

2009-08-27

建材

天山股份 000877.SZ

东西景气差异，关注未来景气反转

◇ 事件：公司公布 2009 年中报

◆ 中期业绩增长 128.5%，单季贡献 EPS0.57 元

09 年 1-6 月公司实现营业收入 17.65 亿元，同比增长 26.37%，归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 128.47%，每股收益 0.46 元，单 2 季度贡献 EPS0.57 元/股，超出我们此前预期（120%）。超出预期的主要原因在于公司报告期内公允价值变动收益贡献 2363 万元，超出我们此前预计的 1800 万元。

◆ 新疆水泥需求旺盛弥补江苏业务拖累，毛利率提高、费率改善和公允价值变动收益导致业绩高增长

虽上半年公司受江苏业务拖累，但新疆地区高景气弥补了该项缺陷。09 年 1-6 月公司水泥销量同比增长 24.57%，我们测算公司上半年水泥价格 338.88 元/吨，较 08 年同期提高 4.82 元/吨，同比增长 1.44；吨水泥成本 243.70 元/吨，较 08 年同期提高 0.62 元/吨，同比增长 0.26%；公司综合毛利率 28.09%，增加 0.85 个百分点，吨毛利 95.18 元，同比提高 4.2 元；报告期内公司期间费率 17.86%，较 08 年同期下降 1.47 个百分点；09 年以来全球金融市场稳定，利率期限结构恢复正常，公司债务掉期衍生产品报告期内确认公允价值变动收益 2437 万元；

◆ 09 年业绩高增长概率高，10 年长三角地区房地产新开工投资复苏

单 2 季度公司实现净利润 1.78 亿元，每股收益 0.57 元；3 季度是新疆水泥行业一年中最旺的季节，单月销量均高于 2 季度，并且注意到 7 月新疆地区高标水泥提价 40 元/吨（含税价），3 季度公司净利润环比提高应为确定性事件；4 季度疆内如不出现寒冬，水泥需求可持续至 11 月中上旬，江苏为需求旺季区，正常情况仍将盈利，08 年第四季度亏损有其异常原因（合并江苏恒来管理费用单季 1.39 亿元和公允价值损失 3380 万元），今年这两项因素应消除；公司 35%产能位于江苏南部，近两年公司江苏业务保持微利甚至亏损；基于长三角地区 10 年房地产新开工投资稳定增长的判断，未来公司江苏业务部门对公司将会贡献部分利润，以吨利润 10 元的行业低盈利水平简单测算将产生 4000-5000 万元的贡献；

◆ 看好新开工投资回暖，上调公司盈利预测，“增持”评级

我们看好长三角地区新开工投资持续回暖，上调公司 09-10 年 EPS 分别为 1.10、1.60 元/股；考虑公司增发股本 1.15 亿股（13.26 元增发价，融资规模 15 亿元），摊薄后公司 09-10 年 EPS 分别为 0.80、1.17 元/股。目前股价分别为 18 倍和 12 倍 09 和 10 年 PE，增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,518	3,494	4,372	5,361	5,763
营业收入增长率	25.54%	38.77%	25.12%	22.64%	7.49%
净利润（百万元）	105	192	345	489	514
净利润增长率	136.81%	83.22%	79.57%	41.71%	5.21%
EPS（元）	0.50	0.62	1.10	1.57	1.65
ROE	14.75%	23.80%	33.04%	36.56%	30.30%
P/E	29	24	13	9	9
P/B	3	4	3	2	2
EV/EBITDA	14	3	6	5	4

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	14.70 元
目标价格	17.55 元
目标期限	6 个月

分析师：

陈浩武

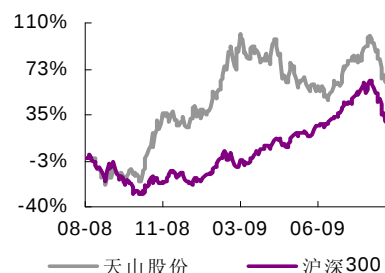
22169050

chenhaowu@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	312
总市值(百万元)	4,587
流通比例(%)	98.91%
12 个月最高/最低(元)	16.57/6.01
近 3 月日均成交量(百万股)	7.94
主要股东	中国中材股份有限公司

