

天山股份 (000877)

证券研究报告

2021年04月16日

Q1 收入创新高，重组稳步推进

Q1 业绩符合预期，维持“买入”评级

4月15日晚公司发布21年一季报，21年Q1实现营收9.99亿元，YOY+86.67%，实现归母净利润8754.6万元，去年同期亏损2981.8万元，扣非归母净利润7213.5万元，符合业绩预告预测（归母净利润8000-9000万元）。公司Q1收入创同期历史新高，但因水泥价格低于去年同期及煤炭价格上涨，毛利率同比下滑较多，我们预计21年公司核心区域水泥价格有望回暖，公司重组草案已于3月31日通过国务院国资委批准，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。

Q1 收入创历史新高，预计21年水泥价格有望回暖

公司20Q1收入9.99亿元，创下历史新高，同比增长86.67%，较19年增长5.9%，主要系公司水泥熟料销量增长带动，因20年同期受新冠疫情影响，基数较低。公司产能主要分布在新疆和江苏，根据数字水泥网，21年Q1新疆乌鲁木齐水泥均价463元/吨，同比低17元，截至4月9日，乌鲁木齐水泥价格已涨至480元/吨，同比高10元/吨，随着需求逐步启动，水泥发货率已经提升至50%，同比高40pct，且区域水泥库存比60%，同比低5pct，而江苏区域水泥均价已涨至498元，同比高38元/吨，发货基本处于销大于产的状态，我们认为短期水泥价格或仍延续上行态势，全年受益于环保趋严影响下供给收缩，价格同比有望稳中有升。

毛利率同比下滑，资本结构持续改善

公司21Q1毛利率33.3%，同比下降9.0pct，主要因价格同比下滑，同时煤炭价格上涨导致原材料成本增加，期间费用率14.5%，同比下降17.5pct，主要因去年同期收入较低，导致费用率偏高，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-3.0/-9.8/+0.2/-4.9pct，净利率12.4%，较19年同期低4.8pct。资产负债率23.5%，较20年末进一步下降1.0pct，资本结构持续改善。

重组已获批，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，且于3月31日通过国务院国资委批准，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%。暂不考虑此次重组，维持21-23年归母净利润预测19.4/22.9/25.4亿元，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)	10.01	10.80	8.44	7.16	6.44
市净率(P/B)	1.70	1.54	1.35	1.17	1.01
市销率(P/S)	1.69	1.88	1.61	1.49	1.40
EV/EBITDA	3.90	4.55	3.81	2.71	1.89

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	15.61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)	16,370.57
流通A股市值(百万元)	13,738.28
每股净资产(元)	10.22
资产负债率(%)	23.51
一年内最高/最低(元)	25.34/10.90

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



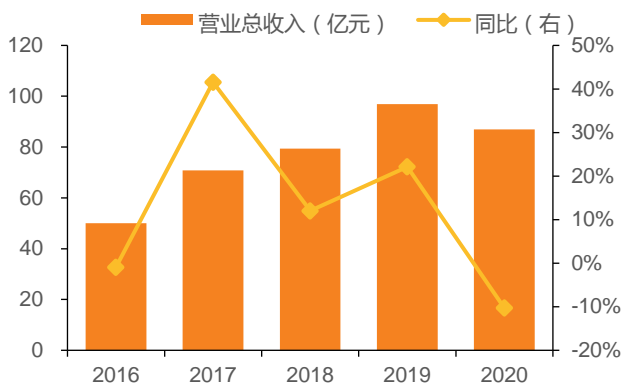
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天山股份-年报点评报告:资本结构持续改善，期待重组后新龙头诞生》 2021-03-12
- 《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

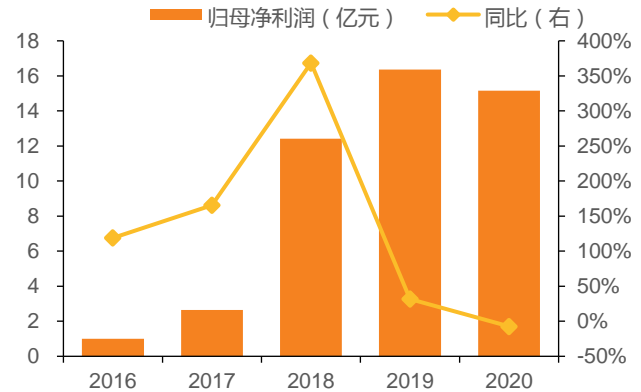
公司历年经营情况及可比公司估值

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	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
600720.SH	祁连山	112	14.39	1.59	1.85	2.32	2.90	9.05	7.77	6.20	4.96
000401.SZ	冀东水泥	197	14.65	2.00	2.11	2.44	2.72	7.31	6.93	6.01	5.39
600449.SH	宁夏建材	69	14.33	1.61	2.02	2.41	2.88	8.91	7.10	5.95	4.98
600585.SH	海螺水泥	2,647	49.95	6.34	6.63	6.93	7.14	7.88	7.53	7.21	7.00
	平均值							8.29	7.33	6.34	5.58
000877.SZ	天山股份	164	15.61	1.56	1.45	1.85	2.18	10.01	10.80	8.44	7.16

注：数据截至 20210415 收盘，除天山股份 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 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

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					
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)					
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					
市盈率	10.01	10.80	8.44	7.16	6.44
市净率	1.70	1.54	1.35	1.17	1.01
EV/EBITDA	3.90	4.55	3.81	2.71	1.89
EV/EBIT	5.05	5.90	4.49	3.14	2.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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