

天山股份 (000877)

证券研究报告

2021年03月12日

资本结构持续改善，期待重组后新龙头诞生

业绩符合快报预期，维持“买入”评级

3月11日晚公司发布20年年报，20年实现营收86.92亿元，YOY-10.28%，实现归母净利润15.16亿元，YOY-7.31%，扣非归母净利润增速-1.35%，业绩增长位于此前业绩预告区间中值附近（15.10亿元）。公司20Q4实现收入25.81亿元，同比+5.31%，实现归母净利润3.71亿元，同比-18.15%。我们预计21年公司核心区域水泥价格有望回暖，看好重组之后的资产价值重估与龙头规模优势，维持“买入”评级。

20年业绩受疫情和雨季冲击，预计21年水泥价格有望回暖

公司2020年销售水泥和熟料2146万吨，同比基本持平，其中水泥销量1760万吨，YoY+5.77%，熟料销量386万吨，YoY-20.41%，受新疆疫情反复及华东雨季影响，水泥需求有所下滑，公司通过降价推动销量增长，我们测算公司20年水泥及熟料吨均价356元，同比下降20.9元，吨成本同比下降0.5元，吨毛利137元，同比下降20.4元。根据数字水泥网，新疆乌鲁木齐的水泥价格于去年9月份从520元/吨回落至460元/吨后保持平稳，21年3月份以来小幅上升至470元/吨，而江苏区域的水泥价格相对更加坚挺，受益于环保限产政策和行业格局优化，我们预计21年公司核心销售区域水泥价格将迎来好转。

费用率有所好转，资本结构持续改善

公司20年净利率19.76%，同比升0.88pct，主要受益于费用端改善。公司20年费用率同比下降1.5pct，其中销售费用率/财务费用率同比分别下降0.8/1.0pct，销售费用率下降主要系水泥配送比例下降，运输费用减少，财务费用率下降因公司持续去杠杆效果明显，公司20Q4末资产负债率环比Q3进一步下降6.08pct达24.45%，资本结构持续改善。20年资产减值损失3.17亿元，同比增加0.65亿元，短暂拖累业绩。

重组草案落地，看好未来行业格局优化和集团资产价值重估

公司已于3月2日公告重组草案，此次重组完成后，公司届时将成为行业内规模第一的水泥龙头，主营业务及核心竞争优势进一步凸显，并有望解决集团内同业竞争问题，进一步优化行业竞争格局，且公司规划21-23连续三年内公司现金分红不少于三年实现年均可分配利润的30%。考虑到20业绩略低于我们此前预期，若暂不考虑此次重组，我们下调21-22年归母净利润至19.4/22.9亿元（前值22.1/23.3亿元），并新增23年归母净利润预测25.4亿元，参考可比公司估值，给予公司21年12倍目标PE，对应目标价22.20元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求增长不及预期、区域供给格局恶化、水泥价格上涨不及预期，重组进展不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,688.22	8,692.27	10,170.30	11,003.60	11,685.57
增长率(%)	22.14	(10.28)	17.00	8.19	6.20
EBITDA(百万元)	3,652.16	3,446.27	3,924.62	4,360.39	4,675.23
净利润(百万元)	1,635.76	1,516.26	1,939.34	2,286.93	2,543.37
增长率(%)	31.80	(7.31)	27.90	17.92	11.21
EPS(元/股)	1.56	1.45	1.85	2.18	2.43
市盈率(P/E)	10.62	11.45	8.96	7.59	6.83
市净率(P/B)	1.80	1.63	1.43	1.24	1.07
市销率(P/S)	1.79	2.00	1.71	1.58	1.49
EV/EBITDA	3.90	4.55	4.07	2.94	2.10

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	17.54元
目标价格	22.20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)	18,394.60
流通A股市值(百万元)	15,436.86
每股净资产(元)	10.14
资产负债率(%)	24.45
一年内最高/最低(元)	25.34/10.49

