

公司研究

公司投资价值分析

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

新疆投资加速定调, 天山股份增长确定

——天山股份(000877)公司投资价值分析

核心观点

1、中央新疆经济工作会议奠定了疆内基建投资加速的基调, 疆内基础设施建设空间巨大。新疆境内的基础设施状况远落后于内地省市水平, 新疆人均固定资产投资额只有全国平均水平的 67%, 还有较大上升空间。新疆地广人稀, 陆地面积占全国的 1/6, 这意味要对新疆进行开发, 连通疆内各地区以及新疆与中亚地区所需要的基础设施建设投资额将超过一般地区。从每平方公里 FAI 来看, 新疆更是大大落后于全国平均水平, 基础设施建设还有很大发展空间。

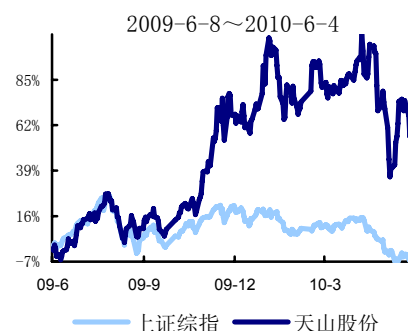
2、新疆固定资产投资增速或将迎来拐点。2009 年新疆人均 GDP 低于全国平均水平 25%。假设在“十二五”期间, 全国人均 GDP 增长率为 8%, 那么新疆地区人均 GDP 在“十二五”期间的复合增长率必须达到 13%。我们预计“十二五”期间新疆地区的 FAI 增速将改变之前一直落后于全国的局面, 新疆固定资产投资增长的拐点或将到来。预计“十二五”期间新疆地区的 FAI 复合增长率将在 25%-30%之间, 将拉动水泥需求年均增长 20%以上。

3、疆内水泥市场仍然处于发展阶段, 未来两年产能投放在合理范围内。2009 年, 新疆地区的人均水泥消费量为 0.95 吨/人, 低于全国人均水泥消费 30%。如果以成熟市场的人均水泥消费量来衡量, 则还有 40%-50%的上升空间。我们统计的新疆地区未来新增生产线的情况表明, 未来两年疆内实际有效产能将分别增长 25.6%和 22.1%, 尚在合理范围之内。具体来看, 10 年产能稍显过剩, 11 年供需基本平衡, 12 年供需状况将明显好转。

4、公司是疆内水泥龙头, 业务重心重回疆内, 未来几年增长确定。公司在新疆的市场份额达到 40%, 是疆内水泥市场的绝对龙头。公司的业务重心已经重回疆内, 未来两年将新建的产能中 70%在疆内。我们统计了公司未来将建的生产线情况, 2010 年将新增水泥产能 340 万吨, 全部为疆内新增产能, 疆内产能增长 44%左右。2011 年新增产能 328 万吨, 其中疆内 128 万吨。根据目前的产能建设规划, 我们估算公司未来三年的产量增速分别为 29%、23%和 10.4%。公司未来几年的增长确定。

5、盈利预测与投资评级。根据最新假设, 我们对盈利预测做了微调, 预计 2010-2012 年的摊薄每股收益为 1.21 元、1.64 元、2.04 元。我们看好未来几年公司确定的成长性和新疆地区水泥市场的盈利状况, 维持“短期_推荐, 长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	38894.51
流通A股(万股)	30872.07
52周内股价区间(元)	11.61-26.47
总市值(亿元)	81.56
总资产(亿元)	78.71
每股净资产(元)	4.45
目标价	6个月
	12个月

相关报告

1.《国都证券-公司研究-调研简报-天山股份(000877):新疆基建投资将加速, 公司受益良多》 2010-05-28

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4115	5142	6336	7033
同比增速(%)	18%	25%	23%	11%
净利润(百万)	351	472	636	794
同比增速(%)	89%	35%	35%	25%
EPS(元)	0.9	1.21	1.64	2.04
P/E	18.72	17.33	12.79	10.28

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 傅浩

电话: 010-84183227

Email: fuhao@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、新疆将迎来固定资产投资高增长时期.....	4
1、新疆经济工作会议奠定疆内基建投资加速的基调	4
2、“十二五”期间新疆固定资产投资增速或将迎来拐点	5
2.1、水泥产量受固定资产投资拉动明显	5
2.2、“十二五”期间新疆固定资产投资增速或将迎来拐点	5
3、疆内基建投资如火如荼	8
二、疆内水泥市场仍将维持景气.....	9
1、水泥产量增速连续三年高于全国平均水平，行业景气维持高位.....	9
2、从人均水泥消费水平看，新疆水泥市场仍处于发展阶段.....	9
3、未来两年新疆水泥产能投放仍在合理范围内	10
三、天山股份是疆内水泥龙头，优势明显.....	12
1、依靠集团优势，实现区域垄断	12
2、业务重心重回疆内，将分享新疆经济高速增长成果	12
3、能源成本优势使公司具备长期竞争力	13
四、产能释放保障公司业绩增长.....	14
五、盈利预测与估值.....	15
六、风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 新疆人均FAI水平落后于全国水平	4
图表 2: 新疆每平方公里FAI和全国平均水平对比	4
图表 3: 全国水泥产量增速和全社会固定资产投资增速	5
图表 4: 固定资产投资增速与水泥产量增速拟合结果	5
图表 5: 新疆固定资产投资增速低于全国和西部平均水平	6
图表 6: 相似省区在经济高速增长期间的固定资产投资表现	7
图表 7: 对新疆FAI增速的敏感性分析	7
图表 8: 新疆人均GDP和全国平均水平对比	7
图表 9: 新疆固定资产投资占GDP比重低于全国水平	7
图表 10: 新疆目前在建铁路项目情况	8
图表 11: 新疆水泥产量及增速	9
图表 12: 新疆水泥产量占全国比重逐步上升	9
图表 13: 新疆人均水泥消费量低于全国水平	9
图表 14: 新疆新型干法生产线熟料产能一览表: 万吨/年	10
图表 15: 新疆地区未来产能投放情况估算: 万吨	11
图表 16: 天山股份股权结构图	12
图表 17: 各区域收入占比情况	13
图表 18: 各区域毛利占比情况	13
图表 19: 水泥业务毛利率变化	13
图表 20: 分区域产品毛利率变化	13
图表 21: 公司疆内水泥能源成本与塔牌集团对比	14
图表 22: 公司未来三年产能及产量投放情况: 万吨	15
图表 23: 公司未来三年各地区水泥产量预测: 万吨	16