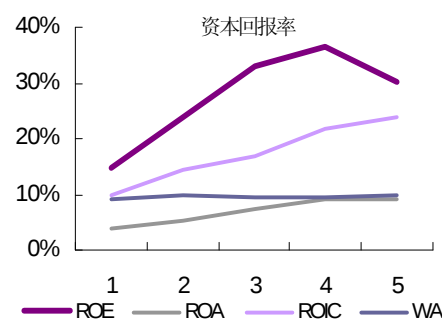
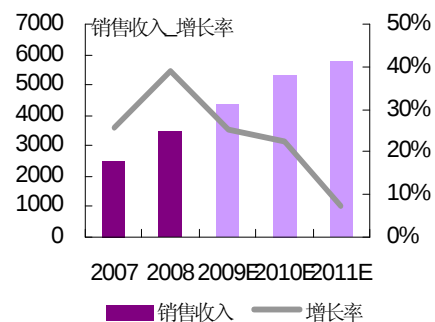
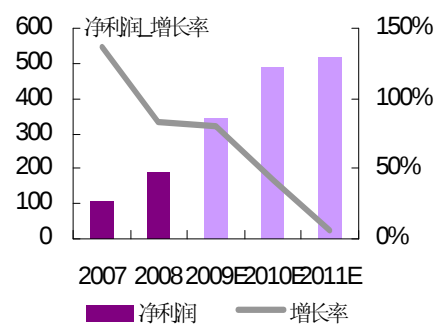
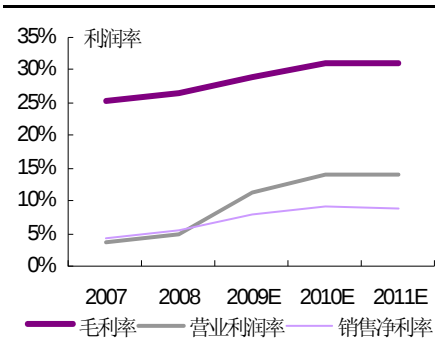
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.02	-2.75	43.65
绝对收益	-2.92	13.30	79.03

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,518	3,494	4,372	5,361	5,763
营业成本	1,881	2,565	3,105	3,691	3,975
EBITDA	345	2,423	1,041	1,380	1,475
折旧和摊销	192	234	263	283	299
销售费用	235	258	306	375	403
管理费用	140	253	262	295	317
财务费用	129	178	210	241	259
公允价值变动损益	0	-34	30	0	0
投资收益	42	17	0	30	30
营业利润	92	175	490	756	803
利润总额	105	192	639	905	952
少数股东损益	68	114	186	263	276
归属母公司净利润	104.80	192.00	344.78	488.58	514.06

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	4,444	6,006	7,263	8,230	8,742
流动资产	1,368	1,554	2,039	2,528	2,891
货币资金	613	667	874	1,072	1,449
交易型金融资产	0	3	3	3	3
应收帐款	192	178	262	322	346
应收票据	68	94	109	134	144
其他应收款	24	18	18	18	18
存货	307	432	559	738	676
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	211	215	215	227	239
固定资产	2,551	3,369	4,135	4,620	4,825
无形资产	106	169	161	152	144
总负债	3,271	4,720	5,610	6,127	6,085
无息负债	917	1,998	2,581	3,225	3,475
有息负债	2,353	2,722	3,030	2,902	2,611
股东权益	1,173	1,287	1,605	2,056	2,609
股本	208	312	312	312	312
公积金	367	335	448	567	686
未分配利润	104	282	335	411	569
少数股东权益	508	437	622	885	1,162

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	684	626	1,312	1,545	1,548
净利润	105	192	345	489	514
折旧摊销	192	234	263	283	299
净营运资金增加	-91	-1,066	4	284	873
其他	479	1,267	700	489	-138
投资活动产生现金流	-290	-961	-1,000	-688	-388
净资本支出	1,538	1,391	1,023	596	463
长期投资变化	0	215	0	0	0
其他资产变化	-1,828	-2,567	-2,023	-1,284	-851
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	104	0	0	0
债务净变化	-68	368	308	-128	-291
其它长期负债变化	-1,276	1,081	583	644	250
净现金流	236	-157	208	198	377

