

## 水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.55元

当前股价: 26.54元

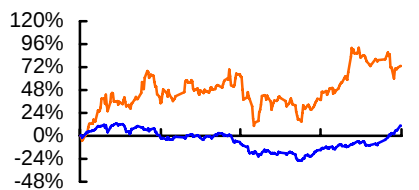
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |          |
|-----------|----------|
| 深证成份指数    | 13452.17 |
| 总股本(百万)   | 389      |
| 流通股本(百万)  | 309      |
| 流通市值(亿)   | 82       |
| 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   | -3.98 | 26.02 | 8.74  |
| 深证成份指数 | 17.90 | 27.31 | 18.47 |



2009/10 2010/1 2010/4 2010/7

— 天山股份 — 深证成份指数

## 相关报告

《天山股份-巨额投资将进一步提高公司在  
新疆水泥市场的控制力》2010-9-16

天山股份

000877

推荐

## 价格上涨推动公司单季业绩创历史最佳

2010年1-9月公司实现营业收入40亿元, 同比增长26.7%; 实现归属于母公司净利润4.8亿元, 同比增长51.6%; 基本每股收益1.35元。其中7-9月实现营业收入19.5亿元, 同比增长40.3%, 实现归属于母公司净利润3.27亿元, 同比增长89.7%; 基本每股收益0.84元。

### 投资要点:

- **价格上涨推动业绩快速增长。**公司第三季度净利润大幅增长的主要原因是水泥价格暴涨。第三季度新疆由于水泥供不应求, 尤其是北疆和东疆, 导致水泥价格出现大幅上涨, 部分区域甚至出现100元/吨以上的涨幅; 江苏由于拉闸限电, 水泥价格也出现20元/吨以上的涨幅, 9月份同比甚至涨50元/吨。公司新增产能对业绩影响不大, 今年投产的熟料生产线仅有年初溧水5000t/d、6月布尔津200t/d和8月哈密2500t/d, 能对第三季度形成有效产量支持的仅有溧水的生产线。
- **东北疆产能比重不高及成本上升影响毛利率的进一步提高。**今年第三季度公司毛利率31.3%, 较去年三季度的28.5%上升了2.8%, 处于近年来公司毛利率高点。由于水泥价格涨幅较大的东疆和北疆的产能仅占总产能的1/3, 导致公司水泥平均价格涨幅不大。煤炭价格和人工成本的上涨也影响了公司毛利率进一步提高。
- **未来业绩增长主要看产能扩展。**2009年底, 公司水泥产能合计1444万吨, 根据公司6月和9月大规模的投资计划, 预计2012年公司产能将达到4000万吨, 是2009年的2.8倍, 未来业绩增长主要靠产能推动。
- **公司资本结构得到大幅改善, 但大规模投资又将进一步提高公司的负债率, 并有进一步权益融资的需要。**今年公司通过权益融资15亿元和良好的业绩, 总负债率大幅下降, 但公司今年6月和9月分别公布大规模的投资计划, 预计10-12年, 公司需要80-90亿元的资金完成固定资产投资, 而公司每年经营性现金流约10亿元, 资金缺口巨大, 公司负债率将进一步提高, 并且有进一步权益融资的需要。
- **投资评级“推荐”。**预测公司10-12年EPS为1.47、1.55、2.07元, 对应目前股价19.10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:

- 固定资产投资增速低于预期, 水泥新增产能增速高于预期。
- 产能增加过快, 使得水泥价格出现较大幅度下跌。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 4115  | 5592  | 6617  | 8901  |
| 同比(%)         | 18%   | 36%   | 18%   | 35%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 351   | 571   | 603   | 807   |
| 同比(%)         | 89%   | 63%   | 6%    | 34%   |
| 毛利率(%)        | 26.4% | 27.4% | 27.5% | 27.7% |
| ROE(%)        | 25.3% | 17.0% | 15.8% | 18.1% |
| 每股收益(元)       | 0.90  | 1.47  | 1.55  | 2.07  |
| P/E           | 31.06 | 19.10 | 18.08 | 13.51 |
| P/B           | 7.86  | 3.24  | 2.86  | 2.45  |
| EV/EBITDA     | 18    | 12    | 10    | 7     |

