

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

投资商混，向下延伸巩固优势地位

事件描述

天山股份今日发布对外投资和董事会决议公告，主要内容如下：

- 公司将分别以奇台天山水泥、库尔勒天山神州混凝土、伊犁天山水泥为投资主体分别实施 180m³/h、2×180m³/h 和 180m³/h 商品混凝土建设项目。
- 董事会审议通过开展对新疆和田洛浦县建设 3200t/d 熟料水泥生产线、在新疆克州阿图什市建设 5000t/d 熟料水泥生产线的前期工作。
- 董事会审议通过在乌鲁木齐市达坂城地区设立新疆天山水泥股份有限公司达坂城分公司，并由其实施 2×5000t/d 新型干法水泥生产线一期水泥窑协同处理污泥工程该项目。

事件评论

第一， 产业链向下延伸，巩固区域优势地位

此次商品混凝土业务投资主要分为三块：

- 由公司控股子公司新疆屯河水泥有限责任公司新设全资子公司奇台天山水泥有限责任公司，并由其投资 2477.88 万元在昌吉州奇台县建设 180m³/h 商品混凝土生产线建设工程（20 万立方每年）；
- 由新疆屯河水泥有限责任公司的全资子公司伊犁天山水泥有限责任公司投资 3887 万元，在伊犁州察布查尔县建设 2×180m³/h 商品混凝土生产线项目（2×20 万立方每年）；
- 由公司控股子公司库尔勒天山神州混凝土有限责任公司新设库车分公司，并由其投资 3887 万元，在阿克苏库车县建设 2×180m³/h 商品混凝土生产线项目（2×20 万立方每年）。

三个商混项目的建设范围包括从原材料进厂至混凝土出厂的生产车间、必要的辅助生产设施以及部分厂前区设施。

我们认为此次项目是公司对 2010 年下半年新疆地区的良好表现和对未来市场的持续看好的反应，三项目地理位置上佳，前景看好。同时通过产业链向下延伸，能更好的加强区域控制力。

- 奇台天山：东邻木垒县（40 公里），西邻吉木萨尔县（55 公里），利用古城分公司土地及部分公共设施建设商品混凝土搅拌站，产品幅射三座城市及附近团场。
- 伊犁天山：10 年伊犁房地产开发用水泥量比上年同期增加 40 万吨，州直供、排水系统及污水处理厂、城市道路硬化等工程施工建设也有大的投入。伊犁州经济总量的提升带动地方经济的进一步提高，为商品混凝土的发展带来机遇。

■ 天山神州：库车为南北疆交通要塞。民航机场扩建复航、石油铁路专用线直通原油装车平台、煤炭铁路专用线等项目正在加紧筹建，航空、铁路、公路立体交通网络正全面形成，发展潜力巨大。

第二，开展生产线前期工作，加快实现疆内整体布局

公司将开展对新疆和田洛浦县建设 3200t/d 熟料水泥生产线、在新疆克州阿图什市建设 5000t/d 熟料水泥生产线的前期工作，以加快其生产布局。

图 1：公司生产线新疆地区分布图



资料来源：长江证券研究部；蓝色圆圈表示已有或在建的生产线

第三，设立达坂城分公司

此次设立达坂城分公司来实施“2×5000t/d 新型干法水泥生产线一期水泥窑协同处理污泥工程项目”主要是为了满足当地工商、税务等政府部门的管理要求，对项目本身并无影响。

第四，维持“推荐”评级

综合考虑公司未来在区域市场整合中的龙头地位，预计 10-12 年 EPS 分别为 1.677、2.220 和 2.696 元，对应 1 月 11

日股价 31.26 元，PE 分别为 18.64、14.08 和 11.59 倍，维持“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4115	5939	7932	9549	货币资金	877	1768	3175	4790
营业成本	3029	4217	5711	6881	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1086	1722	2221	2668	应收账款	159	236	316	380
% 营业收入	26.4%	29.0%	28.0%	27.9%	存货	497	692	937	1129
营业税金及附加	27	38	51	62	预付账款	345	480	651	784
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	304	356	476	573	流动资产合计	2003	3195	5102	7112
% 营业收入	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	282	282	282	282
管理费用	323	416	555	668	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	213	213	213	213
财务费用	151	176	106	79	投资性房地产	21	21	21	21
% 营业收入	3.7%	3.0%	1.3%	0.8%	固定资产合计	2884	3182	3356	3445
资产减值损失	2	1	6	5	无形资产	258	245	233	221
公允价值变动收益	29	0	0	0	商誉	23	23	23	23
投资收益	11	0	0	0	递延所得税资产	27	0	1	0
营业利润	319	735	1026	1282	其他非流动资产	2162	2162	2162	2162
% 营业收入	7.8%	12.4%	12.9%	13.4%	资产总计	7871	9323	11392	13479
营业外收支	165	165	165	165	短期贷款	1650	0	0	0
利润总额	484	900	1192	1447	应付款项	1193	1660	2249	2709
% 营业收入	11.8%	15.2%	15.0%	15.2%	预收账款	143	206	275	331
所得税费用	48	89	117	142	应付职工薪酬	104	144	195	235
净利润	437	811	1074	1305	应交税费	13	23	30	37
归属于母公司所有者的净利润	351.0	652.1	863.5	1048.6	其他流动负债	581	793	1072	1291
少数股东损益	86	159	211	256	流动负债合计	3684	2826	3821	4603
EPS (元/股)	1.12	1.68	2.22	2.70	长期借款	2151	2151	2151	2151
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	632	1838	2192	2390	递延所得税负债	41	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	93	93	93	93
收回现金	8	0	0	0	负债合计	5969	5071	6065	6848
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1387	3578	4442	5490
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-934	-659	-679	-695	少数股东权益	515	674	885	1141
其他	-47	0	0	0	股东权益	1902	4252	5327	6631
投资活动现金流净额	-982	-659	-679	-695	负债及股东权益	7871	9323	11392	13479
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	15	1539	0	0	EPS	1.125	1.677	2.220	2.696
银行贷款增加 (减少)	866	-1650	0	0	BVPS	4.44	11.47	11.42	14.12
筹资成本	283	-176	-106	-79	PE	24.28	16.29	12.31	10.13
其他	-595	0	0	0	PEG	0.55	0.37	0.28	0.23
筹资活动现金流净额	570	-288	-106	-79	PB	6.15	2.38	2.39	1.94
现金净流量	220	891	1406	1616	EV/EBITDA	17.94	8.57	5.82	4.04
					ROE	25.3%	18.2%	19.4%	19.1%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。