



建材/原材料

天山股份 (000877)

需求逻辑最佳选择：调评级至增持

2011 年建材策略重点推荐公司跟踪系列

 **韩其成**
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.com
 S0880208070351

本报告导读：

新疆区域明年大力受政策支持，在通胀背景下显得额外有价值，是水泥需求逻辑最看好公司，短期攻防兼备，上调目标价至 43.88 元，尚有 39% 空间，建议增持。

投资要点：

我们策略报告中需求逻辑认为：选择明年需求受支持和新农村建设主题。目前到明年中通胀都是重要政策变量，但新疆区域将不受该政策预期影响，之前宣讲的支持政策将逐步落实，特别是部分项目今年因为要统筹通盘规划和考虑拖延至明年将为明年需求带来更多增量。一如今年下半年所展示，明年上半年全国固定资产投资增速或下滑，但新疆将是逐步提速的。目前新疆主要是天山和青松披露了大规模建设生产线计划，一方面出于排他性战略考虑将根据实际需求进度控制产能建设，新疆建设生产线的速度要远低于内地，形成实质产能要 2012 年中以后，且需求增速或超预期。

明年 4 月开始进入旺季预期水泥价格大幅增加，目前新疆因为淡季因素所致水泥价格前段时间已经开始回落，当前新疆市场所预期的是水泥价格什么时间涨和涨多少。而华东等市场所预期的是水泥价格什么时间跌和跌多少。因此，明年 4 月新疆进入旺季以后随着水泥价格上涨和江苏高盈利水平相对维持，公司最有可能适宜月度盈利年化逻辑，特别是通胀背景下。目前行业首选淡季水泥价格已经下跌风险释放，而明年上半年又受支持区域，同时短期业绩又受限电驱动有超预期可能的公司，天山股份首选。

DC 披露江苏产能受益华东限电水泥价格大幅增加，BMI 披露公司 10-11 月销售同增 24% 好于预期。我们上调 2010-11 年 EPS 至 1.68、2.38 元，同增 86%、42%，我们认为目前环境下给水泥行业适宜 PE 上限为 16 倍，而公司因为上述新疆等逻辑给予 15% 溢价，上调目标价格至 43.88 元，距离目前价格尚有 39% 空间，明年需求逻辑最看好公司，上调评级至增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,494	4,115	5,372	7,077	9,390
(+/-)%	38.8%	17.8%	30.5%	31.7%	32.7%
经营利润 (EBIT)	329	460	847	1,301	1,795
(+/-)%	84%	40%	84%	54%	38%
净利润	186	351	653	928	1,274
(+/-)%	78%	89%	86%	42%	37%
每股净收益 (元)	0.60	1.12	1.68	2.38	3.27
每股股利 (元)	0.17	0.30	0.25	0.36	0.49

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	9%	11%	16%	18%	19%
净资产收益率 (%)	22%	25%	34%	21%	0%
投入资本回报率 (%)	9%	9%	12%	13%	14%
EV/EBITDA	22.5	27.7	15.1	9.8	7.1
市盈率	53.0	28.1	18.8	13.2	9.6
股息率 (%)	0.5%	0.9%	0.8%	1.1%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：43.88

上次预测：32.00

当前价格：31.60

2010.12.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.80-32.29
总市值 (百万元)	12,291
总股本/流通 A 股 (百万股)	389/309
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	231

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,371
每股净资产	8.67
市净率	3.6
净负债率	135%

EPS (元)	2010A	2010E
Q1	(0.09)	(0.13)
Q2	0.46	0.52
Q3	0.44	0.84
Q4	0.09	0.44
全年	0.90	1.68

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	33%	16%	60%
相对指数	26%	2%	61%

相关报告

《3 季度毛利率创新高，明年供需依旧向...》	2010.10.28
《3 季度业绩同增 26%，毛利率同环比下...》	2009.10.28
《中期业绩符合预期》	2009.08.27
《1 季报毛利率同比提升、环比 4 季度下降》	2009.04.21
《年报符合预期，第 4 季度毛利率下滑明...》	2009.03.26

