



2009年3月25日

建材行业

业绩回顾

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

审慎推荐

天山股份(000877.CH)

08年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2,518	3,494	4,039	4,966
(+/-)	25.5%	38.8%	15.6%	23.0%
主营业务利润	616	902	1,085	1,334
(+/-)	36.3%	46.5%	20.3%	23.0%
净利润	105	192	268	328
(+/-)	136.8%	83.2%	39.3%	22.5%
每股收益	0.34	0.62	0.86	1.05
(+/-)	57.9%	83.2%	39.3%	22.5%
市盈率	45.1	24.6	17.7	14.4
市净率	4.0	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	12.8	12.8	10.5	8.9
净资产回报率	8.9%	14.9%	16.3%	15.6%
投入资本回报率	3.0%	4.8%	5.4%	5.4%
股息收益率	3.6%	1.1%	1.1%	1.1%
每股经营现金流	3.29	2.01	2.85	2.64
股价/经营性现金流	4.61	7.55	5.32	5.75

股票信息

A 股	
股票代码	000877.CH
当前股价(元)	人民币 15.16
日成交量(百万股)	4.29
52周最高价/最低价	人民币 16.57/6.01
总市值(百万元)	4,730
发行股数(百万股)	312
其中:流通股(百万股)	211
主要股东(持股比例)	中材股份有限公司(36.28%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000877.SZ]	-0.98	+3.27	+50.10	+42.75
[深证A股指数]	+6.15	+4.88	+34.75	+38.62
[中金建材股指数]	+3.53	-1.34	+37.33	+53.56

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

08年业绩符合预期:

天山股份今日公布了 08 年业绩, 公司全年实现收入 34.9 亿, 同比增长 38.8%; 净利润为 1.92 亿, 每股收益为 0.62 元, 同比增长 83%, 扣除非经常性损益后净利润 2.25 亿, 每股收益 0.72 元, 略超预期。分红方案为每 10 股派 1.7 元现金红利。

正面:

- 水泥销量 975 万吨, 同增 13%。新疆地区销售量约 650 万吨, 江苏地区销售量约 325 万吨。水泥平均价格 358 元, 同比上升 22.5%。
- 毛利率提升 1.3 个百分点。新疆水泥需求旺盛, 毛利率上升近 4 个百分点。江苏地区煤炭、人工等成本上涨, 毛利率下降近 3 个百分点。综合单位成本同比上升 20.4%, 低于价格 22.5% 的涨幅。
- 三项费用率延续下降趋势。三项费用率连续第七年下降, 同比降低 0.3 个百分点至 19.7%。预计未来两年继续小幅稳步下降。

负面:

- 08 年华东公司微利。宜兴天山亏损 1071 万元, 江苏天山盈利 1500 万元, 江苏产能吨盈利不足 2 元。预计华东子公司 09 年盈利能力仍处于较低水平。
- 资产负债率继续攀升。公司 08 年资本支出 9.6 亿, 用于多条生产线建设及兼并收购, 资产负债率上升至 79%, 净负债率已达 160%。

发展趋势:

新疆基建需求大, 09 年水泥价格有上涨空间。一季度价格维持在 4 季度较高水平, 目前价格高于去年均价。09 年疆内 15 条铁路开工, 下游建筑商普遍担心旺季到来后水泥会供不应求, 价格 4 月份将上涨。北疆乌鲁木齐地区商业房地产投资下降, 但是新疆恢复集资建房, 09 年预计投资 60 亿, 可弥补商业房地产水泥需求减少。

09 年产量增加 13.9%。09 年将有三条生产线投产, 其中两条位于南疆, 一条位于江苏。南疆基建需求旺盛, 新增产能将提升公司盈利能力。

估值与建议:

公司 60% 的产量来自新疆地区, 得益于新疆市场旺盛的基建需求, 这部分产量的盈利能力将获提高。江苏市场需求较差, 产能盈利能力较低, 对公司整体盈利有拖累。维持“审慎推荐”的投资评级。