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



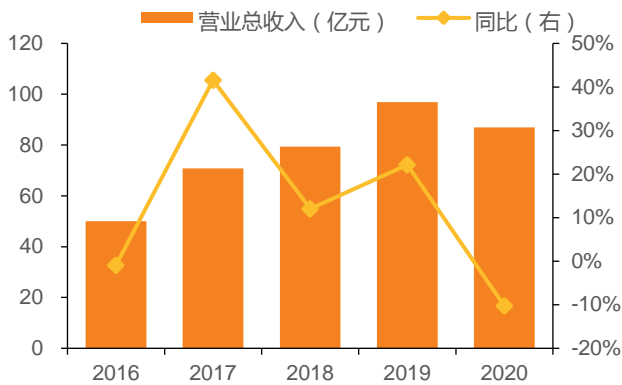
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天山股份-公司点评:收购中国建材水泥板块资产，打造水泥上市公司巨头》 2020-08-11
- 《天山股份-季报点评:价格短期承压，静待需求回升》 2020-04-26
- 《天山股份-年报点评报告:供给典范量价齐升，报表质量持续改善》 2020-03-22

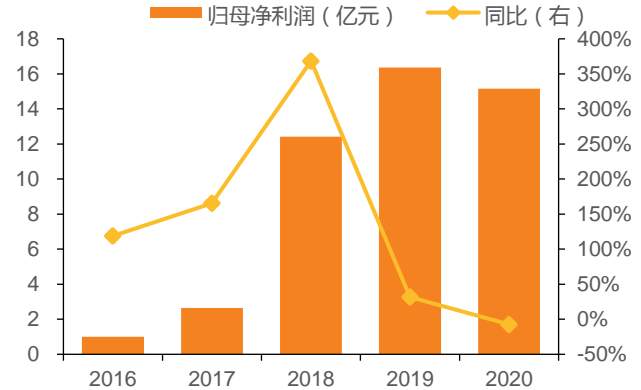
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600720.SH	祁连山	115	14.86	1.59	2.36	2.71	2.90	9.35	6.31	5.48	5.12
000401.SZ	冀东水泥	209	15.54	1.85	2.09	2.44	2.83	8.40	7.43	6.37	5.50
600449.SH	宁夏建材	71	14.87	1.61	2.02	2.66	2.88	9.24	7.36	5.59	5.16
600585.SH	海螺水泥	2,818	53.18	6.34	6.63	6.93	7.14	8.39	8.02	7.67	7.45
	平均值							8.84	7.28	6.28	5.81
000877.SZ	天山股份	174	16.56	1.56	1.45	1.85	2.18	10.62	11.45	8.96	2.18

注：数据截至 20210311 收盘，除天山股份 20 年为实际值，21-22 年为天风预测外，其余公司 20-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	688.78	1,153.64	2,960.22	6,202.37	9,478.68
应收票据及应收账款	574.40	614.69	2,214.51	912.12	1,025.18
预付账款	53.91	47.02	87.51	39.59	96.05
存货	350.95	396.61	467.87	382.41	564.84
其他	1,367.63	1,251.80	902.80	1,169.86	1,122.94
流动资产合计	3,035.66	3,463.77	6,632.92	8,706.36	12,287.70
长期股权投资	111.34	73.60	73.60	73.60	73.60
固定资产	10,981.74	10,076.96	9,699.71	9,275.07	8,809.02
在建工程	77.85	392.19	271.31	210.79	156.47
无形资产	674.21	633.35	602.05	570.75	539.46
其他	397.44	343.28	363.38	270.68	202.86
非流动资产合计	12,242.58	11,519.38	11,010.04	10,400.89	9,781.41
资产总计	15,278.24	14,983.15	17,642.96	19,107.24	22,069.10
短期借款	922.98	62.56	60.00	50.00	40.00
应付票据及应付账款	1,139.59	1,361.81	1,380.57	1,389.74	1,620.32
其他	1,338.41	1,169.13	1,949.40	1,471.24	1,753.72
流动负债合计	3,400.99	2,593.50	3,389.97	2,910.98	3,414.05
长期借款	1,353.66	700.00	600.00	500.00	400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	385.44	370.14	561.59	439.06	456.93
非流动负债合计	1,739.10	1,070.14	1,161.59	939.06	856.93
负债合计	5,140.08	3,663.64	4,551.56	3,850.04	4,270.98
少数股东权益	491.40	688.08	946.12	1,238.93	1,573.07
股本	1,048.72	1,048.72	1,048.72	1,048.72	1,048.72
资本公积	4,076.32	4,076.32	4,076.32	4,076.32	4,076.32
留存收益	8,592.75	9,576.15	11,096.55	12,969.55	15,176.34
其他	(4,071.04)	(4,069.77)	(4,076.32)	(4,076.32)	(4,076.32)
股东权益合计	10,138.16	11,319.51	13,091.40	15,257.20	17,798.13
负债和股东权益总计	15,278.24	14,983.15	17,642.96	19,107.24	22,069.10

