

天山股份(000877)/水泥制造

Q1 扭亏为盈, 全年业绩有望大幅增加

评级: 增持

市场价格: 11.19

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

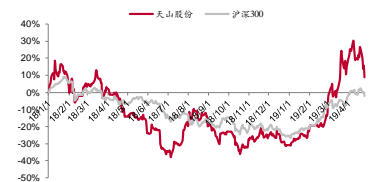
研究助理: 孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 10.49 |
| 流通股本(亿股) | 8.8   |
| 市价(元)    | 11.19 |
| 市值(亿元)   | 117   |
| 流通市值(亿元) | 98.48 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《供需“新常态”下的新疆水泥龙头》20190303

公司盈利预测及估值

| 指标       | 2017A   | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 70.80   | 79.32   | 91.72  | 92.36  | 93.21  |
| 增长率 yoy% | 41.56%  | 12.03%  | 15.63% | 0.70%  | 0.92%  |
| 净利润(亿元)  | 2.65    | 12.41   | 18.12  | 18.57  | 19.12  |
| 增长率 yoy% | 165.50% | 368.48% | 45.98% | 2.50%  | 2.97%  |
| 每股收益(元)  | 0.25    | 1.18    | 1.73   | 1.77   | 1.82   |
| 每股现金流量   | 1.11    | 1.64    | 2.47   | 2.99   | 2.54   |
| 净资产收益率   | 3.60%   | 14.77%  | 16.37% | 14.95% | 13.73% |
| P/E      | 44.30   | 9.46    | 6.48   | 6.32   | 6.14   |
| P/B      | 1.60    | 1.40    | 1.23   | 1.08   | 0.96   |

备注:

投资要点

- 事件: 4月25日, 公司公布了2019Q1季报。2019Q1公司实现营业收入9.43亿元, 同比提高26.08%; 实现归母净利润1.64亿元, 同比提高1061.23%; 实现扣非后归母净利润0.93亿元, 同比提高551.18%。
- 2019Q1新疆区域内水泥价格同比提升, 华东地区量价提升, 带动公司盈利大幅回暖。公司2019Q1销量同比增加约10%, 根据华东地区主流企业的出货量进行交叉验证, 我们认为主要是华东地区4条产线贡献的销量增幅, 根据区域水泥价格表现情况, 我们预计华东地区的吨毛利同比有20元的提升, 带动整体华东地区业绩明显增加。新疆地区, 根据区域价格情况, 我们预计吨毛利提升明显, 带动公司整体业绩回暖。3月底开始, 区域内水泥需求基本启动, 从实际成交价看42.5水泥在470元/吨, 近期提升至500元/吨; 而去年同期仅为450元/吨, 我们认为在成本端无显著提升的情况下, 公司未来的吨毛利同比有望保持较大幅度的提升。
- 2019Q1公司持续去杠杆、降负债, 财务费用较上年同期下降35%, 资产负债率下降至45.62%
- 会计准则改变后, 公司2019Q1的资产公允价值变动增加归母净利润约6600万元。自2019年1月1日起, 公司执行新金融工具会计准则, 将原列入可供出售金融资产项目核算的西部建设(证券代码002302)股票类金融资产按准则分类至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产项目进行核算, 本报告期该项资产公允价值变动增加本期归属于上市公司股东的净利润约6,600万元。
- 虽然新疆近几年区域内产量下滑较为严重, 但是在由于企业竞合状态的变化使得新疆2018年在需求较大幅度下滑的情况下依然实现了高盈利, 2019年情况有望持续。从地域上看, 新疆幅员辽阔, 是我国水泥行业具备最天然自律基础的地区, 过去两年最核心的边际变化是企业竞争“新常态”的形成。区域间企业对于“量”的诉求将会减弱, 而对于盈利的诉求会持续增强。2015-2016年政府供给侧改革提出, 严禁新增产能更为区域的格局稳定划定了安全边际。供给侧企业竞合状态的变化是过去两年新疆行业盈利、价格都出现明显回升的核心因素。从数据上看, 2018年新疆地区水泥产量

整体下滑 20%，我们预计公司在新疆内的水泥出货量下滑幅度在 15%~20%，而同期公司在新疆地区水泥的毛利率为 38.64%，同比大幅提高 7.77 个百分点，甚至高于公司在江苏的产线实现的 32.6% 的毛利率。

