

**强烈推荐-A (维持)****天山股份 000877.SZ**

目标估值: 36.0-39.0 元

当前股价: 27.34 元

2010 年 12 月 03 日

**东西并举，关注江苏产能的盈利复苏****基础数据**

|            |       |
|------------|-------|
| 上证综指       | 2844  |
| 总股本(万股)    | 38895 |
| 已上市流通股(万股) | 30872 |
| 总市值(亿元)    | 106   |
| 流通市值(亿元)   | 84    |
| 每股净资产(MRQ) | 8.7   |
| ROE(TTM)   | 15.3  |
| 资产负债率      | 62.4% |
| 主要股东       | 2844  |
| 主要股东持股比例   | 38895 |

**股价表现**

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -2 | 42 | 26  |
| 相对表现 | 7  | 27 | 38  |

**相关报告**

1、《天山股份(000877)-疆内产能扩张强劲，华东部分今年筑底》，深度报告，2010/8

2、《天山股份(000877)-业绩符合预期，明年更值得期待》，2010/10

**王晶晶**

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

天山股份除了疆内产能之外，还拥有江苏熟料产能 530 万吨，近期股价并未反映华东水泥价格上涨带来的利好，估值仅为明年不到 13 倍。上调公司 2010-2012 年盈利预测至 1.42、2.17、2.93 元，目标价 36-39 元。

- **天山股份是东西并举的品种。**公司目前拥有疆内水泥产能约 1200 万吨，疆外江苏熟料产能 530 万吨，占比 1/3。根据半年报的公告，2010 上半年江苏部分收入占比 30%，毛利率仅 7.3%。江苏包括宜兴天山（250 万吨熟料，两条线）、江苏天山（300 万吨，两条线）。
- **节能减排目标提前完成，目前华东水泥价格仍在高位。**此前南京水泥价格上涨幅度巨大。以 P·C32.5 为例，水泥从 8 月份的 270 元/吨上涨到 11 月底的 500 元/吨，11 月当月上涨了 170 元/吨。尽管电力供应有一定的恢复，由于旺季需求和企业补库存，目前价格还在高位。
- **疆内盈利增长确定，疆外盈利同样提供超预期因素。**疆内的高需求增长并无悬念，公司的强劲扩张势头保障其龙头地位，明年开春后疆内需求可能会集中启动。就近期公布的交通建设来说，2011 年，新疆仅交通固定资产投资计划投资 350 亿元，同比增长 75%，首府乌鲁木齐东西绕城高速、二环等 36 个公路项目明年开工；目前均已开展前期工作，大多数项目安排在明年 4 月开工，个别项目将在年中开工。我们认为明年疆内净利润增长应在 40% 左右。而占比 30% 收入的江苏业务此前一直处于亏损微利的状态，如果其能恢复到吨净利 25 元，则会贡献每股收益 0.32 元左右。
- **维持“强烈推荐-A”的投资评级。**近期水泥价格的上涨显然是在逐渐认为限电后价格下滑幅度有限的观点。我们认为对限电影响因素尚有疑虑的投资者来说，天山股份是一个很好的选择，其业绩有疆内部分做保障，又有疆外的部分作为超预期因素。我们上调 2010-2012 年的 EPS 为 1.42（全面摊薄）、2.17、2.93 元。目前估值仅为 2011 年 12.5 倍，仅与同业相当。以同业目标估值明年 15 倍为基准，溢价 10-20%，给予目标价 36-39 元。
- **风险提示：**新疆支持资金到位晚于预期，水泥总产能释放高于预期。

**财务数据与估值**

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 3494 | 4115 | 5506  | 7732  | 10220 |
| 同比增长      | 39%  | 18%  | 34%   | 40%   | 32%   |
| 营业利润(百万元) | 175  | 319  | 565   | 993   | 1441  |
| 同比增长      | 91%  | 82%  | 77%   | 76%   | 45%   |
| 净利润(百万元)  | 192  | 351  | 553   | 843   | 1125  |
| 同比增长      | 83%  | 83%  | 57%   | 52%   | 34%   |
| 每股收益(元)   | 0.62 | 1.12 | 1.42  | 2.17  | 2.89  |
| PE        | 44.4 | 24.3 | 19.2  | 12.6  | 9.4   |
| PB        | 10.0 | 6.1  | 3.2   | 2.7   | 2.3   |

