

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 34.00 元

当前股价: 28.03 元

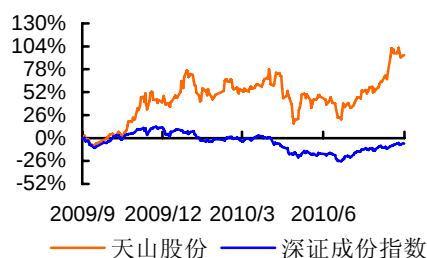
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	11412.10
总股本(百万)	389
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	87
EPS (TTM)	0.92
每股净资产(元)	4.89
资产负债率	75.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天山股份	24.25	0.00	27.62
深证成份指数	4.83	0.00	-4.13



相关报告

天山股份

000877

推荐

巨额投资将进一步提高公司在新疆水泥市场的控制力

9 月 16 日公司发布公告, 第四届董事会第十六次会议审议通过了对外投资。

投资要点:

- 公司拟投资 45 亿元巨资在疆内建 7 条熟料水泥生产线, 新增水泥产能 1200 万吨。产能的 44% 分布在东疆、36% 在南疆、20% 在北疆。按照正常的施工进度, 我们预计三条 3000t/d 的生产线在 2012 年上半年可以实现投产, 四条 5000t/d 的生产线在 2012 年下半年可以实现投产。
- 投资将进一步提高公司在新疆水泥市场的控制力。按照公司现有产能和投资情况测算, 我们预计 12 年公司产能将达到 4000 万吨, 是 09 年的 1.6 倍, 其中疆内产能约占 82.5%。根据新疆现有产能和目前的投资情况测算, 我们预计到 12 年新疆水泥产能将达到 6200 万吨, 其中公司疆内产能 3300 万吨左右, 公司产能占比将从目前的 40% 提高到 53%, 将进一步提高公司在疆内水泥市场的控制力, 巩固在疆内龙头地位。
- 资金压力较大, 预计存在进一步权益性融资的可能。公司近三年固定资产投资将高达 80 亿元以上, 我们预计公司未来三年经营性现金净流量 30 亿元左右, 加上今年的权益性融资 15 亿元, 仍有 35 亿元的资金缺口。从公司资产负债结构看, 103 亿元的总资产中, 67 亿元的负债, 负债率 65%, 如果 35 亿元资金缺口全部通过负债融资, 公司的负债率将进一步增加, 财务压力较大, 我们预计存在进一步权益性融资的可能。
- 给予“推荐”的投资评级。根据我们对天山股份的综合分析, 预测公司 10-12 年 EPS 为 1.13、1.33、2.00 元, 对应目前股价 24.75 倍 PE, 考虑到公司未来三年的成长性, 给予推荐评级。

风险提示:

- 风险来自于两方面, 一是新疆固定资产投资增速低于预期, 二是水泥新增产能增速高于预期, 供给压力增大, 水泥吨毛利将下降, 从而使公司的盈利低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4115	5518	6225	8861
同比(%)	18%	34%	13%	42%
归属母公司净利润(百万元)	351	440	516	780
同比(%)	89%	25%	17%	51%
毛利率(%)	26.4%	26.4%	27.1%	27.3%
ROE(%)	25.3%	13.6%	14.2%	18.3%
每股收益(元)	0.90	1.13	1.33	2.00
P/E	31.06	24.75	21.11	13.99
P/B	7.86	3.37	3.00	2.55
EV/EBITDA	18	14	11	8

