

## 天山股份 (000877)

## 新产能年内投产，投资计划确保未来增长

## 推荐 (维持)

现价：22.19 元

## 主要数据

|               |                       |
|---------------|-----------------------|
| 行业            | 水泥制造业                 |
| 公司网址          | www.tianshan.cn       |
| 大股东/持股        | 中国中材股份有限公司/36.28%     |
| 实际控制人/持股      | 国务院国有资产监督管理委员会/15.18% |
| 总股本(百万股)      | 389                   |
| 流通 A 股(百万股)   | 389                   |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                     |
| 总市值(亿元)       | 86.31                 |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 68.51                 |
| 每股净资产(元)      | 3.48                  |
| 资产负债率(%)      | 75.8                  |

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 研究员

|     |                                                                  |
|-----|------------------------------------------------------------------|
| 徐炜  | 联系人<br>S1060110030233<br>0755-22627752<br>xuwei850@pingan.com.cn |
| 刘英华 | S1060208120120<br>0755-22626420<br>liuyh1@pasc.com.cn            |

## 投资要点

## ■ 上半年收入增长主要来自价格上涨

上半年公司实现营业收入 20.5 亿，同比增长 16%；净利润 1.5 亿，同比增长 6%。其中，东疆地区营业收入增长 29%，对业绩贡献最大，主要原因是哈密地区价格上调。

全年收入增长还将依赖于新产能的投产。预计年内将投产 4 条线，产能共约 300 万吨，其中屯河布尔津日产 2000 吨线已于 5 月投产，哈密 2500 吨线即将投产，米东 2 条 2500 吨电石渣生产线将在年底投产。

## ■ 毛利率同比下降 1.9 个百分点，下半年有望改善

水泥行业具有明显季节性特征，由于今年疆内寒冷天气持续到了 4 月底，造成公司第一季度亏损扩大，上半年毛利率为 26.2%，同比下降 1.9 个百分点。公司已于 5 月开始率先在哈密地区涨价，而目前疆内的原材料和煤、电价格保持稳定，预计下半年毛利率有望提升，维持全年综合毛利率同比提高 1.2 个百分点的预测。

## ■ 三项费用率同比下降 1.7 个百分点

三项费用同比增长 5%，费用率同比下降 1.7 个百分点，其中：销售费用同比增长 0.7%，费用率同比下降 0.9 个百分点；管理费用增长 5.9%，费用率下降 0.6 个百分点；财务费用增长 10.4%，费用率下降 1.7 个百分点。财务费用率下降较多，原因是公司用募集资金偿还了部分借款。

## ■ 新建水泥生产线项目确保未来增长

近期公司前后公布了 7 项投资计划，其中新增水泥生产线 4 条，分别位于阜康、喀什、叶城和伊犁，可新增产能 650 吨左右，预计将于 2012 年投产。届时公司的水泥产能有望达到近 3000 万吨，较目前产能增加近 60%。我们认为，产能大幅增加使 2012 年的业绩增长有极大的想象空间。

## ■ 维持“推荐”评级

根据公司新产能投产情况，小幅上调 2011 年的盈利预测，预计 2010 年、2011 年 EPS 为 1.07 元、1.42 元。我们认为，尽管目前估值较其他水泥股高，但新疆地区水泥需求增长较为确定，且公司的新建生产线计划将确保未来三年的业绩增速，因此仍维持对公司“推荐”的投资评级。

