

天山股份 (000877)

证券研究报告

2021年08月21日

上半年利润稳步增长，重组有望加快落地

21H1 归母净利润稳步增长，净利率同比小幅下滑

近日公司发布 21 年中报，21 年上半年实现收入/归母净利润 41.3/7.5 亿元，同比+14.8%/+11.0%，实现扣非归母净利润 7.5 亿元，同比+8.5%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 31.3/6.6 亿元，同比分别+2.2%/-6.1%，二季度扣非归母净利润为 6.7 亿元，同比下降 5.3%。上半年煤炭价格上涨导致毛利率承压，但公司通过费用优化，净利率同比仅下降 0.6pct。

销量增长驱动收入增长，下半年区域水泥需求有望保持高景气

21H1 公司实现水泥及熟料收入 36.3 亿元，同比增长 11.6%，主要系销量增长驱动，上半年累计销售水泥和熟料 982 万吨，同比增长 10.5%，其中水泥销售 790 万吨，同比增加 9.3%。价格方面，我们测算 21H1 水泥熟料吨均价为 370 元/吨，比上年同期高 4 元。21H1 水泥熟料吨成本/吨毛利分别为 236/134 元，同比分别+16/-12 元，煤炭价格上涨及运输费用计入成本，导致水泥吨成本上涨，水泥产品盈利能力下滑。公司是西北地区最大的水泥生产企业，销售收入中新疆地区收入占比达 61%，1-7 月新疆地区水泥产量同比增加 10.3%，区域需求景气度较高，我们认为西北地区基建潜力仍较大，有望继续提振下半年水泥需求。

21H1 费用率有所好转，资本结构良好

公司 21 年上半年整体毛利率 34.3%，同比下降 4.4pct，主要系原材料煤炭涨价导致生产成本增加。其中 Q2 单季度毛利率 34.6%，环比 Q1 小幅下降 1.3pct。公司上半年期间费用率 7.7%，同比-2.6pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别-1.3/-0.7/-1.3/+0.8pct，销售费用率降低主要系公司包装、装卸、运输等费用调至营业成本所致，财务费用率降低系公司持续去杠杆、降负债所致，研发费用率提高主要系公司研发项目经费投入增加所致，最终实现净利率 18.2%，同比降低 0.6pct。21H1 公司有息负债 7.6 亿元，同比下降 61.8%，同时公司上半年资产负债率 25.8%，较 Q1 末小幅上涨 2.3pct，仍保持在较低水平。

重组有望加快落地，有望从行业竞争格局改善中受益

根据公司公告，中国证监会将在 8 月 25 日的重组工作会中审核天山股份重组议案，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，且公司与中建材签订了业绩补偿承诺，若 21 年完成交割，业绩承诺资产在 21-23 年标的股权实现的累计净利润为 355 亿元，作为《减值补偿协议》的补充。考虑到上半年成本增长过快，小幅下调公司 21-23 年归母净利润预测至 18.3/20.8/22.5 亿元（前值：19.4/22.9/25.4 亿元），对应 21-23 年 9.2/8.1/7.5 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：水泥需求下滑超预期，煤炭价格大幅上涨，水泥旺季涨价幅度不及预期。

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	10,886.60	11,462.83
增长率(%)	22.14	(10.28)	17.00	7.04	5.29
EBITDA(百万元)	3,652.16	3,446.27	3,779.13	4,074.30	4,286.11
净利润(百万元)	1,635.76	1,516.26	1,834.17	2,075.26	2,250.29
增长率(%)	31.80	(7.31)	20.97	13.14	8.43
EPS(元/股)	1.56	1.45	1.75	1.98	2.15
市盈率(P/E)	10.28	11.09	9.17	8.11	7.48
市净率(P/B)	1.74	1.58	1.42	1.27	1.14
市销率(P/S)	1.74	1.94	1.65	1.55	1.47
EV/EBITDA	3.90	4.55	4.14	3.19	2.48

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	16.04 元
目标价格	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)	16,821.52
流通 A 股市值(百万元)	14,116.69
每股净资产(元)	10.37
资产负债率(%)	25.76
一年内最高/最低(元)	23.37/11.61

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
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



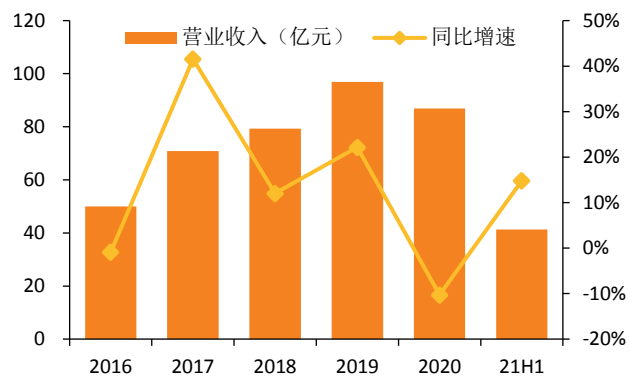
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天山股份-季报点评:Q1 收入创新高，重组稳步推进》2021-04-16
- 《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

