

2010-12-19

建材

天山股份 000877.SZ

华东区域景气回归，公司业绩双驱动引擎齐备

◇ 事件：江苏南京地区水泥价格8月以来累计涨幅107%，业绩改善最优

◆8月至今江苏水泥价格累计提价285元/吨，涨幅107%

8月限电以来江苏南京水泥价格已由265元/吨涨至目前的550元/吨，累计提价285元/吨，累计涨幅107%；同期产品主要能源材料-煤炭价格基本保持稳定。持续攀升的水泥价格和稳定的煤炭成本，公司江苏事业部4季度业绩显著改善：预计天山股份4季度江苏事业部水泥销量约130万吨，单吨产品净利润约100元，单4季度贡献净利润1亿元以上！江苏事业部实现净利润从前三季度亏损1000多万转为盈利大幅提升。

◆江苏受益华东区域供求改善，景气回归构成公司业绩新的增长极

江苏事业部产能占比38%，权益产能占比31%，2008年至2010年前3季度对公司业绩形成拖累！着眼未来受益华东区域供求改善，景气向上持续，江苏事业部将构成公司业绩新的增长极：需求端自然增长，新增产能冲击动能持续减弱，无新增且落后产能市场化和政策因素持续淘汰出市场，供给端减法，供求格局持续改善中；这一过程中产业集中度持续提高为行业利润回复锦上添花！

◆新疆高景气持续-跨越式发展带来水泥产品更旺盛需求

我们看好新疆水泥行业未来高景气持续：疆内新增产能年底陆续投放，今年6月以来民用市场的井喷行情明年会有所缓解，但重点工程合同价明年提价已成必然，为保持甚至提高公司产品吨利润提供助力；中长期视角，2010年新疆新增1200万吨产能后，至2015年仍需新增产能约6000万吨方可足额配置产能！最后，新疆跨越式发展的起点年份是2011年，这意味着2011年是新疆水泥行业新的需求的开始，而非正在进行时或是结束点。

◆公司业绩构成双引擎驱动，上调盈利预测与目标价，买入

由于江苏事业部近几年的低盈利状况，因此在原盈利预测模型中假设江苏事业部处于盈亏平衡状态，不为公司贡献收益。目前时点公司新疆事业部高景气持续，江苏事业部底部崛起；公司业绩高增长构成双引擎驱动！我们上调公司盈利预测和目标价，维持买入评级。

预计公司2010-2012年EPS分别为1.70、2.60、3.25元；目标价52.0元，对应20倍2011年PE水平。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3,494	4,115	5,698	7,309	8,672
营业收入增长率	38.77%	17.78%	38.46%	28.28%	18.64%
净利润（百万元）	192	351	662	1,011	1,263
净利润增长率	83.22%	82.83%	88.68%	52.67%	24.89%
EPS（元）	0.49	0.90	1.70	2.60	3.25
ROE（归属母公司）	22.59%	25.31%	18.95%	23.75%	24.56%
P/E	64	35	19	12	10
P/B	14	9	4	3	2
EV/EBITDA	19	21	11	8	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	31.60元
目标价格	52.00元
目标期限	6个月

分析师：

陈浩武（执业证书编号：S0930210040003）

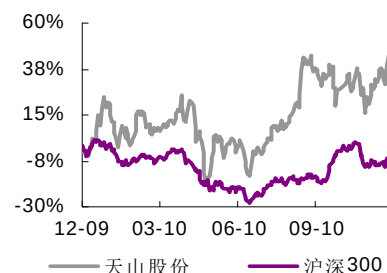
22169050

chenhaowu@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	389
总市值(百万元)	12,291
流通比例(%)	79.37%
12个月最高/最低(元)	32.29/16.80
近3月日均成交量(百万股)	8.93
主要股东	中国中材股份有限公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	28.55	3.31	65.00
绝对收益	31.02	16.04	60.10

相关报告：

跨越式发展，怎样的跨越 20100907
 2010-09-07
 19省市对口援建和国家规模投资测算未来5年
 新疆发展速度 20100918
 2010-09-18
 2011年是新疆跨越式发展元年 20101028
 2010-10-28
 限电结束价格回落将有限，买入海螺 20101208
 2010-12-08

投资要件

关键假设

2011 年新疆跨越式发展首年，投资重点在基建和民生，水泥需求旺盛，行业高景气持续；华东区域需求端自然增长，新增产能冲击动能持续减弱，无新增且落后产能市场化和政策因素持续淘汰出市场，供给端减法，供求格局持续改善中，产业集中度持续提高为行业利润回复锦上添花！景气回归。

我们区别于市场的观点

江苏事业部作为公司总产能和权益产能占比最大的事业部，近两年供给端新增产能持续冲击，需求端受房地产低迷影响下行，区域内行业景气度低迷，2008 年至 2010 年前 3 季对公司业绩形成拖累，公司业绩一直是依靠新疆事业部单引擎驱动。未来公司新疆事业部高景气持续，江苏事业部底部崛起，双引擎驱动公司业绩高增长！

股价上涨的催化因素

2011 年新疆重点工程合同价提价幅度，跨越式发展首年新疆固定资产投资高增长引致水泥需求旺盛，2011 年 1 季度华东区域水泥价格回落幅度如我们预期般在 100 元以内，以上均成为股价上涨的催化因素；估值方面，市场对公司业绩单引擎驱动转为双引擎驱动形成一致预期，股价催化作用更为明显。

估值和目标价格

公司新疆事业部高景气持续，江苏事业部底部崛起；公司业绩高增长构成双引擎驱动！我们上调公司盈利预测，预计 2010-2012 年每股收益分别为 1.70 元、2.60 元、3.25 元；上调公司目标价至 52 元，对应 20 倍 2011 年 PE 水平，维持“买入”评级。

