

公司研究

需求拉动明显，期待量价齐升

——天山股份（000877.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 86.9 亿元，同减 10.28%；归母净利润 15.2 亿元，同减 7.31%；扣非归母净利润 14.2 亿元，同减 1.35%。单四季度，公司营收 25.8 亿元，同增 5.31%；归母净利润 3.7 亿元，同减 18.15%；扣非归母净利润 3.83 亿元，同增 33.29%。2021 年一季报显示，公司实现营收 10.0 亿元，同增 86.67%；实现归母净利润 0.9 亿元，同增 393.60%。

点评：

20 年水泥销量增加，疫情防控导致价格下调是业绩下滑主因：2020 年，公司销售水泥 1760 万吨，同增 5.77%，但均价 375 元/吨，同减 7.78%，导致水泥业务毛利率同比下降 3.58 个百分点，至 39.22%。公司熟料均价为 274 元/吨，同降 1.69%，但销量 386 万吨，同降 20.41%。一季度全国疫情防控期间对公司经营已造成冲击，而三季度旺季之时，新疆区域疫情防控对下游工程项目推进造成较大影响，公司单 Q3 扣非归母净利润同比减少 30.25%。此外，公司全年合计计提资产减值准备 3.6 亿元，亦侵蚀部分利润。四季度随着下游赶工，需求加速释放，公司单 Q4 实现扣非归母净利润 3.83 亿元，同增 33.29%。

2021 年 Q1 营收创历史新高，全年售价有望抬升：2021 年 Q1，由于下游施工偏早，需求释放节奏较快，我国新疆地区水泥产量 262.70 万吨，同增 105.03%；我国江苏省水泥产量 3038.72 万吨，同增 55.23%。在产品销量增长的拉动下，公司 2021 年 Q1 收入 10.0 亿元，为历史新高。我们认为，新疆地区的重点工程项目将会对全年区域需求形成支撑，同时 2021 年春节后沿江熟料连续 5 轮上涨，累计涨幅达到 120 元/吨，截至 2021 年 4 月 28 日，江苏省水泥均价 505 元/吨，较 2020 年同期上涨 13.48%，较 2019 年同期上涨 6.54%，反映出江苏省旺盛的水泥需求，判断公司产品均价同比有望抬升，进而推动全年业绩上涨。

资产重组事项已获证监会受理：公司资产重组事项已于 4 月 26 日获得证监会受理，若重组顺利完成后，公司则将中联水泥、南方水泥、西南水泥以及中材水泥纳入麾下，届时水泥、熟料产能将分别扩充至 4 亿吨和 3 亿吨以上，成为全国产能规模最大的水泥熟料生产企业，竞争力明显提升，并有效解同业竞争问题。

盈利预测、估值与评级：由于产品售价尚不及预期，我们下调公司 21-22 年归母净利润预测（下调幅度分别为 7.31%、1.41%）、新增 23 年归母净利润预测分别为 19.34、21.80 和 22.58 亿元，对应公司 EPS 分别为 1.84、2.08 和 2.15 元，当前股价对应估值在 10 倍以下，具有向上修复空间，故维持“买入”评级。

风险提示：地区需求不及预期，原燃材料价格上涨，资产重组推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,688	8,692	9,819	10,258	10,533
营业收入增长率	22.14%	-10.28%	12.96%	4.47%	2.68%
净利润（百万元）	1,636	1,516	1,934	2,180	2,258
净利润增长率	31.80%	-7.31%	27.58%	12.69%	3.60%
EPS（元）	1.56	1.45	1.84	2.08	2.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.96%	14.26%	16.04%	16.03%	14.91%
P/E	10	10	8	7	7
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28

买入（维持）

当前价：15.04 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.49
总市值(亿元):	157.73
一年最低/最高(元):	10.92/25.34
近 3 月换手率:	219.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.31	2.04	27.95
绝对	-11.48	2.87	28.78

