

天山股份（000877.SZ）

聚焦提质增效，期待重组协同发展

买入

核心观点

规模整合倍增，营收稳步增长。2021 年公司分别完成营收和归母净利润 1699.79 亿元和 125.30 亿元，追溯调整口径后增速分别为 4.83% 和 -3.53%，基本 EPS 为 1.5653 元/股，拟 10 派 3.3 元（含税），符合此前业绩预告。作为重组完成后的第一年，公司收入规模实现小幅增长，利润端受原燃材料价格上升影响小幅承压。

成本上行影响盈利水平，费用管控获得改善。2021 年公司水泥熟料收入为 1138.6 亿元，同增 6.88%，销量实现 3.17 亿吨，同减 3.4%，主要受下半年需求下降影响，全年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 359/257/102 元/吨，分别同比+35/+36/-1.7 元/吨；混凝土业务收入为 485.62 亿元，同减 0.06%，销量实现 1.05 亿方，同增+0.5%，单方收入/成本/毛利分别为 464/396/68 元/方，分别同比-2.7/+17.5/-20.11 元/方；骨料收入为 41.9 亿元，同增 25.42%，销量为 0.86 亿吨，同增 34.1%。费用端小幅优化，报告期内期间费用率同比小幅下降 0.02pct 至 10.45%，其中销售、管理和财务费用率分别同比下降 0.19/0.04/0.37pct 至 1.61%/5.03%/2.76%，研发费用率小幅提高 0.59pct 至 1.06%，主要系新增研发项目所致。期末公司资产负债率 67.96%，同比提高 4.12pct，未来仍有较大改善优化空间。

加强内部整合管理，资产质量有望保持优化。公司完成重大资产重组后，启动内部整合管理工作，搭建新的扁平化管理组织，将原下属 5 个板块公司及其附属公司重新划分为 10 个专业化水泥公司、4 个商混骨料和特种水泥业务专业化运营区域公司及附属公司，有助于进一步发挥内部协同效应，提升公司盈利能力、经营水平和综合竞争力。报告期内，公司计提资产减值和信用减值共计 52.2 亿元，较上年减少大幅减少 32 亿，未来有望保持下降趋势并提供业绩弹性。

风险提示：供给增加超预期；项目落地不及预期；疫情反复。

投资建议：安全边际良好，维持“买入”评级。

新天山水泥目前已成为全国规模最大的水泥企业，拥有熟料产能 3.3 亿吨，未来除了进一步优化水泥业务、巩固商混业务外，将加快骨料业务发展，增加资源储备。公司要求 2022 年分红率不低于 50%，股息率达 6%，具备良好安全边际。预计 2022-24 年 EPS 分别为 1.64/1.76/1.84 元/股，对应 PE 为 8.0/7.4/7.1x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,692	169,979	178,866	185,965	190,310
(+/-%)	-10.3%	4.8%	5.2%	4.0%	2.3%
净利润(百万元)	1516	12530	13726	14671	15355
(+/-%)	-7.3%	-3.5%	9.5%	6.9%	4.7%
每股收益(元)	1.45	1.56	1.64	1.76	1.84
EBIT Margin	27.6%	17.0%	15.6%	15.4%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	16.5%	17.5%	18.0%	18.2%
市盈率 (PE)	9.0	8.4	8.0	7.4	7.1
EV/EBITDA	5.5	8.0	7.9	7.9	7.6
市净率 (PB)	1.29	1.44	1.39	1.34	1.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（2021 年增速为追溯调整口径） 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	13.07 元
总市值/流通市值	113225/11502 百万元
52 周最高价/最低价	18.44/11.61 元
近 3 个月日均成交额	260.49 百万元

市场走势



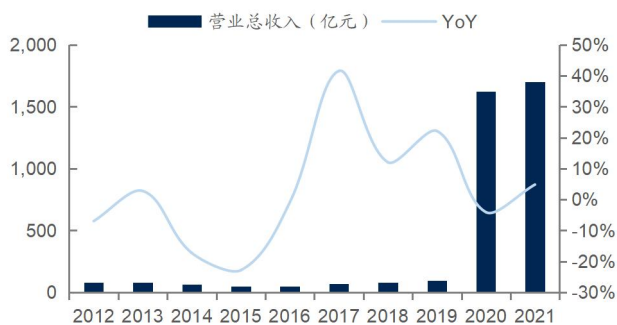
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天山股份-000877-2021 年中报点评：降负债成果显著，重组推进顺利》——2021-08-21
- 《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

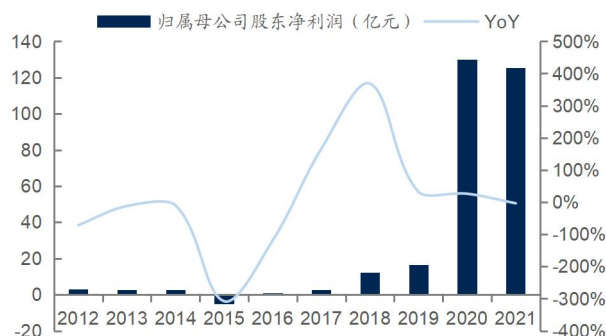
规模整合倍增，营收稳步增长。2021 年公司分别完成营收和归母净利润 1699.79 亿元和 125.30 亿元，追溯调整口径后增速分别为 4.83% 和 -3.53%，基本 EPS 为 1.5653 元/股，拟 10 派 3.3 元（含税），符合此前业绩预告。作为重组完成后的第一年，公司收入规模实现小幅增长，利润端受原燃材料价格上升影响小幅承压。

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（2020 年使用追溯调整口径）

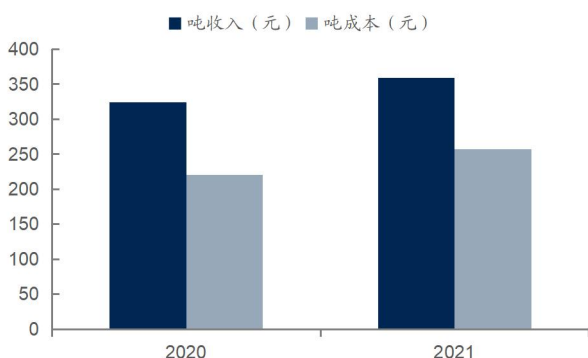
图2：天山股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2020 年使用追溯调整口径）

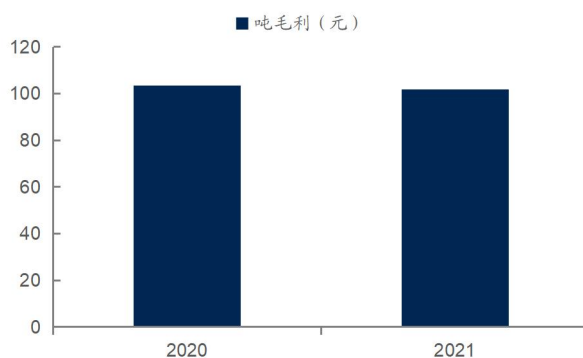
成本上行影响盈利水平，费用管控获得改善。2021 年公司水泥熟料收入为 1138.6 亿元，同增 6.88%，销量实现 3.17 亿吨，同减 3.4%，主要受下半年需求下降影响，全年吨收入/吨成本/吨毛利分别为 359/257/102 元/吨，分别同比+35/+36/-1.7 元/吨；混凝土业务收入为 485.62 亿元，同减 0.06%，销量实现 1.05 亿方，同增 +0.5%，单方收入/成本/毛利分别为 464/396/68 元/方，分别同比 -2.7/+17.5/-20.11 元/方；骨料收入为 41.9 亿元，同增 25.42%，销量为 0.86 亿吨，同增 34.1%。费用端小幅优化，报告期内期间费用率同比小幅下降 0.02pct 至 10.45%，其中销售、管理和财务费用率分别同比下降 0.19/0.04/0.37pct 至 1.61%/5.03%/2.76%，研发费用率小幅提高 0.59pct 至 1.06%，主要系新增研发项目所致。期末公司资产负债率 67.96%，同比提高 4.12pct，未来仍有较大改善优化空间。

图3：天山股份吨收入和吨成本情况



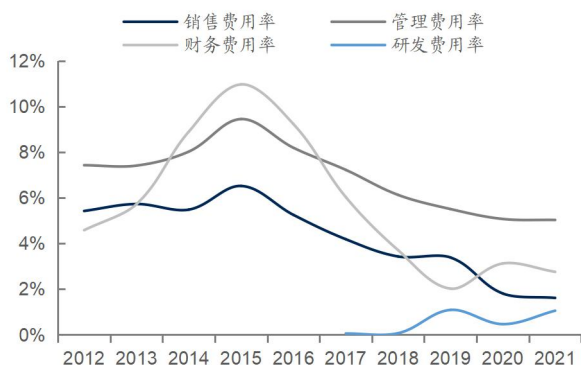
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天山股份吨毛利情况



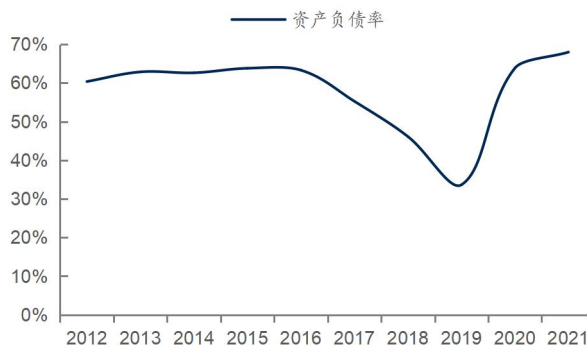
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 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 (2020 年使用追溯调整口径)

图6: 天山股份资产负债率具备下行空间 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2020 年使用追溯调整口径)