投资风险

新疆跨越式发展首年固定资产投资低于预期，华东区域未如预期景气持续向上。

图表目录

图 1:天山股份水泥产能分布（至 2010 年中期）	4
图 2:截至 2010 年中期天山股份水泥产能汇总	4
图 3: 2010 年 1-6 月天山股份分区域收入占比情况.....	5
图 4: 2010 年 1-6 月天山股份分区域主营利润占比.....	5
图 5: 江苏水泥行业新开工投资 2010 年维持负增长.....	6
图 6: 江苏 2010 年房地产新开工面积企稳回升.....	6
图 7:华东区域水泥价格变化情况-频率: 周	6
图 8: 华东区域水泥价格、成本年内分月度运行情况	7
图 9: 8 月以来江苏地区水泥价格翻番, 达 550 元/吨 频率: 周.....	7
图 10: 江苏地区煤炭价格保持平稳	8
图 11:近几年我国水泥行业前十、前十八位企业市场占有率提高程度一览	10
图 13:截至目前跟踪汇总天山股份水泥新增产能情况	11
图 14: 2011-2015 年新疆地区水泥需求增长情况预判	12
图 15:新疆地区 2007 至今水泥总产能与需求情况一览及“十二五”预测.....	12
 表 1: 行业产能过剩的思考-全行业产量足额配置需要 20.5 亿吨产能.....	8
表 2: 华东区域 2009-2011 年足额配置产能利用率测算.....	8

江苏产能占比 38%受益区域改善，具备向上敏感度

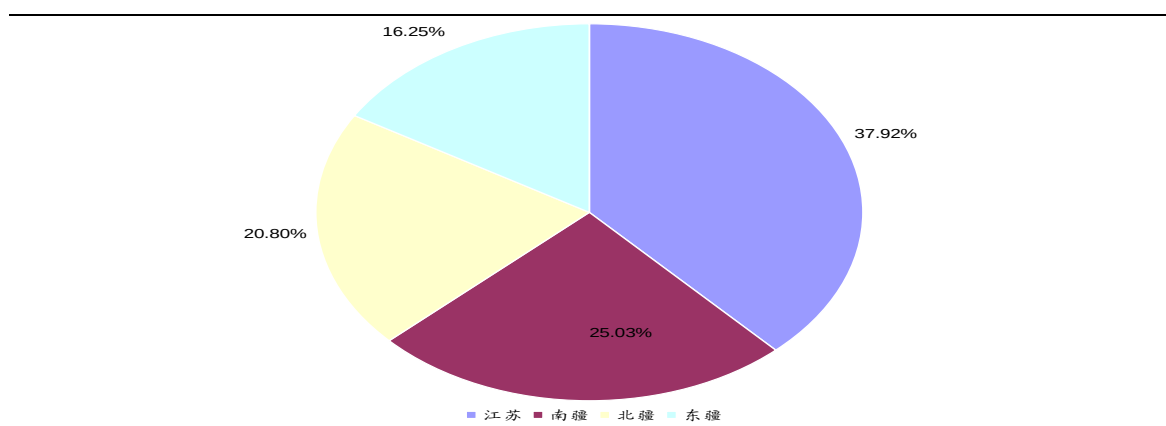
天山股份地处新疆，产能集中在新疆和江苏两大区域，2010 年中期公司的总产能约 1850 万吨，其中江苏事业部水泥产能 700 万吨，占比 38%；新疆地域产能约为 1150 万吨，占比 62%，新疆地域又可按行政区划分为北疆、南疆、东疆三个事业部，产能占比分别为 21%、25%、16%。

权益角度，公司权益总产能为 1380 万吨，其中江苏、北疆、南疆、东疆事业部权益产能占比分别为 31%、14%、32%、22%。

作为公司总产能和权益产能占比最大的事业部，近两年供给端新增产能持续冲击，需求端受房地产低迷影响下行，区域内行业景气度低迷，2008 年至 2010 年前 3 季对公司业绩形成拖累！但着眼未来，江苏事业部将受益华东区域景气向上持续，对公司业绩释放的作用将是举足轻重的。

图 1:天山股份水泥产能分布（至 2010 年中期）

江苏产能占比 37.9%，疆内产能占比 62.1%



资料来源：公司报表、光大证券研究所

图 2:截至 2010 年中期天山股份水泥产能汇总

单位：万吨	新疆			江苏	Σ
	北疆	南疆	东疆		
总产能	384	462	300	700	1846
产能占比 %	20.80%	25.03%	16.25%	37.92%	100%
权益产能	200	447	300	432	1379
权益产能占比 %	14.50%	32.41%	21.75%	31.33%	100%

资料来源：公司调研、光大证券研究所

注：公司本部 185 万吨水泥按事业部划分入东疆事业部，区域上应分入北疆，但为便于核算和预测分地区公司收入和利润统一口径，我们将本部 185 万吨水泥划入东疆。

业绩角度：江苏事业部欲厚积薄发

公司江苏事业部近两年由于地区供给端新增产能持续冲击，需求端受房地产低迷影响下行，行业景气度低迷，截至 2010 年三季度江苏事业部经营业绩并不突出，2010 年中报显示，江苏地区业务收入占比 30%，主营利润占比仅 9%。2009 年年报中江苏事业部的净利润贡献仅占 1.35%，为 475 万元。与之对比，截至 2010 年三季度，具备区域优势的新疆地域业务表现突出，2010 年疆内收入占比 70%，主营利润占比 91%。

