

分析师： 邓涛 李兴 (8621) 63217846 dengtao@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

天山股份预增公告点评

事件描述

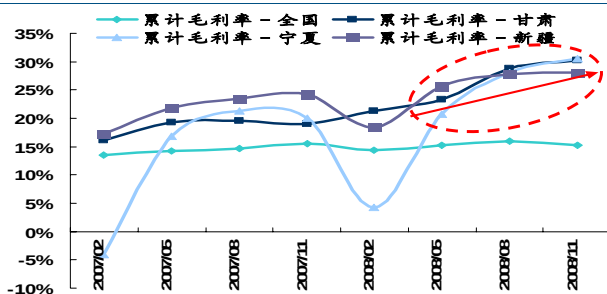
天山股份发布预增公告，2008 年新疆市场需求明显增长，使公司水泥销售呈上升趋势，预计公司 2008 年度实现归属母公司净利润与 2007 年度相比增长 80% - 100%，实现基本每股收益约 0.657 元，同比增长 95.65%。

事件评论

第一，新疆区域供需关系持续改善，助推公司业绩增长

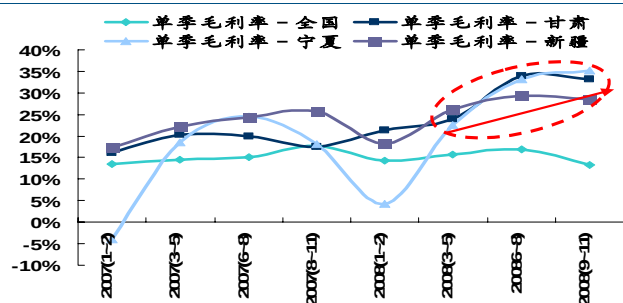
西北 08 年水泥供需关系持续改善，各省区水泥制造业毛利率处在上升通道，因此助推区内上市公司净利润大幅增长。我们预计 09 年新疆水泥行业仍将处于景气周期。

图 1： 西北各省水泥制造业累计毛利率



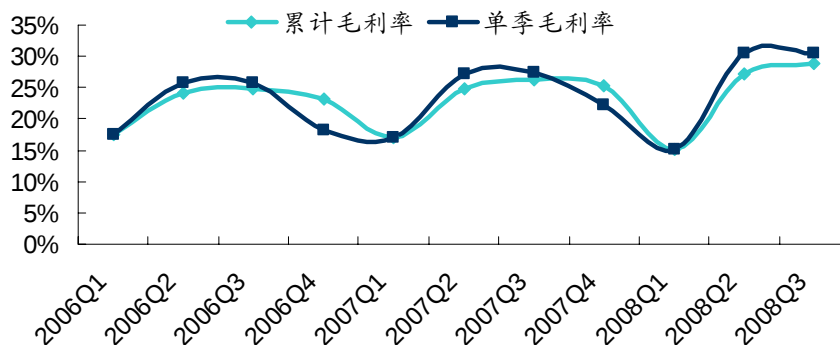
数据来源：长江证券研究部

图 2： 西北各省水泥制造业单季度毛利率



数据来源：长江证券研究部

图 3： 天山股份毛利率变化

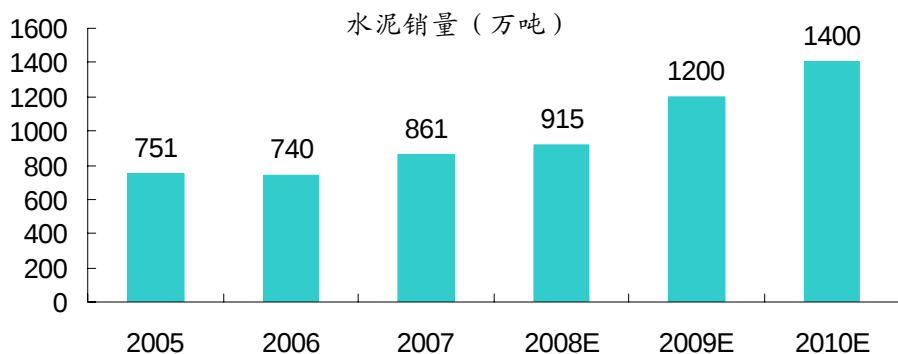


数据来源：长江证券研究部

第二，未来两年天山股份水泥产量将保持较高速度增长

预计 08 年天山股份全年产销量 915 万吨左右。喀什 2000t/d 新干线将于 08 年底投产，塔里木分公司塔什 2500t/d 新干线预计 09 年 4 月投产，疆内 09 年将新增水泥产销量 80 万吨。宜兴天山 09 年全年并表将新增加产量 200 万吨。09 年较 08 年产量将增加 280 万吨。预计 09 年产量将达到 1200 万吨。

