东兴证券 DONGXING SECURITIES

建材行业：水泥整合酝酿新变局

——天山股份资产注入点评

2020 年 8 月 13 日

看好/维持

建材 | 行业报告

事件：

天山股份增发购买资产并募集配套资金，拟向中建材等发行股份购买中联水泥 100%股权、南方水泥 99.93%股权、西南水泥 95.72%股权、中材水泥 100%的股权，发行价格为 13.38 元/股。同时拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者以非公开发行股份不超过 3.15 亿股的方式募集配套资金，以当前定价 18.02 元/股，预计募集资金 57 亿元，用于补充流动资金、偿还债务和支付重组费用等。

点评：

中建材由直接控股变为间接控股水泥子公司。天山股份购买的水泥资产是母公司中建材的子公司，也就是兄弟公司，相当于中国建材把自己的水泥资产装入天山股份，把天山股份变成旗下一个主要的水泥业务平台上市公司，从原先直接控股变为通过天山股份间接控制。

中建材为天山股份注入了大部分水泥公司，提升天山股份的市场地位。中国建材把旗下的水泥资产除了东北区域盈利水平较差的北方水泥、以及西北优秀的上市公司祁连山和宁夏建材的水泥资产外，其他水泥资产全部注入天山股份，并还收购一些小股东的股权，打造天山股份市场地位的意愿明显。

覆盖全国的 A 股全球水泥龙头公司天山股份崛起。中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥这些水泥资产注入后，天山股份将成为全球最大的水泥上市公司。公司的市场将由现在的新疆和江苏地区成为华东、中南、华北、西南和西北全国范围的水泥上市公司。水泥熟料产能将由近 2799.6 万吨提升至 3 亿吨以上，水泥产能从 3866 万吨提升至 4.3 亿吨。远远超过 A 股上市公司海螺水泥 2.53 万吨熟料和 3.59 亿吨水泥产能。

资产注入属于强强结合，平滑天山股份的利润波动。从几家水泥公司的 ROE 看，2019 年主要在山东、河南、江苏、内蒙、安徽、山西和河北地区的中联水泥 ROE 为 9.05%，主要在浙江、湖南、安徽、江苏和广西等地区的南方水泥 ROE 为 20.15%，主要在四川、贵州、云南和重庆的西南水泥 ROE 为 8.56%，而主

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
天山股份	1.5	1.92	2.2	14.10	11.46	10.00	2.52	未评级
海螺水泥	6.3	6.84	7.69	9.62	8.93	7.94	2.46	强烈推荐
祁连山	1.5	2.53	2.87	11.95	7.51	6.62	2.32	强烈推荐
宁夏建材	1.6	2.31	2.62	10.40	7.25	6.39	1.5	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

未来 3-6 个月行业大事：

2019-08 中旬公布 7 月固定资产投资、房地产投资数据、水泥产量数据等

行业基本资料	占比%
股票家数	95
重点公司家数	30
行业市值（亿元）	11883
流通市值（亿元）	9322
行业平均市盈率	16.55
市场平均市盈率	21.06

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554041 hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070045

要在广东、湖南、安徽、陕西和江西的中材水泥 ROE 为 27.90%。几家公司的总体 ROE 为 16%和天山股份 2019 的 ROE 基本相当。天山股份从一个区域公司变成全国性的水泥公司，公司的经营利润将会因此得到平滑。

资产注入增厚 EPS0.3 元左右，预期会带动天山股份股价上涨。由于注入的水泥资产是优质资产，按照 2019 年业绩，资产注入将增厚天山股份的每股净利润 0.3 元左右，根据测算，资产的注入将会带来公天山股份股价大约 8%-30%左右的股价涨幅。

资产的整合将提升规模优势和市场控制力，更重要的是管理的统一和优化。这次资产注入主要使得天山股份的规模优势将凸显、区域控制力提升，达到综合竞争力的提升。同时管理上进一步整合和优化也存在着巨大的空间，比如原材料的统一采购、市场结构的整体优化等，管理上的整合和优化是天山股份未来综合竞争力的重要挖潜方向。

水泥行业整合将会继续，优秀和龙头公司形成新成长路径。这次中建材将大部分水泥资产注入天山股份，有意打造天山股份成为集团水泥资产上市平台，但是对其他两个优质的水泥上市公司祁连山和宁夏建材并未做动作，虽然他们和天山股份同为西北水泥公司，但并未和天山股份整合在一起，包括东北区域盈利水平较差的北方水泥也未注入天山股份。这些也可以看出资产的注入也是要考虑企业之间的融合意愿和企业间的相互平衡。但是未来中建材的水泥整合一定还会继续，去找到进一步整合更合理合适的方式和路径。

中国水泥行业已经进入寡占阶段，在新建生产线被严格控制的情况下，存量产能的整合将成为发展的新路径，一些优秀的企业将会通过购买存量产能建设指标和收购资产不断地做大做强，形成行业发展新阶段的新的公司成长路径和方式。

投资策略：我们看好中国水泥行业整合中能够得到进一步发展和成长的企业。我们看好龙头公司像天山股份、海螺水泥、祁连山、冀东水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青和塔牌集团等。

风险提示：增量需求落地速度和绝对量低于预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-06
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告:行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28
行业深度报告	水泥和玻璃 2020 年展望: 高景气度持续，从下而上寻找弹性	2020-02-14
行业深度报告	玻纤 2020 年展望：关注行业供需改善拐点的到来	2020-02-11
行业深度报告	建材行业 2020 年度展望：看好消费建材 C 模式超预期机会	2020-02-03
行业季度报告	消费建材:B 模式当前完胜，C 模式不要悲观	2019-11-19
行业季度报告	水泥、玻璃和玻纤:周期收尾，增量带动龙头公司可期	2019-11-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526