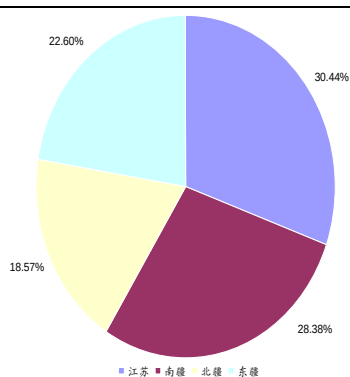
然而，2010 年江苏地区水泥行业供给端压力缓解，水泥行业新开工投资持续负增长，1-11 月水泥行业累计新开工投资仅为 23 亿，同比下降 44.85%。未来两年江苏地区水泥行业供给冲击有望持续减弱。

另一方面，2010 年江苏地区水泥行业需求端升温，水泥需求存量巨大（09 年江苏需求达 1.44 亿吨）；今年起江苏房地产新开工面积增速触底回升，增速逐月回升，1-10 月累计新开工面积达 10721 万平方千米，增速达 67%。未来两年江苏地区水泥需求将逐步释放。

综上，江苏事业部未来两年业绩继续向下的概率低，存在向好的概率，如华东区域景气向上，江苏事业部将给公司提供业绩向上的敏感性！

图 3：2010 年 1-6 月天山股份分区域收入占比情况

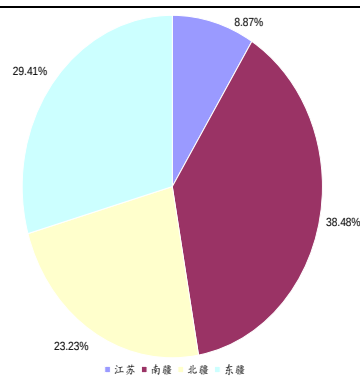
江苏收入占比 30%，疆内收入占比 70%



资料来源：公司报表、光大证券研究所

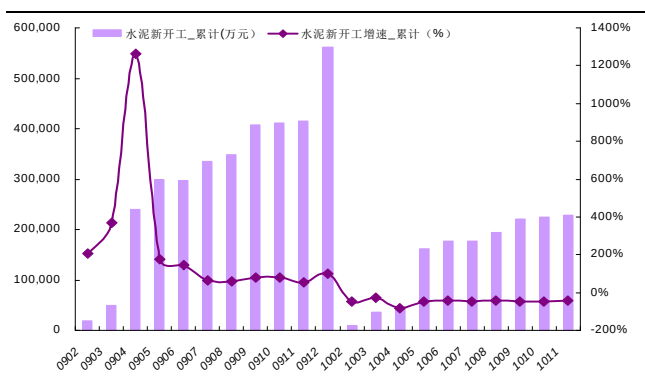
图 4：2010 年 1-6 月天山股份分区域主营利润占比

江苏主营利润占比 9%，疆内主营利润占比 91%



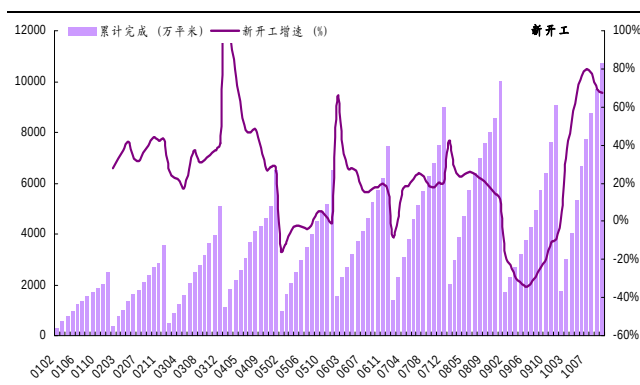
资料来源：公司报表、光大证券研究所

图 5：江苏水泥行业新开工投资 2010 年维持负增长



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 6：江苏 2010 年房地产新开工面积企稳回升



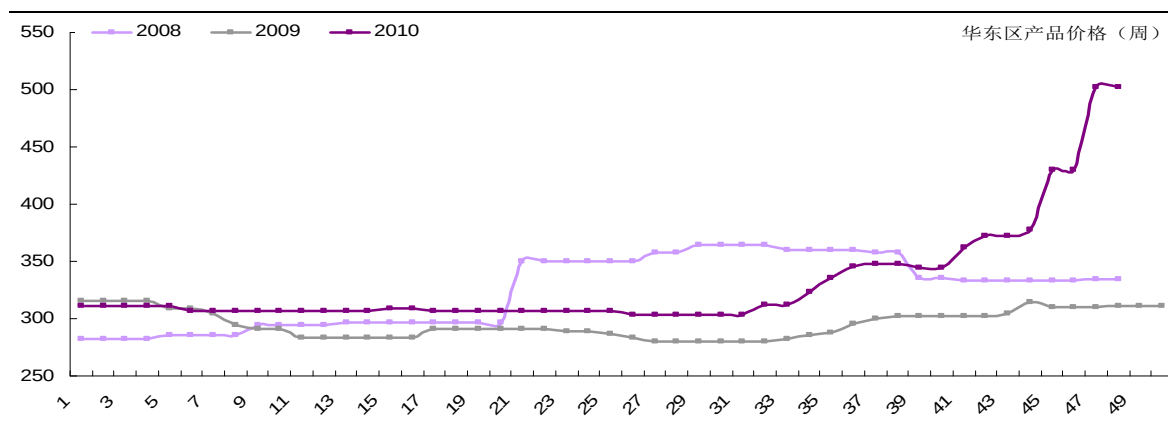
资料来源：WIND、光大证券研究所

江苏：8 月至今水泥价格累计涨幅 285 元/吨，翻番

8 月限电以来华东区域水泥价格轮换上涨。进入 12 月华东区域水泥价格再次大幅飙升：上海+160 元/吨，江苏+100 元/吨，浙江+80 元/吨，安徽+40 元/吨，江西+40 元/吨，湖南+30 元/吨。目前华东区域市场价格已达到甚至超过西北区域水泥价格，而跟踪水泥主要能源材料煤炭价格基本保持稳定，华东区域水泥行业吨利润不断创出历史记录并快速刷新，南部地区水泥行业和相关公司利润高增长确定性事件！