图 1: 08 年年报业绩分析

	Quarterly data					YoY data			CICC Comments
人民币 (百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ %	2007	2008	YoY %	
主营业务收入	287	1,109	1,259	838	-33.4%	2,518	3,494	38.8%	平均价格上涨22.5%，销量增加13%
主营业务成本	244	772	875	673	-23.0%	1,881	2,565	36.3%	平均成本上升20.4%，主要因煤炭、人工成本上升
销售毛利	43	337	384	165	-57.1%	636	929	46.0%	
毛利率 (%)	15.1%	30.4%	30.5%	19.7%	-10.8%	25.3%	26.6%	1.3%	新疆地区毛利率上升4个百分点，华东地区下降3个百分点
销售费用	30	86	78	64	-17.4%	235	258	9.6%	
管理费用	29	42	43	139	220.8%	140	253	81.3%	合并宜兴天山公司，设备维修费用和人工成本大幅增加
财务费用	35	48	58	37	-35.6%	129	178	38.0%	
营业利润	-52	133	195	-101	-151.9%	92	175	90.7%	
投资收益	0	6	-3	15	-587.2%	42	17	-58.7%	
营业外净收入	8	17	38	99	159.1%	123	162	31.5%	
税前利润	-44	150	233	-2	-101.1%	215	337	56.8%	
所得税	0	20	36	-25	-170.0%	42	31	-26.6%	
少数股东损益	-16	39	59	31	-47.2%	68	114	67.3%	少数股权占比较高的子公司盈利增长较快
净利润	-28	91	137	-8	-106.1%	105	192	83.2%	
净利润率 (%)	-9.6%	8.2%	10.9%	-1.0%	-11.9%	4.2%	5.5%	1.3%	毛利率提高，费用率降低，净利润率提高
每股收益 (元)	-0.09	0.29	0.44	-0.03	-106.1%	0.34	0.62	83.2%	

数据来源:

图 2：主要财务数据

损益表(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	2,006	2,518	3,494	4,039	4,966
主营业务利润	452	616	902	1,085	1,334
其他业务利润	-	-	-	-	-
营业费用	194	235	258	283	348
管理费用	137	140	253	275	338
财务费用	122	129	178	194	207
营业利润	10	92	175	316	423
税前利润	116	215	337	478	585
所得税	19	42	31	67	82
少数股东权益	52	68	114	143	176
净利润	44	105	192	268	328
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	428	684	626	890	822
投资活动现金流	-67	-290	-961	-841	-684
融资活动现金流	-265	-158	177	359	345
货币资金增加额	96	236	-157	408	484
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产:					
流动资产	1,383	1,368	1,554	2,100	3,222
长期投资	193	211	215	248	266
固定资产	2,607	2,732	4,007	4,137	4,505
无形资产和其他资产	103	129	212	199	248
总资产	4,286	4,444	6,006	6,683	8,241
流动负债	1,631	1,707	2,959	3,326	3,927
长期负债	1,513	1,506	1,680	2,180	2,680
少数股东权益	518	508	437	580	755
股东权益	557	665	850	1,064	1,339
负债和权益	4,286	4,444	6,006	6,683	8,241
财务指标					
主营业务利润率	22.5%	24.4%	25.8%	26.9%	26.9%
息税前利润率	6.6%	8.8%	11.1%	12.6%	12.7%
净利润率	2.2%	4.2%	5.5%	6.6%	6.6%
净资产收益率	4.1%	8.9%	14.9%	16.3%	15.6%
总资产收益率	1.3%	3.0%	4.8%	5.4%	5.4%
总资产负债率	74.9%	73.6%	78.6%	77.3%	76.2%
净负债率	190.1%	148.4%	159.7%	136.7%	112.8%
利息保障倍数	1.08	1.71	2.17	2.63	3.04
流动比率	84.8%	80.1%	52.5%	63.1%	82.0%
速动比率	62.5%	62.1%	37.9%	48.1%	66.4%
应收帐款周转期	72	28	19	19	30
存货周转期	66	45	45	45	45

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 3：主要假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
产销量(万吨)	751	740	861	975	1110	1365
(+/-%)		-1.5%	16.4%	13.2%	13.9%	23.0%
价格(元/吨)	244	271	292	358	364	364
(+/-%)		11.3%	7.9%	22.5%	1.5%	0.0%
单位成本(元/吨)	192	208	219	263	263	263
(+/-%)		8.5%	5.1%	20.4%	0.0%	0.0%
吨水泥毛利(元)	52	63	74	95	101	101
毛利率(%)	21.3%	23.3%	25.3%	26.6%	27.7%	27.7%
销售收入(百万元)	1,830	2,006	2,518	3,494	4,039	4,966
净利润(百万元)	5	44	105	192	270	329
净利润率(%)	0.3%	2.2%	4.2%	5.5%	6.7%	6.6%
每股收益(元)	0.02	0.21	0.34	0.62	0.86	1.05
吨水泥净利(元)	0.6	6.0	12.2	19.7	24.3	24.1