■ **投资建议：**

■ **天山股份是新疆产能最大的熟料生产企业，隶属于中国建材集团，公司约 8 成产能在新疆，其余 2 成产能在江苏。**从区域产能占比来看，天山股份在新疆区域内的产能达到 31%，且主要集中在需求较好的北疆，是区域内绝对的龙头企业。

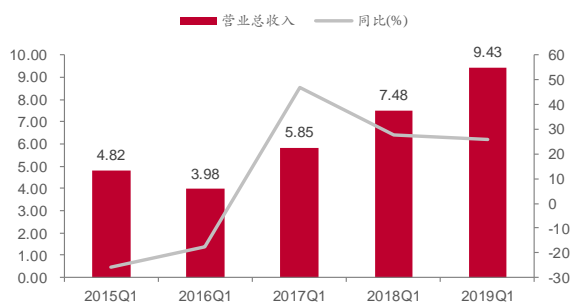
■ **新疆区域近年的竞合“新常态”为盈利保驾护航，信用扩张可能带动需求弹性：**新疆从地理条件来看，是我国水泥行业相对独立的市场，由于外部冲击少，本身是利于行业格局稳定的；但是从历史上看，在 2015 年以前，由于区域内的新增产能较多，而需求由于基建投资强度的减弱逐年降低，区域内供需关系恶化明显；而 2015 年以来随着政府严禁水泥产能新增，区域竞争格局开始逐渐固化，同时由于极低的天然产能利用率，导致供给侧约束持续增强（无论是自发的企业协同还是自上而下的政府错峰生产）；新疆 2019 年强力的错峰生产政策比历史上仍然有所加强，仍将是区域内供给的安全垫；**而区域内龙头企业竞合的“新常态”基本形成，区域内价格波动减少；**而 32.5 标号水泥在新疆区域的取消也将一定程度上有利于优化区域的行业格局。**需求端，**经历了过去几年的“维稳”和信用紧缩，2019 年区域经济增长有望重新作为主角登上舞台，基建有望发力带来需求弹性，实际产能利用率（错峰生产压减了大部分产能）有望稳步回暖带动企业盈利进一步提升。

■ **江苏地区供需两端强“韧性”维持区域盈利能力：**公司在江苏虽然只有 4 条生产线，但在华东区域水泥高景气的情况下为企业贡献了较多盈利。从江苏省的供给端看，我们认为江苏的环保压力有望促使 2019 年的错峰生产力度持续。需求端看，由于 2018 年江苏省地产新开工增速高达 20%，2019 年有望逐渐向后端传导，地产需求对于江苏省水泥的需求具备较强支撑作用；基建端看，区域内基础设施建设的规划增速较高，有望为水泥需求托底。

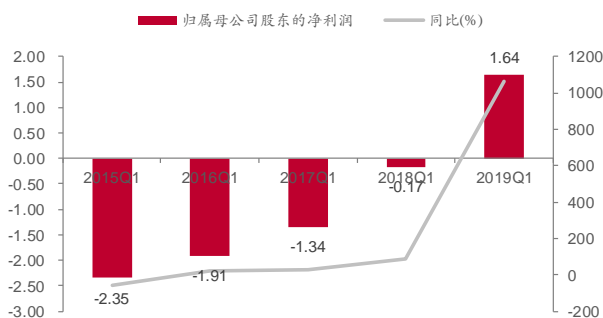
■ **公司经营内生改善明显，促盈利能力提升：**公司近年针对自身产能利用率较低的情况，对部分生产线计提减值，降低历史负担；与此同时，随着区域盈利的回升，公司资产负债率稳步下行，同样增厚了公司盈利能力。

■ **投资建议：**我们认为新疆水泥行业历史上格局最差的时候已经过去，区域内大范围的产能新增几乎不会再现，“存量格局”下相对封闭的市场、以及水泥行业自身强产能控制力将有望稳定天山股份的盈利能力；如果基建疏通信用成为 2019 年主旋律，新疆作为“一带一路”的重要战略地位有望迎来需求弹性。我们保守预计 2019 年、2020 年公司的归母净利润为 18.1 亿元、18.6 亿元，对应 2019 年、2020 年 PB 约为 1.4X、1.2X，具备较强安全边际。给予“增持”评级。

