

天山股份 (000877.SZ)

公司完成重组，经营有望持续改善

核心观点：

- **公司完成重组，经营有望持续改善。** 中国建材水泥板块业务完成深度整合，整合后的新天山持有中联水泥 100% 股权、南方水泥 99.9% 股权、西南水泥 95.7% 股权及中材水泥 100% 股权，拥有熟料产能约 3 亿吨、商品混凝土产能约 4 亿立方米、骨料产能约 1.5 亿吨，成为业务规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司，整合后将有效解决同业竞争问题、协同效应凸显、盈利能力增强、资产质量进一步提升，新天山这些水泥公司过去几年资产负债表持续改善，表现为资产负债率和财务费用率下降，资产减值力度较大，资产质量进一步优化。
- **聚焦提升增效和优化升级，做强水泥、做优商混、做大骨料。** 公司成为行业内产能最大的水泥企业，未来一方面对外将继续进行行业生态建设，促进行业供给侧改革、推进错峰生产和行业自律，在稳定的供需格局下水泥价格将持续高位运行；另一方面对内聚焦提升增效和优化升级，做强水泥、做优商混、做大骨料，水泥业务规模（区域控制力）和区位优势等也将对商混、骨料产业快速发展形成有力支撑。
- **提升分红比例至 50% 以上，注重股东回报。** 公司公告 2021-2023 年度现金分红比例提升至 50% 以上，2018-2020 年为 32.11%、32.58% 和 33.20%，若按照 50% 分红率计算 2021、2022 年股息率为 5.2%、6.3%。公司提升现金分红比例，表明公司注重投资者回报、与投资者共享公司发展成果，同时也彰显公司可持续发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.57/1.92/2.07 元，按最新收盘价对应 PE 分别为 9.5/7.8/7.2 倍，PB 为 1.3/1.2/1.0 倍。参考可比公司估值，我们给予公司 2022 年 1.6x PB 合理估值的判断，对应合理价值 18.95 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 需求不及预期，行业新增供给超预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,688	8,692	170,195	174,781	179,144
增长率（%）	22.1	-10.3	1858.0	2.7	2.5
EBITDA（百万元）	3,381	3,188	30,442	34,846	36,584
归母净利润（百万元）	1,636	1,516	13,136	16,031	17,267
增长率（%）	31.8	-7.3	766.4	22.0	7.7
EPS（元/股）	1.56	1.45	1.57	1.92	2.07
市盈率（x）	7.60	10.44	9.50	7.78	7.22
ROE（%）	17.0	14.3	13.3	14.7	14.5
EV/EBITDA（x）	4.23	4.85	5.83	5.06	4.74

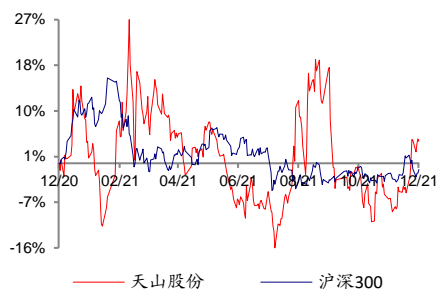
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	14.94 元
合理价值	18.95 元
前次评级	买入
报告日期	2021-12-27

相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688

xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

张乾 021-38003687

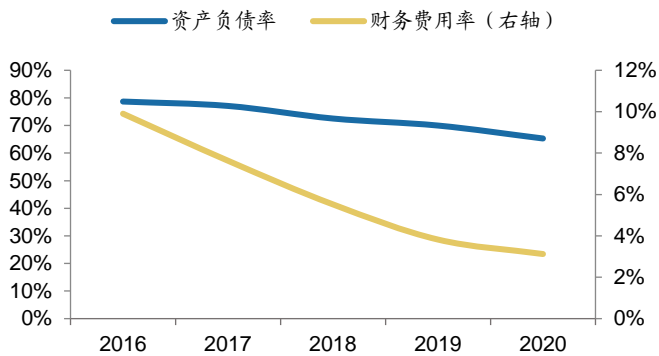
gzhangqian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、公司完成重组，经营有望持续改善