一、新疆将迎来固定资产投资高增长时期

1、新疆经济工作会议奠定疆内基建投资加速的基调

中央新疆经济工作会议于5月17、18、19日在北京召开。会议对新疆的经济和社会提出的目标和任务主要有：

(1) 到2015年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平。

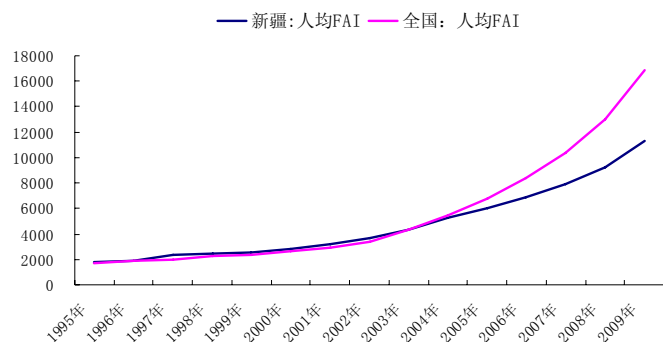
(2) 加快推动资源优势向经济优势转化，扶持优势特色产业发展，推进基础设施建设，加大中央投资对交通基础设施建设支持力度。中央投资将继续向新疆自治区和兵团倾斜。

(3) “十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。

本次中央经济工作会议是继中央专门召开经济会议讨论西藏问题之后又一次专门针对地方工作召开经济工作会议。这次会议显示出中央对于加大新疆开发的决心，会议的精神将在后续更为细化的优惠政策中逐步体现。新疆拥有丰富的自然资源，要实现新疆的资源优势向经济优势的转化，实现地方经济的快速发展，交通基础设施建设是必须先解决的问题。我们认为这次会议奠定了未来几年新疆基建投资加速的基调。

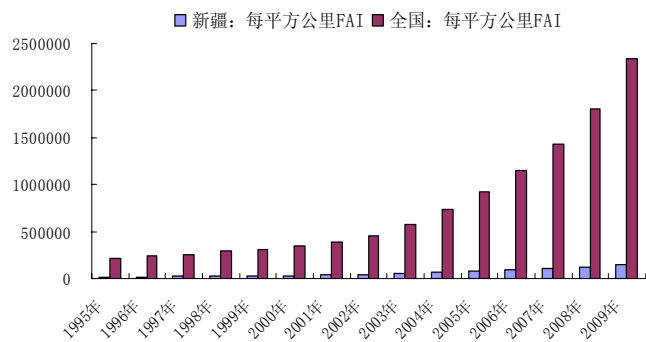
疆内的基础设施状况远落后于内地省市的水平，从人均固定资产投资额来看，2009年新疆人均固定投资为1.135万元，全国人均固定资产投资水平为1.685万元，从人均FAI的角度来看，新疆是全国平均水平的67%，还有较大的上升空间。事实上，新疆地广人稀，陆地面积占全国的1/6，这意味要对新疆进行开发，连通疆内各地区以及新疆与中亚地区所需要的基础设施建设投资额将超过一般地区。我们以平均每平方公里的FAI指标来看，新疆目前的水平只有全国水平的6.5%，考虑到新疆人口居住地面积占总陆地面积比例较小，如果按30%估算的话，那么单位平方公里FAI水平也只有全国的20%左右。我们相信随着国家开发新疆政策的实施，新疆境内的基建投资将进入加速发展的时期。

图表 1：新疆人均 FAI 水平落后于全国水平



资料来源：国家统计局，国都证券

图表 2：新疆每平方公里 FAI 和全国平均水平对比



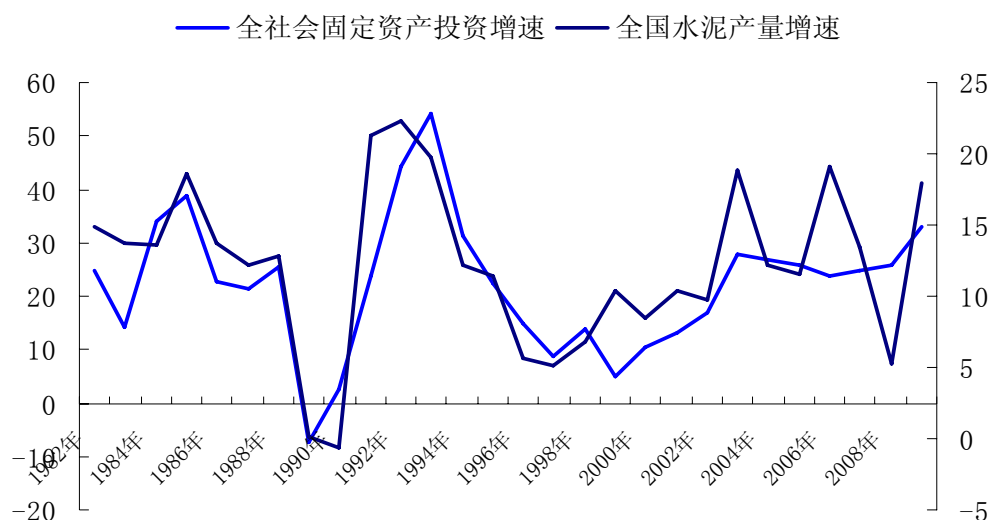
资料来源：国家统计局，中央政府网，国都证券

2、“十二五”期间新疆固定资产投资增速或将迎来拐点

2.1、水泥产量受固定资产投资拉动明显

水泥行业是典型的投资拉动型行业，从历史上看，水泥需求高速增长的时期都出现在固定资产投资高速增长的时期。水泥需求增速和固定资产投资增速的拟合程度很高。我们考察国家统计局公布的全社会固定资产投资增速和水泥产量增速的数据，这两者之间的相关系数达到了 0.79。

图表 3：全国水泥产量增速和全社会固定资产投资增速



数据来源：国家统计局，国都证券

我们拟合了 1982-2008 年的全社会名义固定资产投资增速和水泥产量增速的数据，这两者之间的拟合优度能够达到 0.63，且模型的各项指标都较好。从历史数据统计分析来看，水泥产量受到固定资产投资拉动明显。（格兰杰因果关系检验也支持此结论）

图表 4：固定资产投资增速与水泥产量增速拟合结果

自变量	系数	标准差	t值	P值
常数项	2.769687	1.490437	1.858306	0.0745
名义固定资产投资增速	0.392218	0.058318	6.725554	0.0000
R^2	0.635001	F-值	45.23308	
调整的 R^2	0.620963	P值	0.000000	
Durbin-Watson 值	2.286523			