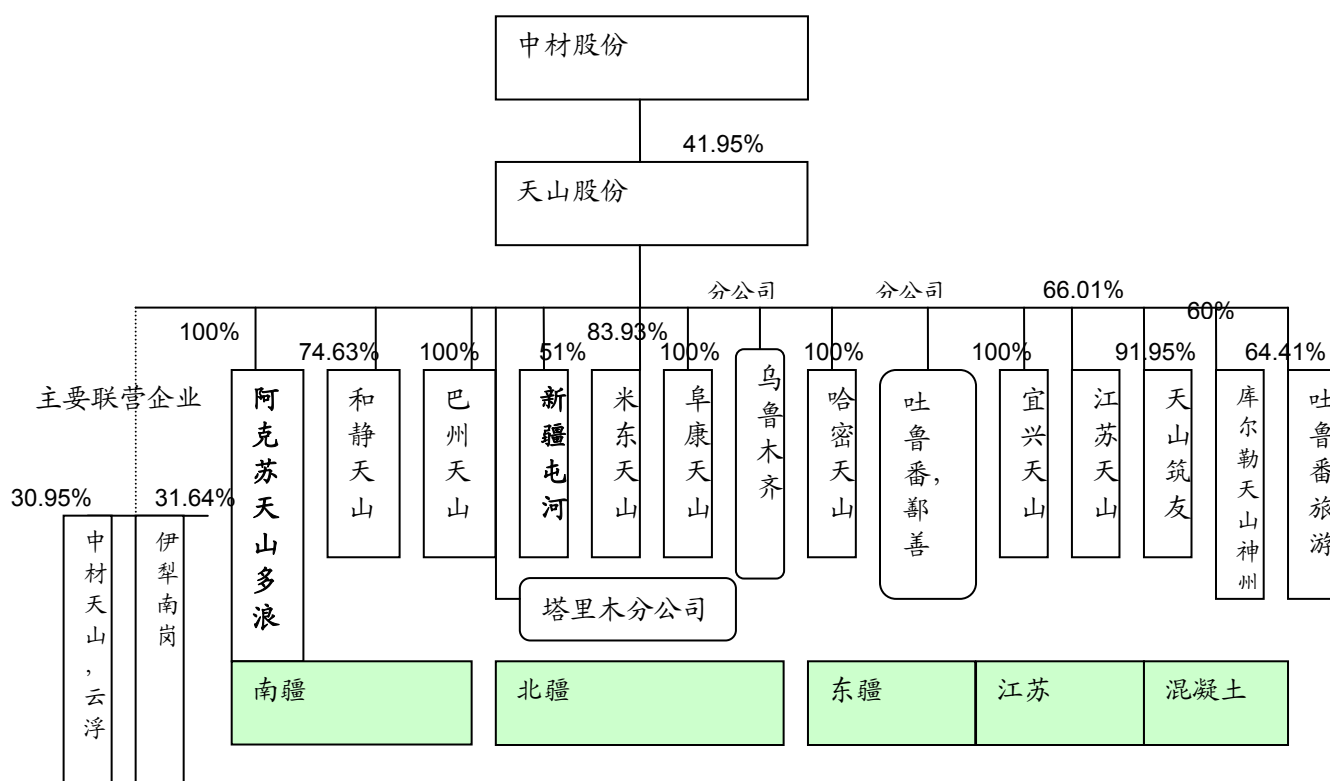
资料来源：招商证券

表 1: 天山江苏产能情况

|    | 设计产能 (t/d) | 熟料产能 (万吨) |
|----|------------|-----------|
| 宜兴 | 1*2500     | 80        |
|    | 1*5000     | 150       |
| 汉天 | 2*5000     | 300       |
| 合计 |            | 530       |

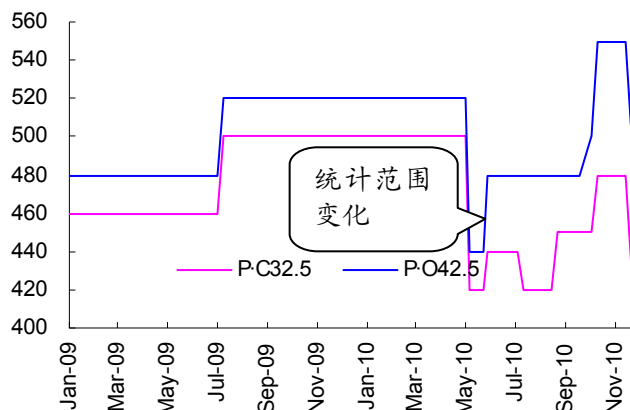
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 天山股份子公司、分公司情况