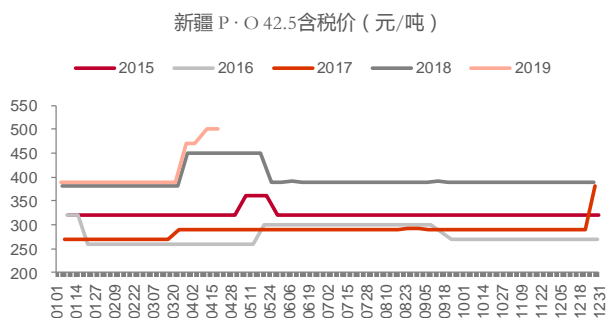
■ **风险提示：**水泥供给侧约束明显放松，区域需求大幅下滑。

**图表 1: 营业收入 (亿元)**


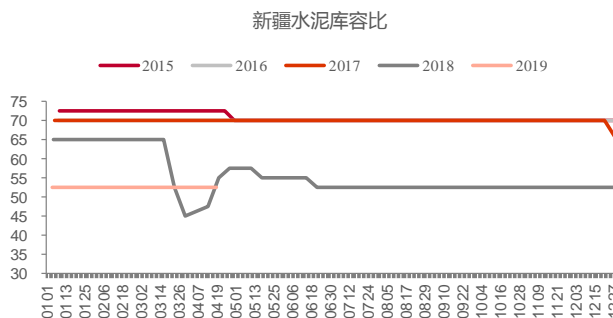
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 归母净利润 (亿元)**


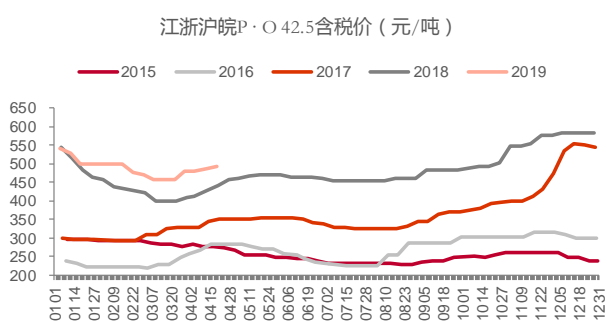
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 新疆水泥价格**


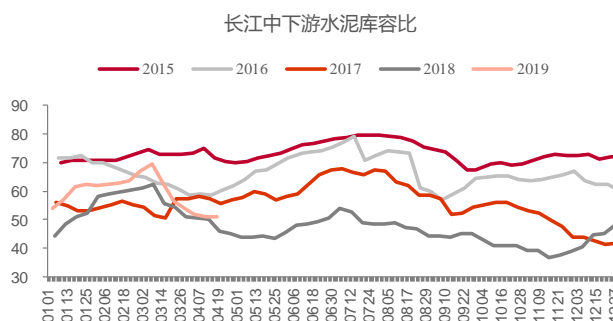
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

**图表 4: 新疆水泥库存**


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

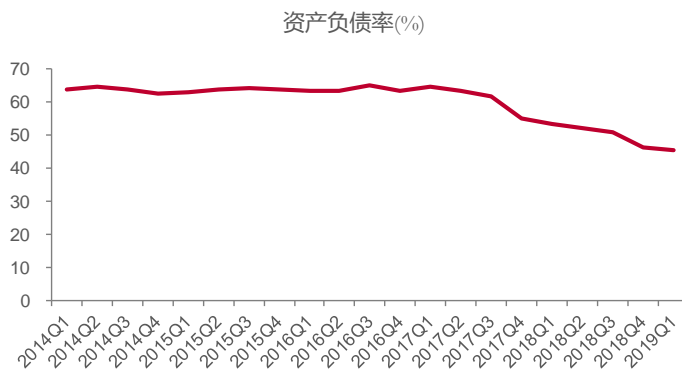
**图表 5: 江浙沪皖水泥价格**


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

**图表 6: 长江中下游水泥库存**


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 7: 资产负债率



来源: 中泰证券研究所

图表 8: 财务摘要

| 损益表(人民币百万元)   |        |        |        |        |        | 资产负债表(人民币百万元) |         |         |        |         |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------|---------|--------|---------|--------|
|               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |               | 2017A   | 2018A   | 2019E  | 2020E   | 2021E  |
| 营业总收入         | 70.80  | 79.32  | 91.72  | 92.36  | 93.21  | 货币资金          | 18.57   | 14.45   | 23.63  | 42.92   | 57.76  |
| 增长率           | 41.6%  | 12.0%  | 15.6%  | 0.7%   | 0.9%   | 应收款项          | 17.69   | 18.61   | 18.58  | 18.87   | 18.93  |
| 营业成本          | -50.27 | -50.62 | -55.02 | -55.45 | -55.88 | 存货            | 5.30    | 3.61    | 5.56   | 3.68    | 5.63   |
| % 销售收入        | 71.0%  | 63.8%  | 60.0%  | 60.0%  | 60.0%  | 其他流动资产        | 2.39    | 0.87    | 0.91   | 0.88    | 0.92   |
| 毛利            | 20.53  | 28.69  | 36.70  | 36.91  | 37.33  | 流动资产          | 43.96   | 37.55   | 48.68  | 66.36   | 83.24  |
| % 销售收入        | 29.0%  | 36.2%  | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  | % 总资产         | 23.8%   | 22.0%   | 28.0%  | 36.1%   | 43.2%  |
| 营业税金及附加       | -1.09  | -1.51  | -1.75  | -1.76  | -1.78  | 长期投资          | 2.96    | 2.22    | 2.22   | 2.21    | 2.20   |
| % 销售收入        | 1.5%   | 1.9%   | 1.9%   | 1.9%   | 1.9%   | 固定资产          | 124.10  | 117.90  | 111.14 | 103.97  | 96.54  |
| 营业费用          | -2.96  | -2.72  | -3.14  | -3.17  | -3.20  | % 总资产         | 67.2%   | 69.2%   | 63.9%  | 56.5%   | 50.1%  |
| % 销售收入        | 4.2%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   | 无形资产          | 6.35    | 6.11    | 5.64   | 5.16    | 4.68   |
| 管理费用          | -5.15  | -4.86  | -5.62  | -5.66  | -5.71  | 非流动资产         | 140.71  | 132.78  | 125.35 | 117.55  | 109.39 |
| % 销售收入        | 7.3%   | 6.1%   | 6.1%   | 6.1%   | 6.1%   | % 总资产         | 76.2%   | 78.0%   | 72.0%  | 63.9%   | 56.8%  |
| 息税前利润(EBIT)   | 11.33  | 19.61  | 26.19  | 26.33  | 26.65  | 资产总计          | 184.66  | 170.34  | 174.03 | 183.91  | 192.63 |
| % 销售收入        | 16.0%  | 24.7%  | 28.6%  | 28.5%  | 28.6%  | 短期借款          | 41.50   | 31.27   | 25.00  | 22.00   | 19.00  |
| 财务费用          | -4.27  | -2.94  | -1.45  | -1.00  | -0.60  | 应付款项          | 20.03   | 19.12   | 18.48  | 19.41   | 18.79  |
| % 销售收入        | 6.0%   | 3.7%   | 1.6%   | 1.1%   | 0.6%   | 其他流动负债        | 17.20   | 13.75   | 13.75  | 13.75   | 13.75  |
| 资产减值损失        | 4.45   | 2.07   | 1.00   | 1.00   | 1.00   | 流动负债          | 78.73   | 64.14   | 57.23  | 55.16   | 51.54  |
| 公允价值变动收益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 长期贷款          | 13.87   | 5.11    | 4.00   | 3.00    | 2.00   |
| 投资收益          | -0.02  | 0.04   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 其他长期负债        | 9.40    | 9.29    | 9.29   | 9.29    | 9.29   |
| % 税前利润        | —      | 0.2%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 负债            | 102.00  | 78.54   | 70.52  | 67.45   | 62.83  |
| 营业利润          | 11.50  | 18.77  | 25.73  | 26.33  | 27.05  | 普通股股东权益       | 73.51   | 84.00   | 95.76  | 108.76  | 122.14 |
| 营业利润率         | 16.2%  | 23.7%  | 28.1%  | 28.5%  | 29.0%  | 少数股东权益        | 9.15    | 7.79    | 7.75   | 7.70    | 7.65   |
| 营业外收支         | -0.33  | 0.05   | 0.05   | 0.05   | 0.05   | 负债股东权益合计      | 184.66  | 170.34  | 174.03 | 183.91  | 192.63 |
| 税前利润          | 11.17  | 18.82  | 25.78  | 26.37  | 27.10  |               |         |         |        |         |        |
| 利润率           | 15.8%  | 23.7%  | 28.1%  | 28.6%  | 29.1%  |               |         |         |        |         |        |
| 所得税           | -0.89  | -4.25  | -5.71  | -5.85  | -6.02  |               |         |         |        |         |        |
| 所得税率          | 8.0%   | 22.6%  | 22.1%  | 22.2%  | 22.2%  |               |         |         |        |         |        |