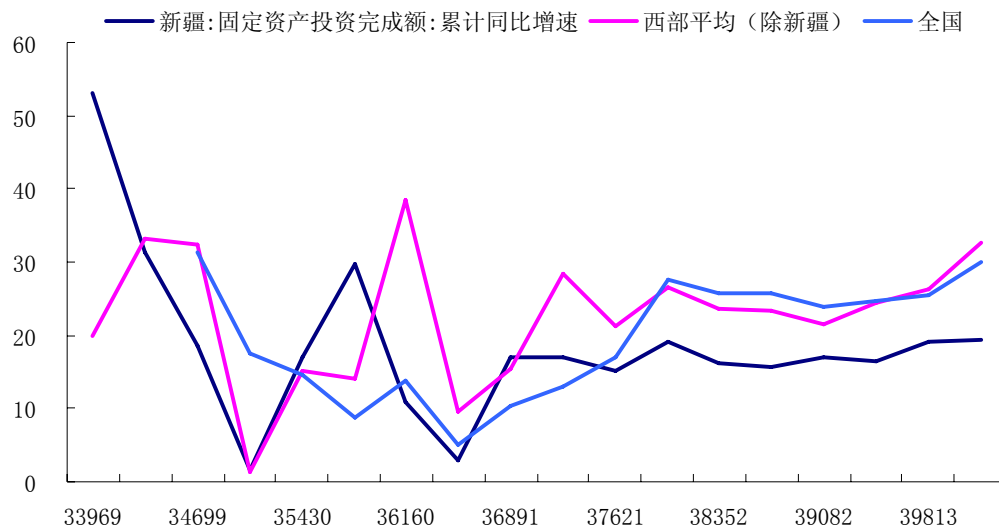
数据来源：国都证券研究所

2.2、“十二五”期间新疆固定资产投资增速或将迎来拐点

2003 年之后新疆固定资产投资增速持续低于全国平均水平，2003-2009 年新疆城镇固定资产投资平均增速只有 17%，全国平均增速为 26%，西部地区平均增速为 25%。固定资产投资增速的低迷导致新疆水泥市场持续了几年的不景气，直到 07 年之后在出

口外需的带动下，行业才开始回暖，2009 年全年水泥产量增速达到 21.46%的历史高点。但是，新疆地区固定资产投资增速也一直保持比较低迷的水平，2009 年城镇固定资产投资增速为 19.4%，低于全国平均水平超过 10 个百分点。

图表 5：新疆固定资产投资增速低于全国和西部平均水平



数据来源：国家统计局，国都证券

按照中央经济工作会议中的目标，到 2015 年新疆人均 GDP 达到全国平均水平。2009 年新疆人均 GDP 为 2 万元，全国人均 GDP 为 2.51 万元，新疆低于全国平均水平 25%。假设在“十二五”期间，全国人均 GDP 增长率为 8%，那么新疆地区人均 GDP 在“十二五”期间的复合增长率必须达到 13%，才能完成到 2015 年人均 GDP 达到全国平均水平的目标。如果不考虑人口变化，则新疆 GDP 增速在“十二五”期间的复合增长率必须达到 13%。需要说明的是，新疆地广人稀，人口增速大于全国总体水平，所以，如果要完成“十二五”目标，实际 GDP 增速应该大于 13%。

要精确的量化 GDP 增速和固定资产投资增速之间的关系是比较困难的，为了考察 GDP 达到 13%以上增速时，固定资产投资的增速情况。我们选择了近几年 GDP 增速保持在 13%以上的两个西部省区重庆和陕西，以及经济结构和新疆很具可比性的内蒙地区的情况进行观察。

从下表中可以看出，这几个地区在经济高速增长的时期固定资产投资也出现了高速增长，平均增速在 29%-42%之间。同时，固定资产投资占 GDP 的比重也不断上升，平均比例在 64%-73%之间。“十一五”期间新疆固定资产投资占 GDP 的比重平均为 48.68%，平均增速为 17.5%，远远落后于上述省区在经济加速发展时的比例。

图表 6: 相似省区在经济高速增长期间的固定资产投资表现

	GDP 增速%			固定资产投资增速%			固定资产投资占 GDP 的比重%		
	重庆:	陕西:	内蒙	重庆	陕西	内蒙	重庆	陕西	内蒙
2003	11.50	10.90	16.30	31.80	34.20	70.20	43.11	42.01	50.28
2004	12.20	12.90	19.40	34.60	28.70	55.60	52.55	47.79	62.96
2005	11.50	12.60	21.60	27.50	27.80	50.10	58.21	47.93	67.06
2006	12.20	12.70	18.00	26.70	31.30	27.80	64.60	52.14	68.16
2007	15.60	14.40	19.00	30.40	38.60	30.40	71.44	59.01	70.74
2008	14.30	15.60	17.20	26.50	34.90	25.00	72.91	62.37	68.55
2009	14.90	13.60	16.90	30.70	37.40	34.10	74.37	71.95	73.46
均值	14.93	14.53	18.34	29.20	36.97	41.89	72.90	64.44	65.89

数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

我们以新疆地区在“十二五”期间的 GDP 增速和固定资产投资占 GDP 比重为变量, 对“十二五”期间的新疆地区的固定资产投资增速做敏感性分析, 结果如下表:

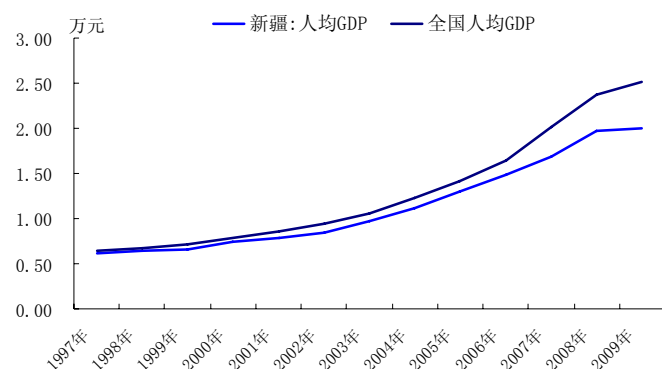
图表 7: 对新疆 FAI 增速的敏感性分析

FAI 占 GDP 比重	GDP 增速				
	11%	12%	13%	14%	15%
60%	15.74%	16.78%	17.83%	18.87%	19.91%
65%	17.61%	18.67%	19.73%	20.79%	21.85%
70%	19.36%	20.44%	21.51%	22.59%	23.67%
75%	21.02%	22.11%	23.20%	24.29%	25.38%