图 4： 天山股份水泥销售量快速增长



数据来源：公司公告，长江证券研究部

第三，09 年疆内需求整体向好，但各区域供需关系表现会有所不同

- **伊犁产能过剩风险较大：**伊犁水泥价格今年表现疲软，企业未形成良好效益。主要原因是南岗水泥产能投放过大导致供过于求。随着精—伊—霍铁路、赛里木湖到霍尔果斯和清水河到伊宁的高速公路、伊犁河南岸干渠的完工，其产能过剩将会更加明显。
- **乌昌（乌鲁木齐—昌吉）市场较今年差：**乌昌市场主要由天山、青松和天业三家主导。天业在昌吉的三条电石渣水泥生产线合计 150 万吨水泥产能已经形成，昌吉往乌鲁木齐吨水泥运费在 40 元左右，因此乌昌市场供求关系会较今年差。
- **阿尔泰地区明年供需继续偏紧：**目前阿尔泰地区批建两条生产线（天山一条），乐观估计要到明年年底投产，估计明年供给释放不大。阿尔泰在北屯建市、奎北铁路的拉动下，哈密在兰新铁路电气化改造工程、及公路建设的推动下，水泥需求看好。因此明年阿尔泰地区水泥供需继续偏紧。
- **喀什、和田地区供大于求状况或有所改善：**喀什地区由于供给过剩水泥价格全区最低。和田地区兵地双方同时新建两条水泥新型干法生产线，造成区域产能严重过剩，水泥供大于求，随着喀和铁路开工，供需关系将有所改善。
- **阿克苏、巴州两地天山和青松价格同盟较好：**目前在阿克苏和巴州天山股份和青松建化两家形成了较好的同盟关系，水泥出厂价格在 350~360 元/吨。预计这一价格同盟态势在 09 年可以延续。

第四，09 年在疆内发展势头较好，“推荐”评级

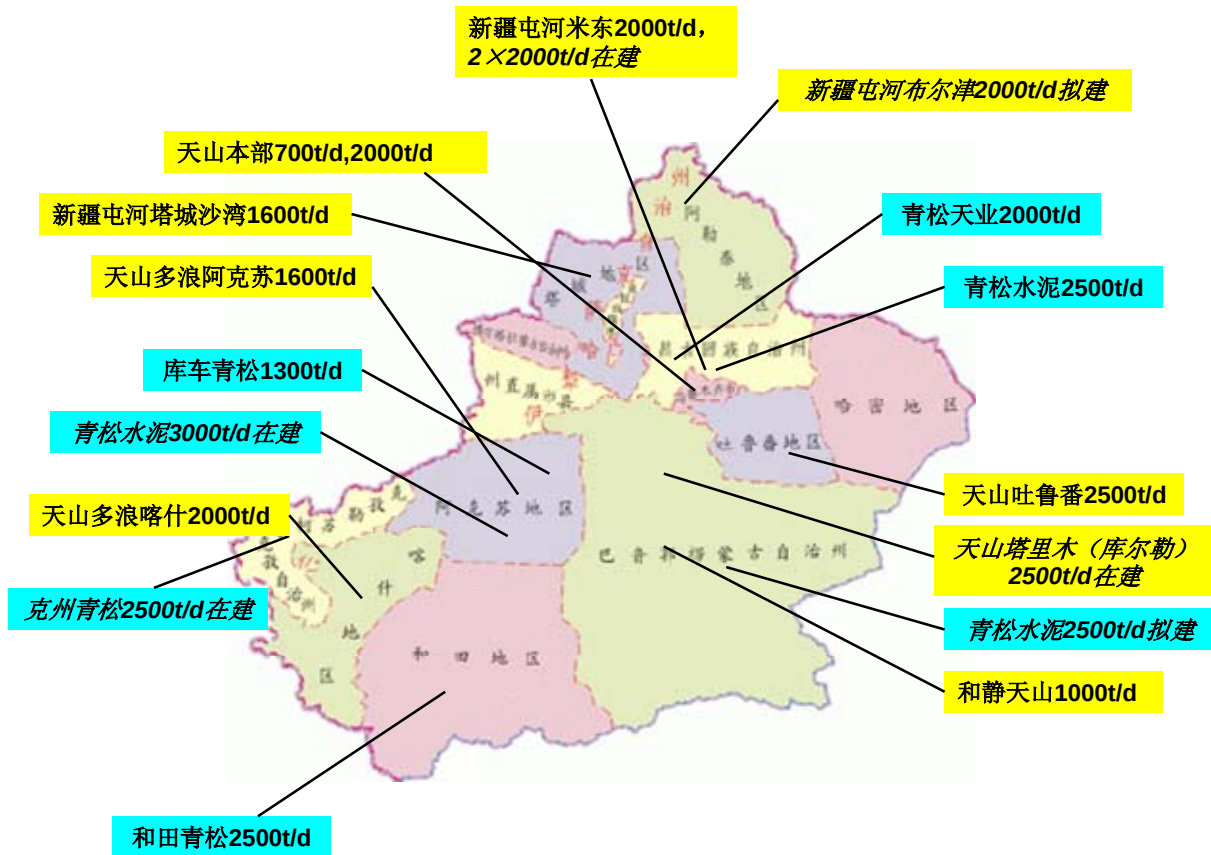
根据 09 年疆内供需形势，以及公司与青松建化和其他水泥企业构成的竞争格局看，我们认为天山股份在疆内良好的发展势头在 09 年能够得以持续。预计 08~10 年公司 EPS 分别为 0.67、0.97 和 1.07 元，目前股价对应 08 年 PE17.01，对应 09 年 PE11.75，给予“推荐”的投资评级。