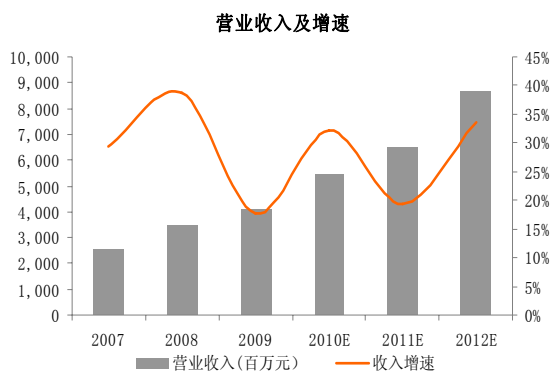
|           | 2007A   | 2008A   | 2009A   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2,517.8 | 3,494.0 | 4,115.1 | 5,442.2 | 6,492.1 |
| YoY(%)    | 25.5    | 38.8    | 17.8    | 32.2%   | 19.3%   |
| 净利润(百万元)  | 104.8   | 186.1   | 351.0   | 415.9   | 552.1   |
| YoY(%)    | 136.8   | 77.6    | 88.7    | 15.7%   | 32.7%   |
| 毛利率(%)    | 25.3    | 26.4    | 26.4    | 27.5%   | 28.1%   |
| 净利率(%)    | 4.2     | 5.3     | 8.5     | 9.3%    | 10.3%   |
| ROE(%)    | 15.7    | 21.9    | 25.3    | 26.2%   | 26.7%   |
| EPS(摊薄/元) | 0.3     | 0.5     | 0.9     | 1.07    | 1.42    |
| P/E(倍)    | 82.4    | 46.4    | 24.6    | 20.5    | 15.4    |
| P/B(倍)    | 13.0    | 10.2    | 6.2     | 4.8     | 3.6     |

图表 1：新增水泥生产线项目4个

| 项目名称 | 生产线     | 增加水泥产能（万吨） | 预计投产时间 |
|------|---------|------------|--------|
| 伊犁   | 4.5kt/d | 180        | 2012   |
| 喀什   | 4kt/d   | 185        | 2012   |
| 叶城   | 4kt/d   | 185        | 2012   |
| 阜康一期 | 2.5kt/d | 100        | 2012   |
| 总计   |         | 650        |        |