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,688	8,692	9,819	10,258	10,533
营业成本	6,143	5,453	6,168	6,485	6,705
折旧和摊销	831	786	839	886	931
税金及附加	154	131	147	154	158
销售费用	328	226	245	256	263
管理费用	533	487	540	564	579
研发费用	40	53	59	62	63
财务费用	196	88	-4	-66	-125
投资收益	6	-18	0	0	0
营业利润	2,397	2,162	2,699	3,018	3,107
利润总额	2,327	2,133	2,668	2,975	3,073
所得税	498	415	534	595	615
净利润	1,829	1,718	2,134	2,380	2,458
少数股东损益	193	202	200	200	200
归属母公司净利润	1,636	1,516	1,934	2,180	2,258
EPS(按最新股本计)	1.56	1.45	1.84	2.08	2.15

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,676	2,566	3,176	3,282	3,379
净利润	1,636	1,516	1,934	2,180	2,258
折旧摊销	831	786	839	886	931
净营运资金增加	363	-483	105	31	-14
其他	-153	747	298	185	203
投资活动产生现金流	-355	93	-1,986	-2,075	-2,050
净资本支出	-8	51	-2,050	-2,050	-2,050
长期投资变化	111	74	0	0	0
其他资产变化	-458	-31	64	-25	0
融资活动现金流	-2,847	-2,354	-871	-738	-584
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,942	-1,792	-391	-171	0
无息负债变化	-772	316	284	141	124
净现金流	-526	306	319	469	745

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.6%	37.3%	37.2%	36.8%	36.3%
EBITDA 率	38.5%	41.7%	39.4%	37.4%	37.2%
EBIT 率	29.3%	32.0%	30.8%	28.7%	28.3%
税前净利润率	24.0%	24.5%	27.2%	29.0%	29.2%
归母净利润率	16.9%	17.4%	19.7%	21.3%	21.4%
ROA	12.0%	11.5%	12.9%	13.1%	12.2%
ROE (摊薄)	17.0%	14.3%	16.0%	16.0%	14.9%
经营性 ROIC	16.9%	18.5%	18.3%	16.4%	15.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	24%	22%	19%	18%
流动比率	0.89	1.34	1.31	1.51	1.71
速动比率	0.79	1.18	1.15	1.35	1.55
归母权益/有息债务	3.77	13.92	32.35	67.34	74.98
有形资产/有息债务	5.59	18.35	41.58	85.02	94.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	15,278	14,983	16,508	18,218	20,086
货币资金	689	1,154	1,473	1,942	2,687
交易性金融资产	152	118	50	50	50
应收帐款	462	462	522	545	560
应收票据	112	153	173	180	185
其他应收款 (合计)	21	30	34	36	37
存货	351	397	462	485	502
其他流动资产	1,169	1,078	1,181	1,221	1,247
流动资产合计	3,036	3,464	3,948	4,516	5,325
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	111	74	74	74	74
固定资产	10,982	10,077	10,317	10,349	10,540
在建工程	78	392	896	1,722	2,342
无形资产	674	633	670	706	742
商誉	21	21	21	21	21
其他非流动资产	8	7	9	9	9
非流动资产合计	12,243	11,519	12,560	13,701	14,761
总负债	5,140	3,664	3,557	3,528	3,651
短期借款	923	63	171	0	0
应付账款	963	991	1,121	1,178	1,218
应付票据	177	371	432	454	469
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	43	43	43	43
流动负债合计	3,401	2,594	3,024	2,987	3,107
长期借款	1,354	700	200	200	200
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	272	256	274	282	286
非流动负债合计	1,739	1,070	533	540	545
股东权益	10,138	11,320	12,951	14,690	16,434
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	1,049
公积金	4,584	4,664	4,664	4,664	4,664
未分配利润	4,008	4,913	6,344	7,883	9,427
归属母公司权益	9,647	10,631	12,062	13,602	15,146
少数股东权益	491	688	888	1,088	1,288

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.38%	2.60%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	5.50%	5.60%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用率	2.02%	1.02%	-0.04%	-0.65%	-1.19%
研发费用率	0.42%	0.61%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税率	21%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.51	0.48	0.61	0.68	0.70
每股经营现金流	2.55	2.45	3.03	3.13	3.22
每股净资产	9.20	10.14	11.50	12.97	14.44
每股销售收入	9.24	8.29	9.36	9.78	10.04

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	10	10	8	7	7
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.4	5.0	4.6	4.6	4.4
股息率	3.4%	3.2%	4.1%	4.5%	4.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE