天山股份 000877.SZ

重组草案落地，新天山渐行渐近

事件：公司发布重组草案。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 31461.6887 万股。

点评：

1.交易对价确定为 981.42 亿元，对应标的资产 1.52 倍市净率。100%股权账面价值为 650.87 亿元，评估值为 988.98 亿元，对应 1.52 倍市净率，对应市盈率 11.69 倍，标的资产作价为 981.42 亿元。其中中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥评估值分别对应 1.33、1.73、1.16、1.96 倍市净率，对应 17.1、9.0、14.3、6.3 倍市盈率。对价估值略低于 SW 水泥板块平均 1.60 倍的市净率，高于板块平均 8.8 倍的市盈率。

2.考虑不考虑/考虑配套融资，以 3 月 2 日收盘价计算，公司发行后市值为 1366 亿元/1419 亿元，对应发行后市净率（2020/10/31）为 1.76/1.83 倍，对应天山股份发行后市盈率（2019 年）12.0/12.6 倍，发行后中国建材持股比例提升至 84.23%。发行股份支付交易对价 941.71 亿元，现金支付 39.71 亿元，按发行价格 13.38 元/股计算，发行股份数量为 70.3820 亿股。募集配套资金规模不超过 50 亿元，发行股份数不超过 3.1462 亿股，发行价格询价确定，定价基准日为本次非公开发行股份募集配套资金的发行期首日，发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价的 80%。拟在扣除发行费用后用于补充流动资金、偿还债务、支付重组费用等，用于补充流动资金、偿还债务的比例将不超过交易作价的 25%，或不超过募集配套资金总额的 50%。不考虑/考虑配套融资，发行后总股份分别为 80.8692 亿股/84.0154 亿股。按 2020 年 10 月 31 日 775.81 亿元的备考归母净资产以及 2019 年 113.05 亿元的归母净利润计算，对应发行后市净率（2020/10/31）为 1.76/1.83 倍，对应天山股份发行后市盈率（2019 年）12.0/12.6 倍。发行后中国建材持股比例由 45.87%提升至 84.23%。

投资建议：此次重组实现中建材主要水泥资产 A 股上市，将使公司在产能、自产品产销量等指标上均将超过海螺水泥成为最大的上市水泥企业，提升企业融资能力和全方位竞争力，也为中建材旗下水泥资产带来价值重估机会。近年来标的资产质量持续改善，未来随着减值、财务费用等因素优化，盈利提升潜力可观。暂不考虑此次重组，维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.8 亿元、20.9 亿元和 21.6 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：宏观政策反复、行业竞合态势恶化、疫情对需求影响超预期的风险、交易不确定性。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,932	9,688	9,179	10,076	10,224
增长率 yoy（%）	12.0	22.1	-5.3	9.8	1.5
归母净利润（百万元）	1,241	1,636	1,584	2,093	2,161
增长率 yoy（%）	368.5	31.8	-3.2	32.2	3.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.18	1.56	1.51	2.00	2.06
净资产收益率（%）	13.5	18.0	15.6	17.8	16.3
P/E（倍）	14.3	10.8	11.2	8.5	8.2
P/B（倍）	2.1	1.8	1.7	1.4	1.3

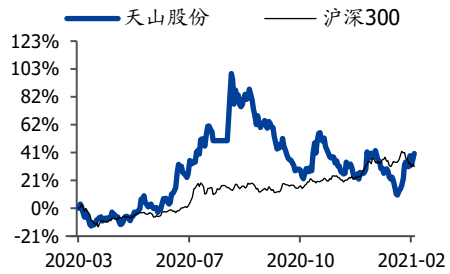
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	水泥制造
前次评级	增持
最新收盘价	16.89
总市值(百万元)	17,712.93
总股本(百万股)	1,048.72
其中自由流通股(%)	83.92
30 日日均成交量(百万股)	16.84

股价走势



作者

分析师　黄诗涛
执业证书编号：S0680518030009
邮箱：huangshitao@gszq.com
分析师　石峰源
执业证书编号：S0680519080001
邮箱：shifengyuan@gszq.com

相关研究

1、《天山股份（000877.SZ）：公司发布重组预案，千亿水泥航母雏形显现》2020-08-09
2、《天山股份（000877.SZ）：财务指标角度看中建材资产注入，水泥新航母扬帆》2020-07-31
3、《天山股份（000877.SZ）：短期量价承压，基建拉动下仍看好全年景气改善》2020-04-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3755	3036	5606	6173	8048
现金	1445	689	3193	3651	5643
应收票据及应收账款	1838	574	649	610	526
其他应收款	25	21	19	28	17
预付账款	59	54	45	70	54
存货	361	351	308	382	337
其他流动资产	26	1347	1392	1432	1472
非流动资产	13278	12243	10706	11827	11464
长期投资	92	111	131	220	285
固定资产	11790	10982	9324	10286	9820
无形资产	611	674	662	648	632
其他非流动资产	786	475	589	673	728
资产总计	17034	15278	16311	17999	19512
流动负债	6414	3401	3262	3300	3361
短期借款	3127	923	850	800	750
应付票据及应付账款	1182	1140	1015	1067	1155
其他流动负债	2105	1338	1397	1433	1456
非流动负债	1440	1739	1668	1508	1267
长期借款	511	1354	1283	1122	881
其他非流动负债	929	385	385	385	385
负债合计	7854	5140	4930	4808	4628
少数股东权益	779	491	685	941	1206
股本	1049	1049	1049	1049	1049
资本公积	4073	4076	4076	4076	4076
留存收益	3186	4516	5690	7217	8769
归属母公司股东权益	8400	9647	10696	12251	13678
负债和股东权益	17034	15278	16311	17999	19512

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1720	2676	2511	3142	3548
净利润	1238	1829	1778	2350	2425
折旧摊销	934	891	791	853	926
财务费用	294	196	90	70	45
投资损失	-4	-6	24	-70	-45
营运资金变动	-889	-281	-174	-61	197
其他经营现金流	147	48	2	0	0
投资活动现金流	113	-355	719	-1904	-518
资本支出	41	174	-1556	1032	-427
长期投资	-26	-348	-19	-19	-64
其他投资现金流	127	-529	-856	-892	-1010
筹资活动现金流	-2118	-2847	-727	-779	-1038
短期借款	-1023	-2204	-73	-50	-50
长期借款	-876	842	-71	-161	-241
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	19	3	0	0	0
其他筹资现金流	-238	-1489	-583	-568	-748
现金净增加额	-285	-526	2504	458	1992

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7932	9688	9179	10076	10224
营业成本	5062	6143	5603	6040	6111
营业税金及附加	151	154	141	150	150
营业费用	272	328	301	334	338
管理费用	486	533	524	559	576
研发费用	6	40	39	40	39
财务费用	294	196	90	70	45
资产减值损失	207	-252	-288	-75	-40
其他收益	96	100	117	128	130
公允价值变动收益	0	33	-23	0	0
投资净收益	4	6	-24	70	45
资产处置收益	104	219	21	0	0
营业利润	1658	2397	2246	2969	3064
营业外收入	37	12	21	21	21
营业外支出	33	81	19	19	19
利润总额	1663	2327	2248	2971	3066
所得税	425	498	470	621	641
净利润	1238	1829	1778	2350	2425
少数股东损益	-3	193	194	256	264
归属母公司净利润	1241	1636	1584	2093	2161
EBITDA	2776	3343	3078	3811	3933
EPS（元）	1.18	1.56	1.51	2.00	2.06

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.0	22.1	-5.3	9.8	1.5
营业利润(%)	311.1	44.6	-6.3	32.2	3.2
归属于母公司净利润(%)	368.5	31.8	-3.2	32.2	3.2
获利能力					
毛利率(%)	36.2	36.6	39.0	40.1	40.2
净利率(%)	15.6	16.9	17.3	20.8	21.1
ROE(%)	13.5	18.0	15.6	17.8	16.3
ROIC(%)	10.0	15.4	13.5	15.8	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	33.6	30.2	26.7	23.7
净负债比率(%)	42.4	21.2	-4.0	-8.2	-22.4
流动比率	0.6	0.9	1.7	1.9	2.4
速动比率	0.5	0.4	1.2	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	4.5	8.0	15.0	16.0	18.0
应付账款周转率	3.8	5.3	5.2	5.8	5.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.56	1.51	2.00	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	2.55	2.39	3.00	3.38
每股净资产(最新摊薄)	8.01	9.20	10.20	11.68	13.04
估值比率					
P/E	14.3	10.8	11.2	8.5	8.2
P/B	2.1	1.8	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.1	6.0	5.8	4.6	3.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com