天山股份完成重组，经营有望持续改善。中国建材水泥板块业务完成深度整合，整合后的新天山持有中联水泥100%股权、南方水泥99.9274%股权、西南水泥95.7166%股权及中材水泥100%股权，拥有熟料产能约3亿吨、商品混凝土产能约4亿立方米、骨料产能约1.5亿吨，成为业务规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司，整合后将有效解决同业竞争问题、协同效应凸显、盈利能力增强、资产质量进一步提升，新天山这些水泥公司过去几年资产负债表持续改善，表现为资产负债率和财务费用率下降，资产减值力度较大，资产质量进一步优化，提升中长期竞争力。

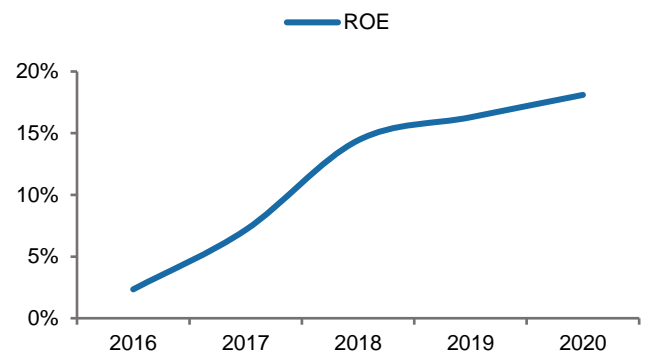
图1：新天山资产负债率和财务费用率



数据来源：公司财报，公司并购重组公告，广发证券发展研究中心

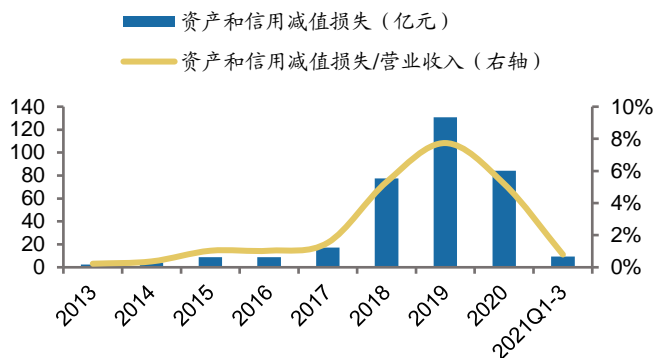
注：新天山历史数据为五个公司（天山股份、中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥）合并口径数据，下同

图2：新天山 ROE



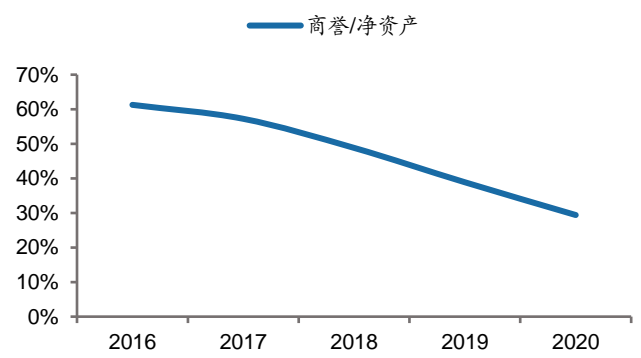
数据来源：公司财报，公司并购重组公告，广发证券发展研究中心

图3：新天山资产减值和信用减值



数据来源：公司财报，公司并购重组公告，广发证券发展研究中心

图4：新天山商誉占净资产比重



数据来源：公司财报，公司并购重组公告，广发证券发展研究中心

聚焦提升增效和优化升级，做强水泥、做优商混、做大骨料。公司成为行业内产能最大的水泥企业，未来一方面对外将继续进行行业生态建设，促进行业供给侧改革，坚定不移推进错峰生产和行业自律，继续进行区域市场整合，在稳定的供需格局下水泥价格将持续高位运行；另一方面对内聚焦提升增效和优化升级，做强水泥、做优商混、做大骨料，混凝土销量从2016年的0.73亿立方米提升至2020年的1.04亿立方米，骨料销量从2018年的2479万吨提升至2020年的6389万吨，水泥业务规模（区域控制力）和区位布局等优势也将对商混、骨料产业快速发展形成有力支撑。

