

天山股份(000877)

公司研究/点评报告

布局新疆及江苏的水泥领军企业

—天山股份 2019 年报点评

点评报告/建材行业

2020 年 3 月 23 日

一、事件概述

公司发布 2019 年年报，2019 年营收 97 亿元，同比增长 22%，归母净利 16 亿元，同比增长 32%，归母扣非净利 14 亿，同比增长 30%。

二、分析与判断

➤ 受益产品价格上涨，公司 19 年净利同比增长 32%

据公司公告，2019 年水泥熟料综合销量 1664 万吨，同比增长 7.8%，熟料销售 485 万吨，同比增长 20%。水泥毛利率 42.8%，较去年上涨 3.7 个百分点。2019 年新疆水泥平均价为 442 元，同比上涨 49 元，江苏水泥平均价为 477 元，同比上涨 22 元。毛利率的提升主要是由于水泥价格的上涨。2019 年财务费用 1.96 亿，同比下降 33%，主要是公司主动去杠杆降负债。

➤ 新疆最大的水泥企业，持续受益西部大开发及长三角一体化。

2019 年新疆 GDP 同比增速为 6.2%，固定资产投资完成额累计同比为 2.5%（2018 年为 -25.2%），房地产开发投资完成额累计同比为 3.9%（2018 年为 -0.4%），房屋新开工面积累计同比为 26.9%（2018 年为 -7.3%）。2019 年新疆水泥产量 3837 万吨，同比增 6.5%。2019 年江苏 GDP 同比增速为 6.1%，固定资产投资完成额累计同比为 5.1%（2018 年为 -5.5%），房地产开发投资完成额累计同比为 9.4%（2018 年为 14.1%），房屋新开工面积累计同比为 -3.5%（2018 年为 22.4%）。2019 年江苏水泥产量 1.6 亿吨，同比增 10.4%。2019 年 8 月 15 日，国家发展改革委印发《西部陆海新通道总体规划》，规划期为 2019—2025 年，展望到 2035 年，明确到 2025 年将基本建成西部陆海新通道。2019 年 12 月 1 日，国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，根据规划到 2025 年长三角地区基础设施互联互通基本实现，铁路网密度达到 507 公里/万平方公里，高速公路密度达到 5 公里/百平方公里，5G 网络覆盖率达到 80%。据公司公告，公司为新疆最大的水泥生产企业，水泥产能达到 3866 万吨，营收 60% 来自新疆，40% 来自江苏。公司布局的新疆与江苏两个区域，分别受益于西部大开发和长三角一体化的国家重点规划，随着两项国家重点规划的推进，公司有望持续受益下游需求的稳定增长。

➤ 水泥行业加大淘汰落后产能力度，供需格局未来持续向好

近期，中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》。水泥行业淘汰落后产能指导目录主要内容有：单套粉磨水泥产能 100 万吨以下的粉磨设施（特种水泥除外）；水泥熟料产能利用率 70% 以下的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2020 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前）；水泥熟料产能利用率 70% 以上的地区（以省为单位）2000 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021 年底前），2500 吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022 年底前）等。我们判断随着淘汰落后产能指导目录的推进，水泥供需格局将持续优化，公司有望持续受益。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.67 元、1.94 元、2.22 元，对应 PE 分别为 6.8 倍、5.9 倍、5.2 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 11.6 倍，给予推荐评级。

四、风险提示：

新疆及江苏地区基建和地产增速下滑；水泥淘汰落后产能速度放缓。

推荐

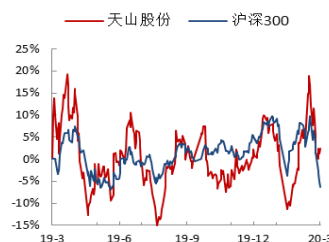
首次评级

当前价格： 11.43

交易数据 2020-3-20

近 12 个月最高/最低(元)	13.09/9.03
总股本(百万股)	1048.72
流通股本(百万股)	880.09
流通股比例(%)	83.92
总市值(亿元)	119.87
流通市值(亿元)	100.59

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,688	8,756	9,773	10,830
增长率（%）	22.1%	-9.6%	11.6%	10.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,636	1,754	2,038	2,326
增长率（%）	31.8%	7.2%	16.2%	14.1%
每股收益（元）	1.56	1.67	1.94	2.22
PE（现价）	7.3	6.8	5.9	5.2
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,688	8,756	9,773	10,830
营业成本	6,143	5,349	5,992	6,670
营业税金及附加	154	139	155	172
销售费用	328	321	341	381
管理费用	533	482	538	596
研发费用	40	36	41	45
EBIT	2,491	2,430	2,706	2,967
财务费用	196	45	(70)	(229)
资产减值损失	(252)	0	0	0
投资收益	6	6	6	6
营业利润	2,397	2,611	3,029	3,464
营业外收支	(70)	0	0	0
利润总额	2,327	2,579	2,996	3,419
所得税	498	552	642	732
净利润	1,829	2,026	2,355	2,687
归属于母公司净利润	1,636	1,754	2,038	2,326
EBITDA	3,381	3,214	3,429	3,631
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	689	2001	5670	8921
应收账款及票据	574	1559	1528	1421
预付款项	54	69	67	73
存货	351	605	338	668
其他流动资产	54	54	54	54
流动资产合计	3036	5641	8966	12492
长期股权投资	111	117	123	129
固定资产	10982	10119	9355	8544
无形资产	674	633	608	597
非流动资产合计	12243	10552	9055	7559
资产合计	15278	16193	18021	20051
短期借款	923	0	0	0
应付账款及票据	1140	1270	1311	1427
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3401	2869	3014	3125
长期借款	1354	1354	1354	1354
其他长期负债	279	279	279	279
非流动负债合计	1739	1739	1739	1739
负债合计	5140	4608	4753	4864
股本	1049	1049	1049	1049
少数股东权益	491	764	1080	1442
股东权益合计	10138	11586	13268	15187
负债和股东权益合计	15278	16193	18021	20051

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.1%	-9.6%	11.6%	10.8%
EBIT 增长率	27.4%	-2.5%	11.4%	9.6%
净利润增长率	31.8%	7.2%	16.2%	14.1%
盈利能力				
毛利率	36.6%	38.9%	38.7%	38.4%
净利润率	16.9%	20.0%	20.9%	21.5%
总资产收益率 ROA	10.7%	10.8%	11.3%	11.6%
净资产收益率 ROE	17.0%	16.2%	16.7%	16.9%
偿债能力				
流动比率	0.9	2.0	3.0	4.0
速动比率	0.8	1.8	2.9	3.8
现金比率	0.2	0.8	1.9	2.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	17.6	24.2	21.8	21.2
存货周转天数	20.9	31.9	28.2	27.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	1.7	1.9	2.2
每股净资产	9.2	10.3	11.6	13.1
每股经营现金流	2.5	1.9	3.5	3.1
每股股利	0.5	0.6	0.6	0.7
估值分析				
PE	7.3	6.8	5.9	5.2
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.0	3.6	2.3	1.3
股息收益率	4.5%	4.8%	5.6%	6.4%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,829	2,026	2,355	2,687
折旧和摊销	1,139	784	723	665
营运资金变动	(278)	(903)	489	(164)
经营活动现金流	2,668	2,030	3,668	3,301
资本开支	8	(880)	(748)	(792)
投资	(348)	0	0	0
投资活动现金流	(355)	880	748	792
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(1,838)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,847)	(1,598)	(747)	(842)
现金净流量	(534)	1,312	3,669	3,251

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。