数据来源: 国都证券研究所

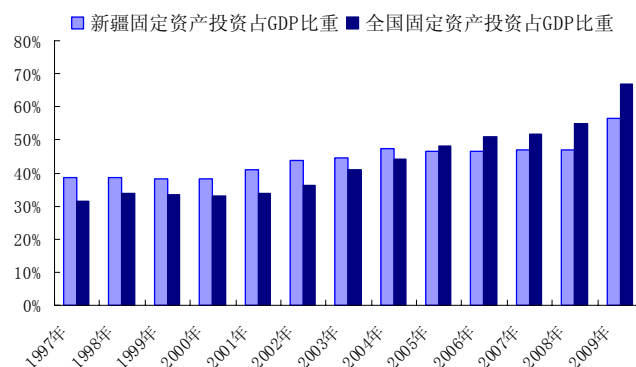
根据上述省份在经济高速增长时期 FAI 占 GDP 的比重, 在敏感性分析中, “十二五”期间新疆地区的 FAI 复合增长率能够达到 25%左右。从估算的情况以及可比省区历史数据来看, 我们预计“十二五”期间新疆地区的 FAI 增速将改变之前一直落后于全国的局面, 新疆固定资产投资增长的拐点或即将到来。预计“十二五”期间新疆地区的 FAI 复合增长率将在 25%-30%之间, 将拉动水泥需求年均增长 20%以上。

图表 8: 新疆人均 GDP 和全国平均水平对比



资料来源: 国家统计局, 国都证券

图表 9: 新疆固定资产投资占 GDP 比重低于全国水平



资料来源: 国家统计局, 国都证券

3、疆内基建投资如火如荼

根据发改委 2010 年西部大开发规划，今年将进一步加大对基础设施建设的投资力度，包括加快铁路客运专线、国际干线、开发性新线和煤运通道建设推进口岸铁路建设，推进国家高速公路网西部路段以及西部开发八条公路干线建设，力争基本建成西部开发八条公路干线，加强西部地区机场布局，继续推进一批重点水利工程建设。

铁路建设：2009 年，新疆铁路在已建项目的基础上，新开兰新铁路第二双线、哈密至罗布泊铁路、哈密至将军庙铁路、福海至富蕴铁路等 6 个项目，新建铁路里程将达到 6779 公里。我们调研的信息表明，新疆铁路在建项目共计 11 项。根据新疆铁路中长期新疆在建、将开工和待建的铁路将达到 25 条。按照我国铁路中长期发展规划，预计到 2020 年，新疆路网将形成向东 4 条出疆通道（兰新线、哈临线、青新线、新藏线），向西 4 条出境通道（兰新线西段、精伊霍铁路、中吉铁路、中巴铁路），区内 4 个环线（环塔里木盆地、准噶尔盆地、天山北坡、吐鲁番盆地）的一个覆盖天山南北的现代化铁路网。新疆铁路将建成新线 8700 公里以上，到 2015 年新疆铁路总里程将有可能达到 12000 公里（目前为 3000 公里左右），占到全国路网的 1/10，运输通道能力将大幅提升。

我们统计了目前在建铁路工程，总投资额达到 1723 亿元，工期都在 3 年左右。

图表 10：新疆目前在建铁路项目情况

项目名称	长度	开工时间	工期	投资额
乌鲁木齐-准东	393 公里	2007 年 11 月	3 年	31.4 亿元
吐鲁番至库尔勒 2 线	334 公里	2007 年 10 月	4 年	85.9 亿元
喀什至和田	487 公里	2008 年 9 月	2 年	46.4 亿元
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
库尔勒至阿克苏增建 2 线	520 公里	2008 年 10 月		51 亿元
库车至俄霍布拉克	92 公里	2008 年 10 月	3 年	19.5 亿元
五彩湾-将军庙	94 公里	2008 年 10 月		12 亿元
兰新第二双线（客运专线）	1776 公里	2009 年 6 月	3 年	1200 亿元
哈密至罗布泊	360 公里	2009 年 6 月	2 年	32.8 亿元
哈密至将军庙	427.92 公里	2009 年三季度	3 年	115 亿元
福海至富蕴	165.58 公里	2009 年 10 月	2 年	19.7 亿元

数据来源：政府网站，国都证券

公路建设：规划从 2009 至 2013 年公里投资总额达到千亿元，主要包括：星星峡-吐鲁番、赛里木湖-霍尔果斯、清水河-伊宁、喀什-墨玉、独子山-库车、库尔勒-库车等高速公里项目，未来 2 年还将建设的项目有库车-阿克苏高速、奎屯-克拉玛依等项目。

民航：目前新疆在建的机场有吐鲁番、库车机场迁建和博乐机场、伊宁机场、阿克苏机场；“十二五”期间，将新建 3 个支线机场；迁建 2 个支线机场，同时对现有 3 个通航机场进行改扩建或迁建，投资估算合计约 83.5 亿元。

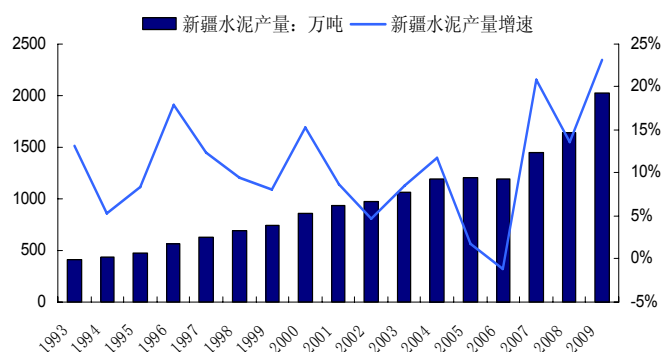
新疆在“十二五”期间的大规模基建建设将带来旺盛的水泥需求，从新疆固定资产投资增速来看，大型项目建设还未体现在固定资产投资增速的大幅度增长上，项目的建设高峰期还未真正到来，我们预计未来 3 年将是新疆基建投资的高峰期。

二、疆内水泥市场仍将维持景气

1、水泥产量增速连续三年高于全国平均水平，行业景气维持高位

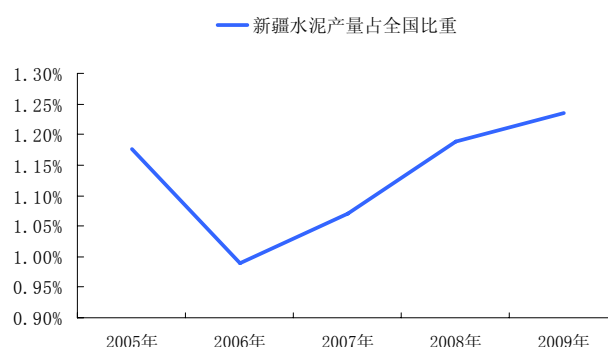
2007 年以来，随着外需复苏以及疆内固定资产投资的拉动，新疆水泥产量连续三年保持两位数的增长，除了金融危机的 2008 年，其余两年增速均超过 20%，2009 年，新疆水泥产量达到 2021 万吨，同比增长 23%，超过全国产量增速 5 个百分点。尽管产量和增速均创历史新高。但由于水泥产量基数较小，目前整个新疆水泥产量占全国的比重也只有 1.24%，在新一轮基建投资的驱动下，未来上升空间还很大。

