

布局全疆，蓄势待发

增持维持

目标价格：24.0~24.6 元

投资要点：

- 中期业绩实现小幅增长
- 产能布局全疆，将从新疆经济腾飞中充分获益

报告摘要：

- 公司上半年业绩同比小幅增长 6.01%。上半年，公司水泥销量同比增长 15.52%，实现营业收入 20.47 亿元，同比增长 16.04%；实现净利润 1.53 亿元，同比增长 6.01%。扭转了一季度亏损额同比增加的局面。按期末股本计算，上半年公司实现每股收益 0.39 元。
- 公司上半年期间费用得以有效控制，基本抵消了毛利率小幅下降的不利影响。今年上半年新疆天气转暖较晚，疆内项目开工日期有所延后，公司产能增加、固定成本未能有效摊薄，同时公司在江苏低利润区新建线投产，拖累了公司整体毛利水平同比下降 1.9 个百分点。同时公司通过对内加强管理，期间费用率同比下降 1.7 个百分点，基本上抵消了毛利下滑的不利影响。
- 投建伊犁项目，产能布局全疆。募集资金到位后，公司扩张实力大为增强。结合新疆大开发的契机，公司加快了疆内战略实施步伐。公司计划在伊犁新建 4500t/d 生产线，从而完成水泥产能对新疆各地州的全部覆盖，以期从新疆大开发中充分受益。
- 我们认为公司有能力把握新的历史机遇，实现快速发展。历史上公司受德隆事件牵连，错失了巩固疆内、进军东部的机会。之后，公司从德隆事件阴影中成功走出，管理层的经营能力经受住了考验。我们认为在新的背景下，公司有能力把握住新的机遇，实现快速发展。
- 盈利预测与评级。我们维持之前的盈利预测，预计 2010~2012 年 EPS 分别为 1.20、1.66、2.14 元，给予增持评级，目标价 24.0~26.4 元。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,494	4,115	5,253	6,397	7,526
同比增长率	40%	18%	28%	22%	18%
净利润	192.0	351.0	465.1	647.1	832.2
同比增长率	83%	83%	33%	39%	29%
每股收益(元)	0.62	1.12	1.20	1.66	2.14
净资产收益率	22.6%	25.3%	13.4%	15.2%	15.7%

分析师

刘书臻

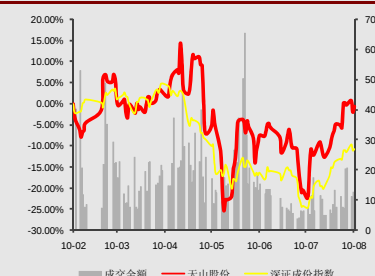
电话：010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据

总股本(万股)	38895
流通股(万股)	30872
每股净资产	7.34
主要股东	中国中材股份有限公司
主要股东持股比例	41.95%

市场表现



相关研究

《宏源证券*公司研究*天山股份：长短皆宜的疆内水泥龙头*000877*建材行业*刘书臻》，2010.6

《宏源证券*公司研究*天山股份：聚焦主业，巩固疆内优势*000877*建材行业*刘书臻》，2010.7

表 1: 公司近期新建产能扩张项目

水泥项目	地点	生产线 (t/d)	权益比例
米东二期	乌鲁木齐	2×2000	74.44%
哈密	哈密	2500	100%
阿克苏多浪	阿克苏	3200	100%
喀什	喀什	4000	100%
阜康	阜康	2500	100%
叶城	叶城	4000	100%
伊犁	察布县	4500	51%
商混项目	地点	产能 (万方)	权益比例
天山神州	库尔勒	25	60%
	喀什	40	60%
天山筑友	乌鲁木齐	16	80%
昌吉天山	昌吉	40	26%

资料来源: 宏源证券

表 2: 公司现有新型干法熟料生产线和商品混凝土搅拌站

熟料基地	地点	生产线 (t/d)	权益比例	熟料基地	地点	生产线 (t/d)	权益比例
公司本部	乌鲁木齐	700	100%	新疆屯河	布尔津	2000	51%
	乌鲁木齐	2000	100%		沙湾	1000	51%
吐鲁番	大河沿	2500	100%	江苏天山	溧阳	5000	51%
米东	乌鲁木齐	1600	74.44%	宜兴天山	宜兴	5000	74.44%
哈密	哈密	2500	100%	汉天水泥	溧水	5000	33.01%
塔里木	库尔勒	1500	100%				
	库尔勒	2500	100%	商混基地	地点	产能 (万方)	权益比例
巴州和静	和静	1000	100%	天山神州	库尔勒	120	60%
天山多浪	阿克苏	1500	100%	天山筑友	乌鲁木齐	35	80%
	库车	1500	100%	江苏地区	无锡、苏州	120	66.01%
	喀什	2000	100%				

资料来源: 宏源证券, 屯河水泥还拥有其他水泥产能 200 多万吨。

表 3: 公司盈利预测摘要

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末产能 (万吨)	1600	1800	2200	2500	3000
水泥产销量 (万吨)	975	1221	1500	1800	2100
水泥售价 (元/吨)	310	308	318	323	328
混凝土收入	436	326	450	550	605
其他业务收入	33	33	33	33	33
营业收入 (百万元)	3494	4115	5253	6397	7526
水泥生产成本 (元/吨)	223	227	230	230	230
混凝土成本	371.48	237	338	413	454

其他业务成本	18	18	20	20	20
混凝土毛利率	15%	27%	25%	25%	25%
营业成本（百万元）	2565	3029	3808	4573	5304
营业税占主营业务收入（%）	0.79%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%
销售费用率	7.38%	7.39%	7.50%	7.50%	7.50%
管理费用率	7.24%	7.85%	7.50%	7.00%	6.50%
财务费用（百万元）	178	151	186	166	175
资产减值损失	20.58	1.99	0	0	0
主营业务外净收入增长率	35.47%	41.31%	0.00%	0.00%	0.00%
有效所得税率（%）	9.07%	9.84%	10.00%	10.00%	10.00%
少数股东损益/损益前利润	37.31%	19.63%	20%	20%	20%
净利润（百万元）	192	351	465	647	832
EPS（元）	0.62	1.12	1.20	1.66	2.14

资料来源：宏源证券

财务报表预测

利润表	百万元				
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3494	4115	5253	6397	7526
主营业务税金	28	27	34	41	48
营业成本	2565	3029	3808	4573	5304
销售费用	258	304	394	480	564
管理费用	253	323	394	448	489
财务费用	178	151	186	166	175
营业外净收入	145	205	205	205	205
利润总额	337	484	643	895	1150
所得税	31	48	64	89	115
净利润	306	437	579	805	1035
少数股东损益	114	86	114	158	203
母公司所有者净利润	192	351	465	647	832

现金流量表	百万元				
净利润			579	805	1035
-营业外净收入			205	205	205
+折旧与摊销			318	441	522
-财务费用			186	166	175
+营运资金减少			43	137	51
经营现金流	626	632	1034	1502	1781
营业外净收入			205	205	205
资本性支出			(1759)	(1242)	(1936)
长期股权投资减少			0	0	0
投资现金流	(961)	(982)	(1554)	(1037)	(1731)
借款增加			(813)	189	191
财务费用			(186)	(166)	(175)
吸收到的股权投资			1535	50	0
其他			(168)	(158)	(203)
融资现金流	177	570	368	(85)	(187)
净现金流	(157)	220	(152)	381	(137)

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
ROE	22.6%	25.3%	13.4%	15.2%	15.7%
资产负债率	78.6%	75.8%	57.6%	55.1%	52.4%
EBIT 利息保障倍数	2.89	4.20	4.46	6.39	7.59
毛利率	26.6%	26.4%	27.5%	28.5%	29.5%
期间费用率	19.7%	18.9%	18.5%	17.1%	16.3%
净利率	5.5%	8.5%	8.9%	10.1%	11.1%
存货周转率	6.9	6.5	6.7	6.5	6.3
固定资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0

资产负债表	百万元				
资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	667	877	735	1116	980
应收账款与票据	273	264	341	320	376
其他应收款	26	19	19	19	19
预付账款	154	345	434	521	604
存货	432	497	634	773	909
其他流动资产	3	0	0	0	
流动资产合计	1554	2003	2164	2748	2888
长期股权投资	215	213	213	213	213
固定资产净值	3369	3759	5242	6240	7425
在建工程与物资	639	1282	1171	932	1108
无形资产与待摊费用	194	286	345	386	439
其他非流动资产	36	329	329	329	329
非流动资产合计	4452	5869	7300	8100	9514
资产总计	6006	7871	9463	10849	12402

负债与股东权益					
短期借款	991	1589	1313	1599	1881
应付账款与票据	840	1193	1499	1801	2089
预收款项	74	143	182	222	261
其他流动负债	1054	760	760	760	760
流动负债合计	2959	3684	3755	4382	4991
长期借款	1680	2151	1613	1516	1425
其他非流动负债	80	135	80	80	80
非流动负债合计	1760	2286	1693	1596	1505
负债合计	4720	5969	5448	5978	6496
股本	312	312	389	389	389
留存收益	538	1075	3077	3882	4917
母公司股东权益	850	1387	3466	4271	5306
少数股东权益	437	515	550	600	600
股东权益合计	1287	1902	4016	4871	5906
负债和权益合计	6006	7871	9463	10849	12402

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.62	1.12	1.20	1.66	2.14
每股经营现金流	2.01	2.03	2.66	3.86	4.58
每股净资产	2.72	4.44	8.91	10.98	15.19
估值指标					
PE			18.6	13.3	10.4
PB			2.49	2.02	1.46
EV/EBITDA			9.50	7.13	5.98

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。