资料来源: 中投证券研究所

一、投 45 亿巨资在疆内建 7 条新型干法熟料生产线，

新增水泥产能 1200 万吨

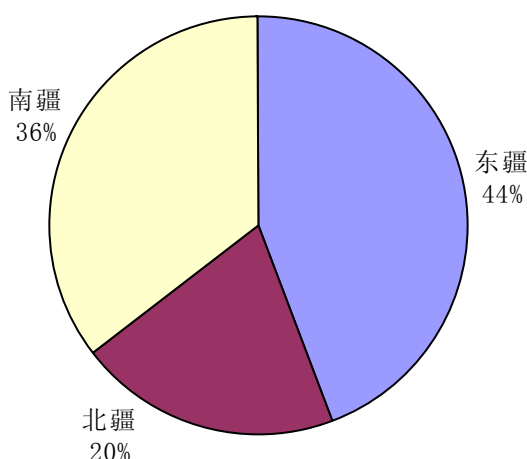
9 月 16 日公司发布公告，第四届董事会第十六次会议审议通过了对外投资。公司拟投资 45 亿元巨资在疆内建 7 条熟料水泥生产线，新增水泥产能 1200 万吨，其中产能的 44%分布在东疆、36%在南疆、20%在北疆。按照正常的施工进度，我们预计三条 3000t/d 的生产线在 2012 年上半年可以实现投产，四条 5000t/d 的生产线在 2012 年下半年可以实现投产。

表 1 新投资 7 条熟料水泥生产线具体情况

区域	项目名称	规格(t/d)	水泥产能 (万吨)	权益	地点	总投资 (亿元)
东疆	天山股份 2 × 5000t/d 新型干法水泥生产线一期	5000	200	100%	乌鲁木齐	9.08
	哈密天山水泥公司熟料水泥生产线	5000	200	100%	哈密	6.65
	吐鲁番天山水泥公司熟料水泥生产线及粉磨站	3000	129	100%	吐鲁番	5.6
北疆	富蕴天山水泥公司熟料水泥生产线	3000	120	51%	富蕴	4.32
	额敏天山水泥公司熟料水泥生产线	3000	123	51%	额敏	4.85
南疆	新疆和静天山水泥公司熟料水泥生产线扩建工程	5000	220	75%	和静	6.99
	库车天山水泥公司熟料水泥生产线	5000	208	100%	库车	7.72
合计			1200			45.21

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 新增 1200 万吨水泥产能区域分布



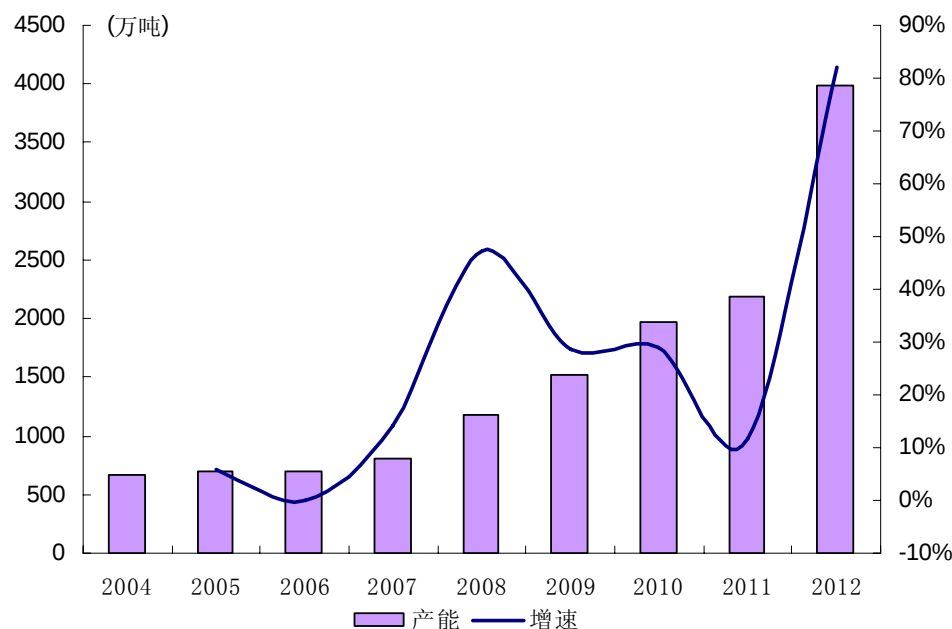
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、投资将进一步提高公司在新疆水泥市场的控制力

中央新疆经济工作座谈会召开后，新疆迎来新一轮的投资机遇，公司决策果断迅速，6月19日公告将在喀什、叶城分别建4000t/d熟料生产线和在阜康建2500t/d的电石渣生产线，8月5日公告在伊南工业园建4500t/d熟料生产线以及本次公告的7条生产线，其中喀什和叶城的生产线在8月底已经开工建设。按照公司现有产能和投资情况测算，我们预计12年公司产能将达到4000万吨，是09年的1.6倍，其中疆内产能约占82.5%。