表1：新天山主要业务情况

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
水泥和熟料	熟料产能（万吨）				32073	31663	31351
	水泥产能（万吨）				43530	43249	42783
	水泥和熟料销量（万吨）	30806	31210	31904	32233	33517	32862
	YOY	-2%	1%	2%	1%	4%	-2%
	水泥熟料收入（亿元）		642	807	1038	1149	1065
	YOY			26%	29%	11%	-7%
混凝土	混凝土产能（万方）				45094	45401	39819
	混凝土销量（万方）		7327	8492	9047	10509	10426
	YOY			16%	7%	16%	-1%
	混凝土收入（亿元）	212	207	292	397	495	485
	YOY	-25%	-2%	41%	36%	25%	-2%
骨料	骨料产能（万吨）				4670	8895	13500
	骨料销量（万吨）				2479	3826	6389
	YOY					54%	67%
	骨料收入（亿元）				14	27	33
	YOY					88%	23%

数据来源：公司财报，公司并购重组公告，广发证券发展研究中心

注：上述数据由天山股份、中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥五个公司加总得到

提升分红比例至50%以上，注重股东回报。公司12月10日公告2021-2023年度现金分红比例提升至50%以上，2018-2020年为32.11%、32.58%和33.20%，未来三年公司现金分红比例将明显提升，若按照50%分红率计算2021、2022年股息率为5.2%、6.3%。公司提升现金分红比例，表明公司注重投资者回报、与投资者共享公司发展成果，同时也彰显公司可持续发展的信心。

二、盈利预测和投资建议

水泥行业新增供给少、格局稳定，“碳中和”背景下或将迎来新一轮供给侧改革，行业需求仍处于平台期，稳定的供需格局下价格将持续高位运行，使得公司水泥业务保持高盈利，将同步带来资产质量优化和资产负债率下降、财务费用率下降，从而提升公司ROE中枢。中国建材水泥板块业务完成深度整合，整合后的新天山拥有熟料产能约3亿吨、商品混凝土产能约4亿立方米、骨料产能约1.5亿吨，成为业务规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司，“水泥+”业务持续扩张成为新的增长极，整合后将有效解决同业竞争问题、协同效应凸显、盈利能力增强、资产质量进一步提升；同时公司公告2021-2023年度现金分红比例提升至50%以上，股东回报率明显提升，若按照50%分红率计算2021、2022年股息率为5.2%、6.3%。

具体到未来三年的业绩，盈利预测关键假设：

- 1. 水泥和熟料。**2021年4月份以来水泥需求持续疲软，2022年在稳增长基调下需求有望保持稳定，预计2021-2023年销量均为3.1亿吨，吨毛利分别为90、95、95元，水泥和熟料业务收入分别为1085、1086、1086亿元，成本分别为807、792、792亿元，毛利率分别为26%、27%、27%。
- 2. 混凝土业务。**预计2021-2023年销量为1.09、1.15、1.21亿立方米，混凝土业务收入分别为524、551、578亿元，成本分别为425、438、460亿元，毛利率分别为19%、21%、21%。
- 3. 骨料业务。**公司骨料业务收入跟随产能持续扩张，预计2021-2023年销量为0.96、1.34、1.74亿吨，骨料业务收入分别为53、71、87亿元，成本分别为24、34、42亿元，毛利率分别为55%、53%、52%。
- 4. 销售费用率：**我们预计公司2021-2023年销售费用率分别为1.8%、1.8%、1.8%。
- 5. 管理+研发费用率：**规模效应摊薄费用，我们预计公司2021-2023年管理+研发费用率分别为5.6%、5.2%、4.9%。

