



建材/原材料

天山股份 (000877)

水泥需求端最佳配置：上半年攻防兼备

韩其成
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.com
 S0880511010022

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，上半年攻防兼备，上调目标价至 48 元，尚有 41% 空间，建议增持。

投资要点：

上半年水泥行业需求旺盛的区域产能投放多，产能投放少的区域面临政策压制需求风险，短期水泥价格处于淡季仍有回调压力，长期水泥价格面临边际改善再上台阶机遇。需求端好的方面有保障住房和水利加大投资支撑，坏的方面有通胀紧缩压制。供给端好的方面有暂停新建将在下半年对行业产生实质利好作用，坏的方面上半年构成压力。总之，上半年体现为阶段性机会，涨多卖跌多买-动如脱兔最好策略；下半年进入趋势性机会，长期投资者可守株待兔心态。

阶段性机会体现为供需政策、区域价格和 EPS 弹性时间差异性。供给端 3-4 月为淘汰落后目标颁布时间，需求段则跟踪 CPI 和地产开工，区域价格则看 4 月旺季可以涨价区域，EPS 弹性看 1 季度业绩。上半年牛股需要满足（1）可以涨价（2）规避政策风险（3）具有主题属性（4）业绩具有向上弹性。天山股份上半年同时满足这 4 个条件：（1）新疆 4 季度淡季水泥价格正常下跌，4-5 月进入旺季后水泥价格可以正常上涨；（2）新疆是受国家支持区域，不受国内紧缩政策影响；新疆固定资产投资增速将在今年继续维持逐月上升趋势并高于全国水平；（3）3 月两会后无论是国家“十二五”规划还是新疆“十二五”规划都将再次提供新疆主题性投资机会，同时定向增发将于 5 月解禁，公司 3 月份披露年报，具有融资解禁主题；（4）往年 1 季度业绩都是亏损，估计今年 1 季度有扭亏可能性、即使亏损也将大幅度下降。

天山股份是上半年紧缩政策阶段性机会背景下需求端最佳配置，预期今年 EPS2.4 元、同增 42%，建议增持，上调目标价 48 元、41% 空间。

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：增持

目标价格：48.00

上次预测：43.00

当前价格：33.81

2011.02.14

交易数据

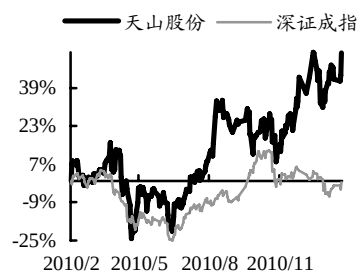
52 周内股价区间 (元)	16.80-35.34
总市值 (百万元)	13,150
总股本/流通 A 股 (百万股)	389/309
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	239

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	3.9
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



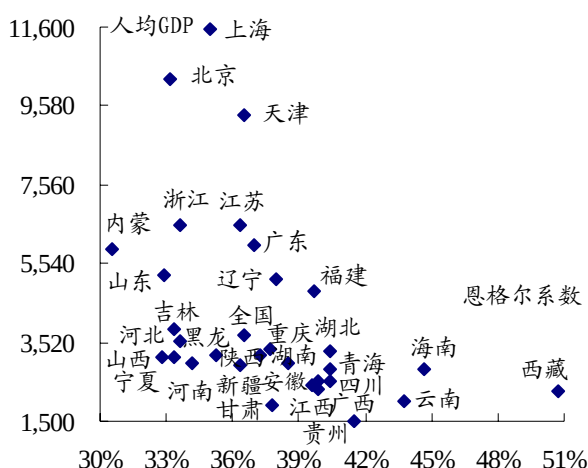
升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	22%	59%
相对指数	9%	32%	59%

相关报告

《需求逻辑最佳选择：调评级至增持》	2010.12.20
《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