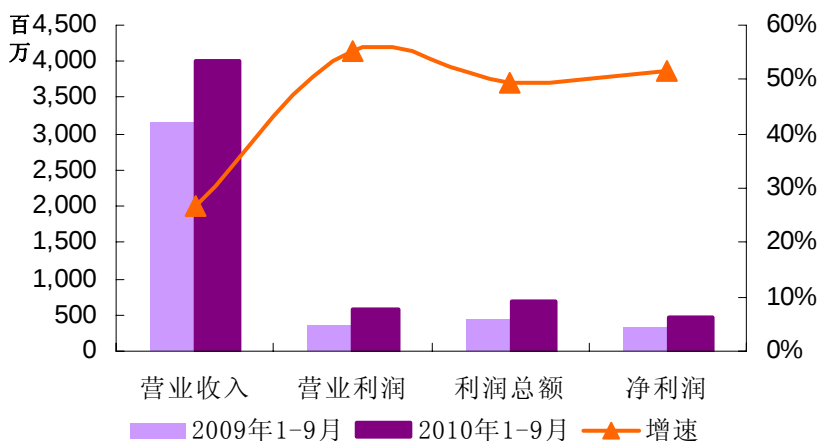
资料来源: 中投证券研究所

## 一、价格上涨推动业绩快速增长

2010 年 1-9 月公司实现营业收入 40 亿元，同比增长 26.7%；实现归属于母公司净利润 4.8 亿元，同比增长 51.6%；基本每股收益 1.35 元。其中 7-9 月实现营业收入 19.5 亿元，同比增长 40.3%，实现归属于母公司净利润 3.27 亿元，同比增长 89.7%；基本每股收益 0.84 元。

公司第三季度净利润大幅增长的主要原因是水泥价格暴涨。第三季度新疆由于水泥供不应求，尤其是北疆和东疆，导致水泥价格出现大幅上涨，部分区域甚至出现 100 元/吨以上的涨幅；江苏由于拉闸限电，水泥价格也出现 20 元/吨以上的涨幅，9 月份同比甚至涨 50 元/吨。公司新增产能对业绩影响不大，今年投产的熟料生产线仅有年初溧水 5000t/d、6 月布尔津 200t/d 和 8 月哈密 2500t/d，能对第三季度形成有效产量支持的仅有溧水的生产线。

图 1 公司三季度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、东北疆产能比重不高及成本上升影响毛利率的进

### 一步提高

今年第三季度公司毛利率 31.3%，较去年三季度的 28.5%上升了 2.8%，处于近年来公司毛利率高点。公司部分区域水泥价格出现较大涨幅，但涨幅较大的东疆和北疆的产能仅占总产能的 1/3，占总产能 1/3 的江苏涨幅不大，占总产能 1/3 的南疆基本没有上涨，导致公司水泥平均价格涨幅不大。成本方面，新疆第三季度烟煤价格较去年同期上涨约 60 元/吨，人工成本上涨约 20%，这些都影响了公司毛利率。

