

天山股份

000877

增持 / 维持评级

股 价	2010-01-22
RMB22.00	

基础数据

总股本（百万股）	312
流通 A 股（百万股）	309
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	6798

财务数据

市净率 (X)	6.11
TRACING P/E (X)*	24.92
EPS (元)	1.01
股息率 (%)	0.69

*最近四季盈利计算。

相关研究

《靓丽中报奠定全年高增长基础》（增持）

09/08/27

《金融衍生品损失带来遗憾》（增持）

09/03/25

分 析 师

周焕

+755-82492072

zhouhuan@lhq.com

新疆经济腾飞的充分受益者

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3494.0	3154.3	4262.2	5191.4	6338.2
(+/-%)	38.8	18.8	22.0	21.8	22.1
归属母公司净利润(百万元)	192.0	316.6	343.1	401.7	531.4
(+/-%)	83.2	58.0	78.7	17.1	32.3
EPS(元)	0.62	1.01	1.10	0.98	1.29
P/E(倍)	35.5	21.8	20	22.4	17.1

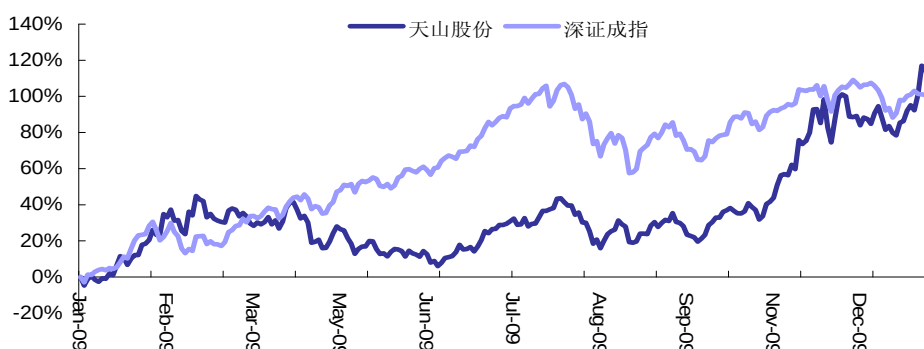
■ 09 年 11 月中央各部委大规模调研新疆，未来可能出台强力政策推动新疆经济发展。新疆极其重要的战略地位（面向中亚、欧洲和中东的桥头堡、争夺中亚油气资源的咽喉要道、未来重要的资源供应基地）决定了稳定和发展这一地区是中央政府必然的选择。

■ 由于具备类似的资源禀赋，新疆可能复制内蒙古本世纪以来的发展模式——以资源开发利用拉动经济增长。这将推动新疆进入固定资产投资和水泥需求高速增长阶段，正如过去几年在内蒙古发生的情况。09 年新疆人均水泥消费量 0.89 吨，不足内蒙古的 50%，未来上升空间巨大。

■ 我们推测新疆大规模基础设施建设和资源开发利用将拉动水泥需求在未来数年出现 20% 以上的年增长。虽然今年新增产能规模较大，但只要需求增速达到 25%，就可化解供给压力，而到了 2011 年以后，由于政策调控导致新增产能急剧减少，供需关系将进一步乐观，高景气阶段将延续至少数年的时间。需要强调的是，参照内蒙古的情况，我们对 2010 年新疆水泥产量增长 25% 的假设并不激进（内蒙古 02-09 年水泥产量年均复合增长率为 29%，04 和 09 年达到 40%），实际上增速有进一步超预期的可能。

■ 公司为新疆最大水泥企业，市场份额 40% 以上，将充分受益于行业的高景气。预计 2009-2011 年公司水泥和熟料产销量分别为 1240、1550 和 1800 万吨，EPS 分别为 1.1、0.98 和 1.29 元（2010 年开始考虑增发摊薄）。目前股价对应 2010 年 22.4 倍 PE，高于东部水泥股，但考虑到盈利预测存在上调可能以及新疆水泥未来几年都将维持高景气状态，估值上可以享受溢价，我们维持“增持”评级并强烈推荐。

最近 52 周股价表现



国家或出台强力政策推动新疆经济发展

09 年 11 月各部委大规模调研新疆，为政策出台做准备

“7.5”事件之后，新疆的稳定与发展引起中央的高度重视。11月4日开始，中共中央政治局委员、中央书记处书记、中宣部部长刘云山，国务委员、国务院秘书长马凯，全国政协副主席、中央统战部部长杜青林分别率领三批调研组来到新疆，广泛深入开展调研，研究提出实现新疆经济社会跨越式发展、促进新疆长治久安的基本思路、重点任务和重大措施。

三批调研组分别为：宣传思想文化教育调研组，经济社会发展调研组，民族宗教组、社会稳定组、组织和政权建设组。由几百人组成的调研组，成员几乎囊括国家所有部委和相关单位，其中副部级以上领导干部就有 40 多人。涉及部门如此之多、人数如此之众的调研队伍在新疆历史上前所未有。

调研组调研的内容也涵盖新疆改革发展稳定的各个方面。调研的原则是：要抓住重点，突破难点，深入研究新疆经济社会发展中带有根本性、全局性的重大问题，主要围绕经济发展、对外开放、改善民生、对口支援、教育文化、民族宗教、党的建设、生产建设兵团发展、维护稳定、涉疆外交 10 个方面展开。

