



天山股份（000877）

投资评级：增持

报告日期：2017-08-18

股价走势：



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

联系人：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩大幅回暖，区域供需持续改善

——2017 年半年报点评

事件：公司公布 2017 年半年报，期间实现营收 25.97 亿元，同比增长 30.30%，归母净利润 2550.73 万元，同比扭亏，增长 124.55%，基本每股收益 0.0290 元/股，同比扭亏，增长 124.58%。

主要观点：

□ 行业持续回暖，上半年业绩扭亏

2017 年 H1 水泥行业市场持续火热，供给侧改革有序推进，环保监管严格限制产能，行业供需关系有所缓解，尤其是二季度呈现了淡季不淡的表现，截至 6 月底全国水泥价格均价较去年同期增幅超过 30%。在行业向好背景下，公司业绩实现大幅回暖。2017 年 H1 公司营收 25.97 亿元，达到近三年的峰值，毛利率 24.74%，达到近五年的峰值。2017 年 H1 三费占营收比例 21.14%，较去年同期下滑 5 个百分点，费用率下降明显。公司盈利能力回升明显，利润扭亏为盈，实现归母净利润 2550.73 万元，较去年同期减亏 1.29 亿元，实现利润大幅回暖。

□ 区域供需向好，有望支撑利润持续回暖

2017 年 H1 新疆地区完成固定资产投资 4530.47 万元，同比大幅增长 24.60%，加之供给侧改革推进，新疆地区自年初停窑至 3 月 31 日，区域内供需关系得以缓解，水泥价格变动不大。虽然新疆地区固定资产投资完成额增长明显，但与年初的全年完成 1.5 万亿规划仍有差距，预计下半年新疆基建投资增长仍有较大空间。公司作为区域内水泥龙头，供需向好对其全年利润持续回暖形成稳定支撑。

□ 集团合并事项推进进行时，公司优势明显

2016 年 8 月，经中国国务院批准，中材集团与中建材集团实施合并重组。两大巨头的合并仍有许多细节尚在进行，西北三家水泥公司的同业竞争问题尚存，不过，公司作为集团旗下三家水泥上市公司中产能和市值最大的一家，未来有望成为集团水泥业务合并重组的重要砝码。

□ 发行定增缓解负债压力，助力公司运营稳步前行

2017 年 4 月公司发布定增方案，拟向大股东中材集团发行不超过 167638483 股，募集不超过 115000 万元，募集的资金将全部用于归还借款。公司 2016 年末资产负债率为 63.29%，同期上市公司均值为 43.84%，公司资产负债率明显偏高。此次定增将有效缓解公司负债压力，对公司资本实力和融资能力的提升都有积极影响。另外，定增后公司大股东中材股份持股总量达到 480020092 股，持股比例增至 45.81%，大股东地位进一步夯实。

□ 受让环境发展公司，涉足环保推进水泥窑协同业务发展

2017 年 6 月，公司以零元价格受让新疆新能源集团和新疆环境咨询中心持有新疆新能源环境发展有限公司的部分认缴出资权，受让完成后公司持股比例为 34%。公司有望依托新疆新能源集团和新疆环境咨询中心的地方资源优势，参与环保行业发展，与当前环保趋严大背景相辅相成，结合公司水泥窑在当地的分布情况，或将为公司带来新的利润增长点。

□ 盈利预测与估值

2017 年 H1 水泥行业市场行情持续向好，公司业绩大幅回暖，盈利能力提升明显些。新疆地区今年基建投资大幅增长，为公司需求端形成了稳定支撑。另外，上半年公司发行定增以减轻债务压力，还积极布局环保产业。在当前区域内供需关系持续改善的背景下，我们看好公司年内盈利能力的持续提升。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元/股、0.59 元/股、0.71 元/股，对应 PE 分别为 26 倍、22 倍、18 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5001	6252	7002	7562
收入同比(%)	-1%	25%	12%	8%
归属母公司净利润	100	432	515	622
净利润同比(%)	-119%	333%	19%	21%
毛利率(%)	21.5%	22.3%	21.0%	20.5%
ROE(%)	0.3%	6.9%	8.0%	8.8%
每股收益(元)	0.11	0.49	0.59	0.71
P/E	111.84	25.84	21.66	17.94
P/B	1.90	1.85	1.70	1.56
EV/EBITDA	10	9	5	1