图 7:华东区域水泥价格变化情况-频率：周

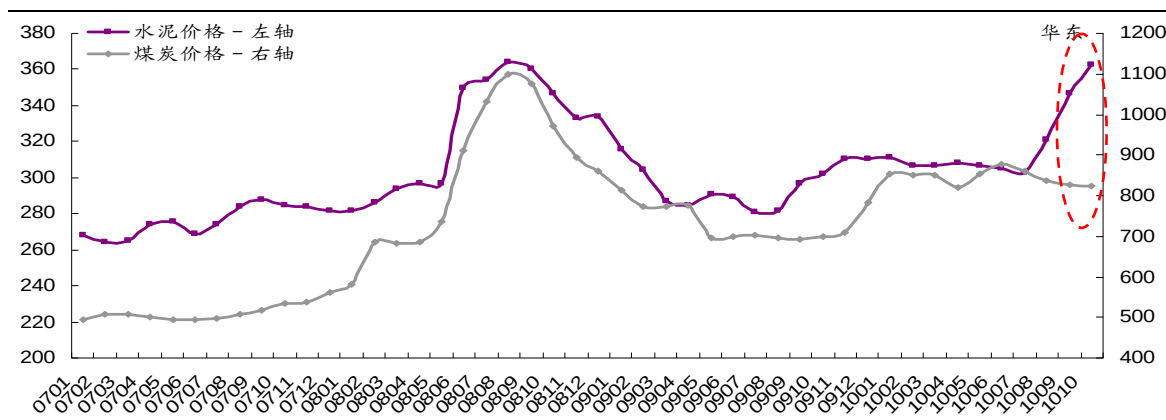
华东区域 8 月至今累计价格涨幅已达到 200 元/吨



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 8: 华东区域水泥价格、成本年内分月度运行情况

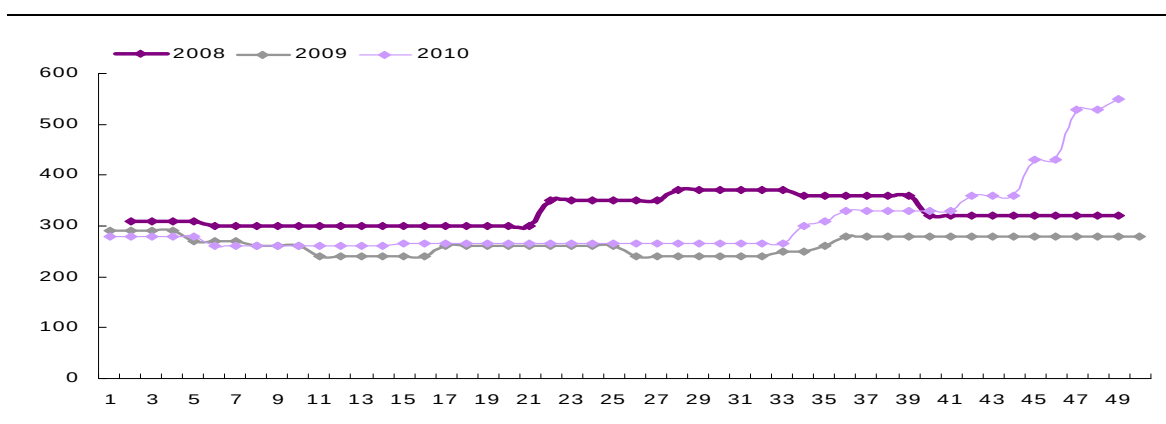
图谱显示，价格上涨成本稳定，行业利润持续环比上升



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

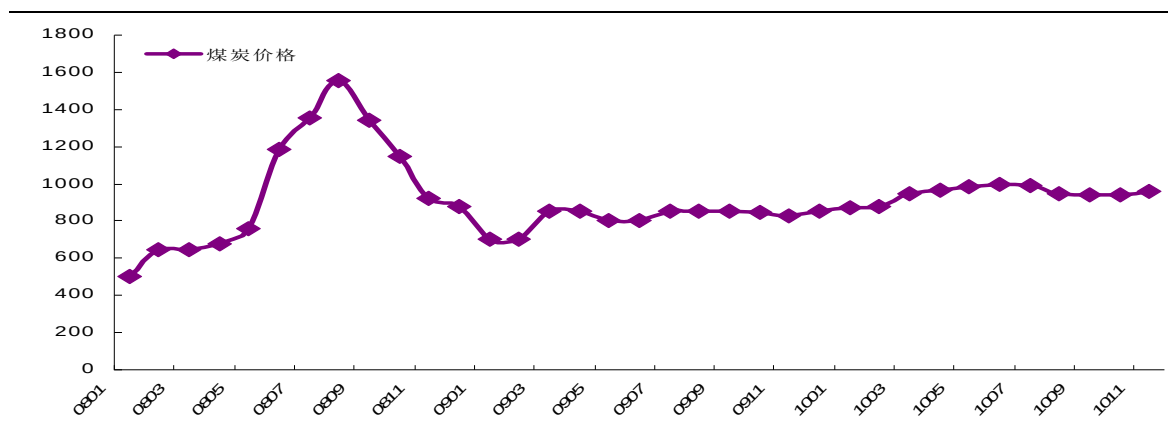
聚焦江苏省，跟踪水泥协会分省份产品价格显示，江苏南京高标号（PO42.5）水泥价格已由8月的265元/吨提至目前的550元/吨，累计提价285元，累计涨幅107%；并且12月中旬后江苏、浙江部分地区又进行限电，不同企业停窑4-10天，预计江苏地区水泥价格仍将维持高位。同时作为水泥主要能源材料-煤炭价格保持稳定，8-11月江苏地区煤炭价格为稳定在940-960元/吨，波动幅度为20元/吨。