马凯指出，调研立足国务院《关于进一步促进新疆经济社会发展若干意见》（即 32 号文件）精神，在落实上进一步加大力度、加快进度，做到“认识要深化、举措要实化、力度要强化”，在事关实现新疆跨越式发展和长治久安的重点环节、关键举措上有新突破。要抓住重点，突破难点，深入研究新疆经济社会发展中的重大问题，坚持高起点、抓要害、强举措、讲实效，力争多提一些含金量高、创新性和可操作性的新政策和过硬的举措。

新疆发展或受到空前重视

对新疆的支持力度可能相当大，重点可能放在加强基础设施建设、调整产业结构、大力改善民生等方面

新疆南北地区贫富差距较大。近年来在北疆地区经济不断发展之时，南疆很多地区却依然处于贫困状态。全疆 88% 的贫困人口集中在南疆地区，且主要是少数民族；全疆有 27 个国家级贫困县，南疆就有 21 个，占贫困县总数的 77.7%。譬如，和田地区的七县一市全部为国家级贫困县，属于全疆乃至全国少有的集中连片的贫困地区。

目前，南疆贫困县返贫率高达 15%，远远超过国家规定的 5% 的标准。可见“九五”和“十五”扶贫攻坚战略的实施，并未使南疆地区彻底摆脱贫困面貌。尽管自 1994 年国家实施“八七”扶贫攻坚计划以来，南疆诸贫困县在国家的大力支持下，集中了大量人力、物力、财力，紧紧围绕解决农村贫困人口的温饱问题，采取了一系列扶贫措施，取得了一定的反贫成果，但是，由于生产条件尚未得到根本改善，加之社会保障系统的不完善，这种“输血式”的扶贫取得的成果具有极大的不稳定性，贫困现状依旧严峻。

南疆长期贫困的主要原因有：1）长期以来各项经济规划偏重于北疆；2）生态环境恶劣，自然灾害频繁；3）产业结构不合理，过分依赖于低水平的农业；4）

人口文化素质较低。

预计中央或将出台的扶持新疆的政策中，对南疆的支持力度可能相当大，重点可能放在加强基础设施建设、调整产业结构、大力改善民生等方面。

新疆战略地位的再认识

新疆的国际、国内战略地位极其重要，因此稳定和发展这一地区是中央政府必然的选择。

面向中亚、欧洲和中东的桥头堡

新疆是中国距离西亚、欧洲及中东最近的地区，随着中亚经济发展，新疆可能会成为重要的经济中心

新疆地处亚欧腹部，第二亚欧大陆桥中心，是我国与中亚、欧洲连接的惟一陆路通道，是继北美经济圈、欧盟经济圈和东亚经济圈后的全球第四大经济圈——中西南亚经济圈的重心区，其经济地位不言而喻。早在古代丝绸之路时期，新疆就是我国和世界各国友好往来和经济文化交流的重要通道，历史意义非常重大。如今新疆沿边境线附近拥有 17 个一类口岸和 12 个二类口岸，成为我国利用周边国家资源和市场最为便捷的省区之一。

中亚国家经济正处于恢复与增长阶段，消费市场尚未被充分开发，从发展的眼光看，这为新疆的产品和国内产品通过新疆进入这一区域提供了广阔的空间。长期以来，新疆对中东和欧洲各国的外贸出口主要依赖于面向太平洋的出海口，这制约了新疆经济进一步发展。如果进一步畅通第二亚欧大陆桥，努力开辟新疆向西的出海口，就会发挥港口物流优势，带动区域经济发展。新疆过去对欧洲和中东市场地产商品的出口一直是先向东运往 3700 多公里外的天津新港，再经海运绕行至目的港，比早在 2000 多年前的丝绸之路，绕了一大圈。

如果我们将向东往太平洋市场方向调整至向西往大西洋欧洲市场，里海、黑海西亚市场，波斯湾中东市场方向，就会发现新疆原来是中国距离西亚、欧洲及中东最近的地区。随着中亚经济发展，新疆可能会成为重要的经济中心。

第二亚欧大陆桥具有明显的优势：1）地理位置和气候条件优越：整个陆桥避开了高寒地区，港口无封冻期，自然条件好，吞吐能力大，可以常年作业；2）运输距离短：比西伯利亚大陆桥缩短陆上运距 2000—2500 公里，比绕道印度洋和苏伊士运河的水运距离缩短了 10000 公里，到中亚、西亚各国，优势更为突出。一般情况下，陆桥运输比海上运输运费节省 20—25%，而时间缩短 1 个月左右；3）辐射面广：新亚欧大陆桥辐射亚欧大陆 30 多个国家和地区，总面积达 5071 万平方公里，居住人口占世界总人口的 75% 左右；4）对亚太地区吸引力大：除我国（大陆）外，日本、韩国、东南亚各国、一些大洋洲国家和我国的台湾，港澳地区，均可利用此线开展集装箱运输。

如果从 50 年代初期由日本经美洲大陆向欧洲运输集装箱算起，大陆桥问世已近半个世纪。但这仅仅是个开端，从发展趋势看，大陆桥运输前景广阔，开发潜力巨大。由于现代科学技术的迅速发展，包括火车、轮船等在内的交通工具的现代化、高速化、对以铁路运输为主的大陆桥运输，必将产生不可估量的推动作用。还有集装箱运输的迅速普及，既为大陆桥运输提供了稳定的箱源，促进着大陆运输发展，又展示了大陆桥运输的巨大潜力。