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	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,440	12,485	19,583	26,660	营业收入	5,001	6,252	7,002	7,562
现金	1,272	8,990	15,206	21,570	营业成本	3,924	4,856	5,531	6,012
应收账款	702	934	1,089	1,122	营业税金及附加	65	81	84	83
其他应收款	40	31	40	47	销售费用	262	325	364	393
预付账款	109	17	(35)	(106)	管理费用	409	488	532	567
存货	687	742	864	970	财务费用	461	226	117	17
其他流动资产	631	1,772	2,419	3,056	资产减值损失	101	(1)	5	1
非流动资产	15,032	13,374	11,976	10,588	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	111	80	90	100
固定资产	13,569	12,710	11,851	10,991	营业利润	(112)	357	458	588
无形资产	678	632	590	551	营业外收入	194	154	185	176
其他非流动资产	783	31	(467)	(956)	营业外支出	27	31	37	32
资产总计	18,472	25,859	31,558	37,247	利润总额	55	480	606	732
流动负债	8,540	19,234	27,768	35,824	所得税	36	0	0	0
短期借款	4,505	4,450	4,341	4,189	净利润	19	480	606	732
应付账款	1,321	1,767	2,033	2,141	少数股东损益	(81)	48	91	110
其他流动负债	2,714	13,017	21,394	29,494	归属母公司净利润	100	432	515	622
非流动负债	3,151	(372)	(3,827)	(6,917)	EBITDA	1,336	1,487	1,477	1,504
长期借款	2,198	2,198	2,198	2,198	EPS (元)	0.11	0.49	0.59	0.71
其他非流动负债	953	(2,570)	(6,025)	(9,115)					
负债合计	11,692	18,862	23,941	28,907					
少数股东权益	917	965	1,056	1,166					
股本	880	880	880	880					
资本公积	3,083	2,954	2,954	2,954					
留存收益	1,795	2,198	2,727	3,340					
归属母公司股东权益	5,863	6,032	6,561	7,174					
负债和股东权益	18,472	25,859	31,558	37,247					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	579	7,654	6,486	6,492	成长能力				
净利润	19	432	515	622	营业收入	-0.90%	25.00%	12.00%	8.00%
折旧摊销	1,013	905	902	899	营业利润	-86.96%	-420.24%	28.26%	28.41%
财务费用	481	226	117	17	归属于母公司净利润	-119.00%	332.82%	19.29%	20.72%
投资损失	(111)	(80)	(90)	(100)	获利能力				
营运资金变动	(1,477)	6,125	4,947	4,944	毛利率(%)	21.54%	22.32%	21.00%	20.50%
其他经营现金	654	47	95	111	净利率	净利率	2.00%	6.91%	7.36%
投资活动现金流	177	209	90	100	ROE(%)	0.28%	6.86%	7.96%	8.77%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	3.52%	5.33%	8.85%	25.23%
长期投资	(0)	0	0	(0)	偿债能力				
其他投资现金	177	209	90	100	资产负债率(%)	63.29%	72.94%	75.86%	77.61%
筹资活动现金流	(1,269)	8	(360)	(229)	净负债比率(%)	48.51%	-78.99%	-65.19%	-71.87%
短期借款	(360)	(56)	(108)	(152)	流动比率	0.40	0.65	0.71	0.74
长期借款	506	0	0	0	速动比率	0.32	0.61	0.67	0.72
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	(536)	(129)	0	0	总资产周转率	0.26	0.28	0.24	0.22
其他筹资现金	(878)	192	(251)	(77)	应收账款周转率	6.52	7.99	7.17	7.12
现金净增加额	(513)	7,870	6,217	6,364	应付账款周转率	3.24	4.05	3.68	3.62

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)					P/E				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.49	0.59	0.71	P/B				
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	8.70	7.37	7.38	EV/EBITDA				
每股净资产(最新摊薄)	6.66	6.85	7.45	8.15					

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。