

天山股份（000877）：业务横跨东西，业绩总体平稳增长

增持（维持）

建材行业/水泥

当前股价：15.16 元

报告日期：2009 年 3 月 25 日

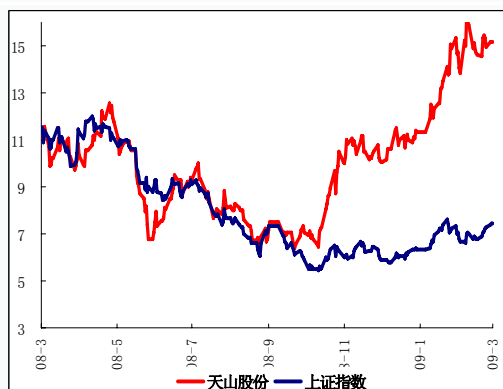
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,518	3,494	3,672	3,834
(+/-)	25.54%	38.77%	18.75%	32.14%
营业利润	215	175	254	287
(+/-)	84.89%	-18.42%	45.27%	12.69%
归属母公司净利润	105	192	276	298
(+/-)	136.8%	83.22%	43.85%	8.05%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.62	0.89	0.96
市盈率(倍)	30	25	17	16

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	31,203/21,105
流通市值（亿元）	32.00
每股净资产（元）	7.30
资产负债率（%）	8.43

股价表现（最近一年）



联系人一天相建筑建材组

010-66045535 zhaojs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业总收入 34.94 亿元，同比增长 38.77%；利润总额 3.37 亿元，同比增长 56.84%；归属于母公司的净利润 1.92 亿元，同比增长 83.22%；基本每股收益 0.62 元；扣除非经常性损益后基本每股收益为 0.72 元。每 10 股派 1.7 元（含税）现金红利。
- 业绩总体平稳，四季度不佳。**公司 08 年二、三季度两季度营业利润为 3.28 亿元；而一、四季度营业利润为 -1.53 亿元，其中四季度为 -1.01 亿元。公司在不同季度业绩表现差异较大的原因在于：二、三季度新疆地区固定资产累计投资同比增速保持较高水平。从 4 月份的 25.6% 逐步增长到 8 月份的全年高点 30.1%。而后逐步回落，到 12 月份的累计增速仅为 19%。同时公司在 08 年 7 月份收购了江苏宜兴天山水泥有限责任公司，江苏地区水泥产能新增 323 万吨。但是受金融危机影响，江苏地区出口业务抑制。再加上江苏地区水泥企业竞争激烈，水泥价格 10 月份降幅达到 11.72%。而江苏地区业务收入占总收入比例较大为 33%，江苏地区对公司总体业绩拖累较大。另外 2008 年公司债务调期损失 -3659 万元，也对公司业绩产生不良影响。
- 毛利率地区和季度差异较大。**公司全年毛利率为 26.6%。四个季度的毛利率分别为 15.1%、30.4%、30.5% 和 19.7%。毛利率的变化在于一季度是由于冬季项目开工受到影响，水泥需求较低，价格较低，再加上煤电成本上涨导致一季度毛利率较低。而后由于成本价格逐渐回落，水泥价格却保持上涨势头使得三四季度毛利率大幅提升。但在第四季度由于江苏地区价格出现大幅下降，新疆地区价格企稳，使得公司毛利率下降较大。
- 区域投资力度加大将提升公司业绩。**江苏省近期启动 3000 亿元投资，计划 2009 年底完成，将带动社会投资达到 1.2 亿元。新疆地区在国务院 32 号文件的指导下，2009 年要确保 GDP 增速达到 9%，并力争两位数。全社会固定资产投资增速达到 25%。这将会提升两个区域的水泥需求，实现公司业绩的稳定增长。
- 公司享有增值税即征即退的政策优惠。**2008 年公司增值税即征即退的政府补贴达到 1.68 亿元，较 2007 年增加 4100 万元，08 年该项收入占公司利润总额比例高达 57%，公司营业外收入维持较高水平。未来也将成为公司比较稳定的营业外收入。

- **2009 年和 2010 年产能集中释放。**2009 年公司产能将大幅增加，增速达到 72%。09 年投产生产线有江苏汉天 2*4500T/D 熟料生产线、塔里木公司 2500T/D 熟料生产线和江苏汉天 5000T/D 熟料生产线。目前已知的 09 年后拟建和在建生产线还将使产能增加 21.6%。未来拟建和建设生产线有新疆屯河米泉的 2*2000T/D 熟料生产线、江苏汉天的 5000T/D 熟料生产线、新疆屯河布尔津的 2000T/D 熟料生产线。这使得公司将成为跨越东西的旗舰企业。
- 预计公司 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.89 元和 0.96 元，以昨日收盘价 15.16 计算，公司 2009 年和 2010 年动态 PE 分别为 17 和 16 倍，具有明显的估值优势，维持公司“增持”评级。
- 风险提示：华东地区业绩受经济下滑影响风险、新疆、江苏区域投资效果达不到预期风险。

表1：盈利预测表：（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	251,782	349,397	367,210	383,411
增长率 (%)	25.54%	38.77%	18.75%	32.14%
减：营业成本	188,145	256,457	267,962	277,716
毛利率 (%)	25.27%	26.60%	27.03%	27.57%
营业税金及附加	2,077	2,770	2,791	2,952
销售费用	23,528	25,797	27,174	28,449
管理费用	13,957	25,300	27,174	28,334
财务费用	12,933	17,848	18,361	18,979
期间费用	50,418	68,945	72,708	75,762
期间费用率 (%)	20.02%	19.73%	19.80%	19.76%
资产减值损失	6,148	2,058	0	0
投资净收益	4,192	1,733	1,700	1,700
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
影响利润的其他科目	0	0	0	0
二、营业利润	21,474	17,519	25,450	28,680
增长率 (%)	84.89%	-18.42%	45.27%	12.69%
加：营业外收入	13,105	19,276	15,974	16,103
减：营业外支出	816	3,114	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	1,152	0	0
三、利润总额	21,474	33,681	41,423	44,784
增长率 (%)	84.89%	56.84%	22.99%	8.11%
利润率 (%)	8.53%	9.64%	0.00%	0.00%
减：所得税	4,165	3,055	3,728	4,053
实际所得税率 (%)	19.40%	9.07%	9.00%	9.05%
四、净利润	17,309	30,626	37,695	40,731
净利润增长率 (%)	78.96%	76.94%	23.08%	8.05%
归属母公司所有者的净利润	10,480	19,200	27,619	29,843
增长率 (%)	136.81%	83.22%	43.85%	8.05%
净利率 (%)	4.16%	5.50%	7.52%	7.78%
少数股东权益	6,829	11,425	10,076	10,887
总股本 (万股)	20,802	31,203	31,203	31,203
每股收益 (元)	0.500	0.615	0.885	0.956
每股净资产 (元)	3.20	7.30	8.80	9.75
净资产收益率 (%)	15.75	8.43	10.06	9.81

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002