图 1、第二条亚欧大陆桥



数据来源：联合证券研究所整理。

争夺中亚油气资源的咽喉要道

新疆是中亚油气进入中国的必经之路

近年来，世界石油资源和市场分布不均衡的矛盾有加剧的趋势：从资源分布看，中东—北非、中亚—俄罗斯和北美三个地区剩余石油可采储量占世界的 82.3%，待探明可采石油资源占世界的 72%。其中中东地区剩余石油可采储量占世界的 64%，待探明可采石油资源占世界的 25%。2010 年以后欧佩克在世界石油产量中所占份额将由目前的 39%增至 50%以上，世界石油供应将更加依赖中东。从消费情况看，当前及今后十几年世界石油消费近 80%集中在北美、亚太和欧洲。这种资源分布与消费格局，使供需不平衡的问题更显突出。随着石油供求格局的变化，围绕石油资源的竞争将更加激烈。

中亚及其相邻的里海蕴藏着丰富的油气资源，被誉为 21 世纪的“世界能源供应基地”。在前苏联解体后，独立的中亚各油气生产国都把“油气兴国”作为基本的发展战略，制订了宏伟的发展计划。各种背景的大型石油公司也纷纷进入这块有巨大油气潜力的地区。中亚的油气勘探开发成为世界石油工业的热点之一，从中亚油气中获取更多的利益份额成为石油公司和大国（集团）角逐的焦点之一。

表 1、中亚和中东地区油气资源总量对比

中亚			中东		
国别	石油（亿吨）	天然气（万亿立方米）	国别	石油（亿吨）	天然气（万亿立方米）
哈萨克斯坦	130	10	沙特	513	14
土库曼斯坦	12	23	伊拉克	203	
乌兹别克斯坦	40	5	伊朗	177	35
阿塞拜疆	22	3	科威特	154	
塔吉克斯坦		1	阿联酋	109	7
			卡塔尔		17
合计	204	42		1156	73
中亚/中东	17.65%	57.53%			

数据来源：美国联邦地质调查局（USGS），联合证券研究所整理。

2009年中国石油需求量约为4.4亿吨，其中进口约2亿吨，对外依存度超过40%，而进口石油中接近80%来自中东和非洲。因此，中国必须要努力实现进口石油来源的多元化，分散风险。但中国石油来源多元化战略并非一帆风顺：首先，在开发海底油田领域，中国和日本以及南海周边各国有着一系列摩擦；其次，在俄罗斯西伯利亚地区石油和天然气输送管道的铺设路线上，日本和中国展开了激

烈竞争，俄罗斯纵横捭阖，使自己在远东取得有利地位；此外，由于委内瑞拉等产油国的反美、资源国有化倾向，中国在委内瑞拉等地购买石油使中国卷入美国和委内瑞拉等国的激烈争斗之中。

中亚对中国能源安全保障来说，意义绝不仅仅是一个窗口或一条通道，而是可以应急和避险的能源后院。因此，构建中国中亚石油天然气运输大通道，对中国的能源安全乃至国家都至关重要，具有战略意义。而新疆正是中亚油气进入中国的必经之路，已建成的中国—哈萨克斯坦石油管道（年输油能力2000万吨）和在建的中国—土库曼斯坦天然气管道（年输气能力300亿立方米）都经过新疆。

未来重要的资源供应基地

新疆资源储量丰富

新疆已经发现的矿产资源包括能源、黑色金属、有色、稀有、稀土及贵重金属、化工原料和建筑材料非金属、宝石和玉石及地下水7大类，约138种矿产，占全国168种矿产的82%，有117种已探明储量，有68种矿种被不同程度开发利用，有42种矿产储量居全国前10位，其中24种居全国前5位，成为我国矿种最多的省区。

石油、煤炭、天然气是当今最主要的能源资源，而这三种资源在新疆都有广泛的分布。根据全国第二次油气资源评价，新疆石油资源量208.6亿吨，占国内陆上石油资源量的30%；天然气资源量为10.3万亿立方米，占国内陆上天然气资源量的34%；煤炭预测储量2.19万亿吨，占全国煤炭预测储量的40%。

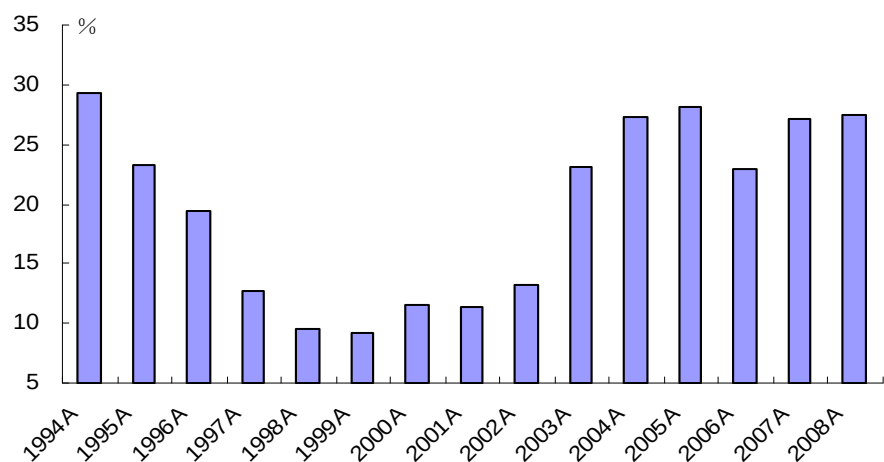
未来随着运力的提升和加工能力的发展，新疆将成为我国重要的资源供应基地。

新疆或将复制内蒙古模式—以资源开发利用拉动经济增长

02—08 年，内蒙古生产总值年递增速度连续 7 年位居全国第一

2001年以来，内蒙古的经济发展一改1979—2000年持续落后于全国增长速度的被动态势，走上持续、协调、健康、快速发展的轨道。2002—2008年，内蒙古GDP年递增速度连续7年位居全国第一，这一状况无论在内蒙古还是中国西部12个省市自治区的历史上都是前所未有的。