图表 11：新疆水泥产量及增速



资料来源：国家统计局，国都证券

图表 12：新疆水泥产量占全国比重逐步上升

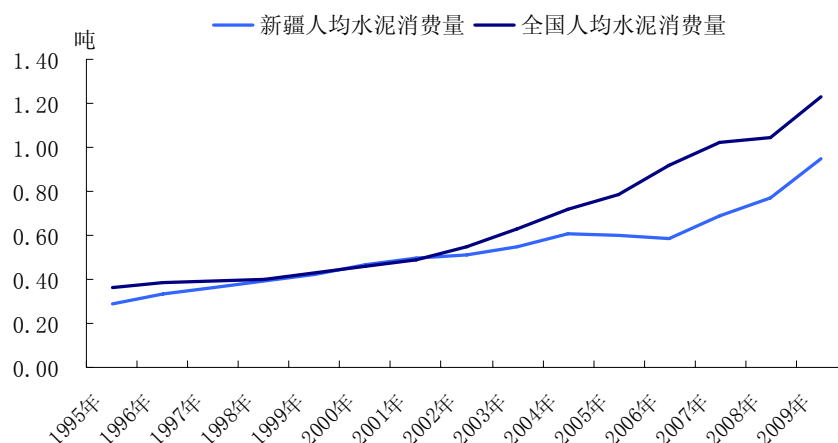


资料来源：国家统计局，国都证券

2、从人均水泥消费水平看，新疆水泥市场仍处于发展阶段

人均水泥消费量是衡量一个地区水泥市场发展阶段的重要指标，一般来说，较为成熟的市场人均消费量在 1.3-1.5 吨/人。2009 年，新疆地区的人均水泥消费量为 0.95 吨/人，全国水泥人均消费量为 1.23 吨/人。新疆低于全国水平 30%。如果以成熟市场的人均水泥消费量来衡量，则还有 40%-50% 的上升空间。值得注意的是，在疆内需求的拉动下，09 年新疆的水泥销量同比增长 23%，投资的拉动作用已经开始显现，我们认为随着新疆开发政策的逐步实施，疆内水泥市场在未来几年仍将维持景气。

图表 13：新疆人均水泥消费量低于全国水平



数据来源：国家统计局，国都证券

3、未来两年新疆水泥产能投放仍在合理范围内

新疆地区在 2009 年的新型干法熟料产能约为 1481 万吨,我们统计了目前新疆地区主要的新型干法熟料生产线数据,并根据投产时间估算了未来两年的有效释放的产能情况。未来两年的新型干法产能增加较多,但是有效释放产能仍然在合理范围之内。2010 年新增熟料产能 914.5 万吨,其中南疆地区 155 万吨,东北疆地区 759.5 万吨,将有效释放产能 510.3 万吨,其中南疆 155 万吨,东北疆 355.3 万吨。2011 年新增熟料产能 49.6 万吨,均在南疆地区。将有效释放熟料产能 549.5 万吨,其中南疆 111.6 万吨,东北疆 437.9 万吨。综合来看,东北疆地区产能释放压力大于南疆地区。

图表 14: 新疆新型干法生产线熟料产能一览表: 万吨/年

地区	企业名称	设计产能 (t/d)	年熟料 产能	投产时 间	10 年新 增产能	10 年有效 释放产能	11 年新增 产能	11 年有效 释放产能
南疆								
阿克苏	天山多浪水泥公司	1500	46.50					
	青松建化库车水泥厂	2500	77.50					
	青松建化阿克苏水泥公司	3000	93.00					
	天山多浪水泥公司	3200	99.2	2011 年 上半年			49.6	49.6
巴音	天山水泥公司和静水泥厂	2000	62.00					
和田	新疆和田鲁兴水泥有限公司	1600	49.60					
	青松建化和田水泥公司	2500	77.50					
喀什	天山多浪水泥公司	2000	62					
库尔勒	天山水泥塔里木公司	2500	77.50			19.4		
	山东三川集团	2500	77.50	2010 年 3 月	77.5	46.5		31.0
	青松建化巴州分公司	2500	77.50	2010 年 上半年	77.5	46.5		31.0
克州	青松建化	2500	77.50			42.6		
小计					155.0	155.0	49.6	111.6
东北疆								
昌吉	新疆准噶尔水泥有限公司	2000	62.00					
	天山米东水泥有限公司	1600	49.60					
	大唐鼎旺水泥	3500	108.50	2010 年 3 月	108.5	65.1		43.4
塔城	天山水泥公司沙湾技改工程	1000	31.00					
	青松建化	2500	77.50	2010 年 底	77.5	0.0		65.9
吐鲁番	天山集团大河沿熟料基地	2500	77.50					
乌鲁木 齐	新疆屯河股份有限公司	1000	31.00					
	新疆天山水泥股份有限公司	700	21.70					
		2000	62.00					
	新疆屯河股份有限公司	2*2000	124.00	2010 年 上半年	124.0	62.0		62.0
	伊犁南岗霍城水泥厂	1600	49.60					
伊犁	新疆伊力特北屯水泥厂	1000	31.00					
	新疆金龙水泥有限公司	1600	49.60					
	南岗建材有限公司	2000	62.00			15.5		0.0
石河子	新疆天业水泥有限公司	2000	62.00					

	青松天业水泥有限公司	1000	31.00				
	新疆天业水泥有限公司	2000	62.00				
	新疆天业水泥有限公司	2500	77.50	2010年6月	77.5	31.0	46.5
	新疆天业水泥有限公司	3000	93.00	2010年8月	93.0	27.9	65.1
博尔塔拉	博乐南岗建材有限公司	2000	62.00				
	新疆博兰水泥有限公司	2000	62.00				
克拉玛依	龙盛建材	1200	37.2			29.8	
哈密	天山水泥哈密分公司	2500	77.50	10年下半年	77.5	31.0	46.5
	南岗建材有限公司	2000	62.00	2010年5月	62.0	24.8	37.2
阿勒泰	阿山水泥	2500	77.50	2010年5月	77.5	31.0	46.5
布尔津	天山屯河	2000	62.00	2010年上半年	62.0	37.2	24.8
小计					759.5	355.3	0.0
总计					914.5	510.3	49.6
							549.5

