.27	775.28	770.97	765.93
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	1,049
资本公积	4,054	4,073	4,073	4,073	4,073
留存公积	2,029	3,186	4,485	6,215	8,238
归属母公司股东权益	7,351	8,400	9,607	11,336	13,360
负债和股东权益	18,466	17,034	19,281	20,810	22,894

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,167	1,720	2,696	2,859	3,005
净利润	281.54	1,238	1,601	1,725	2,018
折旧摊销	1,004	933.80	914.58	921.08	925.81
财务费用	426.81	293.90	296.57	249.18	232.29
投资损失	1.51	(3.62)	(1.05)	(2.34)	(1.70)
营运资金变动	(924.23)	(889.17)	(141.61)	(57.69)	(174.33)
其他经营现金	378.02	146.76	26.15	23.16	4.99
投资活动现金	(21.62)	113.27	(57.53)	(59.90)	(59.93)
资本支出	47.53	40.57	50.00	50.00	50.00
长期投资	18.75	26.34	0.24	(0.08)	0.03
其他投资现金	44.65	180.19	(7.29)	(9.98)	(9.90)
筹资活动现金	(587.58)	(2,118)	109.52	(555.07)	(306.13)
短期借款	(355.43)	(1,023)	341.07	(113.69)	37.90
长期借款	(811.53)	(875.77)	(100.00)	(50.00)	(50.00)
普通股增加	168.62	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	971.26	18.53	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(560.51)	(237.94)	(131.56)	(391.37)	(294.02)
现金净增加额	558.01	(285.45)	2,748	2,244	2,639

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,080	7,932	9,255	9,854	10,627
营业成本	5,027	5,062	5,567	5,933	6,330
营业税金及附加	109.13	151.20	146.33	165.18	182.90
营业费用	296.17	271.90	305.42	315.33	329.42
管理费用	511.18	485.69	555.30	571.53	595.09
财务费用	426.81	293.90	296.57	249.18	232.29
资产减值损失	445.39	206.60	251.09	301.03	252.90
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	1.05	2.34	1.70
营业利润	403.36	1,658	2,135	2,321	2,705
营业外收入	13.31	37.30	49.77	33.46	40.18
营业外支出	46.22	32.71	34.19	37.70	34.87
利润总额	370.45	1,663	2,150	2,317	2,711
所得税	88.92	424.73	549.29	591.86	692.38
净利润	281.54	1,238	1,601	1,725	2,018
少数股东损益	16.61	(3.09)	(4.00)	(4.31)	(5.04)
归属母公司净利润	264.93	1,241	1,605	1,730	2,023
EBITDA	1,834	2,886	3,346	3,492	3,863
EPS (元, 基本)	0.25	1.18	1.53	1.65	1.93

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.56	12.03	16.68	6.47	7.84
营业利润	2,142	311.09	28.75	8.73	16.54
归属母公司净利润	165.50	368.48	29.33	7.75	16.98
获利能力 (%)					
毛利率	29.00	36.18	39.85	39.79	40.43
净利率	3.74	15.65	17.34	17.55	19.04
ROE	3.60	14.77	16.71	15.26	15.14
ROIC	5.07	12.49	16.61	18.92	23.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.23	46.11	46.15	41.82	38.30
净负债比率 (%)	67.10	57.26	59.52	57.37	56.10
流动比率	0.56	0.59	0.90	1.24	1.61
速动比率	0.49	0.53	0.85	1.18	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.45	0.51	0.49	0.49
应收账款周转率	9.87	12.65	14.70	14.08	14.17
应付账款周转率	3.60	3.81	4.29	4.13	4.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	1.18	1.53	1.65	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.64	2.57	2.73	2.87
每股净资产(最新摊薄)	7.01	8.01	9.16	10.81	12.74
估值比率					
PE (倍)	39.59	8.45	6.53	6.06	5.18
PB (倍)	1.43	1.25	1.09	0.93	0.79
EV_EBITDA (倍)	7.68	4.88	4.21	4.03	3.65

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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