图 2 乌鲁木齐 P O42.5 价格走势（含税价，元/吨）

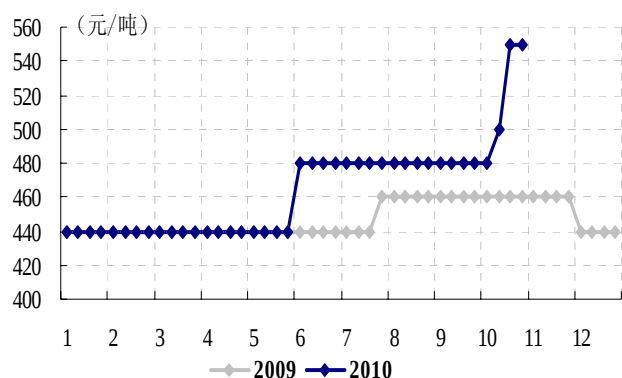
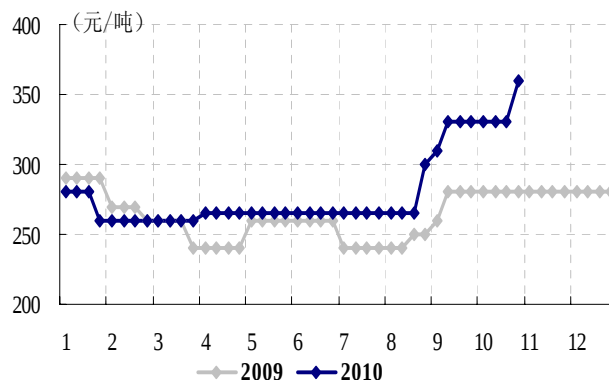
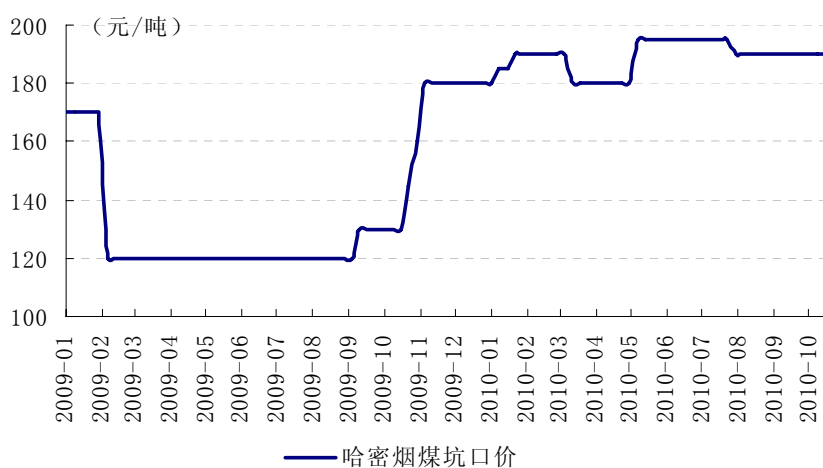


图 3 南京 P O42.5 价格走势（含税价）



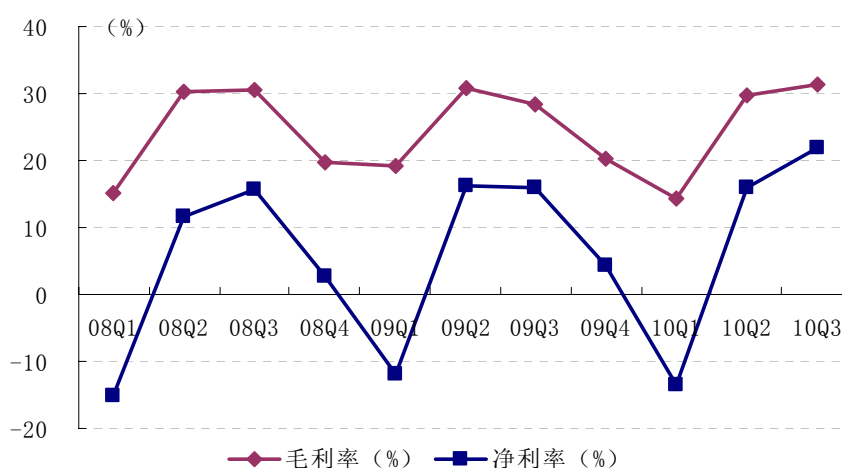
资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

