

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 50.00元

当前股价: 42.66元

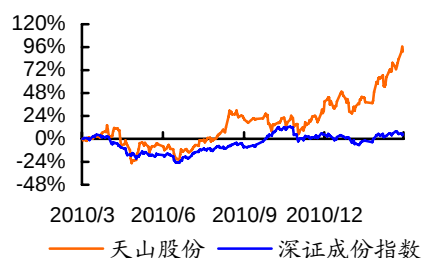
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12650.67
总股本(百万)	389
流通股本(百万)	309
流通市值(亿)	132
EPS (TTM)	1.32
每股净资产(元)	4.89
资产负债率	75.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天山股份	14.46	35.00	56.67
深证成份指数	-1.08	-0.85	12.87



相关报告

《天山股份-对于天山股份计提减值准备的点评》2011-1-28

《天山股份-董事会决议点评》2011-1-12

《天山股份-价格上涨推动公司单季业绩创历史最佳》2010-10-28

天山股份

000877

推荐

新疆布局 开启快速增长的通道

公司今日公布年报, 10年公司实现营业收入57.05亿元, 同比增长38.6%; 实现归属于母公司净利润5.05亿元, 同比增长44%; 基本每股收益1.39元, 略低于我们1.43元的预期。分配预案为每10股分红4元。

投资要点:

- 10年公司水泥销量低于我们预期, 水泥价格和成本高于我们预期。10年公司水泥销量为1480万吨, 低于我们1610万吨的预期, 主要是下半年华东地区的拉闸限电影响了江苏的水泥产量。10年公司水泥均价346.8元/吨, 生产成本243.2元/吨, 毛利103.6元/吨, 均高于我们预期, 主要是下半年江苏水泥价格涨幅超出我们预期, 以及煤炭价格同比出现较大涨幅。
- 下半年毛利率提升明显, 但管理费用和资产减值计提影响了净利率。北疆和东疆水泥价格大幅上涨推动三季度毛利率同比上升2.8%, 华东拉闸限电导致江苏水泥价格翻番, 推动四季度毛利率同比上升9%, 但由于四季度管理费用增加1.2亿元和资产减值计提0.75亿元, 四季度净利率同比反而下降0.7%。
- 新疆布局新型干法水泥生产线, 全面进军商品混凝土领域。去年投产的生产线使公司首次将新型干法生产线布局在阿勒泰和哈密, 在建和拟建的15条生产线将继续布局新疆, 并将新型干法生产线覆盖至和田和克州, 上述生产线投产后, 公司疆内产能将达到3820万吨, 占比从目前的64%提高至84%。去年公司全面进军商品混凝土领域, 10年以来公司已建或拟建混凝土搅拌站的搅拌能力达到370万方, 是09年之前180万方搅拌能力的2倍, 将全面分享疆内混凝土市场的繁荣。
- 大规模生产线建设重启了公司增发的大门。公司运营效率的提高使得10年经营活动现金净流量增加54%, 同时15亿元的权益性融资和良好的盈利状况使得公司资产负债率从年初的75.84%大幅下降至年底的58.74%。但是由于公司仍有15条新型干法生产线的投资计划, 资金需求高达90亿, 为使生产线能顺利建设, 公司公告了28亿元的公开增发计划, 增发后对每股收益的摊薄幅度可能在16-20%。
- 投资评级“推荐”。预测公司11-13年EPS为2.17、3.08、3.96元, 对应11年19.66倍PE, 估值不贵, 给予推荐评级。

风险提示:

- 固定资产投资增速低于预期, 水泥新增产能增速高于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5705	7454	10149	13665
同比(%)	39%	31%	36%	35%
归属母公司净利润(百万元)	505	844	1198	1540
同比(%)	44%	67%	42%	28%
毛利率(%)	28.9%	30.4%	30.0%	28.9%
ROE(%)	14.0%	18.9%	21.2%	21.4%
每股收益(元)	1.39	2.17	3.08	3.96
P/E	32.83	19.66	13.85	10.78
P/B	4.59	3.72	2.93	2.31
EV/EBITDA	18	12	10	8

资料来源: 中投证券研究所

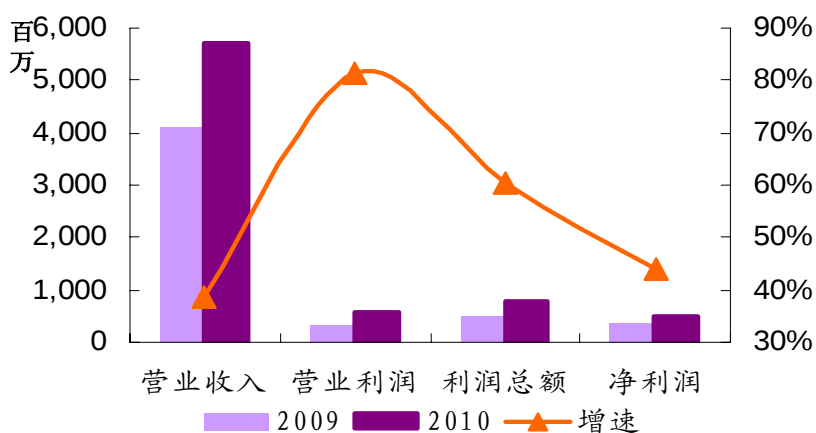
一、10 年公司水泥销量低于我们预期，水泥价格和成本高于我们预期

公司今日公布年报, 10 年公司实现营业收入 57.05 亿元, 同比增长 38.6%; 实现归属于母公司净利润 5.05 亿元, 同比增长 44%; 基本每股收益 1.39 元, 略低于我们 1.43 元的预期。