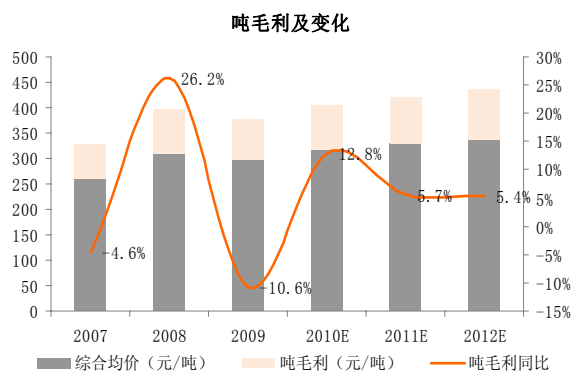
资料来源：公司资料，平安证券

图表 2：营业收入及增速预测



资料来源：公司资料，平安证券

图表 3：吨毛利预测



资料来源：公司资料，平安证券

| 资产负债表              |                |                |                |                 |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 单位：百万元             |                |                |                |                 |
| 会计年度               | 2008           | 2009           | 2010E          | 2011E           |
| <b>流动资产</b>        |                |                |                |                 |
| 货币资金               | 666.5          | 877.5          | 1,174.5        | 1,401.0         |
| 交易性金融资产            | 2.8            | 0.0            | 0.9            | 1.2             |
| 应收票据               | 94.4           | 123.8          | 169.8          | 188.2           |
| 应收账款               | 272.6          | 264.1          | 451.9          | 489.3           |
| 预付款项               | 153.9          | 345.1          | 333.8          | 402.3           |
| 其他应收款              | 18.5           | 18.9           | 36.5           | 35.8            |
| 存货                 | 431.7          | 497.0          | 651.5          | 774.2           |
| 待摊费用               | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0             |
| 其他流动资产             | (86.6)         | (123.8)        | (157.0)        | (178.2)         |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>1,553.8</b> | <b>2,002.6</b> | <b>2,661.9</b> | <b>3,113.9</b>  |
| <b>非流动资产：</b>      |                |                |                |                 |
| 可供出售金融资产           | 0.0            | 282.2          | 94.1           | 125.4           |
| 长期股权投资             | 215.0          | 212.6          | 213.0          | 213.5           |
| 投资性房地产             | 18.7           | 20.5           | 19.5           | 19.6            |
| 固定资产               | 3,368.8        | 3,758.6        | 5,299.3        | 6,325.1         |
| 无形资产               | 169.1          | 257.8          | 304.3          | 364.5           |
| 商誉                 | 22.7           | 22.7           | 15.1           | 20.2            |
| 长期待摊费用             | 1.8            | 5.4            | 3.8            | 3.7             |
| 递延所得税资产            | 17.7           | 26.6           | 15.7           | 20.0            |
| 其他非流动资产            | 36.8           | 1.3            | 12.7           | 16.9            |
| <b>非流动资产合计</b>     | <b>4,452.4</b> | <b>5,868.7</b> | <b>6,957.3</b> | <b>7,748.8</b>  |
| <b>资产总计</b>        | <b>6,006.2</b> | <b>7,871.3</b> | <b>9,619.2</b> | <b>10,862.7</b> |
| <b>流动负债：</b>       |                |                |                |                 |
| 短期借款               | 991.0          | 1,588.6        | 2,292.1        | 1,961.0         |
| 应付票据               | 206.2          | 259.5          | 277.2          | 373.6           |
| 应付账款               | 633.6          | 933.2          | 1,052.6        | 1,279.0         |
| 预收款项               | 74.3           | 142.6          | 167.3          | 187.5           |
| 应付职工薪酬             | 85.0           | 103.5          | 118.9          | 154.6           |
| 应付税费               | 66.8           | 13.4           | 72.0           | 76.5            |
| 应付股利               | 35.4           | 9.3            | 22.5           | 33.8            |
| 其他应付款              | 777.2          | 556.7          | 728.5          | 1,037.1         |
| 一年到期的非流动负债         | 50.4           | 61.7           | 60.7           | 86.9            |
| 其他流动负债             | 39.7           | 15.4           | 28.5           | 42.0            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>2,959.4</b> | <b>3,683.9</b> | <b>4,820.4</b> | <b>5,232.0</b>  |
| <b>非流动负债：</b>      |                |                |                |                 |
| 长期借款               | 1,680.3        | 2,151.0        | 2,301.0        | 2,451.0         |
| 长期应付款              | 31.5           | 66.1           | 41.1           | 46.3            |
| 递延所得税负债            | 0.0            | 41.1           | 13.7           | 18.3            |
| 其他非流动负债            | 48.4           | 27.3           | 35.8           | 37.2            |
| <b>非流动负债合计</b>     | <b>1,760.1</b> | <b>2,285.6</b> | <b>2,391.7</b> | <b>2,552.7</b>  |
| <b>负债合计</b>        | <b>4,719.6</b> | <b>5,969.5</b> | <b>7,212.1</b> | <b>7,784.7</b>  |
| <b>股东权益：</b>       |                |                |                |                 |
| 实收资本               | 312.0          | 312.0          | 388.9          | 388.9           |
| 资本公积金              | 209.0          | 443.4          | 366.5          | 366.5           |
| 减：库存股              |                |                |                |                 |
| 未分配利润及其他           | 282.2          | 550.5          | 937.3          | 1,450.8         |
| 少数股东权益             | 436.6          | 514.8          | 604.2          | 722.9           |
| <b>归属于母公司所有者权益</b> | <b>850.0</b>   | <b>1,387.0</b> | <b>1,792.4</b> | <b>2,344.5</b>  |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>1,286.6</b> | <b>1,901.8</b> | <b>2,396.6</b> | <b>3,067.4</b>  |
| <b>负债及股东权益总计</b>   | <b>6,006.2</b> | <b>7,871.3</b> | <b>9,608.7</b> | <b>10,852.2</b> |