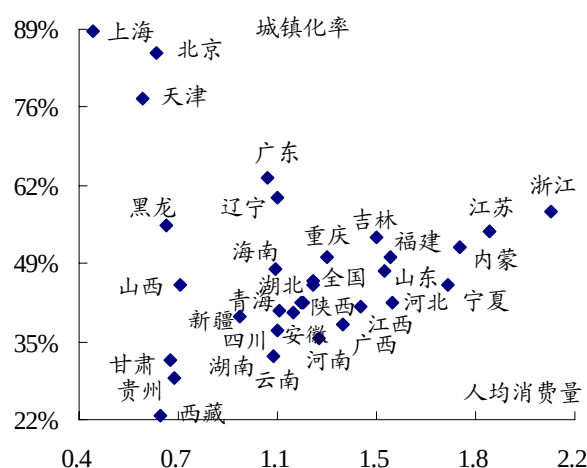
建材

图 1: 恩格尔系数与人均 GDP



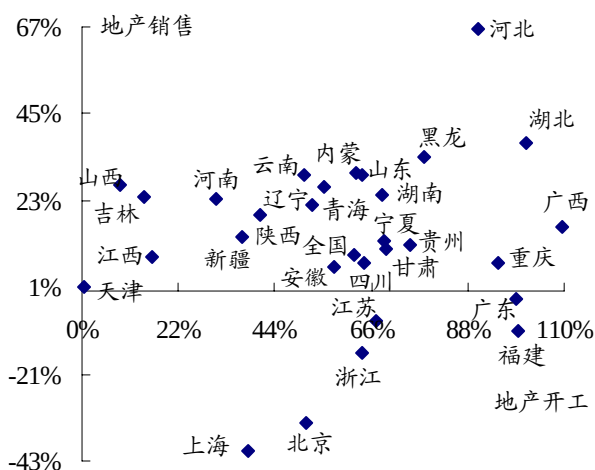
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 2: 城镇化率与人均消费量



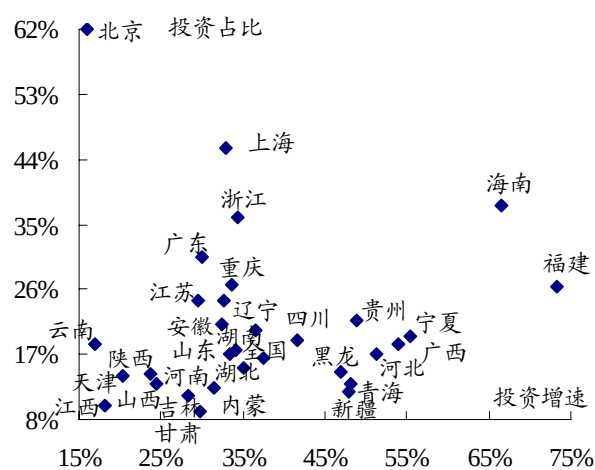
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 3: 房地产销售及新开工面积增速



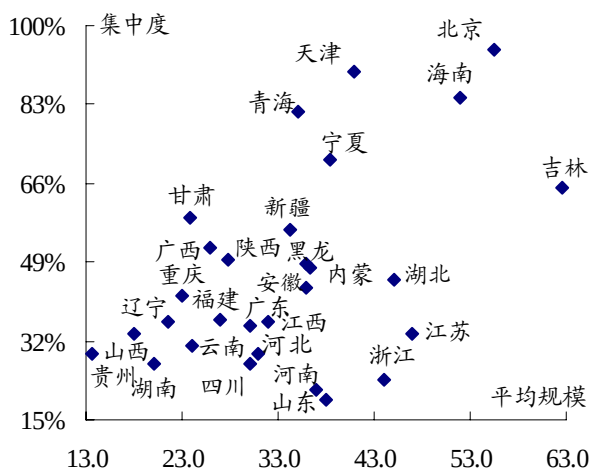
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 4: 房地产投资占比及投资增速



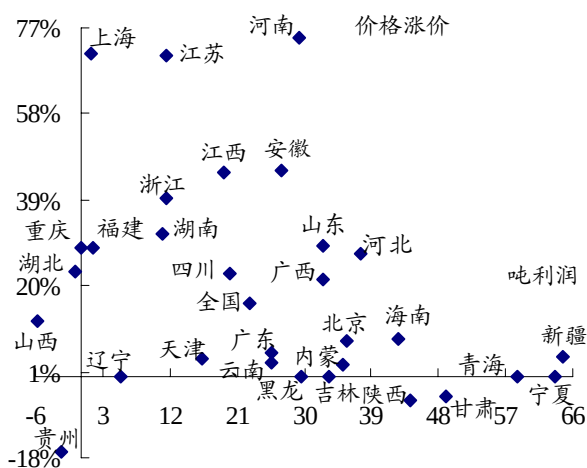
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 5: 企业平均规模及市场集中度



