

分析师： 刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邹戈，周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

公司在疆内产能增幅达 70%以上--天山股份对外投资公告点评

事件描述

天山股份今日发布对外投资公告，其主要内容如下：

新建 8 条熟料水泥生产线，水泥产能合计达 1370 万吨，占目前公司在疆内产能（包括在建）的 73%；

本次对外投资业经公司第四届董事会第十六次会议审议通过，本次对外投资还需股东大会审批。

事件评论

第一，产能大幅扩张，疆内增幅达 73%

新建 8 条熟料水泥生产线，其中东疆两条，北疆 4 条，南疆 2 条，水泥产能合计 1370 万吨，总产能增幅达 50%，疆内增幅更是达到 73%。

表 1：新建水泥生产线基本情况

地区地点	规模	熟料产能	水泥产能	投资额	预计收入	预计利润	预计价格	预计吨利润
东疆哈密	5000	155	202	66476	47,046	6,450	311	43
东疆吐鲁番	3000	93	121	45999	26,964	4827	297	53
北疆乌鲁木齐	5000	155	201.5	90821	58,689	10,121	388	67
北疆乌鲁木齐	5000	155	201.5	90821	58,689	10,121	388	67
北疆阿勒泰富蕴	3000	93	121	43248	26,400	3,933	291	43
北疆塔城额敏	3000	93	121	48541	35,556	5,077	392	56
南疆巴州和静	5000	155	202	69864	51,017	6,789	338	45
南疆阿克苏库车	5000	155	202	77161	50,139	8,247	332	55
合计	34000	1054	1370	532930	354501	55565	345	54

资料来源：公司公告，长江证券研究部

注：预计收入与预计利润来源于公告，预计价格与预计吨利润的测算都是根据产能利用率 75%来计算的（考虑到天气原因）

第二，东疆、北疆产能区域控制力进一步增强

■ 分地区来看，全部 8 条生产线都投在新疆境内，东疆产能增幅最快，北疆次之。

表 2：新建水泥生产线基本情况

地区	新增产能	原有产能（包括在建）	合计产能	新增产能占原有产能比例
东疆	322	345	667	93%
北疆	645	706	1351	91%

南疆403	824	1227	49%
江苏0	907	907	0
合计1370	2782	4152	49%

■ 东疆垄断优势更加明显，将充分受益高景气

东疆原有新型干法线除了哈密南岗以外，全被公司垄断，此次公司新建线达产以后，垄断优势更加明显，新干产能市场份额占比达到 90%

表 3: 10 年底东疆地区新干水泥生产线

东疆	公司	熟料产能(t/d)	水泥产能(万吨)	合计
哈密	哈密南岗建材有限公司	2000	62	139.5
	天山股份哈密项目	2500	77.5	
吐鲁番	天山集团大河沿熟料基地	2500	77.5	77.5
乌鲁木齐	天山水泥股份有限公司	700	21.7	83.7
	天山水泥股份有限公司	2000	62	
合计				

资料来源：长江证券研究部

而东疆地区景气高企，从基建项目的开工情况来看，由于东疆受益铁路建设更大，基建投资高企。

表 4: 新疆分地区的基建投资情况（部分基建项目由于覆盖全疆，难于拆分，不予计算）

	2010 年	占比	同比增速	2009 年	占比
合计	17427334		155%	6823877	
东疆	6146832	35%	536%	966300	14%
北疆	8260418	47%	78%	4638702	68%
南疆	3020084	17%	148%	1218874	18%

资料来源：拟在建项目网，长江证券研究部

我们仅考虑新型干法水泥产能的增长情况，东疆增速最低，为 35%，仅有天山在哈密的一条 2500 的生产线。

表 5: 新疆分地区测算的新型干法水泥产能增速

	2009 年底	新增	增速
合计	1590	1039	65%
东疆	223	78	35%
北疆	822	496	60%
南疆	546	465	85%

资料来源：长江证券研究部（注：天山两条乌鲁木齐的生产线输送到东疆，产能计算在东疆内）

■ 北疆市场连为一体，区域控制力将进一步增长

公司在北疆的布局主要集中在阿泰勒、塔城、昌吉、乌鲁木齐一带，天山在此新干产能占比高，具有较大的优势，此次产能扩张以后，将会把这块市场联为一体；同时昌吉基建项目尤其是能源项目比较多，天山将在此收益。

表 6: 北疆原有产能分布

生产线名称	生产规模 (D/T)	企业熟料产能(万吨/年)	地区熟料产能(万吨/年)	备注
北疆合计	42500	1317.5	1317.5	
伊犁				
伊犁南岗霍城水泥厂	1600	49.6	331.7	
伊犁南岗建材有限公司	2000	62		