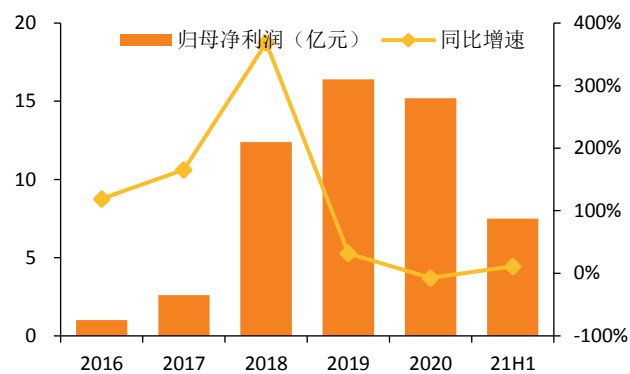
公司历年经营情况

图 1：公司 2016-2021H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021H1 归母净利润及同比增速



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	2,717.72	5,416.88	8,018.44
应收票据及应收账款	574.40	614.69	2,214.51	902.42	997.95
预付账款	53.91	47.02	90.75	39.92	99.53
存货	350.95	396.61	488.68	385.48	588.33
其他	1,367.63	1,251.80	902.80	1,169.19	1,122.26
流动资产合计	3,035.66	3,463.77	6,414.46	7,913.90	10,826.51
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	17,424.50	18,314.79	20,607.92
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	1,446.59	1,401.54	1,692.95
其他	1,338.41	1,169.13	1,964.34	1,473.08	1,761.52
流动负债合计	3,400.99	2,593.50	3,470.94	2,924.62	3,494.47
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	4,632.53	3,863.67	4,351.40
少数股东权益	491.40	688.08	932.13	1,197.83	1,493.47
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	10,811.12	12,204.56	13,714.33
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	12,791.97	14,451.11	16,256.52
负债和股东权益总计	15,278.24	14,983.15	17,424.50	18,314.79	20,607.92

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,828.98	1,718.01	1,834.17	2,075.26	2,250.29
折旧摊销	890.54	845.57	589.43	596.45	601.67
财务费用	182.87	92.06	10.17	(39.84)	(100.50)
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)	(742.22)	823.39	363.60
其它	1,405.64	(88.64)	216.00	295.63	285.03
经营活动现金流	2,676.07	2,565.98	1,910.32	3,753.66	3,402.86
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)	(5.13)	51.44	112.10
其他	(5,134.75)	(3,042.01)	(1,374.48)	(1,733.46)	(1,522.27)
筹资活动现金流	(2,847.00)	(2,353.79)	(339.56)	(911.87)	(769.73)
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	1,564.08	2,699.17	2,601.56

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	10,886.60	11,462.83
营业成本	6,142.52	5,453.20	6,189.12	6,621.25	6,914.45
营业税金及附加	153.68	130.95	169.47	172.70	181.85
营业费用	327.90	225.85	254.08	271.98	286.38
管理费用	533.28	487.05	559.37	587.88	607.53
研发费用	40.25	52.92	61.92	66.28	69.78
财务费用	195.79	88.33	10.17	(39.84)	(100.50)
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	2,611.17	2,949.33	3,194.98
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	2,579.77	2,905.94	3,160.36
所得税	498.41	414.63	501.56	564.97	614.44
净利润	1,828.98	1,718.01	2,078.21	2,340.97	2,545.93
少数股东损益	193.22	201.75	244.05	265.70	295.64
归属于母公司净利润	1,635.76	1,516.26	1,834.17	2,075.26	2,250.29
每股收益(元)	1.56	1.45	1.75	1.98	2.15

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%	7.04%	5.29%
营业利润	44.56%	-9.82%	20.79%	12.95%	8.33%
归属于母公司净利润	31.80%	-7.31%	20.97%	13.14%	8.43%
获利能力					
毛利率	36.60%	37.26%	39.15%	39.18%	39.68%
净利率	16.88%	17.44%	18.03%	19.06%	19.63%
ROE	16.96%	14.26%	15.47%	15.66%	15.24%
ROIC	17.58%	15.79%	20.13%	21.94%	26.42%
偿债能力					
资产负债率	33.64%	24.45%	26.59%	21.10%	21.12%
净负债率	18.42%	-3.45%	-13.12%	-32.15%	-45.38%
流动比率	0.89	1.34	1.85	2.71	3.10
速动比率	0.79	1.18	1.71	2.57	2.93
营运能力					
应收账款周转率	8.03	14.62	7.19	6.99	12.06
存货周转率	27.21	23.26	22.98	24.91	23.54
总资产周转率	0.60	0.57	0.63	0.61	0.59
每股指标(元)					
每股收益	1.56	1.45	1.75	1.98	2.15
每股经营现金流	2.55	2.45	1.82	3.58	3.24
每股净资产	9.20	10.14	11.31	12.64	14.08
估值比率					
市盈率	10.28	11.09	9.17	8.11	7.48
市净率	1.74	1.58	1.42	1.27	1.14
EV/EBITDA	3.90	4.55	4.14	3.19	2.48
EV/EBIT	5.05	5.90	4.90	3.74	2.89

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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