

证券研究报告—动态报告

建材

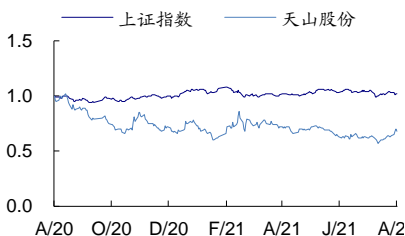
水泥 II

天山股份(000877)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,049/880
总市值/流通(百万元)	15,290/12,832
上证综指/深圳成指	3,466/14,487
12个月最高/最低(元)	23.37/11.61

相关研究报告:

《天山股份-000877-2020 年财报点评: 业绩符合预期, 期待全新征程》——2021-03-12
 《天山股份-000877-2020 年中报点评: 经营持续改善, 重组开启新篇章》——2020-08-20
 《天山股份-000877-深度报告: 重组蜕变, 提质增效可期》——2020-08-10
 《天山股份-000877-深度报告: 东风起楼兰, 花开满天山》——2020-06-17
 《天山股份-000877-2019 年财报点评: 业绩实现高速增长, 未来潜力可期》——2020-03-24

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040002

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

降负债成果显著, 重组推进顺利

● 产品销量上升, 业绩保持增长

2021H1 公司实现营业收入 41.22 亿元, 同比增长 14.79%, 归母净利润 7.51 亿元, 同比上升 10.96%, EPS 为 0.7158 元/股, 基本此前业绩预告, 业绩增长主要受益于产品销量上升。其中, Q2 单季度实现营收 31.3 亿元, 同比微增 2.2%, 归母净利润 6.63 亿, 同比下降 6.1%。

● 成本端小幅增长, 降负债成果显著

公司合计销售水泥和熟料 982 万吨, 同比增长 10.46%, 需求保持稳定增长, 我们测算上半年公司水泥熟料吨收入、吨成本和吨毛利分别为 370、236 和 134 元/吨, 分别较去年同期增加 3.7、15.7 元和减少 11.8 元/吨, 盈利小幅承压主要由原材料价格上涨和会计准备变更使得运输包装等费用计入成本所致; 上半年商混销售 111 万方, 同比大幅增长 68.68%, 实现收入 4.1 亿 (+63.6%), 收入占比提升 3pct 至 10%。公司费用端继续优化, 可比口径下合计下降 1.26pct 至 7.7%, 其中财务费用率在持续去杠杆、降负债之下降低最为显著, 报告期内实现 0.32% (-1.1pct), 资产负债率同比下降 9.65pct 至 25.76%, 净负债率下降 13.9pct 至 -6.4%, 账面净现金实现 6.9 亿元。受成本增加影响, 上半年经营性净现金流下降 24% 至 11.7 亿元, 但规模仍保持较高水平。

● 苏锡常区域表现更佳, 下半年需求有望保持恢复

公司业务主要布局于新疆和江苏区域, 上半年新疆区域收入为 25.14 亿, 同增 4.4%, 江苏省实现收入 16.16 亿, 同增 11.9%, 收入占比提升 6.1pct 至 39.1%, 区域需求在去年低基数下恢复相对显著。近期, 政府提出合理把握地方债发行速度, 专项债发行速度有望加快, 在目前宏观经济恢复基础仍需稳固的背景下, 下半年基建投资有望保持恢复。

● 重组推进顺利, 维持“买入”评级

公司去年下半年开始进行与控股股东中国建材旗下水泥资产重组, 目前即将进入证监会核准阶段, 若顺利完成, 公司产能规模将实现全国第一, 有助于解决中建材内部同业竞争问题, 行业格局有望进一步优化, 公司中长期经营有望获得改善。预计 2021-23 年 EPS 分别为 1.67/1.86/1.99 元/股, 对应 PE 为 8.7/7.8/7.3x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 项目落地不及预期; 疫情反复; 重组推进不及预期。
盈利预测和财务指标

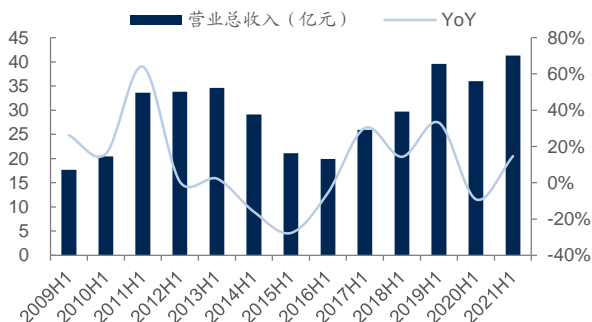
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,688	8,692	10,266	11,148	11,739
(+/-%)	22.1%	-10.3%	18.1%	8.6%	5.3%
净利润(百万元)	1636	1516	1749	1951	2088
(+/-%)	31.8%	-7.3%	15.3%	11.5%	7.1%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.45	1.67	1.86	1.99
EBIT Margin	26.1%	27.6%	27.3%	27.6%	28.0%
净资产收益率(ROE)	17.0%	14.3%	16.0%	17.2%	17.8%
市盈率(PE)	9.3	10.1	8.7	7.8	7.3
EV/EBITDA	6.1	6.0	5.9	5.4	4.9
市净率(PB)	1.59	1.44	1.39	1.35	1.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