攀升的水泥价格和趋稳的煤炭价格令公司江苏事业部4季度业绩显著改善，我们预计天山股份4季度江苏事业部水泥销量在130万吨左右，单吨产品净利润在100元左右，单4季度贡献净利润1亿元以上！江苏事业部业绩从前三个季度亏损1000多万转为盈利大幅提升。

图 9: 8月以来江苏地区水泥价格翻番，达550元/吨 频率：周

资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 10：江苏地区煤炭价格保持平稳



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

未来两年江苏将受益于华东区域供求改善，景气向上

着眼未来两年，我们认为江苏水泥行业将受益于华东区域供求改善，景气向上：需求端自然增长，新增产能冲击动能持续减弱，无新增且落后产能市场化和政策因素持续淘汰出市场，供给端减法，供求格局持续改善中；这一过程中产业集中度持续提高为行业利润回复锦上添花！

此前我们在数篇报告中指出我国水泥行业的产能过剩并没有想象般严重：我国水泥行业具备明显的季节性和低库存特征，决定了行业内企业要完全满足最旺盛需求季节的产品供应就必须配置足够的产能。以 2009 年为例，全行业来看，为保证 16.3 亿吨的全年产量，足额配置产能必须有 20.5 亿吨，产能利用率 80%。产能过剩程度并不是简单的数字 $21-16=5$ 亿吨这么恐怖！**华东 5 省 2009 年产量合计 4.71 亿吨，足额配置产能需要 5.44 亿吨，产能利用率 86.51%；**

虽然我们没有华东 5 省总产能数据（含落后产能），但并不妨碍对未来两年区域景气持续程度的**展望研究**！以 2009 年华东区域行业经营情况作为比较基准，结合近两年产能新增情况，合理假设需求增长速度，测算 2010-2011 年产能利用率指标的变化来衡量行业景气转化：2010 年 1-10 月华东区域水泥产量同比增长 6.5%，预计全年增速 6%，假设 2011 年产量自然增长 6%；供给端，09 年华东 5 省新增产能 3008 万吨，10 年至今投产 6 条产线合计产能 1160 万吨，自 09 年 9 月 30 日起，除个别

省份外，水泥行业基本没有审批新线；落后产能淘汰方面，2010 年华东 5 省计划淘汰 1637 万吨，假设 2011 年没有淘汰（2011 年没有淘汰假设为保守判断，一般来讲肯定会有淘汰的，只是目前因为没有数据就假设没有淘汰）；计算结果显示，华东区域产能利用率从 2009 年的 86%提高至 2011 年的 100%！

借此模型希求形象说明：华东区域水泥需求自然增长，新增供给缓慢（特别是浙江省近几年无新增产能投放），落后产能市场化和政策因素持续淘汰出市场，产能过剩局面已没有当初那么严重！华东区域内供求格局持续改善中！

表 1：行业产能过剩的思考-全行业产量足额配置需要 20.5 亿吨产能

	2009 年	全国	华北	华东	中南	西南	东南	西北	东北
产量 亿吨	1 季度	2.80	0.50	0.83	0.40	0.53	0.31	0.06	0.17
	2 季度	4.53	0.85	1.34	0.51	0.66	0.41	0.19	0.51
	3 季度	4.51	0.88	1.23	0.58	0.66	0.42	0.19	0.55
	4 季度	4.52	0.88	1.25	0.64	0.79	0.49	0.13	0.34
占比 %	1 季度	17.22%	15.99%	17.67%	19.17%	20.17%	19.12%	11.28%	11.06%
	2 季度	27.82%	27.48%	28.53%	24.64%	24.86%	25.16%	32.42%	32.93%
	3 季度	27.68%	28.20%	26.19%	28.26%	24.82%	25.33%	33.28%	35.66%
	4 季度	27.77%	28.30%	26.59%	31.00%	29.76%	29.97%	22.87%	22.05%
全年实际 亿吨		16.29	3.10	4.71	2.07	2.64	1.64	0.57	1.56
最旺单月*12 亿吨		20.44	3.70	5.44	2.61	3.43	2.10	0.80	2.35
产能利用率 %		79.70%	83.82%	86.51%	79.13%	77.16%	78.23%	70.95%	66.07%

资料来源：光大证券研究所

表 2：华东区域 2009-2011 年足额配置产能利用率测算

华东	产量 亿吨	新增产能 亿吨	淘汰落后 亿吨	配置产能 亿吨	产能利用率 %
2009	4.71	0.30		5.44	86.51%
2010E	4.99	0.11	0.16	5.38	92.80%
2011E	5.39	0.00		5.38	100.22%

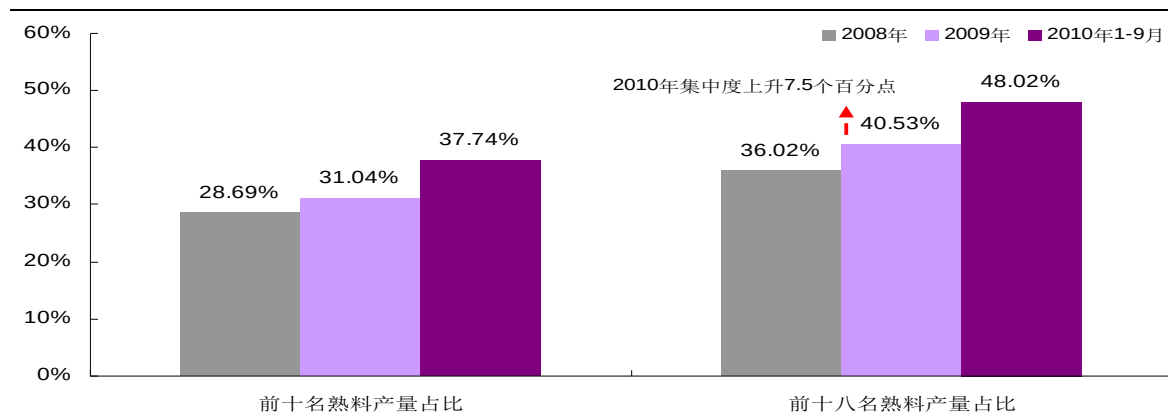
资料来源：光大证券研究所

我国水泥行业近几年新增产能投放以大企业为主，统计数据显示 2010 年 1-9 月前十大企业熟料产量占比已经达到 37.74%，较 2009 年提高 6.7 个百分点；前十八名企业熟料产量占比为 48.02%，较 2009 年提高 7.5 个百分点！市场集中度提升幅度远超前几年！