表 1: 天山股份已有及在建水泥生产线

	权益	地点	投产时间	产能
东疆事业部				
天山公司	分部	乌鲁木齐(一线)		700t/d
天山公司	分部	乌鲁木齐(二线)	2007/12	2000t/d
吐鲁番公司	分部	吐鲁番	2002	2500t/d
鄯善公司	分部	吐鄯托		15wt/y
哈密公司	分部	哈密	2003	20wt/y
天山筑友(混凝土)	53.80%	乌鲁木齐	2004	30wm ³ /y
北疆事业部				
新疆屯河(米东)	51.00%	米泉	2008/04	2000t/d
新疆屯河(米东)	51.00%	米泉	在建	2×2000t/d
新疆屯河(特种)	51.00%			30wt/y
新疆屯河(金波)	51.00%	米泉		25wt/y
新疆屯河(古城)	51.00%	奇台县		16wt/y
新疆屯河(沙湾)	51.00%	沙湾	2005	1000t/d
新疆屯河(布尔津)	51.00%	布尔津		50wt/y
新疆屯河(布尔津)	51.00%	布尔津	拟建	2000t/d
新疆屯河(额敏)	51.00%	额敏县		26wt/y
富蕴公司(屯河公司持股)	99.00%	富蕴县		15wt/y
南疆事业部				
塔里木公司	分部	塔什	2009/04	2500t/d
塔里木公司	分部	塔什	2003	50wt/y
和静天山	74.63%	巴音	2001	1000t/d
和静天山	74.63%	巴音	1996	20wt/y
巴州天山	90.00%	巴州	2000	15wt/y
阿克苏天山多浪	100.00%	阿克苏		1600t/d
阿克苏天山多浪	100.00%	喀什	2008/12	2000t/d
库尔勒公司(混凝土)	60.00%	库尔勒		60wm ³ /y
华东事业部				
江苏天山集团	66.01%	常州溧阳	2004/08	5000t/d
江苏天山集团(混凝土)	66.01%	常州溧阳		160wm ³ /y
江苏汉天(江苏天山集团持股)	50.00%	南京溧水(一期)	2009/10	5000t/d
江苏汉天(江苏天山集团持股)	50.00%	南京溧水(二期)	拟建	5000t/d
宜兴天山	100.00%	宜兴	2008/07 收购	2500t/d
宜兴天山	100.00%	宜兴	2008/07 收购	5000t/d