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,828.98	1,718.01	1,939.34	2,286.93	2,543.37
折旧摊销	890.54	845.57	589.43	596.45	601.67
财务费用	182.87	92.06	7.74	(50.14)	(123.00)
投资损失	(5.99)	17.92	2.77	2.77	2.77
营运资金变动	(1,625.98)	(18.94)	(799.14)	859.70	302.83
其它	1,405.64	(88.64)	229.99	322.73	323.54
经营活动现金流	2,676.07	2,565.98	1,970.14	4,018.45	3,651.19
资本支出	603.55	132.33	(131.45)	202.53	32.13
长期投资	19.42	(37.74)	0.00	0.00	0.00
其他	(978.10)	(1.16)	124.77	(345.16)	(63.70)
投资活动现金流	(355.14)	93.43	(6.68)	(142.62)	(31.57)
债权融资	2,555.93	763.68	1,040.04	770.15	640.44
股权融资	(268.19)	(75.46)	(2.70)	61.73	134.59
其他	(5,134.75)	(3,042.01)	(1,194.22)	(1,465.57)	(1,118.34)
筹资活动现金流	(2,847.00)	(2,353.79)	(156.88)	(633.68)	(343.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(526.07)	305.61	1,806.58	3,242.15	3,276.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,688.22	8,692.27	10,170.30	11,003.60	11,685.57
营业成本	6,142.52	5,453.20	6,043.62	6,440.35	6,725.81
营业税金及附加	153.68	130.95	169.47	174.56	185.38
营业费用	327.90	225.85	254.08	274.90	291.94
管理费用	533.28	487.05	559.37	594.19	619.34
研发费用	40.25	52.92	61.92	66.99	71.14
财务费用	195.79	88.33	7.74	(50.14)	(123.00)
资产减值损失	(251.77)	(316.59)	(284.18)	(284.18)	(294.98)
公允价值变动收益	32.88	(33.68)	(28.05)	29.93	(10.60)
投资净收益	5.99	(17.92)	(2.77)	(2.77)	(2.77)
其他	110.63	460.46	630.00	514.05	616.71
营业利润	2,397.09	2,161.71	2,759.09	3,245.72	3,606.60
营业外收入	11.51	18.34	22.38	17.41	19.38
营业外支出	81.20	47.42	53.78	60.80	54.00
利润总额	2,327.39	2,132.63	2,727.70	3,202.33	3,571.98
所得税	498.41	414.63	530.32	622.60	694.46
净利润	1,828.98	1,718.01	2,197.38	2,579.74	2,877.51
少数股东损益	193.22	201.75	258.04	292.80	334.14
归属于母公司净利润	1,635.76	1,516.26	1,939.34	2,286.93	2,543.37
每股收益(元)	1.56	1.45	1.85	2.18	2.43

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.14%	-10.28%	17.00%	8.19%	6.20%
营业利润	44.56%	-9.82%	27.63%	17.64%	11.12%
归属于母公司净利润	31.80%	-7.31%	27.90%	17.92%	11.21%
获利能力					
毛利率	36.60%	37.26%	40.58%	41.47%	42.44%
净利率	16.88%	17.44%	19.07%	20.78%	21.77%
ROE	16.96%	14.26%	15.97%	16.31%	15.68%
ROIC	17.58%	15.79%	21.25%	23.97%	29.68%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	33.64%	24.45%	25.80%	20.15%	19.35%
净负债率	18.42%	-3.45%	-14.67%	-35.60%	-49.66%
流动比率	0.89	1.34	1.96	2.99	3.60
速动比率	0.79	1.18	1.82	2.86	3.43

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	8.03	14.62	7.19	7.04	12.06
存货周转率	27.21	23.26	23.53	25.88	24.67
总资产周转率	0.60	0.57	0.62	0.60	0.57

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.56	1.45	1.85	2.18	2.43
每股经营现金流	2.55	2.45	1.88	3.83	3.48
每股净资产	9.20	10.14	11.58	13.37	15.47

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	10.62	11.45	8.96	7.59	6.83
市净率	1.80	1.63	1.43	1.24	1.07
EV/EBITDA	3.90	4.55	4.07	2.94	2.10
EV/EBIT	5.05	5.90	4.79	3.40	2.41

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