模型更新时间: 2010.12.19

股票研究

原材料

建材

天山股份 (000877)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 43.88

上次预测: 32.00

当前价格: 31.60

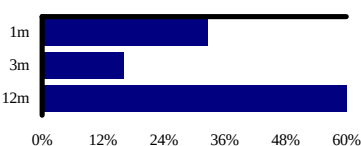
公司网址

www.sinoma-tianshan.cn

公司简介

公司是西北地区最大的水泥生产厂家、最大的油井水泥生产基地和全国重要的特种水泥生产基地,拥有代表世界水泥工艺先进水平的窑外分解工艺线13条,于1999年4月通过国家建材质量体系认证中心 ISO9002 质量体系认证,是目前疆内唯一一家通过产品质量和质量体系双认证的水泥生产企业,公司是以生产、销售、研发“天山”牌通用、特种水泥为主的企业,主要产品有42.5级、和52.5级普通和硅酸盐水泥,32.5级普通缓凝、复合水泥,A级、H级、G级油井水泥,道路硅酸盐水泥,42.5级、52.5级普通和硅酸盐水泥,42.5级、

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

16.80-32.29

市值 (百万)

12,291

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,830	2,006	2,518	3,494	4,115	5,372	7,077	9,390
主营业务成本	1,440	1,538	1,881	2,572	3,029	3,728	4,803	6,305
税金及附加	9	15	21	28	27	35	46	60
主营业务利润	381	452	616	895	1,060	1,610	2,228	3,025
其他业务利润	-1	22	61	54	-27	54	7	9
营业费用	191	194	235	258	304	322	425	563
管理费用	137	137	140	253	323	387	495	657
EBIT	52	99	179	329	460	847	1,301	1,795
财务费用	117	122	129	178	151	160	230	301
营业利润	-65	-23	50	151	309	687	1,071	1,493
所得税	25	19	42	31	48	92	133	182
少数股东损益	11	52	68	113	86	186	265	364
净利润	5	44	105	186	351	653	928	1,274
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	297	377	613	669	877	650	681	1,596
其他流动资产	1,174	1,006	752	885	1,125	1,469	1,935	2,567
长期投资	168	196	211	234	515	557	601	649
固定资产合计	2,706	2,607	2,732	4,007	5,041	5,908	7,465	9,078
无形及其他资产	74	100	110	194	286	400	563	786
资产合计	4,419	4,286	4,421	6,006	7,871	9,010	11,271	14,703
流动负债	3,194	1,631	1,732	2,959	3,684	3,445	3,456	3,798
长期负债	218	1,579	1,538	1,796	2,247	2,912	4,093	5,715
股东权益	511	557	665	850	1,387	1,941	2,729	3,810
投入资本(IC)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	(40)	82	145	299	415	764	1,171	1,615
折旧与摊销	211	218	201	239	0	0	0	0
流动资金增量	(149)	(69)	(414)	(883)	131	882	708	1,170
资本支出	71	144	337	1,597	1,126	0	0	0
自由现金流	248	225	423	(177)	(842)	(118)	463	445
经营现金流	317	428	684	626	632	(244)	211	118
投资现金流	64	106	307	990	1,000	0	0	0
融资现金流	1,090	2,409	1,075	1,583	2,282	14	(161)	327
现金流净额	1,472	2,943	2,066	3,200	3,914	(230)	50	445
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率	3.6%	9.6%	25.5%	38.8%	17.8%	30.5%	31.7%	32.7%
EBIT 增长率	-34.1%	91.5%	81.0%	83.7%	39.7%	84.1%	53.6%	38.0%
净利润增长率	-101.9%	827.7%	136.8%	77.5%	88.7%	86.0%	42.1%	37.3%
利润率								
毛利率	21.3%	23.3%	25.3%	26.4%	26.4%	30.6%	32.1%	32.9%
EBIT 率	2.8%	4.9%	7.1%	9.4%	11.2%	15.8%	18.4%	19.1%
净利润率	0.3%	2.2%	4.2%	5.3%	8.5%	12.2%	13.1%	13.6%
收益率								
净资产收益率(ROE)	0.9%	7.9%	15.8%	21.9%	25.3%	33.6%	21.0%	0.0%
总资产收益率(ROA)	0.1%	1.0%	2.4%	3.1%	4.5%	7.2%	8.2%	8.7%
投入资本回报率(ROIC)	-1.3%	2.8%	5.3%	9.4%	9.3%	12.1%	13.4%	13.8%
运营能力								
存货周转天数	90.6	84.6	65.1	52.4	56.0	56.1	57.1	57.6
应收账款周转天数	126.97	79.38	31.30	20.54	14.12	14.12	14.12	14.12
总资产周转天数	881.6	780.0	640.9	627.4	698.2	612.2	581.3	571.5
净利润现金含量	66.51	9.68	6.53	3.37	1.80	-0.37	0.23	0.09
资本支出/收入	4%	7%	13%	46%	27%	0%	0%	0%
偿债能力								
资产负债率	77.2%	74.9%	74.0%	79.2%	75.9%	71.0%	67.3%	65.0%
净负债率	354.8%	364.8%	264.1%	240.2%	206.7%	206.2%	194.6%	177.6%
估值比率								
PE	652.0	70.3	62.7	53.0	28.1	18.8	13.2	9.6
PB	6.1	5.6	9.9	11.6	7.1	6.3	4.5	3.2
P/S	1.7	1.6	2.6	2.8	2.4	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	19.98	16.58	22.46	22.46	27.73	15.06	9.81	7.11
股息率	2.0%	0.0%		0.5%	0.9%	0.8%	1.1%	1.6%