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	25.54%	38.77%	25.12%	22.64%	7.49%
净利润增长率	136.81%	83.22%	79.57%	41.71%	5.21%
EBITDA 增长率	43.95%	603.20%	-57.03%	32.62%	6.83%
EBIT 增长率	44.23%	49.76%	64.71%	35.11%	5.67%
EPS 增长率	136.81%	22.14%	79.57%	41.71%	5.21%
估值指标					
PE	29	24	13	9	9
PB	3	4	3	2	2
EV/EBITDA	14	3	6	5	4
EV/EBIT	14	13	8	6	5
EV/NAPLAT	15	14	9	7	6
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	-	26.60%	28.97%	31.15%	31.02%
EBITDA 率	13.68%	69.34%	23.81%	25.75%	25.59%
EBIT 率	13.67%	14.75%	19.41%	21.39%	21.03%
税前净利润率	8.53%	9.64%	14.61%	16.89%	16.53%
税后净利润率	4.16%	5.50%	7.89%	9.11%	8.92%
ROA	3.90%	5.10%	7.30%	9.13%	9.04%
ROE	14.75%	23.80%	33.04%	36.56%	30.30%
ROIC	12.33%	15.94%	20.17%	26.40%	28.91%
偿债能力					
净负债 / 权益	1.48	1.56	1.31	0.87	0.43
资产负债率	73.60%	78.58%	77.76%	74.88%	69.99%
流动比率	0.80	0.53	0.59	0.69	0.85
速动比率	0.62	0.38	0.43	0.49	0.65
每股指标					
EPS	0.50	0.62	1.10	1.57	1.65
每股红利	0.00	0.00	0.68	0.96	0.76
每股经营现金流	-	2.01	4.20	4.95	4.96
每股净资产	5.64	4.12	5.14	6.59	8.36
每股销售收入	12.10	11.20	14.01	17.18	18.47
每股 EBITDA	1.66	7.76	3.34	4.42	4.73

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈浩武，陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

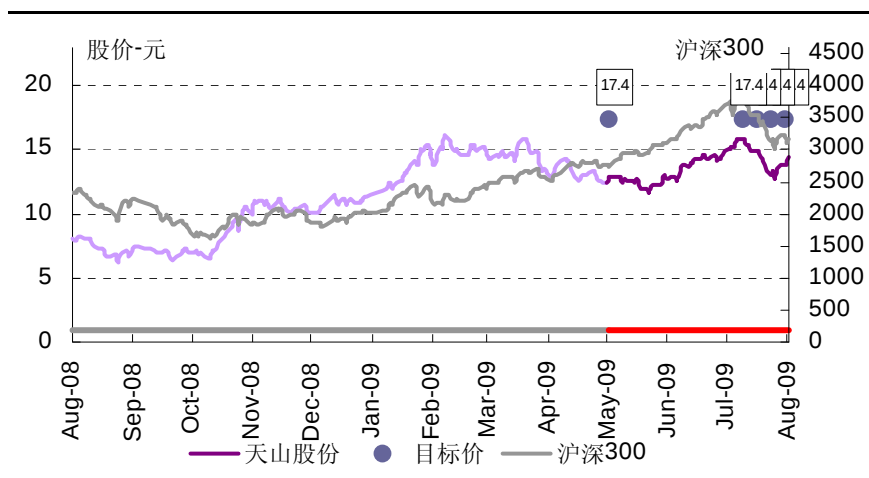
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天山股份（000877）

分析师：陈浩武



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-05-26	12.47	17.40	增持
2009-08-03	15.83	17.40	增持
2009-08-10	14.85	17.40	增持
2009-08-17	14.85	17.40	增持
2009-08-24	13.66	17.40	增持

买入—— 增持—— 中性——
 减持—— 卖出——

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。