表2：天山股份业绩预测假设

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥和熟料	收入(亿元)	81	77	1085	1086	1086
	成本(亿元)	47	47	807	792	792
	毛利率	42%	38%	26%	27%	27%
混凝土	收入(亿元)	9	8	524	551	578
	成本(亿元)			425	438	460
	毛利率			19%	21%	21%
骨料	收入(亿元)			53	71	87
	成本(亿元)			24	34	42
	毛利率			55%	53%	52%
公司	收入(亿元)	97	87	1702	1748	1791
	成本(亿元)	61	55	1284	1291	1321
	毛利率	37%	37%	25%	26%	26%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

表3: 新天山业绩预测假设

新天山 (亿元)		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
水泥和熟料	收入 (亿元)	1149	1065	1085	1086	1086
	成本 (亿元)	748	723	807	792	792
	毛利率	35%	32%	26%	27%	27%
混凝土	收入 (亿元)	495	485	524	551	578
	成本 (亿元)	394	385	425	438	460
	毛利率	20%	21%	19%	21%	21%
骨料	收入 (亿元)	27	33	53	71	87
	成本 (亿元)	7	16	24	34	42
	毛利率	75%	52%	55%	53%	52%
公司	收入 (亿元)	1676	1623	1702	1748	1791
	成本 (亿元)	1113	1152	1284	1291	1321
	毛利率	34%	29%	25%	26%	26%

数据来源: 公司财报, 公司并购重组公告, 广发证券发展研究中心

注: 上述数据由天山股份、中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥五个公司加总得到

我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.57/1.92/2.07元, 按最新收盘价对应PE分别为9.5/7.8/7.2倍, PB为1.3/1.2/1.0倍。参考可比公司估值, 我们给予公司2021年1.6x PB合理估值的判断, 对应合理价值18.95元/股, 维持“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

证券简称	收盘价 (元/股)	PB	PB	EV/EBITDA	EV/EBITDA
	2021/12/23	(x, 2021E)	(x, 2022E)	(x, 2021E)	(x, 2022E)
海螺水泥	41.75	1.19	1.04	3.29	3.14
华新水泥	19.97	1.52	1.30	3.70	3.17
上峰水泥	20.83	1.94	1.54	4.77	4.18
冀东水泥	12.26	1.46	1.31	4.42	4.03

数据来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

需求不及预期, 行业新增供给超预期。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,036	3,464	96,878	101,960	107,270
货币资金	689	1,154	35,000	38,000	41,000
应收及预付	628	662	42,088	43,139	44,210
存货	351	397	12,313	12,380	12,670
其他流动资产	1,368	1,252	7,478	8,441	9,391
非流动资产	12,243	11,519	205,508	214,575	223,881
长期股权投资	111	74	13,074	15,074	17,074
固定资产	10,982	10,077	117,845	126,653	135,701
在建工程	78	392	18,392	18,402	18,412
无形资产	674	633	27,763	26,912	26,060
其他长期资产	397	343	28,434	27,534	26,634
资产总计	15,278	14,983	302,386	316,535	331,151
流动负债	3,401	2,594	152,822	151,526	150,127
短期借款	923	63	45,275	43,310	39,415
应付及预收	1,140	1,362	40,456	40,677	41,629
其他流动负债	1,338	1,169	67,091	67,539	69,083
非流动负债	1,739	1,070	48,850	52,850	56,850
长期借款	1,354	700	30,700	33,700	36,700
应付债券	0	0	10,000	11,000	12,000
其他非流动负债	385	370	8,150	8,150	8,150
负债合计	5,140	3,664	201,672	204,376	206,977
股本	1,049	1,049	8,349	8,349	8,349
资本公积	4,076	4,076	90,947	90,947	90,947
留存收益	4,516	5,500	14,565	24,594	35,086
归属母公司股东权益	9,647	10,631	98,867	108,897	119,388
少数股东权益	491	688	1,847	3,262	4,785
负债和股东权益	15,278	14,983	302,386	316,535	331,151