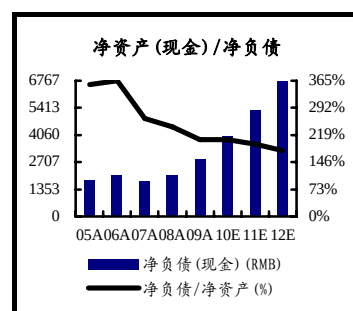
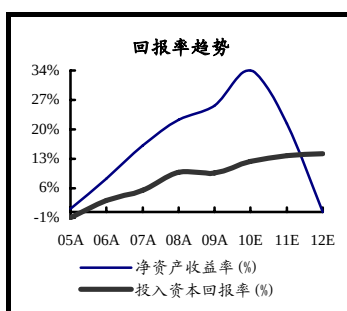
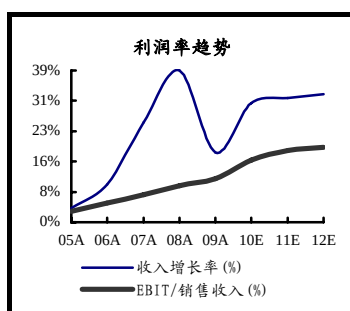
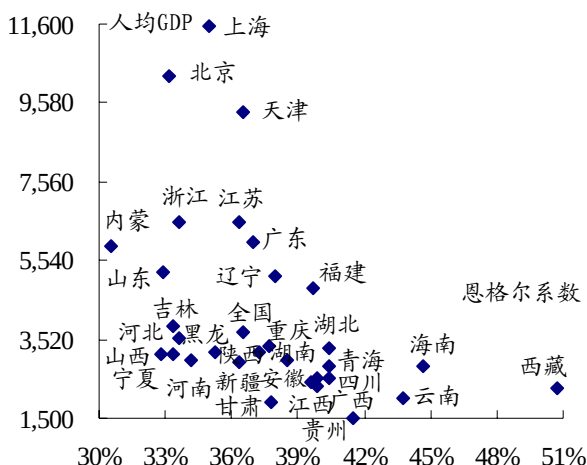
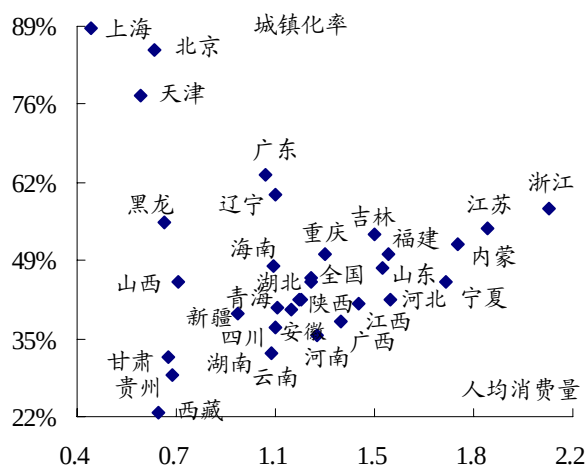