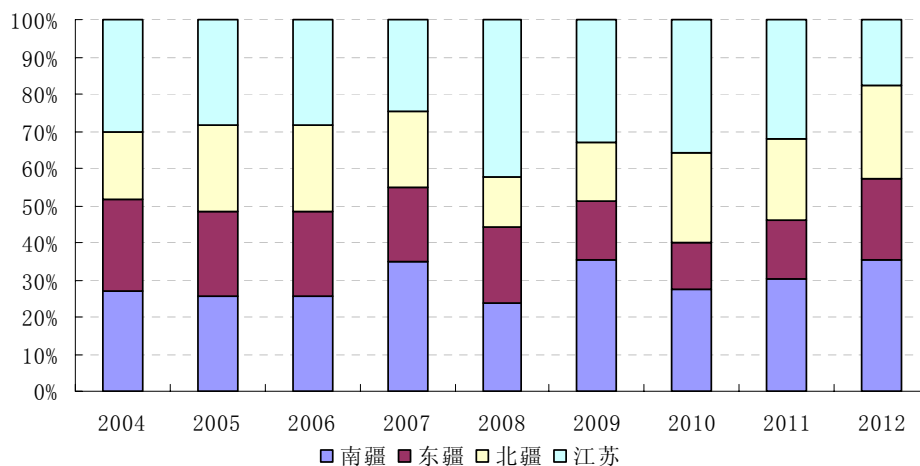
根据新疆现有产能和目前的投资情况测算，我们预计到12年新疆水泥产能将达到6200万吨，其中公司疆内产能3300万吨左右，公司产能占比将从目前的40%提高到53%，将进一步提高公司在疆内水泥市场的控制力，巩固在疆内龙头地位。

图2 公司产能情况及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图3 公司产能的区域分布情况



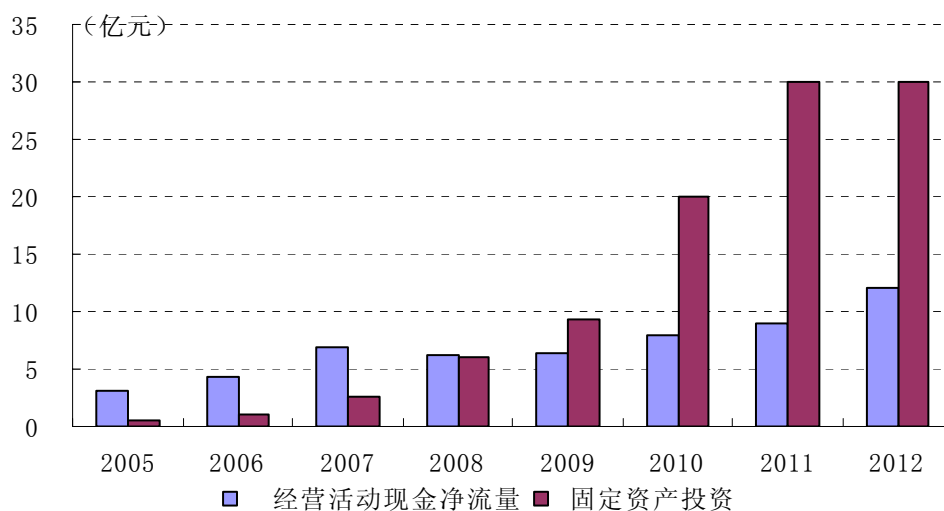
资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、资金压力较大，预计存在进一步权益性融资的可

能

随着阿克苏天山多浪喀什分公司、叶城分公司 4000t/d 新型干法水泥熟料生产线和阜康工业园 2500t/d 电石渣熟料水泥生产线项目的开工，以及伊南工业园 4500t/d 新型干法水泥熟料生产线的即将开工，再加上本次投资的 7 条生产线，公司近三年固定资产投资将高达 80 亿元以上，我们预计公司未来三年经营性现金净流量 30 亿元左右，加上今年的权益性融资 15 亿元，仍有 35 亿元的资金缺口。从公司资产负债结构看，103 亿元的总资产中，67 亿元的负债，负债率 65%，如果 35 亿元资金缺口全部通过负债融资，公司的负债率将进一步增加，财务压力较大，我们预计存在进一步权益性融资的可能。