资料来源:公司公告,长江证券研究部

图 5: 天山股份和青松建化已有及在建新型干法生产线分布



资料来源: 长江证券研究部整理

表 2: 公司主营业务收入及成本分解

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
水泥						
销售收入 (万元)	151,309.86	162,421.51	222,966.65	279075.00	384000.00	448000.00
水泥销量 (万吨)	750.90	740.00	861.00	915.00	1200.00	1400.00
水泥售价 (元/吨)	201.50	219.49	258.96	305.00	320.00	320.00
销售成本 (万元)	116,757.99	119,846.62	163,604.11	192561.75	264960.00	313600.00
毛利 (万元)	34,551.87	42,574.90	59,362.53	86513.25	119040.00	134400.00
毛利率 %	22.84%	26.21%	26.62%	31.00%	31.00%	30.00%
混凝土						
销售收入 (万元)	31,215.47	31,678.52	26,344.17	30000.00	40000.00	40000.00
销售成本 (万元)	27,150.20	28,071.24	23,096.80	26400.00	35200.00	35200.00
毛利 (万元)	4,065.26	3,607.28	3,247.36	3600.00	4800.00	4800.00
毛利率 %	13.02%	11.39%	12.33%	12.00%	12.00%	12.00%
旅游业务						
销售收入 (万元)	430.60	435.56	683.61	600.00	600.00	600.00
销售成本 (万元)	49.06	56.97	39.38	60.00	60.00	60.00
毛利 (万元)	381.54	378.59	644.23	540.00	540.00	540.00
毛利率 %	88.61%	86.92%	94.24%	90.00%	90.00%	90.00%
其他业务						
销售收入 (万元)	5017.65	6023.00	1787.39	3000.00	3000.00	3000.00
销售成本 (万元)	5130.73	5866.74	1404.74	2550.00	2550.00	2550.00
毛利 (万元)	-113.08	156.26	382.65	450.00	450.00	450.00
毛利率 %	-2.25%	2.59%	21.41%	15.00%	15.00%	15.00%
合计						
销售收入合计 (万元)	182,955.93	200,558.59	251,781.81	312675.00	427600.00	491600.00
销售成本合计 (万元)	143,957.25	153,841.56	188,145.03	221571.75	302770.00	351410.00
毛利 (万元)	38,998.68	46,717.03	63,636.78	91103.25	124830.00	140190.00
综合毛利率 %	21.32%	23.29%	25.27%	29.14%	29.19%	28.52%

数据来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2518	3127	4116	4916	货币资金	613	938	1235	1475
营业成本	1881	2216	2917	3514	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	636	911	1199	1402	应收账款	216	254	334	399
% 营业收入	25.3%	29.1%	29.1%	28.5%	存货	307	360	474	571
营业税金及附加	21	26	34	41	预付账款	150	175	231	278
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	14	16	21	25
销售费用	235	281	370	442	流动资产合计	1368	1821	2397	2871
% 营业收入	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	140	172	226	270	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	长期股权投资	211	211	211	211
财务费用	129	167	200	237	投资性房地产	19	19	19	19
% 营业收入	5.1%	5.3%	4.9%	4.8%	固定资产合计	2732	3326	3985	4886
资产减值损失	61	45	49	47	无形资产	106	101	97	93
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	42	1	1	1	递延所得税资产	3	8	8	8
营业利润	92	221	320	365	其他非流动资产	4	64	124	184
% 营业收入	3.6%	7.1%	7.8%	7.4%	资产总计	4444	5551	6843	8273
营业外收支	123	140	180	210	短期贷款	848	1420	1832	2319
利润总额	215	361	500	575	应付款项	546	568	747	900
% 营业收入	8.5%	11.5%	12.1%	11.7%	预收账款	91	219	288	344
所得税费用	42	61	85	98	应付职工薪酬	47	55	72	87
净利润	173	300	415	477	应交税费	63	87	119	138
归属于母公司所有者					其他流动负债	112	132	174	209
的净利润	105	209	290	334	流动负债合计	1707	2481	3232	3998
少数股东损益	68	90	125	144	长期借款	1506	1556	1706	1906
EPS（元/股）	0.34	0.67	0.93	1.07	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	58	63	68	88
经营活动现金流净额	684	703	876	1014	负债合计	3271	4099	5005	5991
取得投资收益	5	1	1	1	归属于母公司	665	854	1115	1415
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	508	598	723	867
无形资产投资	0	-1	-1	-1	股东权益	1173	1452	1837	2281
固定资产投资	-250	-813	-912	-1192	负债及股东权益	4444	5551	6843	8273
其他	-40	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-290	-813	-912	-1192		2007A	2008E	2009E	2010E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.336	0.671	0.929	1.069
股权融资	21	0	0	0	BVPS	3.20	4.10	3.57	4.53
银行贷款增加（减少）	-67	622	562	687	PE	31.62	15.83	11.44	9.93
筹资成本	112	-188	-229	-270	PEG	0.67	0.34	0.24	0.21
其他	-224	0	0	0	PB	3.32	2.59	2.97	2.34
筹资活动现金流净额	-158	434	332	417	EV/EBITDA	12.02	9.35	7.62	7.07
现金净流量	236	325	297	240	ROE	15.7%	24.5%	26.0%	23.6%

分析师介绍

邓涛，复旦大学产业经济学专业硕士，从事建材行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。