

看好新疆，看淡江苏

谨慎推荐（维持）

天山股份（000877）调研简报

公司研究

2009 年 6 月 29 日

调研情况

- 我们对天山股份调研，与董秘周林英女士就新疆水泥行业发展态势、公司经营情况等进行交流。

调研内容

- **新疆地区受益于基建投资快速增长：**在国务院 32 号文和加快基础设施建设的双重作用下，新疆地区原计划“十一五”、“十二五”部分项目被提前启动。固定资产投资的快速增长，推动水泥需求旺盛、价格良好；同时青松和天山在新疆区域市场的双寡头竞争有利于区域市场保持较高利润水平。
- **江苏省量略增价减，启动尚需时日：**受房地产市场低迷影响，江苏地区水泥需求不旺；同时产能相对过剩，盈利状况不容乐观。尽管水泥销量略有增长，但价格出现下滑。该区域的积极因素是煤炭价格的下跌，有助于缓解成本压力。

盈利预测与评级

- 考虑定向增发 1.2 亿股，09-10 年摊薄 EPS 分别为 0.67 元、0.89 元，对应动态市盈率分别为 19.1 倍、14.3 倍；同时基于公司在新疆地区龙头地位、江苏地区在房地产回暖期有望超预期增长，维持“谨慎推荐”评级。

不确定性

未来新疆地区产能释放压力、江苏地区投资回暖进程具有不确定性。

财务数据摘要：（万元）

项 目	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	251,782	349,397	427,312	548,413
Growth (%)	25.54%	38.77%	22.30%	28.34%
归属母公司净利润	19,200	28,771	38,452	42,460
Growth (%)	136.81%	83.22%	49.85%	33.65%
毛利率 (%)	22.01%	25.22%	25.20%	25.60%
每股收益 (元)	0.24	0.44	0.67	0.89
P/E (倍)	52.48	28.64	19.12	14.30

分析师

徐永超 崔娟

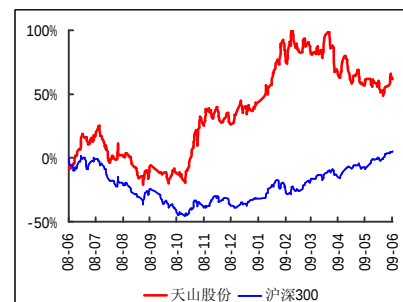
Tel.: 010-59355747

Email: xuyc@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 312.03 百万股
 流通股本： 308.62 百万股
 近 12 个月最高价： 16.35 元
 近 12 个月最低价： 5.93 元
 近 1 个月内涨幅： 2.25%
 近 6 个月内涨幅： 26.49%

股价与沪深 300 指数对比



新疆地区：基础设施建设拉动水泥需求旺盛

国务院发布 32 号文件，将西部大开发的重点放在新疆。相关政策包括（1）区域资源开发，将新疆资源优势转化为经济优势；（2）加强基础设施建设，如农业和水利基础设施、综合交通运输体系；（3）南北区域协调发展，重点扶持南疆三地州（喀什、和田、克州）发展，优化发展天山北坡经济带，加快乌-昌一体化进程；推动天山南麓经济发展，形成石油化工新兴产业带。根据规划，09 年自治区将确保实现 GDP 增速 9%、力争两位数；全社会固定资产投资增 25% 的目标，以投资快速增长拉动经济持续较快增长。

基建项目提前启动。在国家加快基础设施建设的政策下，新疆地区原计划“十一五”、“十二五”项目被提前启动。08 年底，新疆地区在建铁路达到 10 条，即将开建的兰新铁路客运专线将大大加强新疆与内地的经济联系；兰新铁路货运专线将加强东疆地区的煤炭资源开发。

固定资产投资快速增长，带动水泥需求旺盛。09 年 1-5 月新疆实现城镇固定资产投资 523 亿元，同比增长 27%；带动水泥产量 582 万吨，同比增长 14.4%。施工/新开工项目计划投资分别同比增长 66.8%、130.9%，这两个指标的快速增长，为未来新疆固定资产投资的快速增长提供良好预期。

水泥价格好于上年同期水平。新疆水泥价格自 08 年 5 月开始上涨，在 6-8 月达到高点，进入 4 季度淡季水泥价格回落。目前水泥价格与去年 4 季度基本相当，好于上年同期水平。