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,688	8,692	170,195	174,781	179,144
营业成本	6,143	5,453	128,404	129,106	132,127
营业税金及附加	154	131	2,213	2,272	2,329
销售费用	328	226	3,064	3,146	3,225
管理费用	533	487	8,169	8,040	7,882
研发费用	40	53	1,362	1,049	896
财务费用	196	88	5,104	5,261	5,423
资产减值损失	-252	-317	-3,404	-3,146	-2,687
公允价值变动收益	33	-34	-340	-350	-358
投资净收益	6	-18	1,702	1,748	1,791
营业利润	2,397	2,162	19,668	23,985	25,829
营业外收支	-70	-29	-85	-87	-90
利润总额	2,327	2,133	19,583	23,898	25,740
所得税	498	415	5,287	6,452	6,950
净利润	1,829	1,718	14,295	17,445	18,790
少数股东损益	193	202	1,159	1,415	1,524
归属母公司净利润	1,636	1,516	13,136	16,031	17,267
EBITDA	3,381	3,188	30,442	34,846	36,584
EPS (元)	1.56	1.45	1.57	1.92	2.07

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,676	2,566	70,200	27,225	30,018
净利润	1,829	1,718	14,295	17,445	18,790
折旧摊销	891	846	3,457	3,678	3,898
营运资金变动	-278	-321	46,508	-762	827
其它	235	323	5,940	6,864	6,502
投资活动现金流	-355	93-197,704	-12,295	-12,249	
资本支出	-8	51-180,918	-10,943	-10,940	
投资变动	-348	42	-14,148	-2,650	-2,642
其他	1	1	-2,638	1,298	1,333
筹资活动现金流	-2,847	-2,354	161,350	-11,930	-14,769
银行借款	3,504	813	75,212	1,035	-894
股权融资	0	0	7,300	0	0
其他	-6,351	-3,167	78,838	-12,965	-13,874
现金净增加额	-526	306	33,846	3,000	3,000
期初现金余额	1,132	606	1,154	35,000	38,000
期末现金余额	606	912	35,000	38,000	41,000

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	22.1%	-10.3%	1858.0%	2.7%	2.5%
营业利润增长	44.6%	-9.8%	809.8%	22.0%	7.7%
归母净利润增长	31.8%	-7.3%	766.4%	22.0%	7.7%
获利能力					
毛利率	36.6%	37.3%	24.6%	26.1%	26.2%
净利率	18.9%	19.8%	8.4%	10.0%	10.5%
ROE	17.0%	14.3%	13.3%	14.7%	14.5%
ROIC	15.4%	15.6%	10.5%	11.3%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	24.5%	66.7%	64.6%	62.5%
净负债比率	50.7%	32.4%	200.2%	182.2%	166.7%
流动比率	0.89	1.34	0.63	0.67	0.71
速动比率	0.77	1.15	0.53	0.57	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.58	0.56	0.55	0.54
应收账款周转率	20.97	18.82	4.56	4.56	4.56
存货周转率	27.61	21.92	13.82	14.12	14.14
每股指标 (元)					
每股收益	1.56	1.45	1.57	1.92	2.07
每股经营现金流	2.55	2.45	8.41	3.26	3.60
每股净资产	9.20	10.14	11.84	13.04	14.30
估值比率					
P/E	7.60	10.44	9.50	7.78	7.22
P/B	1.29	1.49	1.26	1.15	1.04
EV/EBITDA	4.23	4.85	5.83	5.06	4.74

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：高级分析师，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。