产业集中度提高且进程加速，大企业协同效应进一步稳固，突破行业低利润格局条件具备。

图 11:近几年我国水泥行业前十、前十八位企业市场占有率提高程度一览

图谱显示 2010 年市场集中度提升幅度大且进程加速



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

投资建议：上调盈利预测和目标价，维持买入

公司新疆事业部高景气持续，江苏事业部底部崛起；公司业绩高增长构成双引擎驱动！我们上调公司盈利预测和目标价，维持买入评级。

我们一直给予天山股份买入评级，主要逻辑在于看好新疆区域行业高景气持续和江苏事业部业绩反转概率。但由于江苏事业部近几年的低盈利状况，因此在原盈利预测模型中假设江苏事业部处于盈亏平衡状态，不为公司贡献收益。4 季度至今江苏地区水泥行业景气度快速提升，预计公司 4 季度江苏事业部水泥销量在 130 万吨左右，吨净利约 100 元。基于这一情况，我们上调公司 2010-2012 年盈利预测！预计 2010-2012 年公司实现归属母公司净利润分别为 6.61、10.11、12.64 亿元，同比增长 88.32%、53.01%、25.03%；预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.70 元、2.60 元、3.25 元。核心假设：公司江苏事业部 700 万吨产能，预计 2011 年实现 500 万吨销量，吨净利水平提升至 40 元/吨，贡献利润 2.00 亿元，增厚 EPS 0.50 元。

上调目标价至 52.00 元，对应 20 倍 2011 年 PE 水平，维持“买入”评级！

我们看好新疆水泥行业未来高景气持续：疆内新增产能年底陆续投放，今年 6 月以来民用市场的井喷行情明年会有所缓解，但我们认为重点工程合同价明年提价已成必然，为保持甚至提高公司产品吨利润提供助力；中长期视角，2010 年新疆新增 1200 万吨产能后，至 2015 年仍需新增产能约 6000 万吨方可足额配置产能！（具体请参见前期深度《跨越式发展，怎样的跨越》、《19 省市对口援建和国家规模投资测算未来 5 年新疆发展速度》）最后需要指出的是，虽地域上划分，新疆位于我国西北区域，但与宁夏、甘肃等省份的不同在于，新疆跨越式发展的起点年份是 2011 年，这意味着 2011 年是新疆水泥行业新的需求的开始，而非正在进行时或是结束時点。

江苏事业部对公司业绩敏感性测算

测算江苏事业部对天山股份业绩敏感程度，主要指标吨净利。结果显示吨净利每提高 10 元，EPS 增加 0.13 元。如果明年 1 季度华东区域，水泥价格回落幅度如我们预期般在 100 元以内，公司业绩上调概率高！

