

建材/原材料

天山股份(000877)

## 疆内需求高增，业绩超预期

## ——2020年中报业绩预告点评

 鲍雁辛(分析师)	赵晨阳(分析师)
 0755-23976830	0755-23976911
 baoyanxin@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880519100005

## 本报告导读:

公司2020年上半年业绩预告超市场预期，我们判断20H2疆内及江苏水泥熟料或为量价齐升赛道，公司业绩弹性可期。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级。**预计20H1公司实现归母净利润6.7亿元，同增0.08%；倒算20Q2盈利约7亿元，同增40%，超市场预期。上调公司2020-22年EPS至1.98(+0.32)、2.28(+0.4)、2.45(+0.44)元，分别同增27%、15%、7%。根据可比公司估值，上调公司目标价至25元。
- **Q2疆内需求大幅增长。**20Q1受疫情管控影响，下游复工较为迟缓测算公司水泥熟料销量同比下滑约45%。然4月始赶工驱使需求迅速回暖，估算二季度公司水泥熟料销量同增超30%，超市场预期。从需求节奏上看，疆内及江苏显现差异：4-5月华东需求率先复苏，库存迅速去化，然6月受雨水天气影响需求走弱；疆内4月需求则较为平淡，5-6月公司水泥熟料销量同比增幅均超30%。
- **20H1均价同比仅小幅下降。**测算1-6月公司水泥熟料均价同比仅下降约20元，其中江苏同比略有增长，疆内则下降20-30元。4月疆内需求复苏较为迟缓，使得乌昌地区袋装水泥价格下滑超150元/吨。而5月下旬博弈双方重达协议后，至7月中旬乌昌水泥价格已补涨3轮，根据数字水泥网数据，时点水泥价格同增约30-40元/吨。
- **西部建设股价变动摊薄公司利润。**20H1因持股的西部建设公允价值变动使得公司归母净利润减少约1701万元，较上年同期下降约4016万元，而6月30日公告的子公司屯河水泥熟料产能指标转让收益1.32亿元暂未计入半年报。
- **风险提示：**疫情反复、基建需求释放不及预期

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,932	9,688	10,532	11,159	11,677
(+/-)%	12%	22%	9%	6%	5%
经营利润(EBIT)	1,955	2,491	2,859	3,206	3,396
(+/-)%	73%	27%	15%	12%	6%
净利润(归母)	1,241	1,636	2,079	2,387	2,565
(+/-)%	368%	32%	27%	15%	7%
每股净收益(元)	1.18	1.56	1.98	2.28	2.45
每股股利(元)	0.38	0.51	0.65	0.74	0.80

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	24.6%	25.7%	27.1%	28.7%	29.1%
净资产收益率(%)	14.8%	17.0%	18.8%	18.9%	17.9%
投入资本回报率(%)	10.6%	15.4%	16.7%	16.5%	15.4%
EV/EBITDA	3.64	4.23	5.50	4.25	3.31
市盈率	15.29	11.60	9.13	7.95	7.40
股息率(%)	2.1%	2.8%	3.6%	4.1%	4.4%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 25.00

上次预测: 15.30

当前价格: 18.10

2020.07.13

## 交易数据

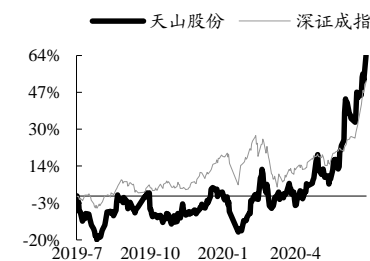
52周内股价区间(元)	9.22-18.10
总市值(百万元)	18,982
总股本/流通A股(百万股)	1,049/880
流通B股/H股(百万)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量(百万股)	38.83
日均成交值(百万元)	534.98

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	9,617
每股净资产	9.17
市净率	2.0
净负债率	19.05%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.16	-0.03
Q2	0.48	0.67
Q3	0.49	0.75
Q4	0.43	0.59
全年	1.56	1.98