图 2、内蒙古 GDP 增速

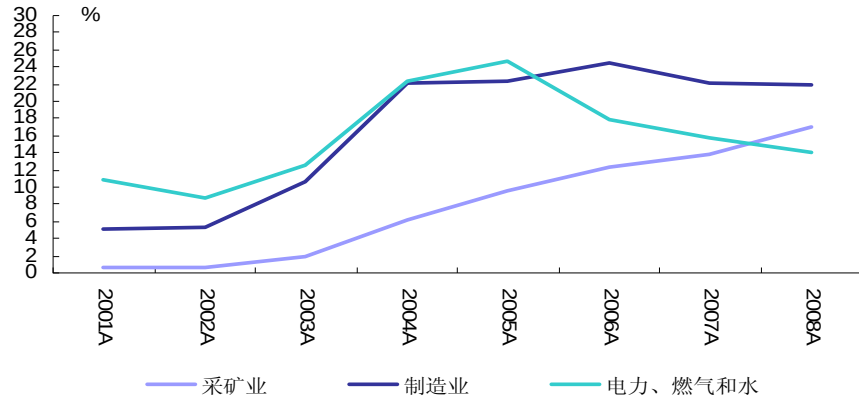


数据来源：wind，联合证券研究所整理。

内蒙古矿产及油气资源丰富，近年来经济的快速发展主要来自对自然资源的开发利用。本世纪以来，内蒙古采矿、电力燃气水、制造业投资占固定资产投资的比重出现明显提升。

内蒙古经济增长主要源自对资源的开发利用，新疆具备类似的资源禀赋，未来可能走相似道路

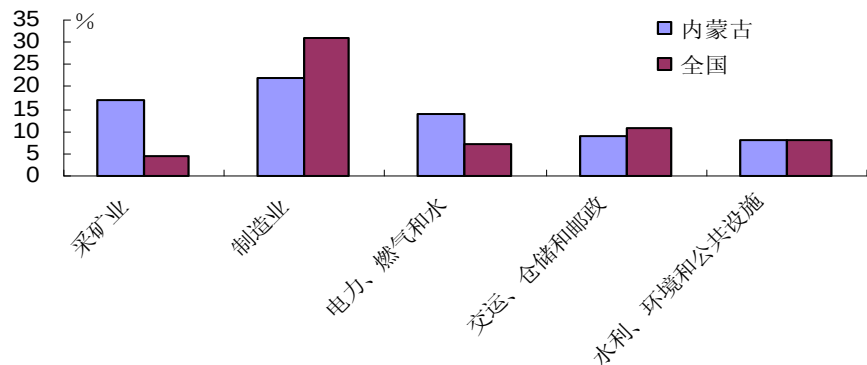
图 3、内蒙古采矿业、电力燃气水投资占固定资产投资比例变化



数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

08年内蒙古采矿业、电力燃气水投资占固定资产投资比例远超全国平均水平。

图 4、08 年内蒙古和全国投资类别比重对照



数据来源：Wind，联合证券研究所整理。

1995—2001 年间内蒙古的资源生产消费比例有了一个反复，在之前都是呈现出比较平稳的增长关系。但在 2001 年之后，内蒙古的资源生产和消费出现了一个“井喷式”的差额，内蒙古的资源生产出现了大幅度的增长，而经济增长也是在这个时期出现了加速。

图 5、内蒙资源生产消费比例变化

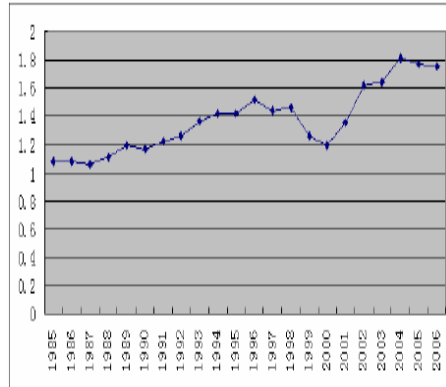
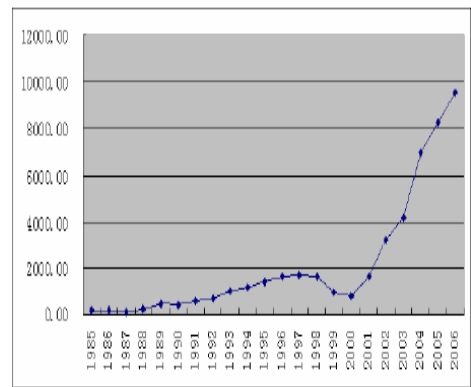