煤炭资源丰富、价格稳定。新疆煤炭资源丰富，储量占全国的四分之一以上；煤质优良，吨煤发热量普遍在 5500 大卡以上。新疆距离内地较远，煤炭运输成本高，煤价相对独立于内地市场；因此在内地煤炭价格大幅上涨的情况下，新疆煤价基本保持稳定。目前北疆煤炭到场含税价约 150-190 元/吨，南疆约 240 元/吨。低廉而稳定的煤炭价格，有助于公司成本控制。

双寡头垄断的竞争格局，有利于高利润的维持。新疆地区水泥行业形成了天山、青松两大寡头垄断的市场格局，两家合计市场占有率超过 70%，具有较强的市场控制力；两家企业的关系已经由原来的恶性竞争发展成为竞争合作，这一竞合关系有利于区域市场的稳定以及行业高利润的保持。

江苏省：量略增价减，启动尚需时日

房地产投资低迷，拖累水泥需求。08 年房地产投资占固定资产投资比例约 27%，09 年 1-5 月江苏省房地产投资增速仅为 5.9%，受房地产投资增速放缓影响，城镇固定资产投资同比增长 24.9%，低于全国增速 32.9%。1-5 月江苏省实现水泥产量 5463 万吨，同比增长 3.2%；同时江苏省运输方便，有效运距长，水泥市场易受外部市场冲击。

水泥价格并不乐观，煤价下跌是利好。据数字水泥网消息，09 年 6 月上旬 P.O42.5 级水泥散装价为 260 元/吨，同比下降 90 元/吨，降幅高达 25.71%。这与我们调研中了解的情况相符：公司在江苏市场的销量略有增长，但价格并不乐观。市场的积极面在于煤炭价格下降，6 月上旬江苏徐州烟煤价格 800 元/吨，同比下降 385 元/

吨，降幅达 32.5%。

定向增发：做好疆内市场

公司拟定向增发募集资金金额不超过 15 亿元，发行价格不低于 13.26 元/股；其中中材股份以 10 亿元现金认购。公司计划定向增发不超过 2 亿股，根据我们测算在预定发行价格下增发股份不超过 1.2 亿股。（1）产能扩张，提升效益。募集资金项目均位于新疆市场，表明公司对区域市场的看好，项目包括哈密新天山 2500t/d 新型干法水泥熟料生产线等 4 个新增产能项目、吐鲁番熟料分公司等 3 个配套低温余热发电项目以及偿还银行贷款和补充流动资金。预计项目建成后，将新增熟料产能 250 万吨，水泥产能 382 万吨，新增营业收入 9.84 亿元，净利润 9894 万元。（2）降低财务风险：08 年末公司资产负债率高达 78.58%，定向增发完成后测算资产负债率将下降到 62.88%。

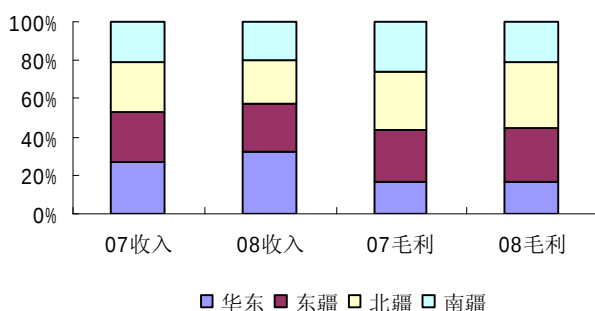
盈利预测与评级

产能扩张推动业绩增长。公司现有水泥产能 1300 万吨，其中疆内水泥产能约 900 万吨，约占 70%。08 年天公司水泥产量约 975 万吨，疆内水泥销量约 670 万吨，江苏溧阳销量约 200 万吨，其中宜兴天山 8 月收购合并报表产量约 100 万吨。08 年米东、喀什两条 2000t/d 生产线投产，宜兴天山 8 月份并表，以上产能将在 09 年全面释放。09 年预计有 2 条生产线投产：塔什本部 2000t/d 生产线于 4 月投产、南京溧水 5000t/d 生产线于 10 月份投产。