## 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	33%	61%	63%
相对指数	7%	22%	9%

## 相关报告

业绩符合预期，量价弹性可期 2020.05.05

业绩符合预期，资产负债表进一步修复 2020.03.22

量价齐升，费用率负债率延续下行 2019.10.24

量价齐升业绩超预期，去杠杆成效显著 2019.08.20

华东托底安全垫，基建驱动疆内需求 2019.05.09

模型更新时间: 2020.07.13

股票研究

原材料  
建材

天山股份(000877)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **25.00**

上次预测: 15.30

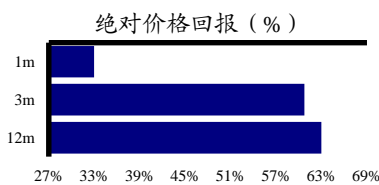
当前价格: 18.10

公司网址

www.sinoma-tianshan.cn

公司简介

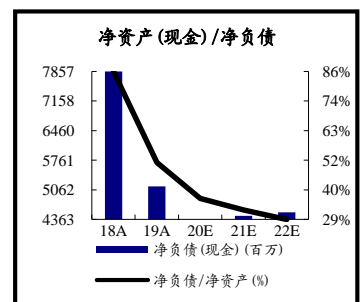
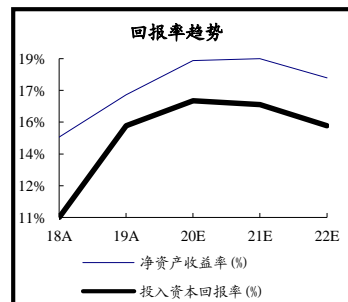
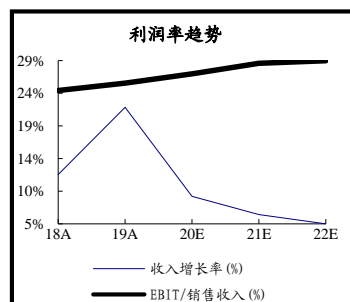
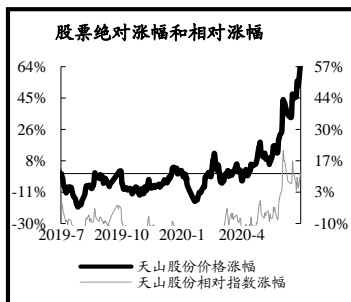
公司是一家大型水泥企业集团, 主营业务为水泥、熟料、商品混凝土的生产、销售。公司拥有自治区水泥行业的国家级技术中心和博士后工作站, 先后研制开发了多个系列多个水泥品种, 是国内拥有水泥品种最多的企业之一。



52周内价格范围 9.22-18.10  
市值(百万) 18,982

财务预测(单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业收入	7,932	9,688	10,532	11,159	11,677
营业成本	5,062	6,143	6,526	6,738	7,010
税金及附加	151	154	167	177	185
销售费用	272	328	356	378	395
管理费用	486	533	580	614	643
EBIT	1,955	2,491	2,859	3,206	3,396
公允价值变动收益	0	33	30	20	10
投资收益	4	6	7	7	7
财务费用	294	196	63	-5	-60
营业利润	1,658	2,397	2,947	3,386	3,639
所得税	425	498	633	727	781
少数股东损益	-3	193	246	282	303
净利润	1,241	1,636	2,079	2,387	2,565
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,445	840	2,398	5,088	7,937
其他流动资产	15	28	38	48	58
长期投资	92	111	121	131	141
固定资产合计	11,790	10,982	10,183	9,371	8,546
无形及其他资产	741	683	746	809	873
资产合计	17,034	15,278	16,152	18,118	20,229
流动负债	6,414	3,401	2,621	2,703	2,802
非流动负债	1,440	1,739	1,739	1,739	1,739
股东权益	9,179	10,138	11,792	13,677	15,688
投入资本(IC)	13,677	12,694	13,425	15,309	17,321
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1,456	1,957	2,247	2,520	2,669
折旧与摊销	934	891	483	483	483
流动资金增量	-122	-1,055	-65	-30	-50
资本支出	139	-8	314	341	354
自由现金流	2,406	1,784	2,979	3,315	3,456
经营现金流	1,720	2,676	2,903	3,169	3,385
投资现金流	113	-355	351	368	371
融资现金流	-2,118	-2,847	-1,696	-848	-906
现金流净增加额	-285	-526	1,558	2,689	2,850
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	12.0%	22.1%	8.7%	6.0%	4.6%
EBIT 增长率	72.6%	27.4%	14.8%	12.1%	5.9%
净利润增长率	368.5%	31.8%	27.1%	14.8%	7.4%
利润率					
毛利率	36.2%	36.6%	38.0%	39.6%	40.0%
EBIT 率	24.6%	25.7%	27.1%	28.7%	29.1%
净利润率	15.6%	16.9%	19.7%	21.4%	22.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.8%	17.0%	18.8%	18.9%	17.9%
总资产收益率(ROA)	7.3%	12.0%	14.4%	14.7%	14.2%
投入资本回报率(ROIC)	10.6%	15.4%	16.7%	16.5%	15.4%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	26.0	20.9	20.9	20.9	20.9
应收账款周转天数	22.2	17.4	17.4	17.4	17.4
总资产周转率	783.8	575.6	559.7	592.6	632.3
净利润现金含量	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3
资本支出/收入	-1.7%	0.1%	-3.0%	-3.1%	-3.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.1%	33.6%	27.0%	24.5%	22.4%
净负债率	85.6%	50.7%	37.0%	32.5%	28.9%
<b>估值比率</b>					
PE	15.29	11.60	9.13	7.95	7.40
PB	0.89	1.29	1.72	1.50	1.32
EV/EBITDA	3.64	4.23	5.50	4.25	3.31
P/S	2.39	1.96	1.80	1.70	1.63
股息率	2.1%	2.8%	3.6%	4.1%	4.4%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		