资料来源：数字水泥，国都证券

根据有效产能投放情况，我们估算了未来两年新疆地区的实际有效产能情况，未来两年的水泥实际有效产能分别是 2885 万吨和 3522 万吨，分别同比增长 25.6% 和 22.1%。这个比例和 2009 年的新疆水泥产量增速相差不大。我们前文论述了在固定资产投资增速加快的拉动下，疆内的水泥需求增速在“十二五”期间的复合增长率在 20% 以上，也就是说这个产能增长的速度在强劲的需求之下是可以大部分被消化的，产能投放仍然在合理的范围内。具体来看，2010 年的产能稍显过剩；2011 年基本达到供需平衡；2012 年之后，在落后产能淘汰加大，新增生产线并严格控制的情况下，新疆地区的水泥市场供需状况将显著好转，很可能会出现供不应求的状况。

图表 15：新疆地区未来产能投放情况估算：万吨

	2009A	2010E	2011E
新增熟料产能	315.4	914.5	49.6
新增有效熟料产能	208.9	510.3	549.5
水泥总产能	2530.2	3673.4	3735.4
水泥有效产能	2397.2	3035.0	3721.9
淘汰落后产能	100	150	200
实际有效产能	2297.2	2885.0	3521.9
实际有效产能增速		25.6%	22.1%

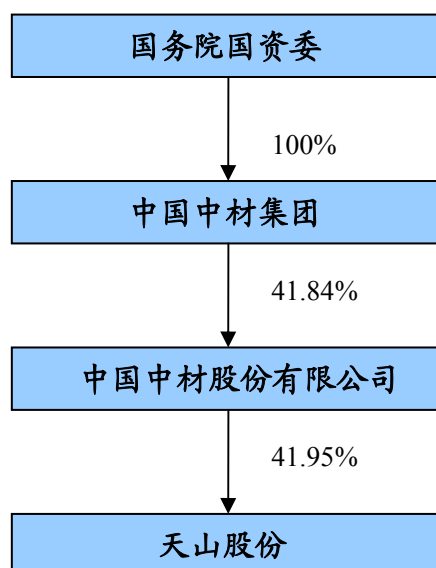
资料来源：国都证券

三、公司是疆内水泥龙头，优势明显

1、依靠集团优势，实现区域垄断

天山股份 2009 年共生产水泥 1221 万吨，其中新疆地区产量约为 771 万吨，占新疆地区水泥总产量的 38%。在新疆地区市场占有率稳居第一。公司大股东为中材集团，目前持有天山股份 41.95% 的股权。中材集团旗下共有天山股份、赛马实业、祁连山三家上市公司，分别占据新疆 40%、宁夏 60%、甘肃 40% 的市场份额，大有控制整个西北地区水泥市场之势。近期中材集团通过增资扩股的方式先后增持了天山股份和祁连山的股权，足见其在西北市场称霸的决心。随着中材集团控制西北水泥市场战略的逐步实现，作为西北重镇的新疆地区水泥市场可望能够维持良好盈利水平将保持在较高水平，而公司无疑将受益最大。

图表 16：天山股份股权结构图



资料来源：国都证券

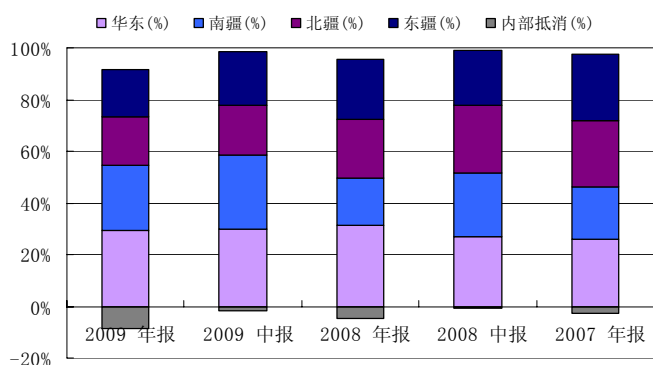
2、业务重心重回疆内，将分享新疆经济高速增长成果

天山股份目前共有东疆事业部、南疆事业部、北疆事业部、华东事业部四个分部。业务范围分为疆内地区和华东地区。由于近年来疆内水泥行业景气度上升，毛利率高于国内其它地区，2009 年公司东疆、北疆、南疆地区毛利率分别达到 28%，31%，32%，继续维持高毛利状况。而华东地区由于竞争激烈，毛利率水平逐年下降，2009 年的毛利率水平只有 10%。公司已经将业务发展重心重新放在了疆内市场，未来两年将新建的产能中，除了南京溧水二期一条拟建的生产线外，其余 4 条将新建的生产线全部位于疆内，公司 2010 年疆内新增产能 340 万吨，同比增 44% 左右。公司未来两年将新增的产能中，疆内产能占 70%。业务重心的及时调整将保证公司能够充分分享新疆大开发带来经济高速增长成果。

目前疆内的各项工程施工已经开始恢复,随着工程进度的加快,对水泥的需求也不断增加,根据数字水泥网的跟踪,6月初新疆地区水泥价格已经出现了较大幅度的上涨,上涨幅度在 20-40 元/吨,目前 P.O.42.5 水泥散装价达 480 元。每年的二、三季度是公司最重要的盈利时期,我们预计公司二季度的毛利率水平将回升至 30%左右。

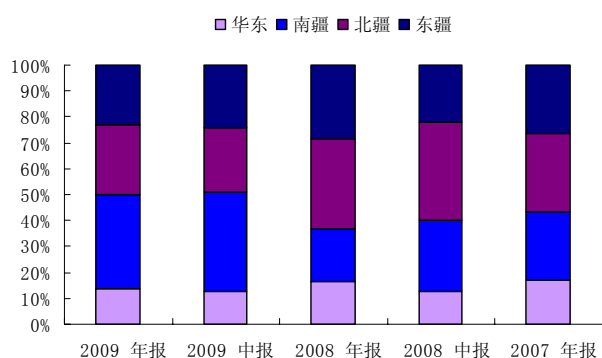
江苏市场收入占公司总收入的 35%,目前保持着微利的状况,华东地区的情况今年还是要看房地产市场的状况,预计竞争仍然会比较激烈。但是,正如我们在前期水泥行业专题中所论述的,对于今年的水泥需求状况我们并不悲观,我们认为公司华东地区业务全年能够维持盈亏大致平衡的状态。