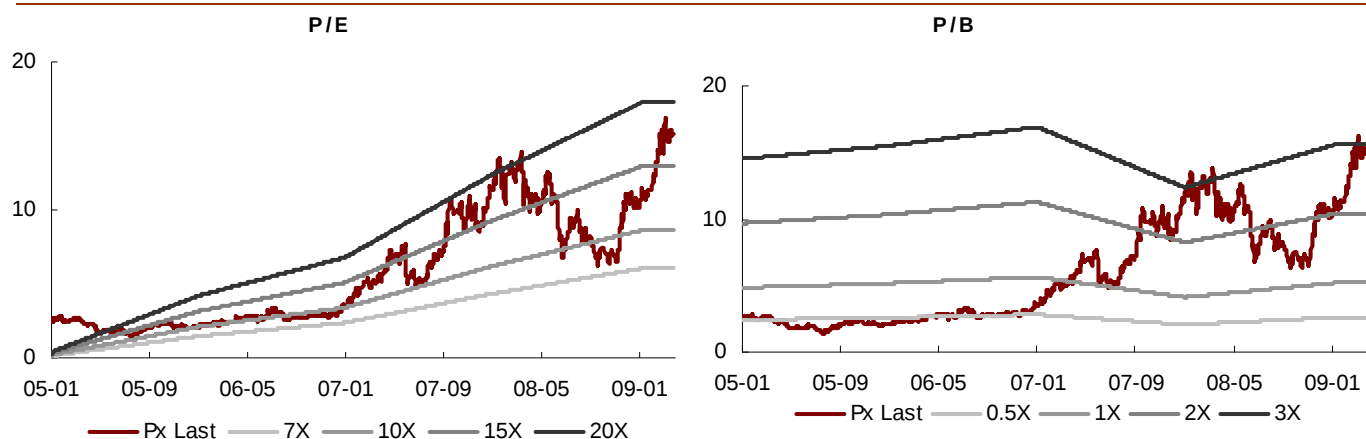
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 4：可比公司估值表