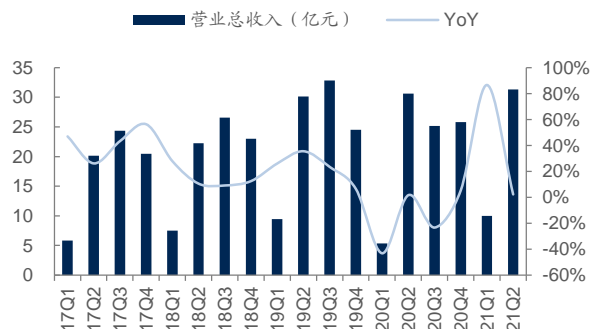
产品销量上升，业绩保持增长。2021H1 公司实现营业收入 41.22 亿元，同比增长 14.79%，归母净利润 7.51 亿元，同比上升 10.96%，EPS 为 0.7158 元/股，基本此前业绩预告，业绩增长主要受益于产品销量上升。其中，Q2 单季度实现营收 31.3 亿元，同比微增 2.2%，归母净利润 6.63 亿，同比下降 6.1%。

图 1：天山股份营业收入及增速



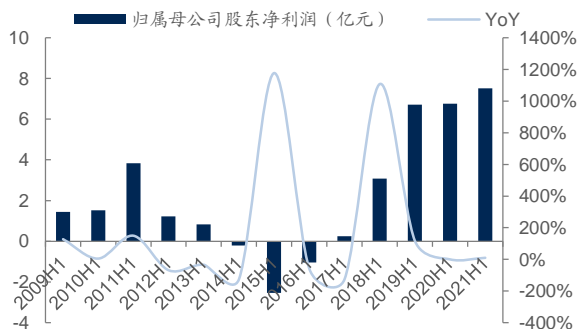
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：天山股份单季营业收入及增速



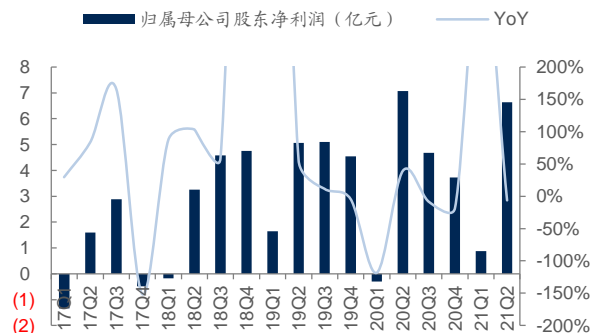
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：天山股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

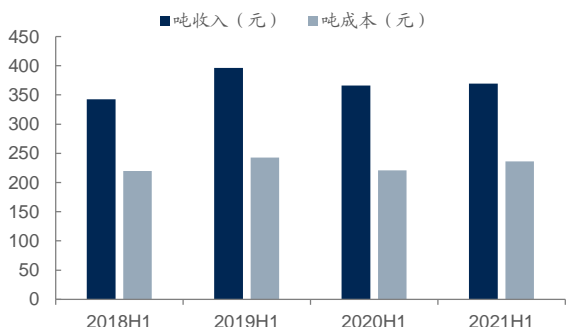
图 4：天山股份单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（18Q4 和 19Q1 增速分别为 1072.6%和 1061.2%）