图 6、内蒙资源生产消费绝对差额变化



新疆自然资源较内蒙古更加丰富，在强有力的政策推动下，未来有可能复制以资源开发利用拉动经济增长的模式。

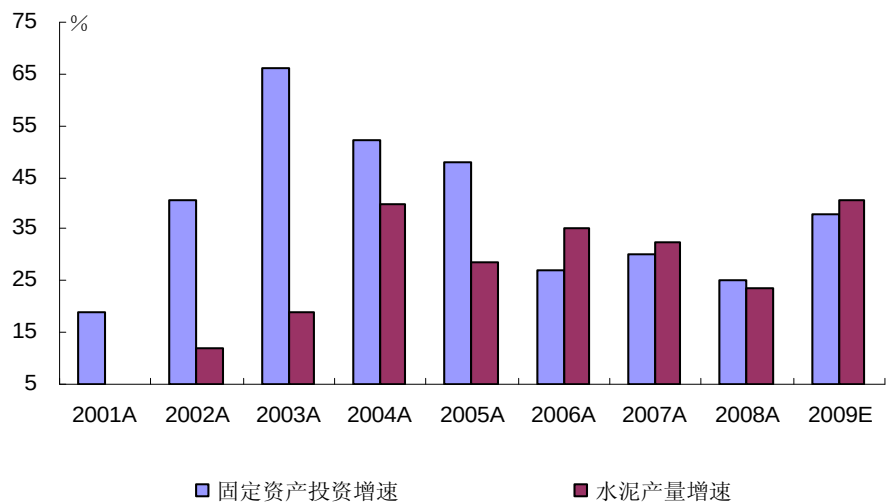
新疆水泥：或将重现内蒙古水泥的高盈利

本世纪以来内蒙古水泥产量和利润双双快速增长

内蒙古水泥产量年均增长 29%，利润年均增长 35%

内蒙古固定资产投资从02年开始高速增长，水泥需求随之启动，02-09年产量年均复合增长率为29%。

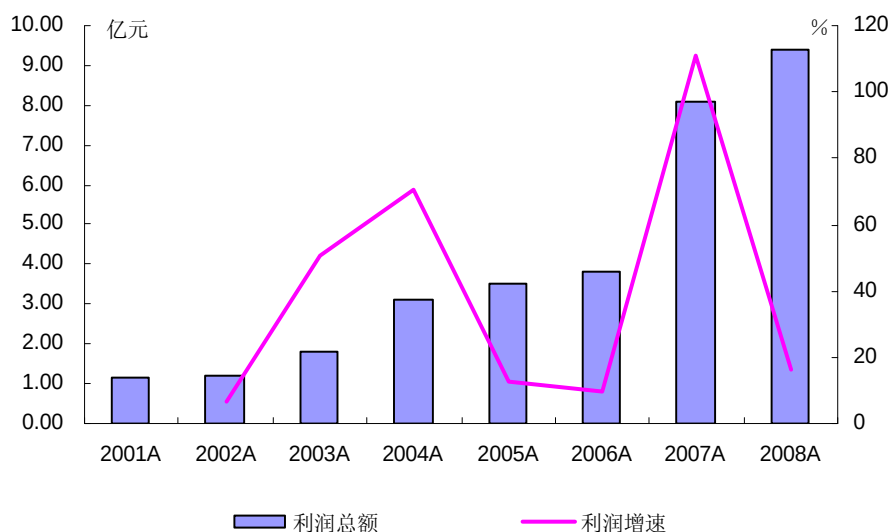
图 7、内蒙古固定资产投资和水泥产量增速



数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

需求强劲拉动内蒙古水泥行业利润大幅增长，02-08年的年均复合增长率为35%。

图 8、内蒙古水泥行业利润总额和增速



数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

内蒙古水泥行业的盈利能力在全国也位居前列。

表 2、内蒙古水泥行业盈利能力排名

	2001A	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A
销售毛利率	4	1	5	6	4	1	4	8
销售净利率	3	6	8	5	3	6	4	10

数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

相似的经济增长模式下，新疆水泥发展或将重现“内蒙古现象”

新疆年人均水泥消费量远低于内蒙古，上升空间巨大

预计 09 年内蒙古水泥产量 4800 万吨，人均产量（消费量）1.99 吨；新疆水泥产量 1950 万吨，人均产量（消费量）0.89 吨，差距明显，未来上升空间巨大。

表 3、当年和累计人均水泥消费量比较

	新疆	内蒙古	全国
09 年人均水泥消费量（吨）	0.89	1.99	1.19
累计人均水泥消费量（吨）	11.2	10.8	13.5

数据来源：联合证券研究所整理。

需求增长将超预期

我们认为中央的强力政策将刺激新疆经济进入高速增长阶段。在经济起飞初期，大量的铁路、公路、电站等基础设施建设是必须的，再加上可能复制内蒙古的以资源开发利用拉动经济增长的方式，预计新疆固定资产投资将进入高速增长阶段，从而带动水泥需求出现超预期增长。

在中央政策的强力推动下，2010年开始的若干年间新疆固定资产投资增速达到30%甚至更高是完全可能的，将拉动水泥需求出现20%以上的年增长

以铁路为例，根据新疆铁路中长期规划，到2020年，新疆铁路运营里程将达到12000公里，比目前增长300%，占全国铁路运营里程的近10%。目前新疆在建铁路项目10个，在建、年内将开工和待建的铁路达到25条。我们预计政策出台后将进一步加快新疆的铁路建设。