图 2 公司经营活动现金净流量与固定资产投资



四、投资建议：推荐

根据我们对天山股份的综合分析，预测公司 10-12 年 EPS 为 1.13、1.33、2.00 元，对应目前股价 24.75 倍 PE，考虑到公司未来三年的成长性，给予推荐评级。风险来自于两方面，一是新疆固定资产投资增速低于预期，二是水泥新增产能增速高于预期，供给压力增大，水泥吨毛利将下降，从而使得公司的盈利低于预期。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2003	3839	4432	6382
现金	877	2354	2777	4018
应收账款	140	261	271	384
其它应收款	19	31	32	46
预付账款	345	367	422	616
存货	497	670	749	1061
其他	124	158	179	256
非流动资产	5869	7064	8086	8510
长期投资	213	213	213	213
固定资产	3759	5815	7091	7600
无形资产	258	329	403	476
其他	1640	706	379	220
资产总计	7871	10903	12517	14892
流动负债	3684	3827	4127	4886
短期借款	1589	1389	1456	1434
应付账款	933	1125	1281	1834
其他	1162	1312	1390	1618
非流动负债	2286	3233	4059	4942
长期借款	2151	3151	3975	4857
其他	135	82	84	85
负债合计	5969	7060	8186	9828
少数股东权益	515	610	701	794
股本	312	389	389	389
资本公积	443	1866	1866	1866
留存收益	621	968	1364	2004
归属母公司股东权益	1387	3234	3630	4270
负债和股东权益	7871	10903	12517	14892

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	632	893	1406	1808
净利润	437	535	608	872
折旧摊销	285	384	544	655
财务费用	151	157	187	218
投资损失	-11	-18	-15	-15
营运资金变动	-264	-101	59	-1
其它	34	-65	25	78
投资活动现金流	-982	-1461	-1569	-1068
资本支出	939	1800	1500	1000
长期投资	-26	-402	0	-0
其他	-68	-64	-69	-68
筹资活动现金流	570	2045	586	501
短期借款	598	-199	66	-22
长期借款	471	1000	824	882
普通股增加	0	77	0	0
资本公积增加	234	1423	0	0
其他	-733	-256	-304	-359
现金净增加额	220	1476	424	1241

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4115	5518	6225	8861
营业成本	3029	4061	4538	6439
营业税金及附加	27	40	44	62
营业费用	304	408	460	655
管理费用	323	422	480	682
财务费用	151	157	187	218
资产减值损失	2	20	20	20
公允价值变动收益	29	0	0	0
投资净收益	11	18	15	15
营业利润	319	428	511	802
营业外收入	175	181	179	180
营业外支出	10	17	17	16
利润总额	484	593	674	966
所得税	48	57	65	94
净利润	437	535	608	872
少数股东损益	86	95	92	93
归属母公司净利润	351	440	516	780
EBITDA	756	970	1242	1675
EPS (元)	1.12	1.13	1.33	2.00

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.8%	34.1%	12.8%	42.4%
营业利润	89.8%	34.2%	19.4%	56.8%
归属于母公司净利润	88.7%	25.5%	17.2%	51.0%
获利能力				
毛利率	26.4%	26.4%	27.1%	27.3%
净利率	8.5%	8.0%	8.3%	8.8%
ROE	25.3%	13.6%	14.2%	18.3%
ROIC	10.3%	9.3%	9.5%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	64.7%	65.4%	66.0%
净负债比率	63.68	65.14%	67.06	64.61%
流动比率	0.54	1.00	1.07	1.31
速动比率	0.41	0.83	0.89	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.59	0.53	0.65
应收账款周转率	18	19	16	18
应付账款周转率	3.87	3.95	3.77	4.13
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.13	1.33	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	2.30	3.62	4.65
每股净资产(最新摊薄)	3.57	8.31	9.33	10.98
估值比率				
P/E	31.06	24.75	21.11	13.99
P/B	7.86	3.37	3.00	2.55
EV/EBITDA	18	14	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434