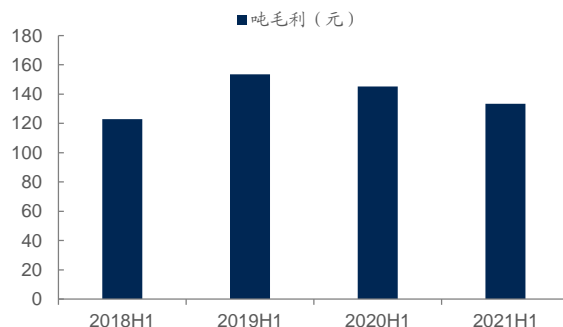
成本端小幅增长，降负债成果显著。公司合计销售水泥和熟料 982 万吨，同比增长 10.46%，需求保持稳定增长，我们测算上半年公司水泥熟料吨收入、吨成本和吨毛利分别为 3704、236 和 134 元/吨，分别较去年同期增加 3.7、15.7 元和减少 11.8 元/吨，盈利小幅承压主要由原材料价格上涨和会计准备变更使得运输包装等费用计入成本所致；上半年商混销售 111 万方，同比大幅增长 68.68%，实现收入 4.1 亿（+63.6%），收入占比提升 3pct 至 10%。公司费用端继续优化，可比口径下合计下降 1.26pct 至 7.7%，其中财务费用率在持续去杠杆、降负债之下降低最为显著，报告期内实现 0.32%（-1.1pct），资产负债率同比下降 9.65pct 至 25.76%，净负债率下降 13.9pct 至 -6.4%，账面净现金实现 6.9 亿元。受成本增加影响，上半年经营性净现金流下降 24%至 11.7 亿元，但规模仍保持较高水平。

图 5：天山股份年度吨收入和吨成本情况



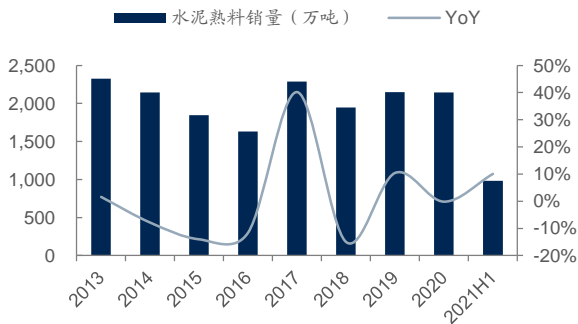
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：天山股份年度吨毛利情况



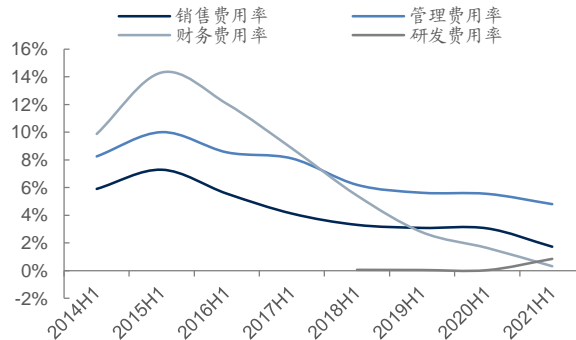
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：天山股份水泥熟料净销量及增速



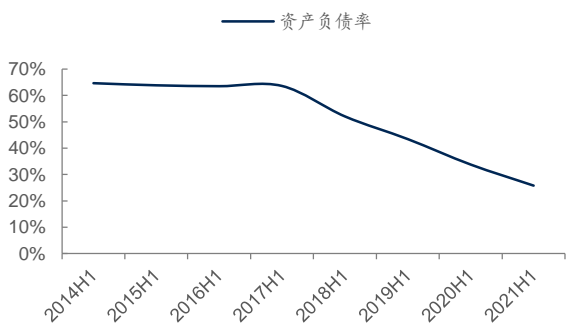
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：天山股份期间费用率 (%)



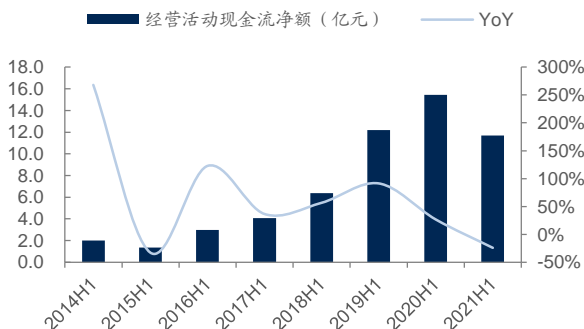
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：天山股份资产负债率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：天山股份经营性净现金流及增速

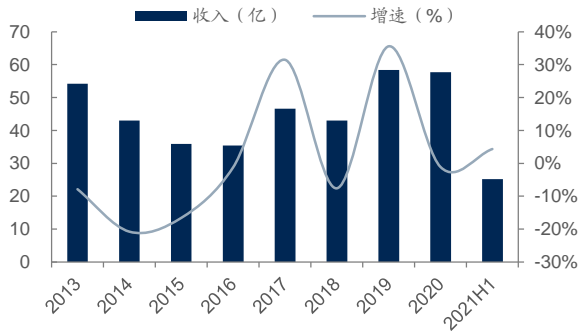


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

苏锡常区域表现更佳，下半年需求有望保持恢复。公司业务主要布局于新疆和江苏区域，上半年新疆区域收入为 25.14 亿，同增 4.4%，江苏省实现收入 16.16 亿，同增 11.9%，收入占比提升 6.1pct 至 39.1%，区域需求在去年低基数下恢复相对显著。近期，政府提出合理把握地方债发行速度，专项债发行速度有望加快，在目前宏观经济恢复基础仍需稳固的背景下，下半年基建投资有望保持