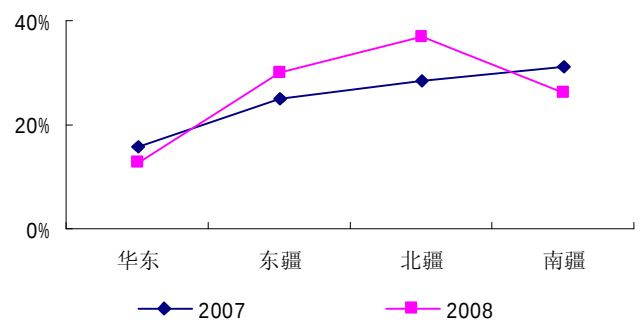
盈利预测与评级：预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.92 元、1.23 元，考虑定向增发 1.2 亿股，则摊薄 EPS 分别为 0.67 元、0.89 元，对应动态市盈率分别为 19.1 倍、14.3 倍；同时基于公司在新疆地区龙头地位、江苏地区在房地产回暖期有望超预期增长，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：未来新疆地区产能释放压力、江苏地区投资回暖进程具有不确定性。

图表 1 收入/毛利的区域结构



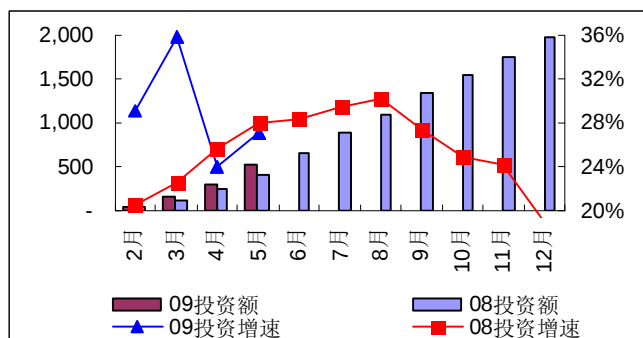
图表 2 分地区毛利率水平



资料来源：公司公告、民族证券

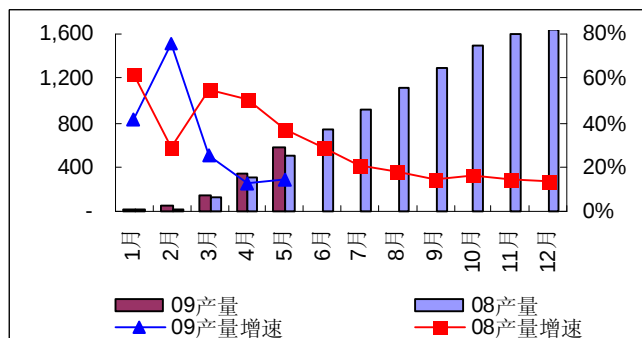
资料来源：公司公告、民族证券

图表 3 新疆城镇固定资产投资



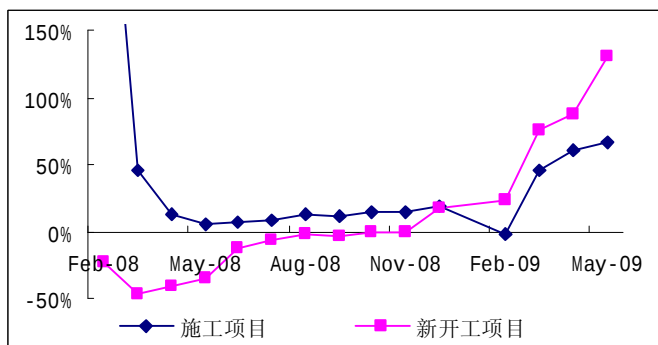
资料来源: wind、民族证券

图表 4 新疆水泥产量



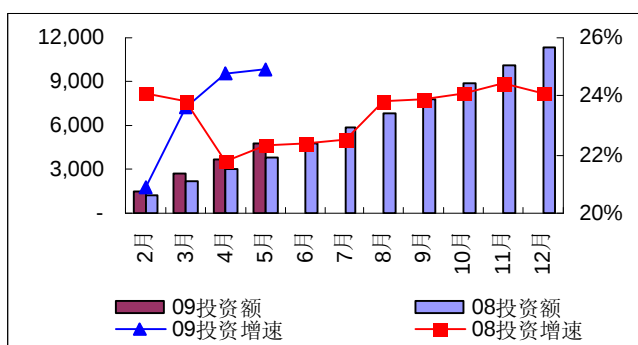
资料来源: 数字水泥网、民族证券

图表 5 新疆施工/新开工项目计划投资增速



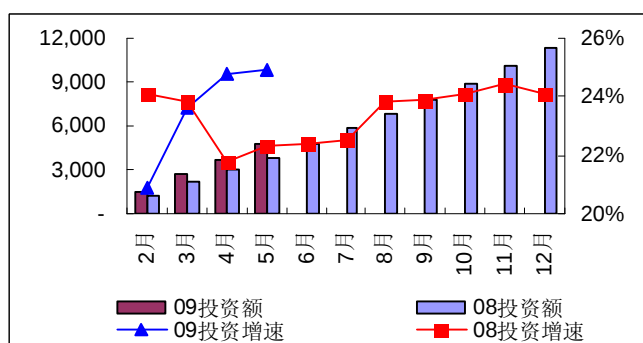
资料来源: wind、民族证券

图表 6 江苏城镇固定资产投资



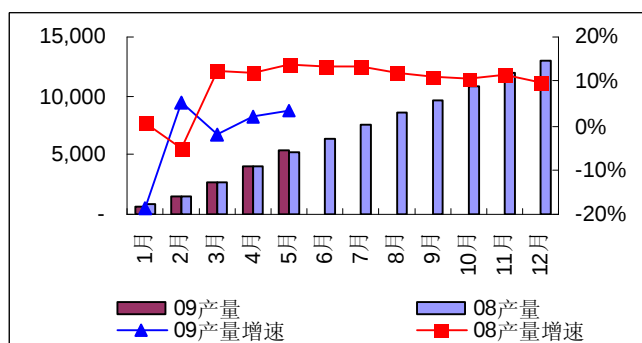
资料来源: wind、民族证券

图表 7 江苏施工/新开工项目计划投资增速



资料来源: wind、民族证券

图表 8 江苏水泥产量



资料来源: 数字水泥网、民族证券

图表 9 定向增发投资项目（万元）

名称	项目	水泥产能（万吨）	销售收入	净利润
哈密新天山	2500t/d 生产线	80	23,223	2,623
塔里木分公司塔什店	2500t/d 生产线扩建	80	16,394	1,838
塔里木分公司塔什店	90 万吨水泥粉磨	90	24,402	844
阿克苏天山多浪	3200t/d 熟料生产线	132	31,150	3,235
吐鲁番熟料分公司	4.5MW 余热发电技改		1,132	519
阿克苏天山公司喀什分公司	3MW 余热发电技改		874	418