图表 17: 各区域收入占比情况



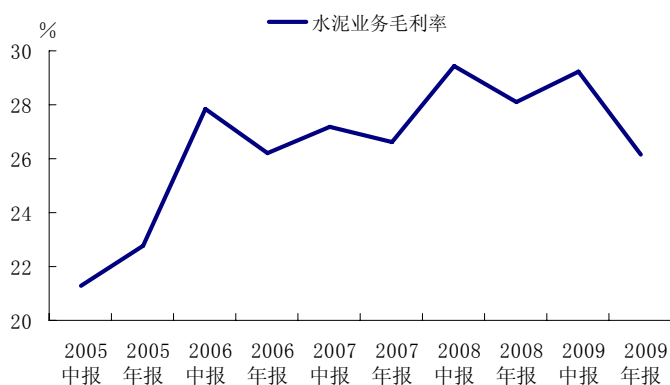
资料来源: 公司公告, 国都证券

图表 18: 各区域毛利占比情况



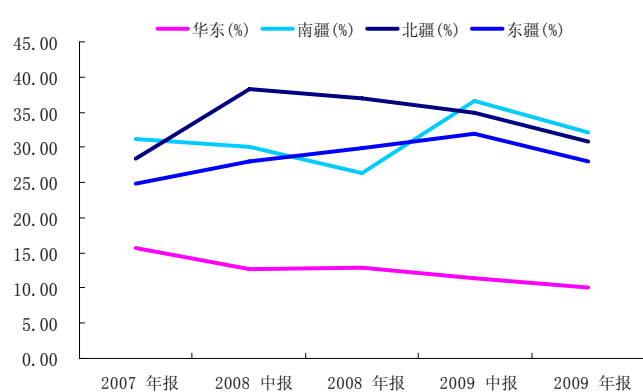
资料来源: 公司公告, 国都证券

图表 19: 水泥业务毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国都证券

图表 20: 分区域产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国都证券

3、能源成本优势使公司具备长期竞争力

新疆能源资源丰富,石油、煤炭、天然气资源储量都在全国名列前茅。石油储量约 209 亿吨,占国内陆地石油资源量的 30%;天然气储量 10.3 万亿立方米,占国内天然气资源量的 34%;煤炭储量 2.19 万亿吨,占全国煤炭储量的 40%。

丰富的能源资源使得资源价格相对于全国大部分地区具备明显的优势。水泥生产中主要的能源成本煤炭和电力成本,新疆地区都具备价格优势。目前公司疆内产能的能源成本耗用中,煤炭耗用成本大约为 200 元/吨,电力成本大概为 0.5 元/度。煤电成本占公司水泥生产成本的比例只有 30%左右,而在东部的水泥企业中,能源成本占总成本

的比例达到 50%左右。我们比较了公司疆内水泥生产中能源成本构成和东部地区另一家水泥生产企业塔牌集团的能源成本构成情况，公司疆内水泥能源成本为 76 元/吨，塔牌为 133 元/吨，前者只有后者的 58%。

图表 21：公司疆内水泥能源成本与塔牌集团对比

原材料	塔牌集团			天山股份（疆内）		
	耗用价格：元/吨， 元/千瓦时	吨水泥耗用量： 吨，千瓦时	吨耗用成本： 元	耗用价格：元/吨， 元/千瓦时	吨水泥耗用量：吨， 千瓦时	吨耗用成本：元
煤炭	617.00	0.1325	81.75	200.00	0.15	30.00
电力	0.58	88.10	51.10	0.50	92.00	46.00
加总			132.85			76.00

资料来源：国都证券研究所

我们认为未来制约水泥企业盈利能力的因素有两个：一是产能过剩，或者需求不足；另一个是成本的上升。而在生产成本中能源成本是变动最大的，从长期来看，资源的稀缺性将导致资源价格的长期趋势必然是向上的。我们认为具备资源优势的水泥企业在盈利能力上将具备长期的竞争力。

四、产能释放保障公司业绩增长

公司在未来两年将投产的生产线有：东疆哈密分公司一条 2500t/d 熟料生产线；北疆：新疆屯河布尔津一条 2000t/d 熟料生产线，米东电石渣项目 2 条 2000t/d 线投产；南疆：阿克苏天山多浪一条 3200t/d 生产线投产将于 11 年上半年投产，塔里木公司一条 2500t/d 熟料线目前为试产阶段，将在 10 年释放产能；江苏地区：09 年底投产的南京溧水一期一条 5000t/d 生产线主要将在 10 年释放产能，拟建溧水二期一条 5000t/d 项目。

我们统计了公司未来将建的生产线情况，2010 年将新增水泥产能 340 万吨，全部为疆内新增产能，疆内产能增长 44%左右。**需要强调的是疆内地区是公司主要的业绩贡献区域，江苏地区目前处于微利状况，贡献的利润非常有限。疆内新投产的产能的释放将在未来两年贡献新增利润是较为确定的。**2011 年新增产能 328 万吨，其中疆内 128 万吨。我们根据生产线的投产时间估算了未来三年的新增产量的情况：2010 年将新增产量 352 万吨，其中疆内 202 万吨，江苏地区 150 万吨；2011 年将新增产量 365 万吨，其中疆内 265 万吨，江苏 100 万吨；2012 年将新增产量 201 万吨，其中疆内 51 万吨，江苏 150 万吨。需要指出的是，上述的估算未考虑公司新建生产线的情况。我们认为从目前的政策来看，在疆内水泥需求如果出现供不应求的情况下，新疆地区存在获批再建生产线的可能性，因此，公司在 12 年的产量还存在扩张的可能性。

公司在未来两年新增的产能将保障公司在疆内需求出现加速增长的情况下有效的提升业绩，特别是疆内地区的新增产能为公司贡献利润增速是较为确定的。

图表 22：公司未来三年产能及产量投放情况：万吨

分子公司名称	地点	预计投产时间	水泥产能	10 年新 增产能	11 年新 增产能	10 年新 增产量	11 年新 增产量	12 年新 增产量
东疆								
哈密分公司	哈密	预计 2010 年下 半年投产	100 万吨(一条 2500t/d 生产线)	100		40	60	
北疆								
新疆屯河(布尔津)	布尔津	预计 2010 年上 半年投产	80 万吨/年(2000t/d 熟料线)	80		48	32	
新疆屯河(米东) 电石渣项目	米泉	预计 2010 年下 半年投产	160 万吨/年 (2*2000t/d)	160		64	96	
南疆								
阿克苏天山多浪 水泥公司	阿克苏	土建工程 09 年 底开始施工, 预 计 2011 年上半 年投产	128 万吨/年(1 条 3200t/d 生产线)		128		77	51
塔里木公司	塔什	项目 09 年上半 年投产, 进入试 生产阶段, 产生 收益 1 个亿	100 万吨/年(一条 2500t/d 熟料线)			50		
江苏								
江苏汉天(天山集 团持股)	南京溧 水一期	2009 年底投产, 项目进入试生产 期, 无收益	200 万吨/年(1 条 5000t/d 新型干法窑)			150	50	
江苏汉天(天山集 团持股)	南京溧 水二期	拟建	200 万吨/年(1 条 5000t/d 新型干法窑)		200		50	150
小计				340	328	352	365	201

数据来源：公司公告，国都证券 注：假设南京溧水二期能够在 2011 年建成投产

五、盈利预测与估值

我们对公司盈利预测的假设如下：

(1) 疆内水泥价格在 2010、2011 年能够维持全年均价在 480 元/吨的水平，2012 年在供需情况改善的情况下，水泥价格上涨 40 元/吨，至 520 元/吨。

(2) 公司的煤炭和电力成本基本维持稳定。新疆地区丰富的煤炭资源使得疆内煤价受外部影响较小，价格相对稳定。工业用电成本一般变动较小。

(3) 今年房地产投资不会出现大幅度的下滑，华东地区水泥需求不出现显著恶化，公司江苏市场业务今年大致能够盈亏平衡。2011 年下半年之后华东地区水泥市场供需形势明显改善，公司江苏市场业务能够重新盈利。

图表 23：公司未来三年各地区水泥产量预测：万吨

	2009A		2010E		产量 增速	2011E		产量 增速	2012E		产量 增速
	产能	产量	产能	产量		产能	产量		产能	产量	
东疆和北疆	621	492	961	644	30.9%	961	832	29.2%	961	832	0.0%
南疆	459	279	459	329	17.9%	587	406	23.4%	587	457	12.6%
疆内合计	1080	771	1420	973	26.2%	1548	1238	27.2%	1548	1289	4.1%
江苏	700	450	700	600	33.3%	700	700	16.7%	700	850	21.4%
合计	1780	1221	2120	1573	28.8%	2248	1938	23.2%	2248	2139	10.4%

数据来源：国都证券研究所

根据最新假设，我们对盈利预测做了微调，预计 2010-2012 年的摊薄每股收益为 1.21 元、1.64 元、2.04 元，分别增长 35%、35%、25%。对应于目前股价的动态 PE 分别为 17 倍、13 倍和 10 倍。公司估值相对于一般水泥股具备一定溢价，但较为确定的成长性决定了公司在未来几年将继续在水泥股中享受估值溢价。我们认为在新疆固定资产投资增速加速的拉动下，新疆水泥市场存在迅速发展的可能性，而政策面也将会随着需求的爆发而变得相对宽松，公司存在超预期增长的可能性。我们维持公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

六、风险提示

- 1、开发新疆政策落实缓慢导致固定资产投资增速加速进程延缓，从而导致疆内水泥需求增速达不到预期，毛利率下降的风险。
- 2、华东市场需求急剧下降导致公司江苏市场业务大幅度亏损拖累公司业绩增长。

附录：财务预测表

资产负债表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2003	2614	3093	3582
现金	877	1110	1309	1490
应收账款	140	271	236	321
其它应收款	19	22	26	31
预付账款	345	469	613	821
存货	497	597	728	716
其他	124	144	180	203
非流动资产	5869	6642	7415	8040
长期投资	213	213	213	213
固定资产	3759	4889	5706	6359
无形资产	258	327	398	469
其他	1640	1213	1098	999
资产总计	7871	9255	10508	11622
流动负债	3684	4271	4498	4390
短期借款	1589	2128	2040	1684
应付账款	933	943	1011	1224
其他	1162	1200	1447	1482
非流动负债	2286	2507	2794	3113
长期借款	2151	2364	2650	2973
其他	135	143	144	141
负债合计	5969	6778	7292	7503
少数股东权益	515	628	776	965
股本	312	389	389	389
资本公积金	443	366	366	366
留存收益	621	1094	1685	2398
归属母公司股东权益	1376	1849	2440	3154
负债和股东权益	7871	9255	10508	11622

利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4115	5142	6336	7033
营业成本	3029	3659	4396	4804
营业税金及附加	27	31	38	42
营业费用	304	380	468	506
管理费用	323	386	507	527
财务费用	151	219	243	246
资产减值损失	2	8	6	7
公允价值变动收益	29	10	10	10
投资净收益	11	15	15	14
营业利润	319	484	704	925
营业外收入	175	181	179	180
营业外支出	10	17	15	15
利润总额	484	649	868	1089
所得税	48	63	84	106
净利润	437	586	784	984
少数股东损益	86	114	148	190
归属母公司净利润	351	472	636	794
EBITDA	756	1056	1401	1717
EPS（元）	0.9	1.21	1.64	2.04

主要财务比率				
	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.8%	25.0%	23.2%	11.0%
营业利润	89.8%	51.8%	45.2%	31.5%
归属母公司净利润	88.7%	34.6%	34.6%	24.9%
获利能力				
毛利率	26.4%	28.9%	30.6%	31.7%
净利率	8.5%	9.2%	10.0%	11.3%
ROE	25.5%	25.6%	26.1%	25.2%
ROIC	10.3%	12.1%	14.3%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	73.2%	69.4%	64.6%
净负债比率	63.68%	66.87%	65.02%	62.74%
流动比率	0.54	0.61	0.69	0.82
速动比率	0.41	0.47	0.52	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.64	0.64
应收帐款周转率	26	25	25	25
应付帐款周转率	3.87	3.90	4.50	4.30
每股指标(元)				
每股收益	0.90	1.21	1.64	2.04
每股经营现金	1.63	2.13	3.83	4.36
每股净资产	3.54	4.75	6.27	8.11
估值比率				
P/E	19.33	17.90	13.30	10.65
P/B	4.93	4.58	3.47	2.68
EV/EBITDA	15.06	10.78	8.13	6.63

现金流量表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	632	827	1488	1697
净利润	437	586	784	984
折旧摊销	285	352	455	547
财务费用	151	219	243	246
投资损失	-11	-15	-15	-14
营运资金变动	-264	-313	25	-60
其它	34	-2	-4	-5
投资活动现金流	-982	-1100	-1211	-1158
资本支出	939	1126	1107	1101
长期投资	-26	-92	34	-13
其他	-68	-67	-70	-70
筹资活动现金流	570	505	-78	-358
短期借款	598	540	-88	-357
长期借款	471	213	286	3

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com