图 4 新疆煤炭价格走势



资料来源：煤炭资源网、中投证券研究所

图 5 近年来公司单季度毛利率及净利率情况

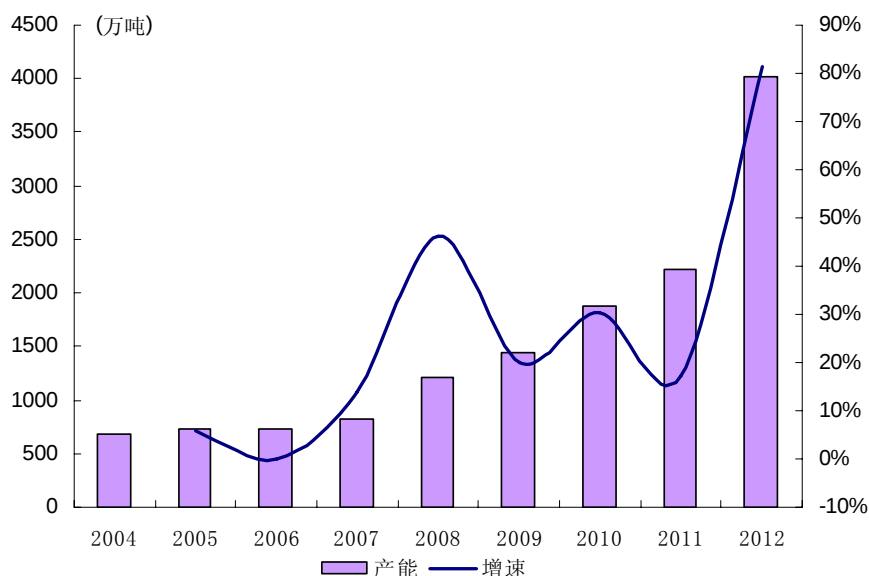


资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、未来业绩增长主要看产能扩展

2009 年底，公司水泥产能合计 1444 万吨，根据公司 6 月和 9 月大规模的投资计划，预计 2012 年公司产能将达到 4000 万吨，是 2009 年的 2.8 倍，未来业绩增长主要靠产能推动。

图 1 公司水泥产能增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司 2010-2012 年投产产能

| 区域 | 生产线           | 设计能力(t/d) | 预计投产时间      |
|----|---------------|-----------|-------------|
| 东疆 | 哈密新天山         | 2500      | 2011 年 6 月  |
|    | 哈密天山水泥        | 5000      | 2012 年底     |
|    | 吐鲁番天山水泥       | 3000      | 2012 年底     |
| 北疆 | 屯河布尔津分公司      | 2000      | 2010 年 6 月  |
|    | 屯河米东电石渣项目     | 2*2000    | 2010 年 10 月 |
|    | 屯河水泥伊犁伊南工业园项目 | 4500      | 2011 年 10 月 |
|    | 阜康天山水泥电石渣项目   | 2500      | 2012 年 2 月  |
|    | 富蕴天山水泥        | 3000      | 2012 年底     |
|    | 额敏天山水泥        | 3000      | 2012 年底     |
| 南疆 | 阿克苏天山多浪       | 3200      | 2011 年 4 月  |
|    | 阿克苏天山多浪喀什分公司  | 4000      | 2012 年初     |
|    | 阿克苏天山多浪叶城分公司  | 4000      | 2012 年初     |
|    | 和静天山水泥        | 5000      | 2012 年底     |
|    | 库车天山水泥        | 5000      | 2012 年底     |
| 江苏 | 江苏溧水          | 5000      | 2010 年 1 月  |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