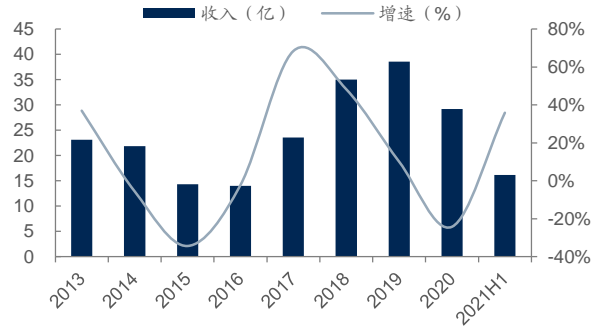
恢复。

图 11: 天山股份新疆地区收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 天山股份华东地区收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

重组推进顺利，维持“买入”评级。公司去年下半年开始进行与控股股东中国建材旗下水泥资产重组，目前即将进入证监会核准阶段，若顺利完成，公司产能规模将实现全国第一，有助于解决中建材内部同业竞争问题，行业格局有望进一步优化，公司中长期经营有望获得改善。预计 2021-23 年 EPS 分别为 1.67/1.86/1.99 元/股，对应 PE 为 8.7/7.8/7.3x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1154	2748	3274	3500	营业收入	8692	10266	11148	11739
应收款项	645	696	792	815	营业成本	5453	6570	7157	7525
存货净额	397	452	524	536	营业税金及附加	131	154	156	164
其他流动资产	1151	1341	1466	1539	销售费用	226	195	201	200
流动资产合计	3464	5355	6174	6508	管理费用	487	549	563	567
固定资产	10469	9942	9407	8910	财务费用	88	10	(2)	(30)
无形资产及其他	633	608	583	557	投资收益	(18)	10	0	0
投资性房地产	343	343	343	343	资产减值及公允价值变动	(350)	(200)	(250)	(250)
长期股权投资	74	64	41	25	其他收入	223	(58)	(60)	(62)
资产总计	14983	16313	16548	16343	营业利润	2162	2539	2764	3002
短期借款及交易性金融负债	64	1000	500	0	营业外净收支	(29)	50	50	50
应付款项	1362	1514	1780	1809	利润总额	2133	2589	2814	3052
其他流动负债	1168	1311	1506	1536	所得税费用	415	596	597	675
流动负债合计	2594	3825	3787	3345	少数股东损益	202	245	266	289
长期借款及应付债券	700	700	700	700	归属于母公司净利润	1516	1749	1951	2088
其他长期负债	370	91	(57)	(270)					
长期负债合计	1070	791	643	430	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3664	4616	4430	3775	净利润	1516	1749	1951	2088
少数股东权益	688	735	785	840	资产减值准备	65	(5)	(14)	(15)
股东权益	10631	10963	11333	11728	折旧摊销	786	557	575	588
负债和股东权益总计	14983	16313	16548	16343	公允价值变动损失	(283)	200	250	250
					财务费用	88	10	(2)	(30)
关键财务与估值指标					营运资本变动	438	(286)	7	(278)
每股收益	1.45	1.67	1.86	1.99	其它	51	51	65	70
每股红利	0.61	1.35	1.51	1.61	经营活动现金流	2573	2266	2833	2703
每股净资产	10.14	10.45	10.81	11.18	资本开支	(511)	(200)	(250)	(300)
ROIC	16%	18%	21%	24%	其它投资现金流	34	0	0	0
ROE	14%	16%	17%	18%	投资活动现金流	(440)	(191)	(227)	(284)
毛利率	37%	36%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	27%	28%	28%	负债净变化	(654)	0	0	0
EBITDA Margin	37%	33%	33%	33%	支付股利、利息	(645)	(1417)	(1581)	(1692)
收入增长	-10%	18%	9%	5%	其它融资现金流	928	936	(500)	(500)
净利润增长率	-7%	15%	12%	7%	融资活动现金流	(1669)	(481)	(2081)	(2192)
资产负债率	29%	33%	32%	28%	现金净变动	465	1594	526	227
息率	4.2%	9.3%	10.3%	11.1%	货币资金的期初余额	689	1154	2748	3274
P/E	10.1	8.7	7.8	7.3	货币资金的期末余额	1154	2748	3274	3500
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	2642	2225	2752	2568
EV/EBITDA	6.0	5.9	5.4	4.9	权益自由现金流	2916	3154	2254	2091

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032