表4、新疆部分在建和规划铁路项目

状态	项目名称	长度	开工时间	竣工时间	投资额	备注
在建	兰新第二双线（客运专线）	1776 公里	2009 年 11 月 4 日	2012 年底	1435 亿元	预计3年建成，设计时速200-250公里，建成后现有的兰新线将改为货运专线主运煤
在建	哈密至罗布泊	360 公里	2009 年 5 月 25 日	2011 年 6 月	32.8 亿元	
在建	哈密至将军庙	427.92 公里	2010 年初	2013 年	115 亿元	
在建	福海至富蕴	165.58 公里	2010 年初	2011 年 9 月	19.7 亿元	
在建	吐鲁番至库尔勒 2 线	334 公里	2007 年 4 月	2012 年	85.9 亿元	
在建	喀什至和田	487 公里	2008 年 7 月	2011 年 2 月	46.4 亿元	
在建	兰新线嘉峪关-阿拉山口电气化改造	1580 公里	2008 年 10 月		110 亿元	
在建	库尔勒至阿克苏增建 2 线	520 公里	2008 年 10 月		51 亿元	
在建	库车至俄霍布拉克	92 公里	2008 年 10 月	2011 年 4 月 30 日	19.5 亿元	
在建	五彩湾-将军庙	94 公里	2008 年 10 月		12 亿元	
将建	哈密—临河线（哈临线）					
将建	库尔勒-格尔木-成都（青新线）					
规划	和田-狮泉河-日喀则（喀和后半段-新藏线）					
规划	乌鲁木齐-富蕴-北屯					
规划	罗布泊-若羌（后半段）					
规划	中国-吉尔吉斯斯坦-乌兹别克斯坦					
规划	中国-巴基斯坦					

数据来源：联合证券研究所整理。

表 5、新疆部分在建和规划公路项目

状态	项目名称	长度	开工时间	竣工时间	投资额	备注
在建	国道 217 线独山子—乔尔玛—那拉提—库如力	378.2 公里	2008 年 7 月	2010 年 10 月	29.8 亿元	
在建	国道 315 线喀什—墨玉—叶城段	431 公里	2008	2011 年	41.39 亿元	
在建	塞里木湖—果子沟口	56.2 公里	2006 年 8 月	2010 年 10 月	11.4 亿元	高速
将建	国道 315 线民丰—于田					
将建	乌恰—吐尔尕特口岸					
将建	省道 205 线博乐—精河县五台镇岔口					
	布尔津—白碱滩二期改建等项目	146.4 公里		2009 年 12 月	2.5 亿元	
在建	奎屯—克拉玛依	135 公里	2009 年 7 月	2011 年 11 月	38.73 亿元	
将建	库车—阿克苏	260 公里	2010 年初	2011 年	67.7 亿元	国家高速公路规划网项目
将建	明水（新甘界）—哈密	182 公里	2010 年		32.32 亿元	
项目前期	克拉玛依—塔城	306 公里				
项目前期	温宿至昭苏	158 公里				
项目前期	大黄山至奇台	112 公里				

数据来源：联合证券研究所整理。

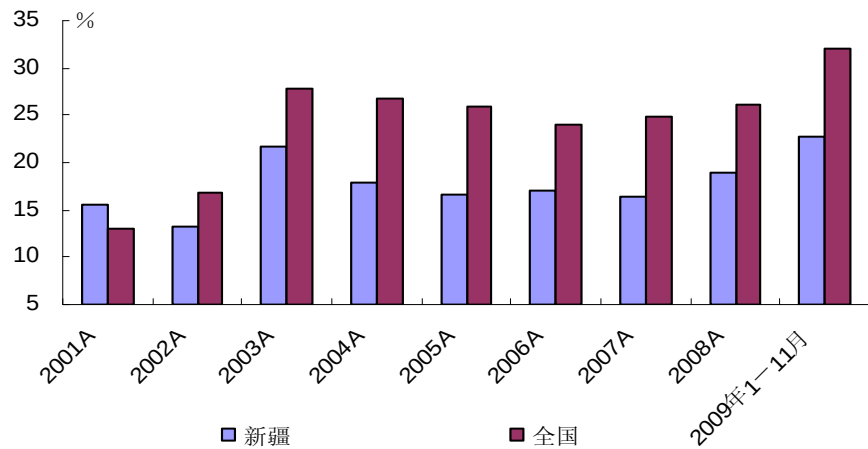
表 6、新疆部分在建和规划机场项目

	项目名称	开工时间	竣工时间	投资额	备注
在建	阿克苏机场改扩建	2008 年 5 月 30	2010 年中期	2.1 亿元	
在建	库车机场迁建	2009 年 6 月	2010 年	3 亿元	
在建	吐鲁番机场	2009 年 5 月	2010 年 5 月	4.12 亿元	
在建	伊宁机场改扩建	2009 年 3 月	2010 年	2.37 亿元	
在建	博乐机场建设	2009 年 7 月 21 日	2010 年 11 月	2.98 亿元	
项目前期	富蕴、塔中、且末机场前期工作				已经开始拆迁

数据来源：联合证券研究所整理。

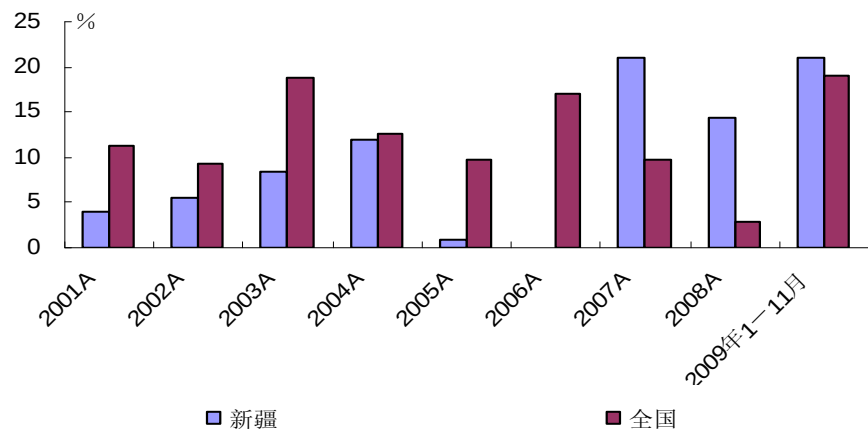
新疆固定资产投资增长一直落后于全国水平，但 07 年以来水泥产量增速大幅提升，超越全国平均，我们认为主要是受基建规模占比加大的影响。