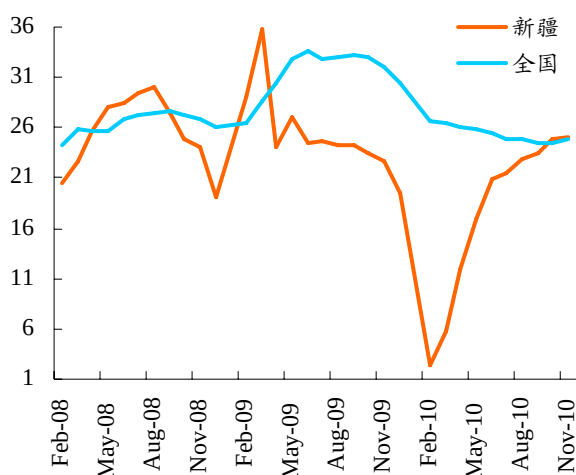
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 6: 3 季度吨利润及 4 季度股价涨幅



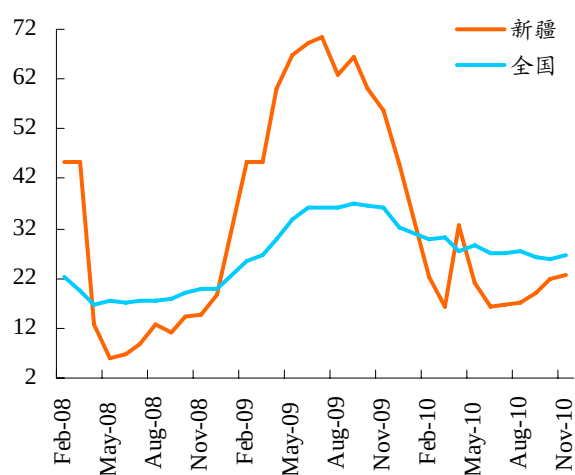
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 7: 新疆及全国固定资产投资增速



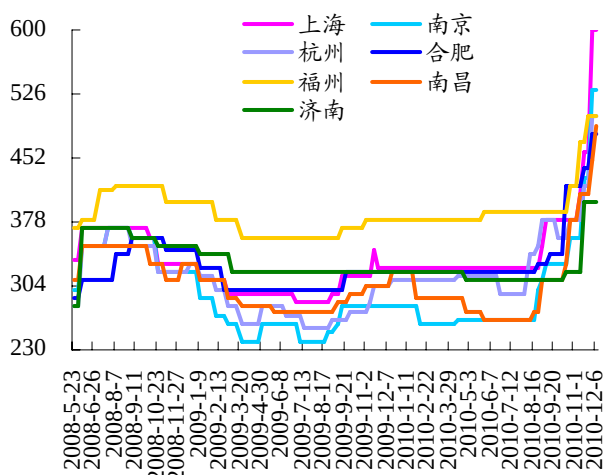
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 8: 房地产投资占比及投资增速



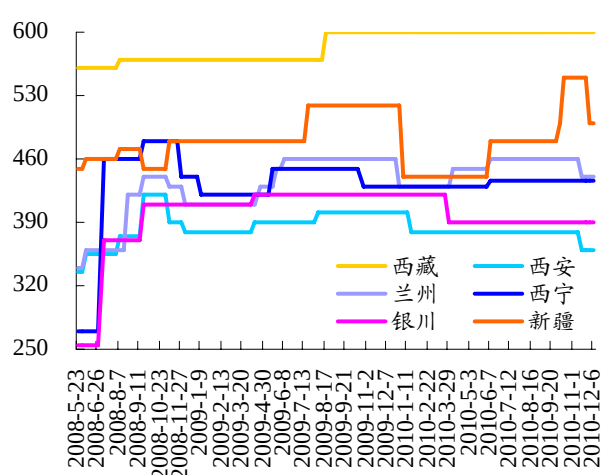
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

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。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名，2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

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		