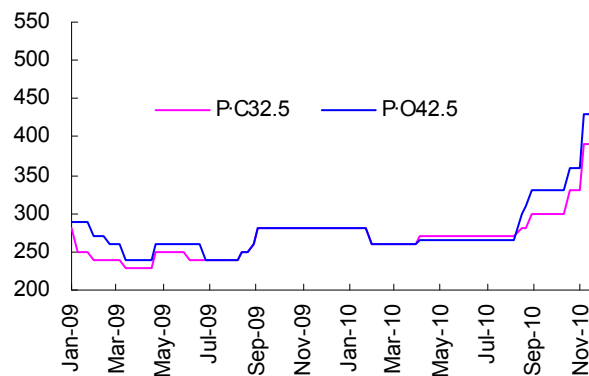
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 乌鲁木齐: 进入淡季



资料来源: 数字水泥, 招商证券

图 3: 南京水泥价格出现暴涨



从上半年的收入情况看，疆内占比 70%，江苏地区占比 30%，但毛利仅占比 9%，毛利额同比下降 24%。

图 4：上半年分地区收入占比

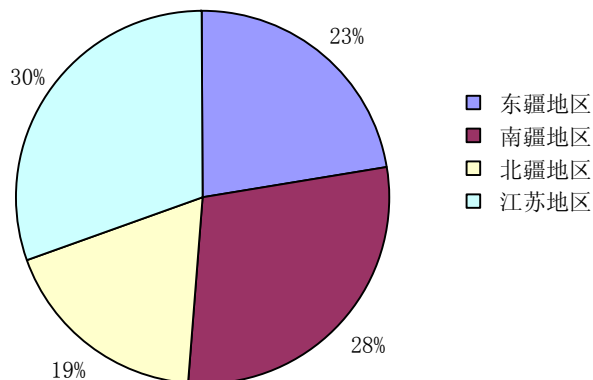
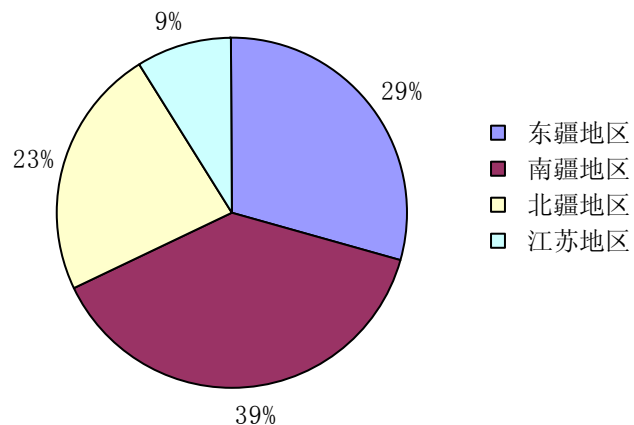
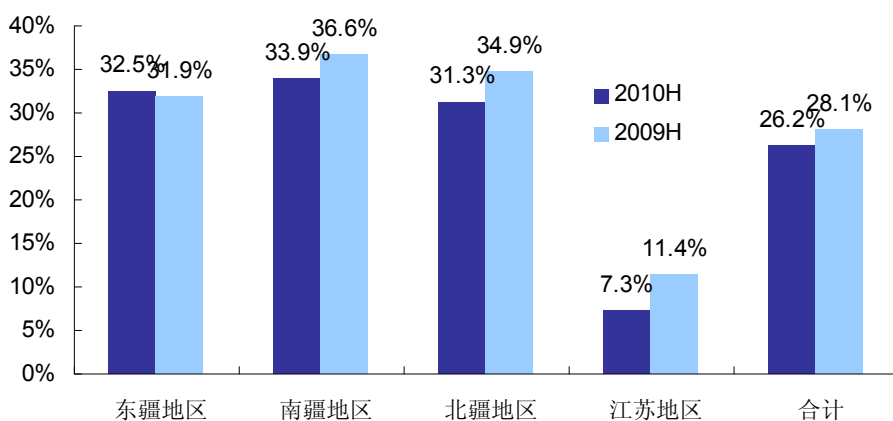