图 9、新疆和全国城镇固定资产投资增速对比



数据来源：国家统计局，联合证券研究所整理。

图 10、新疆和全国水泥产量增速对比



数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

预计 2009 年新疆城镇固定资产投资 2430 亿元，同比增长 23%，低于全国水平；水泥产量 2000 万吨，同比增长约 20%，略高于全国平均水平。

在中央政策的强力推动下，2010 年开始的若干年间新疆固定资产投资增速达到 30% 甚至更高是完全可能的，将拉动水泥需求出现 20% 以上的年增长。

水泥产能过剩压力将被化解，高景气得以维持较长时间

08 年底，新疆水泥产能 2300 万吨，其中新型干法产能 1500 万吨，落后产能 800 万吨，新干占比 65%。分地区看，东、北疆产能 1500 万吨，南疆 800 万吨。

09 年新疆共投产 5 条新干熟料线，水泥产能 410 万吨，其中北疆 130 万吨，南疆 280 万吨。

表 7、09 年新疆新增水泥产能

公司名称	生产线所在地	所属区域	生产线规模 (T/D)	水泥产能 (万吨)	投产时间
南岗建材	伊犁州伊宁市	北疆	2000	80	09 年上半年
龙盛建材	克拉玛依	北疆	1200	50	09 年底
天山水泥（多浪）	喀什	南疆	2000	80	09 年上半年
天山水泥（塔里木）	库尔勒市塔什店镇	南疆	2500	100	09 年下半年
青松建化	克州	南疆	2500	100	09 年下半年
合计				410	

数据来源：数字水泥网，联合证券研究所整理。

2010 年新增产能：东疆 180 万吨，北疆 800 万吨，南疆 200 万吨

2010 年建成投产的熟料线较多，共有 12 条，合计水泥产能 1180 万吨，其中东疆 180 万吨，北疆 800 万吨，南疆 200 万吨。

表 8、2010 年新疆新增水泥产能

公司名称	生产线所在地	所在区域	生产线规模 (T/D)	水泥产能 (万吨)	投产时间
天山水泥（哈密）	哈密市	东疆	2500	100	2010 年 5 月
南岗建材	哈密市	东疆	2000	80	2010 年 5 月
阿山水泥	阿勒泰地区哈巴河县	北疆	2500	100	2010 年 5 月
大唐鼎旺水泥	昌吉州奇台县	北疆	3500	140	2010 年 3 月
新疆天业	石河子市	北疆	2500	100	2010 年 6 月
新疆天业	石河子市	北疆	3000	120	2010 年 8 月
天山水泥	乌鲁木齐米东区	北疆	2X2000	160	2010 年 6 月
天山水泥（屯河）	阿勒泰地区布爾津县	北疆	2000	80	2010 年 8 月
青松建化	塔城地区乌苏市	北疆	2500	100	2010 年底
山东三川集团	库尔勒市塔什店镇	南疆	2500	100	2010 年 3 月
青松建化（巴州）	库尔勒市塔什店镇	南疆	2500	100	2010 年初
合计				1180	

数据来源：新疆水泥协会，联合证券研究所整理。

2010 年新疆水泥需求增长若达到 25%，高景气将得以维持，实际增速有可能更高

根据建设规划，2010 年有半数生产线在 6 月份以后投产，再考虑到实际上还会出现投产时间晚于规划的情况，我们认为明年 1180 万吨新增产能中能在当年发挥的只有 40%。在 2010-2011 年每年水泥需求（产量）增长 20% 的情况下，有效产能利用率将比 09 年略有下降，如果 2010-2011 年每年水泥需求（产量）增长 25%，则 2010 年有效产能利用率和 09 年持平，2011 年出现上升。

表 9、新疆水泥有效产能利用率测算

	2008A	2009E	2010E	2011E
新增水泥产能	550	410	1180	150
淘汰落后水泥产能	64	80	100	100
水泥总产能	2300	2630	3710	3760
新增有效产能	243	165	422	25
水泥有效产能	2057	2465	3052	3735
水泥产量（假设 2010—2011 年年均增长 20%）	1664	2000	2400	2880
有效产能利用率（%）	80.89	81.14	78.64	77.11
水泥产量（假设 2010—2011 年年均增长 25%）	1664	2000	2500	3125
有效产能利用率（%）	80.89	81.14	81.91	83.67

数据来源：联合证券研究所。

我们认为在需求强劲增长的情况下，2010 年新疆水泥行业总体上将维持目前的高景气状态。北疆新增产能较多，价格可能小幅度下降；南疆新增产能少，在基础设施建设加强以及民生显著改善（旧城改造）带来的需求拉动下，水泥价格可能出现上升。而到了 2011 年以后，由于政策调控导致新增产能急剧减少，供需关系将进一步乐观，高景气阶段将延续至少数年的时间。

需要强调的是，参照内蒙古过去几年的情况，我们对 2010 年新疆水泥产量增长 25% 的假设并不激进（内蒙古 02—09 年水泥产量年均复合增长率为 29%，04 和 09 年达到 40%），实际上增速有进一步超预期的可能。