加强内部整合管理，资产质量有望保持优化。公司完成重大资产重组后，启动内部整合管理工作，搭建新的扁平化管理组织，将原下属 5 个板块公司及其附属公司重新划分为 10 个专业化水泥公司、4 个商混骨料和特种水泥业务专业化运营区域公司及附属公司，有助于进一步发挥内部协同效应，提升公司盈利能力、经营水平和综合竞争力。报告期内，公司计提资产减值和信用减值共计 52.2 亿元，较上年减少大幅减少 32 亿，未来有望保持下降趋势并提供业绩弹性。

安全边际良好，维持“买入”评级。新天山水泥目前已成为全国规模最大的水泥企业，拥有熟料产能 3.3 亿吨，未来除了进一步优化水泥业务、巩固商混业务外，将加快骨料业务发展，增加资源储备。公司要求 2022 年分红率不低于 50%，股息率达 6%，具备良好安全边际。预计 2022-24 年 EPS 分别为 1.64/1.76/1.84 元/股，对应 PE 为 8.0/7.4/7.1x，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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1154	14288	1200	7744	5482	营业收入	8692	169979	178866	185965	190310
应收款项	645	36752	25973	33606	31013	营业成本	5453	127589	136012	142263	146348
存货净额	397	10060	10854	11353	11686	营业税金及附加	131	2207	2251	2340	2395
其他流动资产	1151	10960	17606	15148	17117	销售费用	226	2744	2701	2656	2608
流动资产合计	3464	73155	56728	68946	66393	管理费用	487	8546	9986	9992	9995
固定资产	10469	125092	116819	109006	101634	财务费用	88	4684	2816	2333	1831
无形资产及其他	633	35785	34354	32922	31491	投资收益	(18)	1766	10	0	0
投资性房地产	343	38536	38536	38536	38536	资产减值及公允价值变动	(350)	(3967)	(2200)	(1900)	(1500)
长期股权投资	74	12491	18681	27984	35731	其他收入	223	(1597)	(200)	(202)	(220)
资产总计	14983	285060	265117	277395	273785	营业利润	2162	20411	22709	24278	25412
短期借款及交易性金融负债	64	37198	22949	9779	0	营业外净收支	(29)	366	50	50	50
应付款项	1362	37185	38694	41220	42045	利润总额	2133	20777	22759	24328	25462
其他流动负债	1168	65733	50913	63739	59965	所得税费用	415	5855	6413	6855	7175
流动负债合计	2594	140116	112557	114737	102010	少数股东损益	202	2392	2620	2801	2932
长期借款及应付债券	700	44201	44201	44201	44201	归属于母公司净利润	1516	12530	13726	14671	15355
其他长期负债	370	9423	13941	20727	26379						
长期负债合计	1070	53624	58142	64928	70580	现金流量表（百万元）					
负债合计	3664	193740	170699	179665	172590	净利润	1516	12530	13726	14671	15355
少数股东权益	688	15373	15869	16400	16956	资产减值准备	65	4903	152	(248)	(312)
股东权益	10631	75947	78549	81329	84240	折旧摊销	786	9133	7553	7842	7915
负债和股东权益总计	14983	285060	265117	277395	273785	公允价值变动损失	(283)	(3772)	2200	1900	1500
关键财务与估值指标						财务费用	88	4684	2816	2333	1831
每股收益	1.45	1.56	1.64	1.76	1.84	营运资本变动	438	20570	(5300)	16214	2682
每股红利	0.61	1.78	1.33	1.42	1.49	其它	51	(5350)	345	779	868
每股净资产	10.14	9.10	9.41	9.74	10.09	经营活动现金流	2573	38015	18676	41158	28009
ROIC	16%	27%	14%	16%	19%	资本开支	0	(130665)	(200)	(250)	(300)
ROE	14%	16%	17%	18%	18%	其它投资现金流	34	(977)	0	0	0
毛利率	37%	25%	24%	23%	23%	投资活动现金流	71	(144059)	(6390)	(9554)	(8047)
EBIT Margin	28%	17%	16%	15%	15%	权益性融资	0	465	0	0	0
EBITDA Margin	37%	22%	20%	20%	19%	负债净变化	(654)	33006	0	0	0
收入增长	-10%	1856%	5%	4%	2%	支付股利、利息	(645)	(14868)	(11124)	(11891)	(12445)
净利润增长率	-7%	726%	10%	7%	5%	其它融资现金流	417	82436	(14249)	(13170)	(9779)
资产负债率	29%	73%	70%	71%	69%	融资活动现金流	(2180)	119178	(25374)	(25061)	(22224)
息率	0.6%	13.6%	10.2%	10.9%	11.4%	现金净变动	465	13134	(13088)	6544	(2262)
P/E	9.0	8.4	8.0	7.4	7.1	货币资金的期初余额	689	1154	14288	1200	7744
P/B	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	1154	14288	1200	7744	5482
EV/EBITDA	5.5	8.0	7.9	7.9	7.6	企业自由现金流	3153	(80210)	22103	44428	31099
						权益自由现金流	2916	35233	5830	29582	20005

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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