图 5：上半年分地区毛利占比



资料来源：公司公告，招商证券

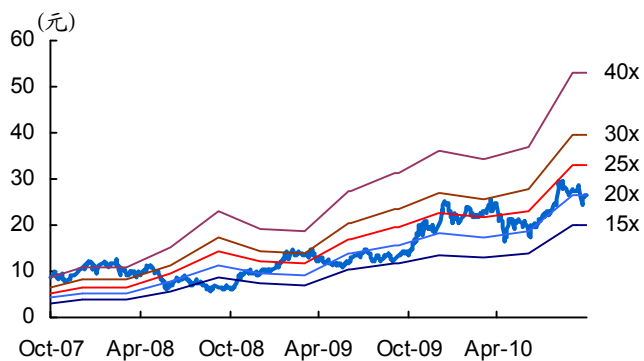
图 2：主要地区上半年毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

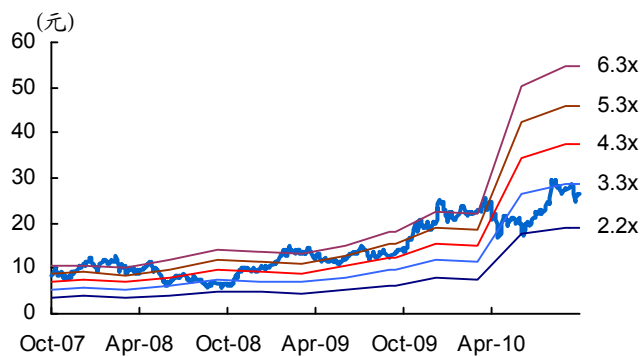
### PE-PB Band

图 3：天山股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：天山股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E        | 2012E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 1554        | 2003        | 2091        | 2631         | 3252         |
| 现金             | 667         | 877         | 800         | 880          | 968          |
| 交易性投资          | 3           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 应收票据           | 94          | 124         | 166         | 233          | 307          |
| 应收款项           | 178         | 140         | 116         | 163          | 215          |
| 其它应收款          | 18          | 19          | 39          | 46           | 51           |
| 存货             | 432         | 497         | 642         | 866          | 1132         |
| 其他             | 162         | 345         | 328         | 443          | 579          |
| <b>非流动资产</b>   | 4452        | 5869        | 7547        | 10065        | 12416        |
| 长期股权投资         | 215         | 213         | 213         | 213          | 213          |
| 固定资产           | 3369        | 3759        | 4961        | 7000         | 9370         |
| 无形资产           | 169         | 258         | 232         | 209          | 188          |
| 其他             | 700         | 1640        | 2141        | 2643         | 2645         |
| <b>资产总计</b>    | <b>6006</b> | <b>7871</b> | <b>9637</b> | <b>12695</b> | <b>15668</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2959        | 3684        | 3197        | 4703         | 5890         |
| 短期借款           | 991         | 1589        | 900         | 1838         | 2315         |
| 应付账款           | 634         | 933         | 900         | 1214         | 1587         |
| 预收账款           | 74          | 143         | 391         | 528          | 690          |
| 其他             | 1261        | 1019        | 1005        | 1123         | 1297         |
| <b>长期负债</b>    | 1760        | 2286        | 2477        | 3234         | 3915         |
| 长期借款           | 1680        | 2151        | 2436        | 3192         | 3873         |
| 其他             | 80          | 135         | 41          | 42           | 42           |
| <b>负债合计</b>    | <b>4720</b> | <b>5969</b> | <b>5674</b> | <b>7937</b>  | <b>9804</b>  |
| 股本             | 312         | 312         | 389         | 389          | 389          |
| 资本公积金          | 209         | 443         | 1906        | 1906         | 1906         |
| 留存收益           | 329         | 621         | 1008        | 1598         | 2386         |
| 少数股东权益         | 437         | 515         | 650         | 856          | 1173         |
| 母公司所有者权益       | 850         | 1387        | 3313        | 3903         | 4691         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6006</b> | <b>7871</b> | <b>9637</b> | <b>12695</b> | <b>15668</b> |