塔里木分公司塔什店	2500t/d 生产线余热发电技改		1,231	418
偿还银行贷款、补充流动资金				1,195
合计		382	98,407	9,895

资料来源：公司公告、民族证券

图表 10 盈利预测表（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	251,782	349,397	427,312	548,413
增长率	25.54%	38.77%	22.30%	28.34%
减：营业成本	188,145	256,457	316,211	403,632
毛利	63,637	92,940	111,101	144,781
增长率（%）	36.22%	46.05%	19.54%	30.31%
综合毛利率（%）	25.27%	26.60%	26.00%	26.40%
营业税金及附加	2,077	2,770	3,418	4,387
销售费用	23,528	25,797	38,031	48,809
管理费用	13,957	25,300	22,648	27,969
财务费用	12,933	17,848	20,511	25,227
期间费用率（%）	20.02%	19.73%	19.00%	18.60%
二、营业利润	9,185	17,519	26,493	38,389
增长率（%）	816.16%	90.73%	51.23%	44.90%
加：营业外收入	13,105	19,276	21,204	23,324
减：营业外支出	816	3,114	3,426	3,768
三、利润总额	21,474	33,681	44,272	57,945
增长率（%）	84.89%	56.84%	31.44%	30.89%
减：所得税费用	4,165	3,055	6,906	9,271
四、净利润	17,309	30,626	37,365	48,674
归属于母公司所有者的净利润	10,480	19,200	28,771	38,452
增长率（%）	136.81%	83.22%	49.85%	33.65%
少数股东损益	6,829	11,425	8,594	10,222
全面摊薄每股收益（元）	0.24	0.44	0.67	0.89

资料来源：民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	—
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn