

2021年03月11日

重组方案落地，打造水泥巨无霸

天山股份(000877)

| | | | |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 000877 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 25.34/10.49 |
| 目标价格: | 21.34 | 总市值(亿) | 173.67 |
| 最新收盘价: | 16.56 | 自由流通市值(亿) | 145.74 |
| | | 自由流通股数(百万) | 880.09 |

事件概述公司发布2020年报。公司2020年全年实现收入86.92亿元，同比-10.28%，实现归母净利润15.16亿元，同比-7.31%；其中Q4实现收入25.81亿元，同比+5.31%，实现归母净利润3.72亿元，同比-18.15%。

► **业绩受疫情、雨季、减值拖累，量价同比均有所下滑。**2020年，尽管新疆、江苏地区项目开工情况较好，但由于年中新疆新冠疫情复发，以及淡季华东雨季持续时间超预期，公司两地量、价均受到一定影响。根据年报数据，公司2020年水泥及熟料销量2146万吨，同比下降0.1%，平均售价356元/吨，同比下降21元/吨，使得吨毛利同比下降21元/吨至137元/吨；对应H2销量1257万吨，同比基本持平，售价350元/吨，同比下降14元/吨，同时由于H2原材料成本上升，吨毛利同比下降29元/吨至131元/吨。此外由于固定资产减值损失增加，公司资产减值损失同比上升6500万元左右，一定程度上也影响了净利润。

► **降负债控费用效果显著，对冲毛利下滑。**根据年报数据，测算公司2020年有息负债同比减少18亿元左右，使得资产负债率同比下降9.2个百分点至24.45%，财务费用同比减少1.1亿元左右。同时由于公司水泥配送比例下降，2020年公司销售费用同比减少1亿元左右至2.26亿元，测算2020年公司水泥整体吨三费同比下降11元/吨至40元/吨，费用率的下降对冲了公司收入、毛利率同比下降的不利因素，使得公司全年归母净利润降幅小于收入降幅。

► **重组方案公告，水泥新航母逐渐成型。**展望2021年，我们认为江苏、新疆地区2020年被压制的需求将逐渐释放，带动公司水泥量价同比平稳上升。同时，3月2日公司公告重组方案，公司拟采用发行股份及支付现金的方式，向中国建材等26名交易对方购买1)中联水泥100%股权、2)南方水泥99.9%股权、3)西南水泥95.7%股权及4)中材水泥100%股权等资产，交易对价981.42亿元。拟向不超过35名符合条件的特定投资者以非公开发行股份的方式募集配套资金不超过50亿元，发行股份数量不超过31461.7万股，用于补充流动性、债务偿还等。交易对价981.42亿元，对应1.52x PB，与A股水泥板块估值相仿。

我们测算，如果重组完成，公司熟料产能将由目前的2628万吨上升至3.2亿吨左右，从而超过海螺水泥成为A股名义产能最大的水泥企业，并成为A股第二家全国性水泥企业，而中建材水泥资产也将迎来价值重估，且我们认为未来公司可通过1)避免区域内同业竞争、2)统一集中采购以及3)增强跨区域合作方式，增强公司自身竞争力，并优化区域格局。同时，我们认为这仅是中建材同业整合第一步，未来还将有进一步整合动作。

此外，根据公司公告备考2020年前10月利润表，合并口径交易后2020年前10月公司基本EPS1.44元，而交易前天山2020年前10个月EPS为1.35元，因此我们认为投资者无需担心股本数大幅增加而摊薄公司EPS，交易后实际是增厚新天山EPS的。