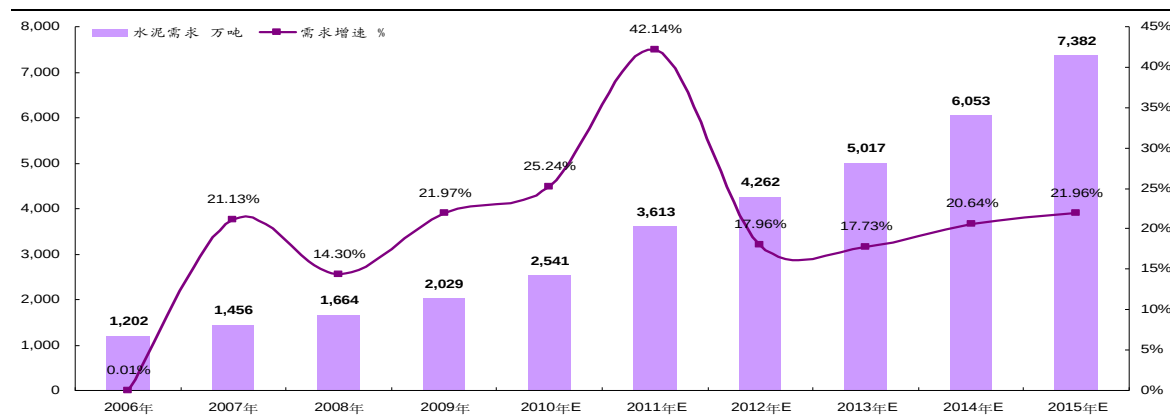
图 12:截至目前跟踪汇总天山股份水泥新增产能情况

区域	地址	投资主体	单线规模	产能 万吨	预计投产时点	合计产能 万吨		新增产能 %	
						2011	2013	2011	2013
北疆	米东	米东天山	2*2000T/D	160	2010 年 9 月底投产				
	布尔津	布尔津天山	1*2000T/D	80	2010 年 9 月底投产				
	伊犁	屯河水泥	1*4500T/D	200	2010 年 9 月开工，预计 2011 年底投产				
	阜康	阜康天山	1*2500T/D	100	2010 年 10 月开工，预计 2012 年投产				
	乌鲁木齐	天山本部	1*5000T/D	200	开工进度需跟踪	440	1180	115%	307%
	富蕴	屯河水泥	1*3000T/D	120	开工进度需跟踪				
	额敏	屯河水泥	1*3000T/D	120	项目正处于公示期，开工进度需跟踪				
	昌吉		1*5000T/D	200	项目尚处前期工作，后续待完善				
南疆	阿克苏	阿克苏多浪	1*3200T/D	130	预计 2011 年中期投产				
	喀什	喀什天山	1*4000T/D	160	2010 年 9 月开工，预计 2011 年底投产				
	叶城	叶城天山	1*4000T/D	160	2010 年 9 月开工，预计 2011 年底投产	450	1000	97%	216%
	和静	和静天山	1*5000T/D	220	项目正处于公示期，开工进度需跟踪				
	库车	阿克苏多浪	1*5000T/D	210	项目正处于公示期，开工进度需跟踪				
	巴州若羌	若羌天山	1*3000T/D	120	项目正处于公示期，开工进度需跟踪				
东疆	哈密	哈密天山	1*2500T/D	100	2010 年 9 月底投产				
	哈密	哈密天山	1*5000T/D	200	开工进度需跟踪	100	530	33%	177%
	吐鲁番	吐鲁番天山	1*3000T/D	130	开工进度需跟踪				
	吐鲁番	吐鲁番天山	粉磨站	100	开工进度需跟踪				
全疆				2710		990	2710	86%	236%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 13: 2011-2015 年新疆地区水泥需求增长情况预判

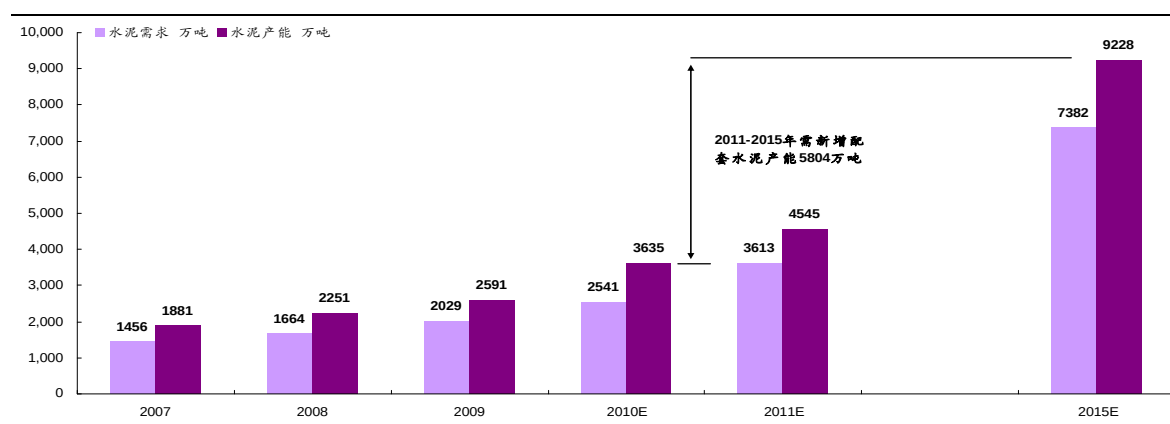
2009 年新疆水泥产量 2029 万吨，至 2015 年预计新疆水泥产量 7382 万吨，6 年时间新增 5350 万吨！转化成产能，考虑 80% 产能利用率，2010-2015 年需配套新增产能 6688 万吨！



资料来源：光大证券研究所

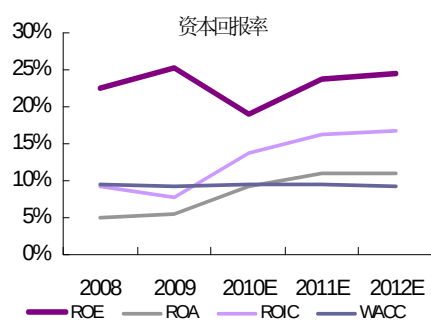
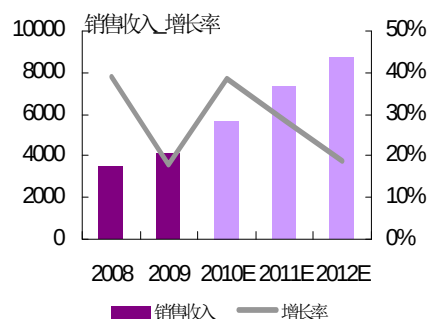
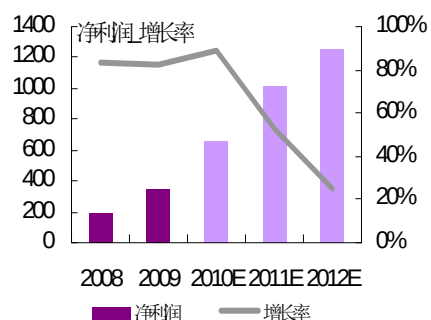
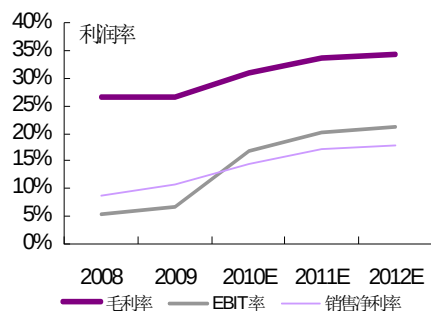
图 14: 新疆地区 2007 至今水泥总产能与需求情况一览及“十二五”预测