天山股份（000877）：新疆水泥高景气的充分受益者

产能和产量明细

公司为新疆最大水泥企业，市场份额 40% 以上，将充分受益于行业的高景气。截至 08 年底，公司拥有水泥产能 1550 万吨，分布地区如下：

表 10、天山股份已建产能明细（08 年底）

地区	分子公司名称	水泥产能
东疆	天山水泥公司	160 万吨/年（两条余热发电干法中空窑、一条 700T/D、一条 2000T/D 新型干法窑）
	吐鲁番熟料分公司	105 万吨/年（一条 2500T/D 新型干法窑）
	鄯善分公司	15 万吨/年
	哈密分公司	20 万吨/年
	合计	300 万吨/年
	屯河水泥公司头屯河水泥厂	86 万吨/年
	屯河水泥公司特种水泥厂	30 万吨/年
	屯河金波水泥公司	20 万吨/年
	屯河沙湾五宫水泥分公司	90 万吨/年（1 条 1000T/D 新型干法窑）
	屯河古城水泥分公司	18 万吨/年
北疆	屯河布尔津水泥分公司	18 万吨/年
	屯河富蕴水泥有限责任公司	10 万吨/年
	屯河额敏水泥分公司	20 万吨/年
	新疆屯河水泥有限责任公司	80 万吨（2000T/D 熟料线）
	合计	372 万吨/年
	和静天山水泥有限责任公司	60 万吨/年（含 1 条 1000T/D 新型干法窑）
南疆	塔里木分公司	50 万吨/年（含 1 条 1000T/D 新型干法窑）
	巴州天山水泥有限责任公司	16 万吨/年
	阿克苏天山多浪水泥公司	255 万吨/年（含 1 条 1600T/D、1 条 2000T/D 新型干法窑）
	合计	381 万吨/年
江苏	江苏天山水泥公司	200 万吨/年（1 条 5000T/D 新型干法窑）
	宜兴天山水泥有限公司	300 万吨/年（1 条 2500T/D、1 条 5000T/D 新型干法窑）
	合计	500 万吨/年

数据来源：公司资料，联合证券研究所整理。

预计 2009 - 2011 年公司水泥和熟料产销量分别约为 1240、1550 和 1800 万吨

公司在建产能 770 万吨，其中东疆 100 万吨、北疆 240 万吨、南疆 230 万吨、江苏 200 万吨，将于 2009 年底到 2011 年陆续投产。

表 11、天山股份在建水泥产能

项目名称	水泥产能规模	所在区域	投产时间
江苏天山溧水 5000T/D 熟料线	200 万吨/年	江苏	09 年底
塔里木分公司塔什店 2500T/D 熟料线	100 万吨/年	南疆	09 年底
带纯低温余热发电			
布尔津 2000T/D 熟料线	80 万吨/年	北疆	2010 年 8 月
米东 2X2000T/D 电石渣熟料线	160 万吨/年	北疆	2010 年 6 月
哈密 2500T/D 熟料线	100 万吨/年	东疆	2010 年 5 月
阿克苏天山多浪 3200T/D 熟料线	132 万吨/年	南疆	2011 年上半年

数据来源：公司资料，联合证券研究所整理。

预计 2009 - 2011 年公司水泥和熟料产销量分别约为 1240、1550 和 1800 万吨，具体区域分布如下：

表 12、天山股份产能和产量预测

	2009E		2010E		2011E	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
东疆和北疆	672	504	1012	554	1012	759
南疆	481	286	481	361	613	409
江苏	700	450	700	630	700	630
合计	1853	1240	2193	1545	2325	1798

数据来源：联合证券研究所。

盈利预测和估值

2009 - 2011 年 EPS 分别为 1.10、0.98 和 1.29 元

预计 2009 年 EPS1.10 元，2010 年假设公司北疆、南疆水泥不含税销售均价分别下降和上升 20 元（到 340 元/吨和 360 元/吨），煤炭成本持平；逐步增加 22.5MW 余热发电装机容量，增加净利润 1000 万元；江苏业务净利润贡献基本为 0；定向增发 1 亿股；则预计摊薄后 EPS0.98 元。

2011 年假设新疆地区水泥价格和毛利率维持稳定；江苏水泥不含税销售均价 220 元/吨，毛利率 21%（产能扩张停滞导致盈利能力增强）；全年 EPS1.29 元。

公司目前股价对应 09 年 20、2010 年 22.4、2011 年 17.1 倍 PE，2010 年估值高于东部水泥股，但考虑到盈利预测存在上调可能（需求强劲拉动水泥价格超预期上涨），以及新疆水泥未来几年都将维持高景气状态，估值上可以享受溢价，我们维持“增持”评级并强烈推荐。

表 13、利润表（单位:百万元）

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3494	4262	5191	6338
营业成本	2565	3049	3765	4479
营业税金及附加	28	34	42	51
销售费用	258	290	337	412
管理费用	253	298	348	412
财务费用	178	170	185	177
资产减值损失	21	20	20	35
公允价值变动收益	-34	24	0	-3
投资净收益	17	31	30	26
营业利润	175	456	524	795
营业外收入	193	222	270	254
营业外支出	31	15	18	21
利润总额	337	663	777	1027
所得税	31	116	136	180
净利润	306	547	641	848
少数股东损益	114	204	239	316
归属于母公司净利润	192	343	402	531
EBITDA	592	934	1122	1470
EPS（元）	0.62	1.10	0.98	1.29

数据来源：联合证券研究所。

注：2010 年开始 EPS 预测考虑了增发摊薄。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。