图 1: 恩格尔系数与人均 GDP



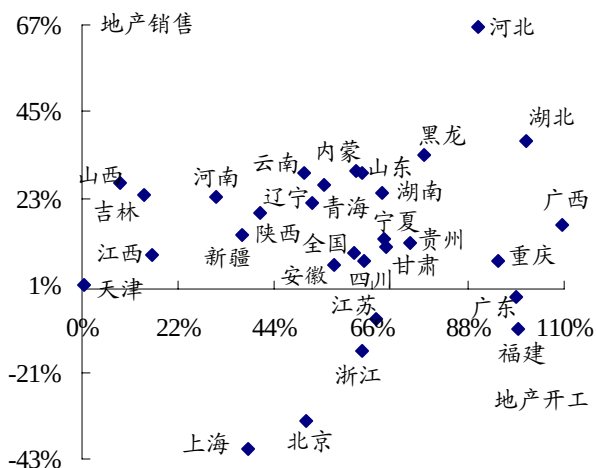
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 2: 城镇化率与人均消费量



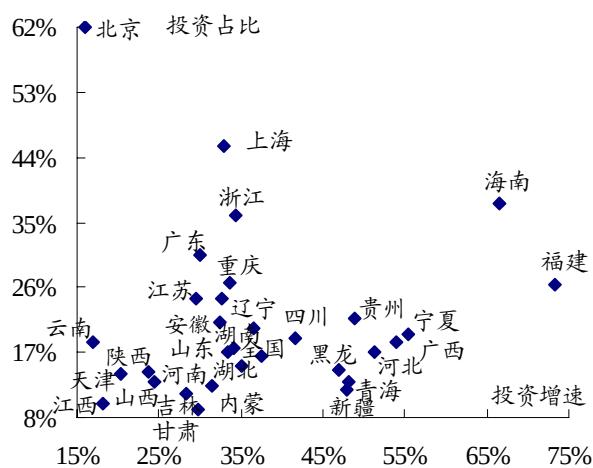
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 3: 房地产销售及新开工面积增速



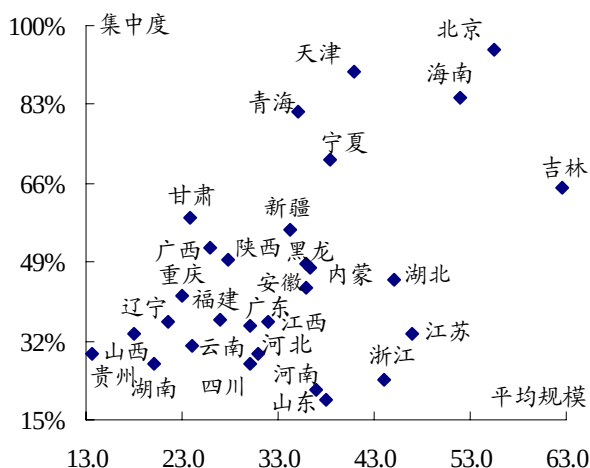
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 4: 房地产投资占比及投资增速



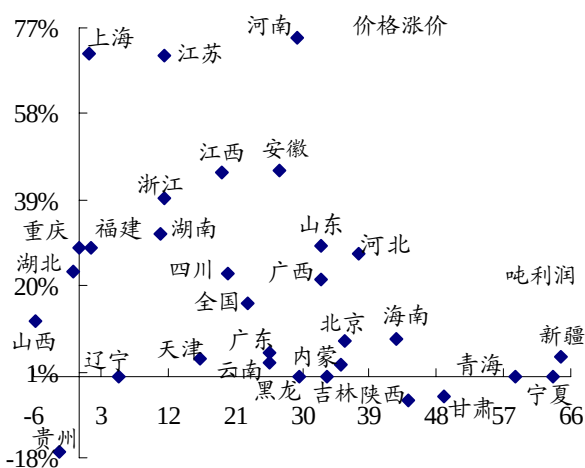
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 5: 企业平均规模及市场集中度



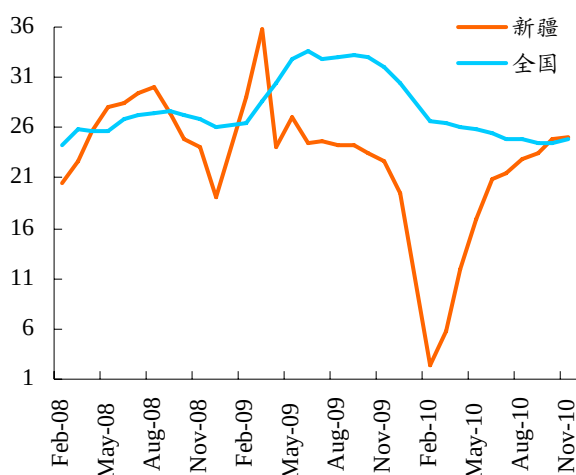
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 6: 3 季度吨利润及 4 季度股价涨幅