| 净利润           | 2.82   | 12.38  | 18.07  | 18.52  | 19.07  |               |         |         |        |         |        |
| 少数股东损益        | 0.17   | -0.03  | -0.05  | -0.05  | -0.05  |               |         |         |        |         |        |
| 归属于母公司的净利润    | 2.65   | 12.41  | 18.12  | 18.57  | 19.12  |               |         |         |        |         |        |
| 净利率           | 3.7%   | 15.6%  | 19.8%  | 20.1%  | 20.5%  |               |         |         |        |         |        |
| 现金流量表(人民币百万元) |        |        |        |        |        | 比率分析          |         |         |        |         |        |
|               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |               | 2017A   | 2018A   | 2019E  | 2020E   | 2021E  |
| 净利润           | 2.82   | 12.38  | 18.07  | 18.52  | 19.07  | 每股指标          |         |         |        |         |        |
| 加:折旧和摊销       | 10.04  | 9.34   | 9.29   | 9.43   | 9.55   | 每股收益(元)       | 0.25    | 1.18    | 1.73   | 1.77    | 1.82   |
| 资产减值准备        | 4.45   | 2.07   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 每股净资产(元)      | 7.01    | 8.01    | 9.13   | 10.37   | 11.65  |
| 公允价值变动损失      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 每股经营现金净流(元)   | 1.11    | 1.64    | 2.47   | 2.99    | 2.54   |
| 财务费用          | 4.39   | 2.68   | 1.45   | 1.00   | 0.60   | 每股股利(元)       | 0.08    | 0.08    | 0.52   | 0.53    | 0.55   |
| 投资收益          | 0.02   | -0.04  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 回报率           |         |         |        |         |        |
| 少数股东损益        | 0.17   | -0.03  | -0.05  | -0.05  | -0.05  | 净资产收益率        | 3.60%   | 14.77%  | 18.92% | 17.07%  | 15.66% |
| 营运资金的变动       | -7.79  | -5.67  | -2.95  | 2.40   | -2.56  | 总资产收益率        | 1.52%   | 7.27%   | 10.38% | 10.07%  | 9.90%  |
| 经营活动现金净流      | 11.67  | 17.20  | 25.87  | 31.35  | 26.67  | 投入资本收益率       | 4.80%   | 11.66%  | 16.77% | 17.56%  | 19.56% |
| 固定资产投资        | 2.04   | -1.58  | -1.60  | -1.60  | -1.60  | 增长率           |         |         |        |         |        |
| 投资活动现金净流      | -0.22  | 1.13   | -1.49  | -1.49  | -1.49  | 营业总收入增长率      | 41.56%  | 12.03%  | 15.63% | 0.70%   | 0.92%  |
| 股利分配          | -0.84  | -0.84  | -5.44  | -5.57  | -5.74  | EBIT增长率       | 96.15%  | 156.23% | 43.30% | 0.55%   | 1.27%  |
| 其他            | -5.04  | -20.35 | -9.76  | -5.00  | -4.60  | 净利润增长率        | 165.50% | 368.48% | 45.98% | 2.50%   | 2.97%  |
| 筹资活动现金净流      | -5.88  | -21.18 | -15.19 | -10.57 | -10.33 | 总资产增长率        | -0.03%  | -7.76%  | 2.17%  | 5.68%   | 4.74%  |
| 现金净流量         | 5.58   | -2.85  | 9.18   | 19.29  | 14.84  | 资产管理能力        |         |         |        |         |        |
|               |        |        |        |        |        | 应收账款周转天数      | 33.4    | 25.4    | 23.0   | 23.0    | 23.0   |
|               |        |        |        |        |        | 存货周转天数        | 30.6    | 20.2    | 18.0   | 18.0    | 18.0   |
|               |        |        |        |        |        | 应付账款周转天数      | 86.0    | 70.7    | 64.0   | 64.0    | 64.0   |
|               |        |        |        |        |        | 固定资产周转天数      | 660.5   | 549.2   | 449.5  | 419.3   | 387.2  |
|               |        |        |        |        |        | 偿债能力          |         |         |        |         |        |
|               |        |        |        |        |        | 净负债/股东权益      | 65.32%  | 23.25%  | -5.14% | -20.75% |        |
|               |        |        |        |        |        | EBIT利息保障倍数    | 1.6     | 6.0     | 17.3   | 25.4    | 43.0   |
|               |        |        |        |        |        | 资产负债率         | 55.23%  | 46.11%  | 40.52% | 36.68%  | 32.62% |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|   | 评级 | 说明                                 |
|---|----|------------------------------------|
| 股票评级  | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|   | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|   | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|   | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。 |    |                                    |

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。