**现金流量表**

| 单位: 百万元        | 2008         | 2009       | 2010E       | 2011E     | 2012E     |
|----------------|--------------|------------|-------------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 626          | 632        | 1072        | 1889      | 2530      |
| 净利润            |              |            | 553         | 843       | 1125      |
| 折旧摊销           |              |            | 364         | 485       | 652       |
| 财务费用           |              |            | 187         | 288       | 348       |
| 投资收益           |              |            | (11)        | (12)      | (13)      |
| 营运资金变动         |              |            | (95)        | 50        | 67        |
| 其它             |              |            | 73          | 235       | 350       |
| <b>投资活动现金流</b> | (961)        | (982)      | (2002)      | (3003)    | (3003)    |
| 资本支出           |              |            | (2000)      | (3000)    | (3000)    |
| 其他投资           |              |            | (2)         | (3)       | (3)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | 177          | 570        | 853         | 1194      | 561       |
| 借款变动           |              |            | (251)       | 1723      | 1234      |
| 普通股增加          |              |            | 77          | 0         | 0         |
| 资本公积增加         |              |            | 1462        | 0         | 0         |
| 股利分配           |              |            | (166)       | (253)     | (338)     |
| 其他             |              |            | (270)       | (276)     | (335)     |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(157)</b> | <b>220</b> | <b>(77)</b> | <b>80</b> | <b>88</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位: 百万元          | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 3494 | 4115 | 5506  | 7732  | 10220 |
| 营业成本             | 2565 | 3029 | 3915  | 5279  | 6900  |
| 营业税金及附加          | 28   | 27   | 44    | 62    | 82    |
| 营业费用             | 258  | 304  | 396   | 557   | 715   |
| 管理费用             | 253  | 323  | 402   | 564   | 746   |
| 财务费用             | 178  | 151  | 187   | 288   | 348   |
| 资产减值损失           | 21   | 2    | 8     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | (34) | 29   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 17   | 11   | 11    | 12    | 13    |
| <b>营业利润</b>      | 175  | 319  | 565   | 993   | 1441  |
| 营业外收入            | 193  | 175  | 210   | 210   | 210   |
| 营业外支出            | 31   | 10   | 12    | 12    | 12    |
| <b>利润总额</b>      | 337  | 484  | 763   | 1191  | 1640  |
| 所得税              | 31   | 48   | 75    | 143   | 197   |
| <b>净利润</b>       | 306  | 437  | 688   | 1048  | 1443  |
| 少数股东损益           | 114  | 86   | 135   | 206   | 317   |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 192  | 351  | 553   | 843   | 1125  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.62 | 1.12 | 1.42  | 2.17  | 2.89  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 39%   | 18%   | 34%   | 40%   | 32%   |
| 营业利润           | 91%   | 82%   | 77%   | 76%   | 45%   |
| 净利润            | 83%   | 83%   | 57%   | 52%   | 34%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 26.6% | 26.4% | 28.9% | 31.7% | 32.5% |
| 净利率            | 5.5%  | 8.5%  | 10.0% | 10.9% | 11.0% |
| ROE            | 22.6% | 25.3% | 16.7% | 21.6% | 24.0% |
| ROIC           | 8.0%  | 7.4%  | 9.0%  | 11.2% | 12.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 78.6% | 75.8% | 58.9% | 62.5% | 62.6% |
| 净负债比率          | 45.3% | 48.3% | 36.8% | 41.5% | 41.5% |
| 流动比率           | 0.5   | 0.5   | 0.7   | 0.6   | 0.6   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| 存货周转率          | 6.9   | 6.5   | 6.9   | 7.0   | 6.9   |
| 应收帐款周转率        | 18.9  | 25.8  | 43.0  | 55.6  | 54.2  |
| 应付帐款周转率        | 4.7   | 3.9   | 4.3   | 5.0   | 4.9   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.62  | 1.12  | 1.42  | 2.17  | 2.89  |
| 每股经营现金         | 2.01  | 2.03  | 2.76  | 4.86  | 6.51  |
| 每股净资产          | 2.72  | 4.44  | 8.52  | 10.03 | 12.06 |
| 每股股利           | 0.17  | 0.30  | 0.43  | 0.65  | 0.87  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 44.4  | 24.3  | 19.2  | 12.6  | 9.4   |
| PB             | 10.0  | 6.1   | 3.2   | 2.7   | 2.3   |
| EV/EBITDA      | 26.7  | 20.9  | 13.9  | 8.8   | 6.4   |

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 年新财富最佳策略分析师团队，现任建材行业研究员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。