

天山股份 (000877)

公司研究/点评报告

营收稳步增长，毛利率下滑

—天山股份 2021 年半年度业绩点评

点评报告/建材

2021 年 08 月 20 日

一、事件概述

2021 年 8 月 19 日，公司发布 2021 年上半年业绩公告，2021 年上半年实现营收 41.3 亿元，同比增长 14.8%；实现归母净利润 7.5 亿元，同比增长 11.0%；实现扣非归母净利润 7.5 亿元，同比增长 8.5%。

二、分析与判断

➤ 营收稳步增长，原材料价格上涨拖累毛利率

分业务看，2021H1，公司水泥销售 790 万吨，同比增长 9.3%，水泥销售收入 30.7 亿元，同比增长 11.0%，熟料销售 192 万吨，同比增长 15.5%，熟料销售收入 5.6 亿元，同比增长 15.0%，水泥与熟料收入稳步提升。**吨数据方面**，2021H1 水泥吨收入为 389.2 元/吨，同比+1.6%，吨成本 242.8 元/吨，同比+5.6%，吨毛利 146.4 元/吨，同比-4.4%；熟料吨收入 289.3 元/吨，同比-0.6%，吨成本 208.9 元/吨，同比+16.1%，吨毛利 80.4 元/吨，同比-27.7%；煤炭等原材料价格上涨挤占了水泥及熟料的盈利空间，进而导致水泥毛利率较上年同期下降 2.4 个百分点至 37.6%，熟料毛利率同比下降 10.4 个百分点至 27.8%。

➤ 看好公司所在区域的水泥供需格局

公司为新疆最大的水泥生产企业，水泥产能达 3796 万吨，营收 61% 来自新疆，39% 来自江苏。**需求端**，2021H1 新疆固定资产投资同比+25.6%，房地产开发投资同比+65.6%，均领先全国水平，下游增速快，有望带动水泥需求继续修复。此外，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》，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%。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。**供给端**，水泥行业淘汰落后产能、错峰限产和产能置换等政策的持续执行并逐步加严，利好水泥行业供给格局的改善。

➤ 重组稳步推进，集团资产迎来价值重估

中国建材集团水泥板块的重组计划正稳步推进，根据测算，若完成重组，公司熟料产能将达到 3 亿吨以上，跃居 A 股熟料产能规模首位。集团水泥业务的重组有利于解决集团内部区域内的同业竞争，优化区域格局，并可通过原材料的集中采购进一步降低成本，增强盈利能力。我们判断，若公司重组完成，中国建材集团的水泥业务将迎来估值重估。

三、投资建议

不考虑重组的情况下，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 99.2/107.1/112.7 亿元，归母净利润 18.1/21.5/23.4 亿元，EPS 为 1.73/2.05/2.23 元，对应 PE 为 8.4/7.1/6.5 倍。参考 2021 年 8 月 19 日的中信水泥行业 6.8 倍 PE TTM，并考虑到公司所在区域新疆和江苏均为水泥需求较为旺盛的省份，维持“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

维持评级

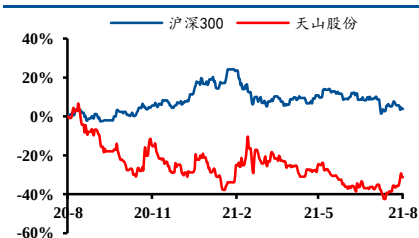
当前价格： 14.58 元

交易数据

2021-8-19

近 12 个月最高/最低(元)	22.6/12.22
总股本(百万股)	1,049
流通股本(百万股)	880
流通股比例(%)	83.92
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	128

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

研究助理：曾杰煌

执业证号： S0100121070026

电话： 0755-22662096

邮箱： zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 天山股份 (000877) 20 年年报点评报告：水泥销售价格下跌，净利同比下滑 7%
2. 天山股份 (000877) 19 年年报点评报告：布局新疆及江苏的水泥领军企业

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,692	9,921	10,714	11,267
增长率 (%)	-10.3%	14.1%	8.0%	5.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,516	1,812	2,146	2,340
增长率 (%)	-7.3%	19.5%	18.5%	9.0%
每股收益 (元)	1.45	1.73	2.05	2.23
PE (现价)	10.1	8.4	7.1	6.5
PB	1.4	1.3	1.2	1.0

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,692	9,921	10,714	11,267
营业成本	5,453	6,476	6,903	7,226
营业税金及附加	131	149	161	170
销售费用	226	311	326	330
管理费用	487	556	600	631
研发费用	53	60	65	69
EBIT	2,342	2,368	2,658	2,842
财务费用	88	(54)	(241)	(342)
资产减值损失	(317)	0	0	0
投资收益	(18)	(18)	(18)	(18)
营业利润	2,162	2,665	3,163	3,435
营业外收支	(29)	0	0	0
利润总额	2,133	2,633	3,119	3,400
所得税	415	512	606	661
净利润	1,718	2,121	2,513	2,739
归属于母公司净利润	1,516	1,812	2,146	2,340
EBITDA	3,188	3,088	3,318	3,443
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1154	5473	7217	11993
应收账款及票据	615	1196	895	1032
预付款项	47	63	62	66
存货	397	533	381	615
其他流动资产	44	44	44	44
流动资产合计	3464	6807	9980	13488
长期股权投资	74	56	38	20
固定资产	10077	9299	8469	7631
无形资产	633	597	572	531
非流动资产合计	11519	10067	8672	7370
资产合计	14983	16874	18652	20858
短期借款	63	0	0	0
应付账款及票据	1362	1444	1514	1667
其他流动负债	43	43	43	43
流动负债合计	2594	2961	2935	3174
长期借款	700	700	700	700
其他长期负债	271	271	271	271
非流动负债合计	1070	1070	1070	1070
负债合计	3664	4031	4005	4244
股本	1049	1049	1049	1049
少数股东权益	688	997	1364	1763
股东权益合计	11320	12843	14647	16614
负债和股东权益合计	14983	16874	18652	20858

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-10.3%	14.1%	8.0%	5.2%
EBIT 增长率	-6.0%	1.1%	12.3%	6.9%
净利润增长率	-7.3%	19.5%	18.5%	9.0%
盈利能力				
毛利率	37.3%	34.7%	35.6%	35.9%
净利润率	17.4%	18.3%	20.0%	20.8%
总资产收益率 ROA	10.1%	10.7%	11.5%	11.2%
净资产收益率 ROE	14.3%	15.3%	16.2%	15.8%
偿债能力				
流动比率	1.3	2.3	3.4	4.2
速动比率	1.2	2.1	3.3	4.1
现金比率	0.5	1.9	2.5	3.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	19.1	20.1	18.9	19.4
存货周转天数	24.7	25.7	23.8	24.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.4	1.7	2.0	2.2
每股净资产	10.1	11.3	12.7	14.2
每股经营现金流	2.5	4.1	1.7	4.7
每股股利	0.5	0.6	0.7	0.7
估值分析				
PE	10.1	8.4	7.1	6.5
PB	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.6	3.3	2.6	1.1
股息收益率	3.3%	3.9%	4.6%	5.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,718	2,121	2,513	2,739
折旧和摊销	1,174	720	660	601
营运资金变动	(322)	1,406	(1,455)	1,508
经营活动现金流	2,588	4,337	1,818	4,939
资本开支	(51)	(683)	(673)	(648)
投资	42	0	0	0
投资活动现金流	93	683	673	648
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(1,709)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,354)	(701)	(747)	(811)
现金净流量	328	4,320	1,744	4,776

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采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。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。