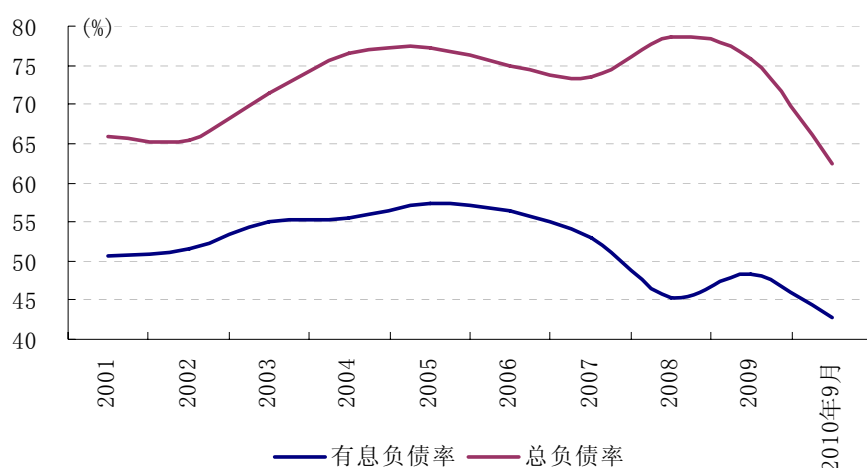
#### 四、公司资本结构得到大幅改善，但大规模投资又将

#### 进一步提高公司的负债率，并有进一步权益融资的需

#### 要

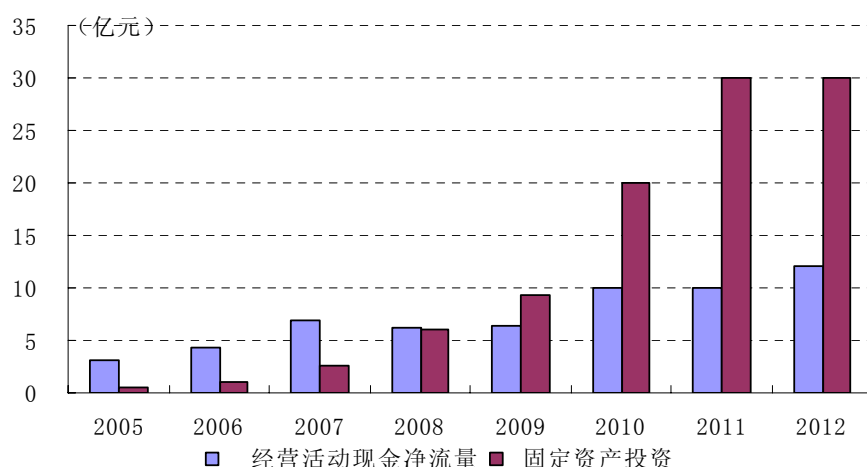
过去两年，公司总负债率一直在 75%以上，有息负债率一直在 45%以上，是水泥上市公司中负债率最高的企业。今年公司通过权益融资 15 亿元和良好的业绩，总负债率降至 62.36%，有息负债率降至 42.69%。但公司今年 6 月和 9 月分别公布了大规模的投资计划后，预计 10-12 年，公司需要 80-90 亿元的资金完成固定资产投资，而公司每年经营性现金流约 10 亿元，资金缺口巨大，公司负债率将进一步提高，并且有进一步权益融资的需要。