交易货币 最近一日收 盘价			市 盈 率				市 净 率				EV/EBITDA			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
水泥														
A股														
海螺水泥	CNY	37.22	26.4	20.8	22.7	20.8	5.9	2.6	2.3	2.1	14.8	9.6	10.2	9.0
冀东水泥	CNY	14.92	49.1	37.4	45.5	40.6	6.8	2.8	2.1	1.5	21.4	16.7	15.4	11.2
华新水泥	CNY	23.81	33.1	20.9	18.3	16.7	5.8	2.4	2.2	1.7	12.3	12.4	12.8	10.3
祁连山	CNY	12.65	919.3	30.1	19.4	14.7	5.5	4.6	3.7	3.0	33.7	10.4	10.4	8.4
天山股份	CNY	15.16	45.1	24.6	17.5	14.4	4.0	3.7	2.9	2.2	12.8	12.8	9.8	8.4
赛马实业	CNY	27.91	63.0	19.9	15.9	14.4	4.8	3.2	2.7	2.3	20.1	14.3	11.7	9.8
青松建化	CNY	11.62	43.0	31.8	22.4	17.3	3.4	2.8	2.5	2.2	32.4	18.9	11.9	8.5
A股平均			47.1	22.8	18.8	15.7	5.6	3.0	2.5	2.2	17.4	12.6	11.1	9.4
H股														
海螺水泥	HKD	46.5	29.0	22.8	24.9	22.9	6.6	3.2	2.9	2.7	17.7	12.0	12.4	10.8
中国建材	HKD	12.2	26.0	15.9	16.5	14.2	3.2	2.7	2.2	1.9	18.1	12.1	10.4	8.7
中材股份	HKD	4	23.1	15.6	10.4	9.6	2.0	1.9	1.7	1.6	7.7	5.1	3.2	3.2
H股平均			26.0	15.9	16.5	14.2	3.2	2.7	2.2	1.9	17.7	12.0	10.4	8.7
欧洲														
Cemex SAB de CV	USD	5.71	1.9	3.7	4.6	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3	n.a	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	40.62	4.1	5.2	6.5	6.1	0.6	0.6	0.5	0.5	3.9	4.9	5.4	5.3
HeidelbergCement AG	EUR	23.25	1.9	3.1	3.7	3.6	0.4	0.3	0.3	0.3	6.3	5.1	5.6	5.5
Lafarge SA	EUR	35.435	3.7	3.7	4.7	4.5	0.6	0.5	0.5	0.4	6.2	5.5	5.9	5.7
欧洲平均			2.8	3.7	4.6	4.1	0.5	0.4	0.4	0.4	6.2	5.1	5.6	5.5
印度														
ACC Ltd	INR	549.55	7.5	9.1	11.3	13.5	2.5	2.1	1.9	1.8	4.6	5.5	6.3	6.8
Grasim Industries	INR	1549	8.1	5.8	6.4	7.8	2.2	1.6	1.2	1.1	6.1	4.2	4.6	5.1
India Cements	INR	97.9	5.1	3.8	4.7	5.5	1.2	1.0	0.7	0.7	6.1	3.6	3.7	3.9
Shree Cement	INR	633.2	6.5	n.a	4.7	6.4	3.5	n.a	n.a	n.a	5.3	n.a	3.7	4.1
Ultra Tech Cement	INR	499	7.9	6.1	6.8	8.5	3.8	2.3	1.8	1.5	6.0	4.3	4.7	5.0
Adelaide Brighton	AUD	1.91	9.3	8.7	8.1	7.1	1.6	1.5	1.4	1.4	6.7	6.1	5.7	5.4
印度平均			7.7	6.1	6.6	7.4	2.3	1.6	1.4	1.4	6.0	4.3	4.7	5.1
亚太地区														
Asia Cement	TWD	30.45	8.1	10.6	11.7	11.2	1.2	1.2	1.2	1.1	49.1	41.2	41.9	36.2
Taiwan Cement	TWD	29.7	11.0	17.1	15.5	13.9	1.3	1.3	1.2	1.2	25.6	27.4	22.5	20.4
Siam City Cement	THB	129	8.5	9.6	9.5	8.6	1.9	1.9	1.8	1.8	5.7	6.5	6.4	5.9
TPI Polene	THB	2.92	2.6	-4.1	4.1	4.0	0.1	0.1	0.1	0.1	3.8	8.5	4.2	3.8
Indocement TP	IDR	4900	20.5	11.7	10.8	8.9	2.7	2.2	1.8	1.6	9.3	6.4	6.2	5.3
Semen Gresik	IDR	3825	14.0	10.4	10.2	9.1	3.4	2.8	2.4	2.1	7.2	5.4	5.3	4.7
亚太地区平均			9.8	10.5	10.5	9.0	1.6	1.6	1.5	1.4	8.2	7.5	6.3	5.6
石膏板及新型建材														
Saint-Gobain	EUR	22.3	3.9	4.6	5.7	5.6	0.6	0.5	0.5	0.5	4.2	4.6	5.0	5.0
USG Corporation	USD	8.07	7.3	n.a	n.a	n.a	0.4	0.4	0.5	0.5	5.6	-698.5	-30.6	20.2
Owens Comings	USD	9.86	9.0	8.1	10.2	7.4	n.a	n.a	n.a	n.a	5.0	5.4	5.6	5.2
Boral Ltd	AUD	3.53	7.0	8.9	14.1	11.7	0.7	0.7	0.7	0.7	5.6	6.3	7.6	7.1
CSR Ltd	AUD	1.22	4.6	6.1	8.4	7.0	1.0	0.8	0.8	0.8	5.9	5.8	5.6	4.8
CRH	EUR	16.72	6.5	7.3	8.9	8.9	1.1	1.1	1.0	0.9	5.3	5.8	6.4	6.5
平均			6.7	7.3	8.9	7.4	0.7	0.7	0.7	0.7	5.5	5.6	5.6	5.8
玻璃纤维														
Asahi Glass	JPY	574	9.3	11.1	19.1	13.3	0.7	0.8	0.7	0.7	3.8	4.3	6.3	5.8
Nitto Boseki	JPY	175	9.5	7.6	-5.2	30.9	0.6	0.6	0.6	0.6	3.9	3.6	5.4	5.1
Saint-Gobain	EUR	22.3	3.9	4.6	5.7	5.6	0.6	0.5	0.5	0.5	4.2	4.6	5.0	5.0
平均			9.3	7.6	5.7	13.3	0.6	0.6	0.6	0.6	3.9	4.3	5.4	5.1

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 5: P/E 和 P/B 的走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。