投资建议

由于重组尚未完成，暂不考虑其影响。考虑到2020年疫情及雨季下降幅超预期，使得2021年水泥价格起点低于预期，小幅下调价格假设，对应下调2021/2022年净利润预测10.4%/14.3%至20.29/22.07亿元。给予公司2021年盈利预测11x PE，对应下调目标价至21.34元（原：25.92元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，重组进度低于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 9688.22 | 8692.27 | 9878.08 | 10412.66 | 10979.59 |
| YoY (%) | 22.14% | -10.28% | 13.64% | 5.41% | 5.44% |
| 归母净利润(百万元) | 1635.76 | 1516.26 | 2029.38 | 2207.05 | 2397.39 |
| YoY (%) | 31.80% | -7.31% | 33.84% | 8.75% | 8.62% |
| 毛利率 (%) | 36.60% | 37.26% | 40.55% | 41.14% | 41.73% |
| 每股收益 (元) | 1.56 | 1.45 | 1.94 | 2.10 | 2.29 |
| ROE | 16.96% | 14.26% | 16.88% | 16.35% | 15.88% |
| 市盈率 | 10.62 | 11.45 | 8.56 | 7.87 | 7.24 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 8692.27 | 9878.08 | 10412.66 | 10979.59 | 净利润 | 1718.01 | 2299.40 | 2500.70 | 2716.38 |
| YoY (%) | -10.28% | 13.64% | 5.41% | 5.44% | 折旧和摊销 | 845.57 | 252.30 | 254.71 | 257.34 |
| 营业成本 | 5453.20 | 5872.31 | 6128.72 | 6397.95 | 营运资金变动 | -320.82 | -385.81 | 15.60 | 16.10 |
| 营业税金及附加 | 130.95 | 148.82 | 156.87 | 165.41 | 经营活动现金流 | 2565.98 | 2328.72 | 2933.84 | 3152.64 |
| 销售费用 | 225.85 | 256.66 | 270.55 | 285.28 | 资本开支 | 50.61 | -15.01 | -15.01 | -15.01 |
| 管理费用 | 487.05 | 553.49 | 583.45 | 615.22 | 投资 | 41.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 88.33 | 32.79 | 5.93 | -22.58 | 投资活动现金流 | 93.43 | -32.93 | -32.93 | -32.93 |
| 资产减值损失 | 316.59 | 316.59 | 316.59 | 316.59 | 股权募资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | -17.92 | -17.92 | -17.92 | -17.92 | 债务募资 | -1709.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 2161.71 | 2619.35 | 2869.24 | 3136.96 | 筹资活动现金流 | -2353.79 | -698.69 | -796.02 | -859.22 |
| 营业外收支 | -29.08 | 234.99 | 234.99 | 234.99 | 现金净流量 | 305.61 | 1597.09 | 2104.88 | 2260.49 |
| 利润总额 | 2132.63 | 2854.34 | 3104.23 | 3371.95 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 414.63 | 554.94 | 603.52 | 655.57 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 1718.01 | 2299.40 | 2500.70 | 2716.38 | 营业收入增长率 | -10.28% | 13.64% | 5.41% | 5.44% |
| 归属于母公司净利润 | 1516.26 | 2029.38 | 2207.05 | 2397.39 | 净利润增长率 | -7.31% | 33.84% | 8.75% | 8.62% |
| YoY (%) | -7.31% | 33.84% | 8.75% | 8.62% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.45 | 1.94 | 2.10 | 2.29 | 毛利率 | 37.26% | 40.55% | 41.14% | 41.73% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率率 | 19.76% | 23.28% | 24.02% | 24.74% |
| 货币资金 | 1153.64 | 2750.73 | 4855.61 | 7116.10 | 总资产收益率 ROA | 10.12% | 12.39% | 12.12% | 11.86% |
| 预付款项 | 47.02 | 47.02 | 47.02 | 47.02 | 净资产收益率 ROE | 14.26% | 16.88% | 16.35% | 15.88% |
| 存货 | 396.61 | 427.10 | 445.74 | 465.33 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 1866.50 | 1950.35 | 1988.16 | 2028.25 | 流动比率 | 1.34 | 2.23 | 3.06 | 3.91 |
| 流动资产合计 | 3463.77 | 5175.20 | 7336.53 | 9656.69 | 速动比率 | 1.16 | 2.02 | 2.86 | 3.70 |
| 长期股权投资 | 73.60 | 73.60 | 73.60 | 73.60 | 现金比率 | 0.44 | 1.18 | 2.03 | 2.88 |
| 固定资产 | 10076.96 | 10050.51 | 10048.62 | 10057.57 | 资产负债率 | 24.45% | 20.71% | 19.02% | 17.51% |
| 无形资产 | 633.35 | 603.58 | 573.82 | 544.06 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 11519.38 | 11200.48 | 10879.19 | 10555.26 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.63 | 0.60 | 0.57 |
| 资产合计 | 14983.15 | 16375.68 | 18215.72 | 20211.95 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 62.56 | 62.56 | 62.56 | 62.56 | 每股收益 | 1.45 | 1.94 | 2.10 | 2.29 |
| 应付账款及票据 | 1361.81 | 1437.96 | 1484.55 | 1533.47 | 每股净资产 | 10.14 | 11.47 | 12.87 | 14.40 |
| 其他流动负债 | 1169.13 | 821.51 | 846.98 | 873.84 | 每股经营现金流 | 2.45 | 2.22 | 2.80 | 3.01 |
| 流动负债合计 | 2593.50 | 2322.03 | 2394.09 | 2469.86 | 每股股利 | 0.30 | 0.64 | 0.70 | 0.76 |
| 长期借款 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 370.14 | 370.14 | 370.14 | 370.14 | PE | 11.45 | 8.56 | 7.87 | 7.24 |
| 非流动负债合计 | 1070.14 | 1070.14 | 1070.14 | 1070.14 | PB | 1.49 | 1.44 | 1.29 | 1.15 |
| 负债合计 | 3663.64 | 3392.17 | 3464.22 | 3540.00 | | | | | |
| 股本 | 1048.72 | 1048.72 | 1048.72 | 1048.72 | | | | | |
| 少数股东权益 | 688.08 | 958.10 | 1251.76 | 1570.75 | | | | | |
| 股东权益合计 | 11319.51 | 12983.51 | 14751.49 | 16671.95 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 14983.15 | 16375.68 | 18215.72 | 20211.95 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。