	新疆伊力特北屯水泥厂	1000	31		
	新疆金龙水泥有限公司	1600	49.6		
	特克斯县鑫疆水泥	2500	77.5		10-11 年初新投产
	伊犁哈巴河水泥	2000	62		10-11 年初新投产
克拉玛依	克拉玛依依龙盛特种水泥有限公司	1200	37.2	37.2	
阿勒泰	屯河水泥有限公司布尔津线分公司	2000	62	124	
	天山股份布尔津项目	2000	62		10-11 年初新投产
塔城	天山水泥公司沙湾技改工程	1000	31	124	
	青松建化乌苏项目	3000	93		10-11 年初新投产
昌吉	新疆准噶尔水泥有限公司	2000	62	189.1	
	天山米东水泥有限公司	1600	49.6		
	新疆大唐鼎旺一期	2500	77.5		10-11 年初新投产
乌鲁木齐	新疆屯河股份有限公司	1000	31	232.5	
	新疆青松水泥有限责任公司	2500	77.5		
	天山股份乌鲁木齐米东 1 线	2000	62		10-11 年初新投产
	天山股份乌鲁木齐米东 2 线	2000	62		10-11 年初新投产
石河子	新疆天业水泥有限公司	2000	62	155	
	青松天业水泥有限公司	1000	31		
	新疆天业水泥有限公司	2000	62		
博尔塔拉	博乐南岗建材有限公司	2000	62	124	
	新疆博兰水泥有限公司	2000	62		

资料来源：长江证券研究部

第三，维持“推荐”评级

我们预期天山股份 10-12 年业绩为 1.358、1.864、2.438，对应 PE 分别为 20.64、15.04、11.50；鉴于公司产能快速扩张，东疆享受高景气、北疆区域控制力增强，我们维持公司的推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4115	5599	7332	9049	货币资金	877	1550	2730	4229
营业成本	3029	4129	5347	6606	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1086	1470	1985	2443	应收账款	159	223	292	360
% 营业收入	26.4%	26.3%	27.1%	27.0%	存货	497	678	877	1084
营业税金及附加	27	36	47	58	预付账款	345	471	609	753
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	304	336	440	543	流动资产合计	2003	2938	4531	6453
% 营业收入	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	282	282	282	282
管理费用	323	392	513	633	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	213	213	213	213
财务费用	151	178	112	88	投资性房地产	21	21	21	21
% 营业收入	3.7%	3.2%	1.5%	1.0%	固定资产合计	2884	3179	3347	3432
资产减值损失	2	0	5	5	无形资产	258	245	233	221
公允价值变动收益	29	0	0	0	商誉	23	23	23	23
投资收益	11	0	0	0	递延所得税资产	27	0	1	1
营业利润	319	528	867	1116	其他非流动资产	2162	2162	2162	2162
% 营业收入	7.8%	9.4%	11.8%	12.3%	资产总计	7871	9063	10812	12807
营业外收支	165	165	165	165	短期贷款	1650	0	0	0
利润总额	484	693	1032	1281	应付款项	1193	1626	2106	2601
% 营业收入	11.8%	12.4%	14.1%	14.2%	预收账款	143	194	254	314
所得税费用	48	68	102	126	应付职工薪酬	104	141	183	226
净利润	437	625	931	1155	应交税费	13	19	27	33
归属于母公司所有者的净利润	351.0	502.5	748.1	928.2	其他流动负债	581	772	1002	1237
少数股东损益	86	123	183	227	流动负债合计	3684	2752	3571	4411
EPS (元/股)	1.12	1.29	1.92	2.39	长期借款	2151	2151	2151	2151
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	632	1619	1965	2277	递延所得税负债	41	0	0	0
取得投资收益	8	0	0	0	其他非流动负债	93	93	93	93
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	5969	4997	5815	6656
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	1387	3428	4177	5105
固定资产投资	-934	-656	-673	-690	少数股东权益	515	638	820	1047
其他	-47	0	0	0	股东权益	1902	4066	4997	6152
投资活动现金流净额	-982	-656	-673	-690	负债及股东权益	7871	9063	10812	12807
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	15	1539	0	0	EPS	1.125	1.292	1.923	2.386
银行贷款增加 (减少)	866	-1650	0	0	BVPS	4.44	10.99	10.74	13.12
筹资成本	283	-178	-112	-88	PE	25.33	22.06	14.82	11.94
其他	-595	0	0	0	PEG	0.66	0.58	0.39	0.31
筹资活动现金流净额	570	-290	-112	-88	PB	6.41	2.59	2.65	2.17
现金净流量	220	673	1180	1498	EV/EBITDA	18.55	10.82	7.02	4.95
					ROE	25.3%	14.7%	17.9%	18.2%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。