图 7 公司的总负债率及有息负债率情况



资料来源：中国水泥协会、新疆建材行办

图 2 公司经营活动现金净流量与固定资产投资



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 五、盈利预测假设

表 2 公司盈利预测假设

|            | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>水泥</b>  |        |       |       |       |
| 产能 (万吨)    | 1524   | 1964  | 2192  | 2792  |
| 销量 (万吨)    | 1221   | 1610  | 1797  | 2289  |
| +/-        | 25.2%  | 31.9% | 11.6% | 27.4% |
| 单位价格 (元/吨) | 308    | 316   | 322   | 325   |
| +/-        | -1.0%  | 2.5%  | 2.0%  | 1.0%  |
| 单位成本 (元/吨) | 227    | 229   | 232   | 234   |
| +/-        | 1.8%   | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  |
| 吨毛利 (元/吨)  | 81     | 86    | 90    | 91    |
| 毛利率 (%)    | 26.2%  | 27.4% | 28.1% | 28.1% |
| <b>混凝土</b> |        |       |       |       |
| 销量 (万方)    | 113    | 150   | 150   | 150   |
| +/-        | -24.7% | 32.7% | 0%    | 0%    |
| 单位价格 (元/方) | 289    | 290   | 292   | 294   |
| +/-        | -0.1%  | 0.3%  | 0.7%  | 0.7%  |
| 单位成本 (元/方) | 209    | 246.5 | 251.1 | 255.8 |
| +/-        | -15.4% | 17.9% | 1.9%  | 1.9%  |
| 单位毛利 (元/方) | 80     | 43.5  | 40.9  | 38.2  |
| 毛利率 (%)    | 27.4%  | 15.0% | 14.0% | 13.0% |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 六、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 1.47、1.55、2.07 元，对应目前股价 19.10 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，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          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 2003        | 3981         | 4290         | 5273         | <b>营业收入</b>     | 4115        | 5592         | 6617         | 8901         |
| 现金             | 877         | 2489         | 2538         | 2906         | 营业成本            | 3029        | 4061         | 4800         | 6439         |
| 应收账款           | 140         | 265          | 289          | 385          | 营业税金及附加         | 27          | 40           | 47           | 63           |
| 其它应收款          | 19          | 31           | 34           | 47           | 营业费用            | 304         | 363          | 450          | 596          |
| 预付账款           | 345         | 367          | 447          | 616          | 管理费用            | 323         | 391          | 482          | 640          |
| 存货             | 497         | 670          | 792          | 1061         | 财务费用            | 151         | 161          | 227          | 327          |
| 其他             | 124         | 160          | 191          | 258          | 资产减值损失          | 2           | 20           | 20           | 20           |
| <b>非流动资产</b>   | 5869        | 7255         | 9693         | 11899        | 公允价值变动收益        | 29          | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 213         | 213          | 213          | 213          | 投资净收益           | 11          | 18           | 15           | 15           |
| 固定资产           | 3759        | 6006         | 8698         | 10989        | <b>营业利润</b>     | 319         | 572          | 607          | 832          |
| 无形资产           | 258         | 329          | 403          | 476          | 营业外收入           | 175         | 181          | 179          | 180          |
| 其他             | 1640        | 706          | 379          | 220          | 营业外支出           | 10          | 17           | 17           | 16           |
| <b>资产总计</b>    | 7871        | 11236        | 13983        | 17172        | <b>利润总额</b>     | 484         | 737          | 769          | 996          |
| <b>流动负债</b>    | 3684        | 3829         | 4235         | 4887         | 所得税             | 48          | 71           | 75           | 97           |
| 短期借款           | 1589        | 1389         | 1456         | 1434         | <b>净利润</b>      | 437         | 666          | 695          | 900          |
| 应付账款           | 933         | 1125         | 1355         | 1834         | 少数股东损益          | 86          | 95           | 92           | 93           |
| 其他             | 1162        | 1314         | 1424         | 1619         | <b>归属母公司净利润</b> | 351         | 571          | 603          | 807          |
| <b>非流动负债</b>   | 2286        | 3433         | 5235         | 7036         | EBITDA          | 756         | 1126         | 1449         | 2016         |
| 长期借款           | 2151        | 3351         | 5151         | 6951         | EPS（元）          | 1.12        | 1.47         | 1.55         | 2.07         |
| 其他             | 135         | 82           | 84           | 85           | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 5969        | 7262         | 9470         | 11923        | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 515         | 610          | 701          | 794          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 312         | 389          | 389          | 389          | 营业收入            | 17.8%       | 35.9%        | 18.3%        | 34.5%        |
| 资本公积           | 443         | 1866         | 1866         | 1866         | 营业利润            | 89.8%       | 79.4%        | 6.1%         | 37.0%        |
| 留存收益           | 621         | 1098         | 1545         | 2189         | 归属于母公司净利润       | 88.7%       | 62.6%        | 5.6%         | 33.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 1387        | 3364         | 3811         | 4455         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 7871        | 11236        | 13983        | 17172        | 毛利率             | 26.4%       | 27.4%        | 27.5%        | 27.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 8.5%        | 10.2%        | 9.1%         | 9.1%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROE             | 25.3%       | 17.0%        | 15.8%        | 18.1%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 632         | 1033         | 1631         | 2151         | ROIC            | 10.3%       | 11.2%        | 9.1%         | 10.1%        |
| 净利润            | 437         | 666          | 695          | 900          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 285         | 392          | 615          | 857          | 资产负债率           | 75.8%       | 64.6%        | 67.7%        | 69.4%        |
| 财务费用           | 151         | 161          | 227          | 327          | 净负债比率           | 63.68       | 66.08%       | 70.39        | 70.82%       |
| 投资损失           | -11         | -18          | -15          | -15          | 流动比率            | 0.54        | 1.04         | 1.01         | 1.08         |
| 营运资金变动         | -264        | -107         | 63           | -2           | 速动比率            | 0.41        | 0.86         | 0.82         | 0.86         |
| 其它             | 34          | -61          | 47           | 85           | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -982        | -1661        | -3069        | -3068        | 总资产周转率          | 0.59        | 0.59         | 0.52         | 0.57         |
| 资本支出           | 939         | 2000         | 3000         | 3000         | 应收账款周转率         | 18          | 19           | 16           | 18           |
| 长期投资           | -26         | -402         | 0            | -0           | 应付账款周转率         | 3.87        | 3.95         | 3.87         | 4.04         |
| 其他             | -68         | -64          | -69          | -68          | <b>每股指标（元）</b>  |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 570         | 2241         | 1486         | 1286         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.90        | 1.47         | 1.55         | 2.07         |
| 短期借款           | 598         | -199         | 66           | -22          | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.63        | 2.65         | 4.19         | 5.53         |
| 长期借款           | 471         | 1200         | 1800         | 1800         | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.57        | 8.65         | 9.80         | 11.45        |
| 普通股增加          | 0           | 77           | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | 234         | 1423         | 0            | 0            | P/E             | 31.06       | 19.10        | 18.08        | 13.51        |
| 其他             | -733        | -260         | -380         | -492         | P/B             | 7.86        | 3.24         | 2.86         | 2.45         |
| <b>现金净增加额</b>  | 220         | 1612         | 48           | 369          | EV/EBITDA       | 18          | 12           | 10           | 7            |

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        |