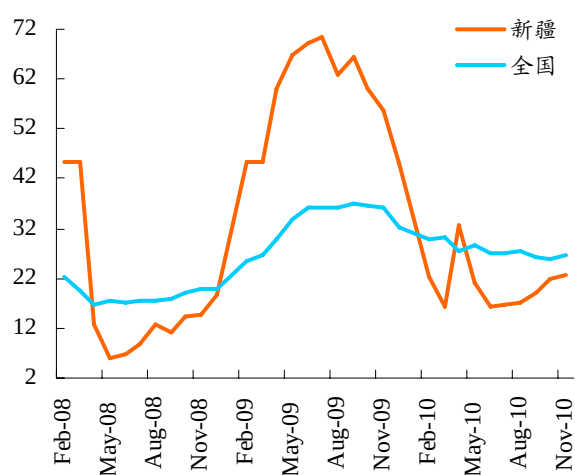
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 7: 新疆及全国固定资产投资增速



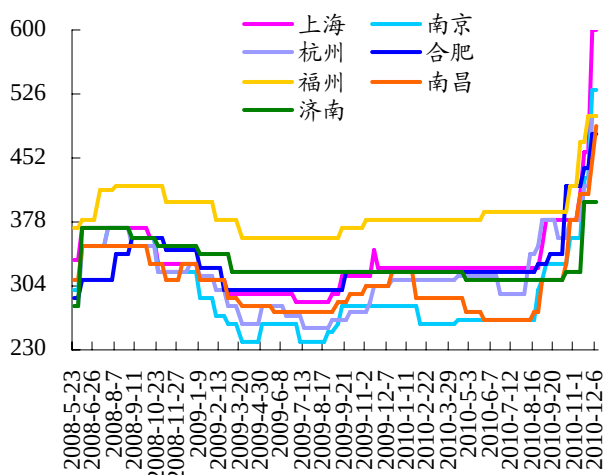
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 8: 房地产投资占比及投资增速



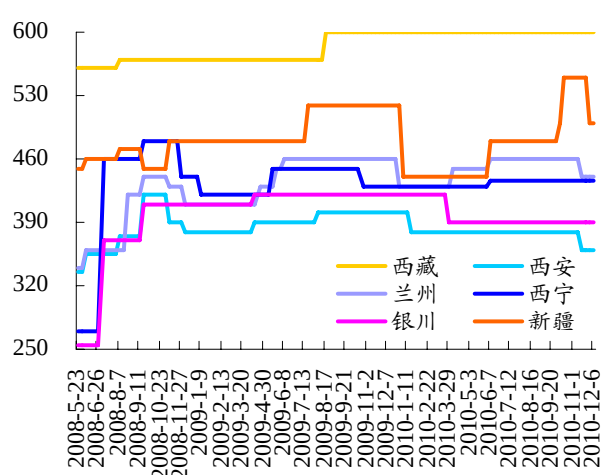
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 9: 华东水泥价格



数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 10: 西北水泥价格



数据来源: DC, 国泰君安证券研究

表 1: 天山股份盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水泥板块							
销售量-万吨	740	861	975	1221	1461	1861	2407
销售价格-元/吨	225	259	310	308	341	353	364
毛利率	25.6%	26.6%	27.9%	26.2%	31.5%	31.8%	31.8%
混凝土板块							
收入-百万元	317	263	436	326	342	445	557
毛利率	11.4%	12.3%	14.9%	27.4%	20.0%	20.0%	20.0%
旅游板块							
收入-百万元	4.36	6.84	4.88	3.67	4.22	4.85	5.58
毛利率	86.9%	94.2%	94.9%	96.1%	96.1%	96.1%	96.1%
收入合计-百万元	2006	2518	3494	4115	5372	7077	9390
增速	9.6%	25.5%	38.8%	17.8%	30.6%	31.7%	32.7%

合计毛利率	23.3%	25.3%	26.4%	26.4%	30.6%	32.1%	32.9%
净利润合计-百万元	44	105	186	351	653	928	1274
增速	827.7%	136.8%	77.5%	88.7%	86.0%	42.1%	37.3%
净利润率	2.2%	4.2%	5.3%	8.5%	12.2%	13.1%	13.6%
EPS	0.21	0.50	0.60	1.12	1.68	2.38	3.27

数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 11: 西北市场竞争格局



数据来源: DC, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		