

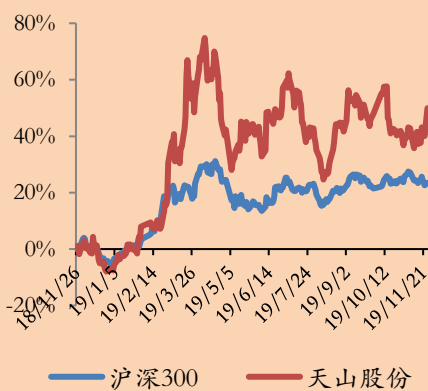


天山股份 (000877)

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2019-11-27

股价走势:



研究员: 吴海滨  
S0010512090001  
0551-65161591  
wllvswbh@163.com

联系人: 成星宇  
0551-65161591  
cxywawa@mail.ustc.edu.cn

## 两地需求有望延续, 公司业绩有支撑

**事件:** 公司前三季度累计实现营收 72 亿元, YoY+29%; 实现归母净利润 11.8 亿元, YoY+54%; 实现扣非归母净利 11.5 亿元, YoY+78%。

**主要观点:**

### Q3 归母净利润增长 45%, 销量高增长预计延续

公司 19Q3 实现收入 33 亿元, YoY+23%; 实现归母净利润 5 亿元, YoY+12%, 系公司 7-9 月水泥销量销价均高于去年同期。公司主要销售市场江苏省 Q3 水泥产量 4331 万吨, YoY+26%, 新疆区域水泥产量 1489 万吨, YoY+5%。我们测算公司前三季度累计水泥产量同比增长约 10%, 前三季度水泥熟料价格同比高出约 40 元。

### 资本结构持续优化, 现金流量改善明显

公司继续稳步推进去杠杆, 期末带息负债余额较 19H1 减少 2.5 亿元, 资产负债率由 43% 降至 40%。公司前三季度经营活动现金净流入 23 亿元, 较去年同期增加流入 9.8 亿元, 期末在手现金 13 亿元, 财务经营状况持续改善。

### 两地需求良好, 水泥价格有支撑

公司在江苏熟料产能排名第三, 占有约 10% 市场份额。在长三角一体化规划背景下, 我们预计江苏需求有支撑, 且近期无锡超载事故有望驱动省内治超趋严, 继续看好江苏省 Q4 水泥需求。公司在新疆占有超过 30% 的市场份额, 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。

### 风险提示

产品价格继续下滑, 下游需求持续疲软

### 盈利预测

我们预计 2019—2021 年 EPS 为 1.40 元、1.56 元、1.73 元, 对应当前股价 PE 分别为 8X、7X、6X, 维持“增持”评级。

## 盈利预测

单位：百万元

财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7932	9508	10858	12291
收入同比 (%)	12%	20%	14%	13%
归属母公司净利润	1241	1466	1639	1819
净利润同比 (%)	368%	18%	12%	11%
毛利率 (%)	36.2%	34.8%	34.6%	33.1%
ROE (%)	13.5%	13.9%	13.8%	13.3%
每股收益	1.18	1.40	1.56	1.73
P/E	9.09	7.70	6.89	6.20
P/B	1.34	1.16	1.00	0.87
EV/EBITDA	4	4	3	2

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	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,755	5,986	8,422	11,301	<b>营业收入</b>	7,932	9,508	10,858	12,291
现金	1,445	2,898	5,219	7,746	营业成本	5,062	6,200	7,101	8,223
应收账款	506	912	891	990	营业税金及附加	151	121	119	184
其他应收款	23	46	53	52	销售费用	272	304	271	418
预付账款	59	25	(11)	(58)	管理费用	486	485	467	627
存货	369	735	708	798	财务费用	294	174	145	107
其他流动资产	1,352	1,369	1,562	1,773	资产减值损失	207	258	206	206
<b>非流动资产</b>	13,278	12,518	11,750	10,948	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	92	92	92	92	投资净收益	4	4	4	4
固定资产	11,790	11,043	10,29	9,550	<b>营业利润</b>	1,658	1,969	2,551	2,530
无形资产	611	570	532	497	营业外收入	37	117	90	64
其他非流动资	786	813	829	810	营业外支出	33	35	35	37
<b>资产总计</b>	17,034	18,504	20,17	22,249	<b>利润总额</b>	1,663	2,050	2,606	2,557
<b>流动负债</b>	6,414	6,540	6,671	7,076	所得税	425	588	938	730
短期借款	3,127	3,112	3,088	3,049	<b>净利润</b>	1,238	1,462	1,669	1,827
应付账款	906	1,510	1,509	1,741	少数股东损益	(3)	(4)	30	8
其他流动负债	2,381	1,918	2,073	2,286	<b>归属母公司净利润</b>	1,241	1,466	1,639	1,819
<b>非流动负债</b>	1,440	1,434	1,438	1,438	EBITDA	2,651	2,931	3,481	3,419
长期借款	511	511	511	511	EPS (元)	1.18	1.40	1.56	1.73
其他非流动负	929	923	927	926					
<b>负债合计</b>	7,854	7,974	8,109	8,513					
少数股东权益	779	776	806	814	<b>主要财务比率</b>				
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	4,073	4,146	4,146	4,121	<b>成长能力</b>				
留存收益	3,186	4,560	6,062	7,752	营业收入	12.03%	19.87%	14.20%	13.20%
归属母公司股东权	8,400	9,754	11,257	12,922	营业利润	311.09%	18.73%	29.60%	-0.86%
<b>负债和股东权益</b>	17,034	18,504	20,17	22,249	归属于母公司净利	368.48%	18.08%	11.82%	10.98%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	36.18%	34.79%	34.60%	33.10%
					净利率(%)	27.76%	15.65%	15.41%	15.09%
					ROE(%)	13.49%	13.88%	13.83%	13.30%
					ROIC(%)	12.14%	13.59%	15.38%	17.91%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	46.11%	43.09%	40.20%	38.26%
					净负债比率(%)	20.81%	4.35%	-13.49	-29.09%
					流动比率	0.59	0.92	1.26	1.60
					速动比率	0.53	0.80	1.16	1.48
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.54	0.56	0.58
					应收账款周转率	15.15	14.11	12.75	13.84
					应付账款周转率	7.98	7.87	7.19	7.56
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.40	1.56	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	2.08	2.70	2.83
					每股净资产(最新摊薄)	8.01	9.30	10.73	12.32
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9.1	7.7	6.9	6.2
					P/B	1.3	1.2	1.0	0.9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,720	2,176	2,827	2,970
净利润	1,238	1,466	1,639	1,819
折旧摊销	934	787	785	782
财务费用	268	174	145	107
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(674)	(501)	26	51
其他经营现金	(42)	254	236	214
<b>投资活动现金流</b>	113	(69)	4	28
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(72)	0	0	0
其他投资现金	186	(69)	4	28
<b>筹资活动现金流</b>	(2,118)	(309)	(305)	(266)
短期借款	(1,023)	(15)	(23)	(39)
长期借款	(876)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	19	73	0	(24)
其他筹资现金	(238)	(367)	(282)	(203)



## 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。