我们预计 2010 年新疆新增 1200 万吨产能后，至 2015 年仍需新增产能约 6000 万吨方可足额配置产能！



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,494	4,115	5,698	7,309	8,672
营业成本	2,565	3,029	3,934	4,850	5,702
折旧和摊销	278	224	319	386	468
营业税费	28	27	34	44	52
销售费用	258	304	370	439	520
管理费用	253	323	416	501	564
财务费用	178	151	199	241	286
公允价值变动损益	-34	29	-18	0	0
投资收益	17	11	20	23	26
营业利润	175	319	765	1,252	1,573
利润总额	337	484	930	1,420	1,743
少数股东损益	114	86	165	253	288
归属母公司净利润	192.00	351.03	662.32	1,011.15	1,262.82

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	6,006	7,871	8,988	11,504	13,964
流动资产	1,554	2,003	2,748	3,647	4,571
货币资金	667	877	1,394	1,966	2,591
交易型金融资产	3	0	3	3	3
应收账款	178	140	205	263	316
应收票据	94	124	142	183	217
其他应收款	18	19	20	19	20
存货	432	497	669	825	969
可供出售投资	0	282	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	215	213	215	217	220
固定资产	3,369	3,759	4,590	6,095	7,523
无形资产	169	258	245	233	221
总负债	4,720	5,969	4,813	6,314	7,602
无息负债	1,998	2,168	2,162	2,663	2,951
有息负债	2,722	3,801	2,651	3,651	4,651
股东权益	1,287	1,902	4,175	5,190	6,362
股本	312	312	389	389	389
公积金	256	514	2,100	2,290	2,522
未分配利润	282	551	995	1,568	2,219
少数股东权益	437	515	680	933	1,221

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	626	632	1,127	2,064	2,293
净利润	192	351	662	1,011	1,263
折旧摊销	278	224	319	386	468
净营运资金增加	-697	217	503	148	284
其他	853	-160	-357	520	278
投资活动产生现金流	-961	-982	-707	-2,002	-2,003
净资本支出	-192	-281	1,000	2,000	2,000
长期投资变化	215	213	-2	-2	-3
其他资产变化	-984	-914	-1,705	-4,000	-4,000
融资活动现金流	177	570	96	510	335
股本变化	104	0	77	0	0
债务净变化	368	1,080	-1,150	1,000	1,000
无息负债变化	1,081	170	-6	501	288
净现金流	-157	220	516	572	625

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	38.77%	17.78%	38.46%	28.28%	18.64%
净利润增长率	83.22%	82.83%	88.68%	52.67%	24.89%
EBITDA 增长率	113.30%	7.02%	95.74%	44.86%	23.98%
EBIT 增长率	283.85%	45.75%	123.36%	52.79%	24.67%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	64	35	19	12	10
PB	14	9	4	3	2
EV/EBITDA	19	21	11	8	7
EV/EBIT	34	32	15	10	9
EV/NOPLAT	36	34	17	12	10
EV/Sales	4	3	3	2	2
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	26.60%	26.40%	30.95%	33.64%	34.25%
EBITDA 率	13.45%	12.22%	22.49%	25.39%	26.53%
EBIT 率	5.49%	6.79%	16.89%	20.12%	21.14%
税前净利润率	9.64%	11.77%	16.32%	19.43%	20.10%
税后净利润率 (归属母公司)	5.50%	8.53%	11.62%	13.83%	14.56%
ROA	5.10%	5.55%	9.21%	10.99%	11.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.59%	25.31%	18.95%	23.75%	24.56%
经营性 ROIC	9.20%	7.76%	13.76%	16.33%	16.68%
偿债能力					
流动比率	0.53	0.54	1.33	1.42	1.60
速动比率	37.92%	40.87%	100.52%	109.84%	126.05%
归属母公司权益/有息债务	0.31	0.36	1.32	1.17	1.11
有形资产/有息债务	2.13	1.99	3.29	3.08	2.95
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.90	1.70	2.60	3.25
每股红利	0.14	0.24	0.64	0.97	1.20
每股经营现金流	1.61	1.63	2.90	5.31	5.90
每股自由现金流(FCFF)	3.57	1.07	-0.85	-1.11	-0.41
每股净资产	2.19	3.57	8.99	10.95	13.22
每股销售收入	8.98	10.58	14.65	18.79	22.30

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

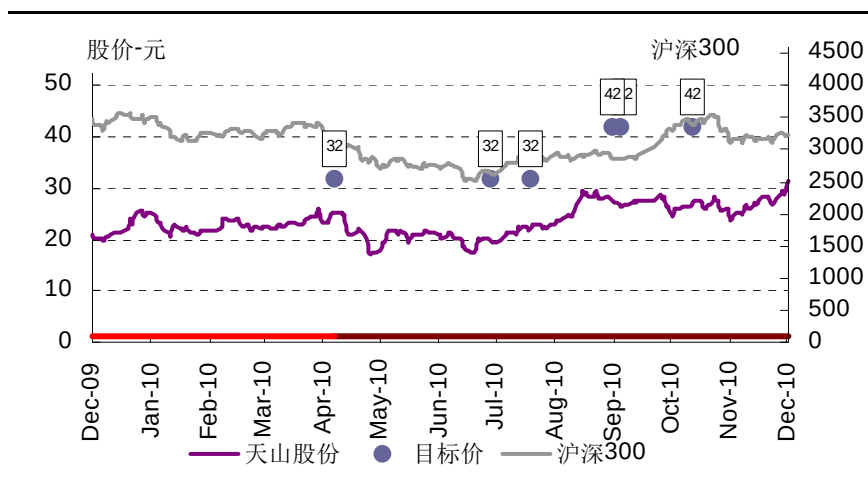
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天山股份（000877）

分析师：陈浩武



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-08-31	14.12	17.40	增持
2009-10-28	15.31	17.55	增持
2010-04-23	25.30	32.00	买入
2010-07-14	20.22	32.00	买入
2010-08-04	21.89	32.00	买入
2010-09-16	28.03	42.00	买入
2010-09-19	28.03	42.00	买入
2010-10-28	26.54	42.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。