| 损益表                  |                |                |                |                |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位：百万元，元/股           |                |                |                |                |
| 会计年度                 | 2008           | 2009           | 2010E          | 2011E          |
| <b>营业收入</b>          | <b>3,494.0</b> | <b>4,115.1</b> | <b>5,442.2</b> | <b>6,492.1</b> |
| 营业成本                 | 2,564.6        | 3,028.7        | 3,943.8        | 4,667.3        |
| 营业税金及附加              | 27.7           | 26.5           | 41.0           | 47.4           |
| <b>主营业务利润</b>        | <b>901.7</b>   | <b>1,060.0</b> | <b>1,457.3</b> | <b>1,777.4</b> |
| 销售费用                 | 258.0          | 304.2          | 437.5          | 493.7          |
| 管理费用                 | 253.0          | 323.0          | 380.5          | 447.6          |
| 财务费用                 | 178.5          | 151.5          | 222.4          | 238.0          |
| 资产减值损失               | 20.6           | 2.0            | 28.0           | 28.0           |
| 公允价值变动净收益            | (33.8)         | 29.2           | (1.5)          | (2.0)          |
| 投资净收益                | 17.3           | 10.5           | 23.3           | 17.0           |
| 对联营和合营企业的投资收益        | 18.2           | 15.0           | 11.0           | 14.7           |
| <b>营业利润</b>          | <b>175.2</b>   | <b>319.1</b>   | <b>410.6</b>   | <b>585.1</b>   |
| 加：营业外收入              | 192.8          | 175.1          | 166.3          | 178.1          |
| 减：营业外支出              | 31.1           | 9.8            | 16.4           | 19.1           |
| <b>利润总额</b>          | <b>336.8</b>   | <b>484.4</b>   | <b>560.5</b>   | <b>744.1</b>   |
| 减：所得税                | 30.6           | 47.7           | 55.2           | 73.2           |
| <b>净利润</b>           | <b>306.3</b>   | <b>436.8</b>   | <b>505.4</b>   | <b>670.8</b>   |
| 减：少数股东损益             | 114.3          | 85.7           | 89.4           | 118.7          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>192.0</b>   | <b>351.0</b>   | <b>415.9</b>   | <b>552.1</b>   |
| <b>EPS（当年股本）</b>     | <b>0.62</b>    | <b>1.12</b>    | <b>1.07</b>    | <b>1.42</b>    |
| <b>EPS（最新股本摊薄）</b>   | <b>0.49</b>    | <b>0.90</b>    | <b>1.07</b>    | <b>1.42</b>    |

| 现金流量表     |        |        |          |          |
|-----------|--------|--------|----------|----------|
| 单位：百万元    |        |        |          |          |
| 会计年度      | 2008   | 2009   | 2010E    | 2011E    |
| 经营活动现金净流量 | 626.4  | 632.2  | 1,116.3  | 1,716.6  |
| 投资活动现金净流量 | -960.7 | -981.8 | -1,672.7 | -1,308.9 |
| 融资活动现金净流量 | 177.3  | 569.8  | 853.5    | -181.1   |
| 当年现金净流量   | -157.0 | 220.2  | 297.0    | 226.6    |
| 期初现金余额    | 612.9  | 455.9  | 877.5    | 1,174.5  |
| 期末现金余额    | 455.9  | 676.1  | 1,174.5  | 1,401.0  |

| 主要财务比率            |             |             |             |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 会计年度              | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       |
| <b>成长能力</b>       |             |             |             |             |
| 营业收入增长率           | 38.8%       | 17.8%       | 32.2%       | 19.3%       |
| 净利润增长率            | 76.9%       | 42.6%       | 15.7%       | 32.7%       |
| <b>获利能力</b>       |             |             |             |             |
| 毛利率               | 26.6%       | 26.4%       | 27.5%       | 28.1%       |
| 净利率               | 8.8%        | 10.6%       | 9.3%        | 10.3%       |
| ROE               | 25.3%       | 31.4%       | 26.2%       | 26.7%       |
| <b>偿债能力</b>       |             |             |             |             |
| 资产负债率             | 78.6%       | 75.8%       | 75.1%       | 71.7%       |
| 流动比率              | 52.5%       | 54.4%       | 55.2%       | 59.5%       |
| 速动比率              | 32.7%       | 31.5%       | 38.0%       | 40.4%       |
| <b>营运能力</b>       |             |             |             |             |
| 总资产周转率            | 0.7         | 0.6         | 0.6         | 0.6         |
| 应收账款周转率           | 8.9         | 11.2        | 11.0        | 9.8         |
| 应付账款周转率           | 4.7         | 3.9         | 4.0         | 4.0         |
| 存货周转率             | 6.9         | 6.5         | 6.9         | 6.5         |
| 核心营运资本周转率         | 15.2        | -5.8        | -5.4        | 1.6         |
| <b>每股指标（元）</b>    |             |             |             |             |
| <b>每股收益(最新摊薄)</b> | <b>0.49</b> | <b>0.90</b> | <b>1.07</b> | <b>1.42</b> |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.61        | 1.63        | 2.87        | 4.41        |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 2.19        | 3.57        | 4.61        | 6.03        |
| 每股主营业务收入(最新摊薄)    | 8.98        | 10.58       | 13.99       | 16.69       |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257