全年公司销售 1480 万吨水泥, 174 万方商品混凝土; 公司水泥销量低于我们 1610 万吨的预期, 商品混凝土高于我们 150 万方的预期。水泥销量低于我们预期的原因主要是下半年华东拉闸限电影响了江苏的水泥产量; 而商品混凝土超预期是由于去年新疆混凝土市场繁荣, 公司新投产多个混凝土搅拌站。

10 年公司水泥均价 346.8 元/吨, 生产成本 243.2 元/吨, 毛利 103.6 元/吨, 均高于我们水泥均价 329 元/吨, 生产成本 229 元/吨, 毛利 96 元/吨的预期, 主要是下半年江苏水泥价格涨幅超出我们预期, 以及煤炭价格同比出现较大涨幅。

图 1 公司年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

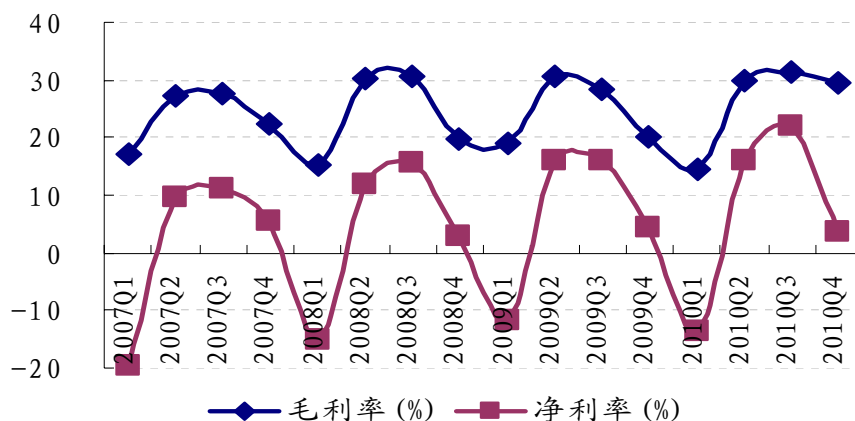
二、疆内需求旺盛推动三季度毛利率上升、江苏拉闸限电推动四季度毛利率大幅上升，但管理费用增加和资产减值计提影响了净利率

去年三、四季度公司毛利率均创近年来的最好水平, 三季度达到 31.3%, 四季度达到 29.3%, 其中三季度主要是新疆, 尤其是北疆和东疆由于水泥供不

应求，水泥价格出现大幅上涨，而四季度则是因为华东地区的拉闸限电，导致水泥价格翻番，公司在江苏的生产线显著受益。

虽然四季度毛利率同比上涨了 9%，但是净利率同比却下降了 0.7%，主要原因有二：一是四季度公司的管理费用同比增加了 1.2 亿元，由于去年生产线满负荷运转，导致四季度维修支出增加，同时塔什店粉磨站、哈密新天山 2500t/d 生产线、屯河布尔津 2000t/d 生产线以及和静矿微粉等相继投产，工资薪酬也有所增加；二是四季度公司对落后产能计提了 0.75 亿元的资产减值准备。

图 2 近年来公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度运营情况

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
收入(亿元)	2.87	11.09	12.59	8.38	3.97	13.68	13.90	9.61	4.69	15.79	19.50	17.07
环比增速	-51.7%	285.8%	13.6%	-33.4%	-52.7%	244.9%	1.6%	-30.9%	-51.2%	236.8%	23.5%	-12.4%
毛利率(%)	15.1	30.4	30.5	19.7	19.1	30.7	28.5	20.3	14.3	29.7	31.3	29.3
费用率(%)	32.6	15.9	14.2	28.7	31.1	14.0	14.3	27.5	29.0	12.3	11.3	25.3
归属股东净利润(亿元)	-0.28	0.91	1.37	-0.08	-0.34	1.78	1.72	0.34	-0.50	2.03	3.27	0.26
环比增速	-220.7%	-428.6%	51.2%	-106.1%	307.9%	-624.4%	-3.3%	-80.0%	-244.5%	-507.0%	61.3%	-92.2%
净利率(%)	-15.0	11.7	15.6	2.7	-11.9	16.1	16.0	4.2	-13.6	16.1	21.8	3.5

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、全疆布局新型干法水泥熟料生产线，全面进军商

品混凝土领域

10 年公司新投产了布尔津 2000t/d、哈密 2500t/d 和米东 2×2000t/d 四条水泥熟料生产线，这也是公司首次在阿勒泰和哈密地区投产新型干法水泥熟料生产线。新增水泥产能 510 万吨，使得公司水泥产能在 10 年底达到 1955 万吨，其中疆内为 1255 万吨，占比 64%。

为巩固在新疆的龙头地位，去年至今公司公告了 15 条新型干法水泥熟料生产线的投资计划，覆盖了公司尚未建设新型干法水泥生产线的和田和克州。上述生产线投产后，公司在全疆均布局了新型干法水泥熟料生产线，并且在需求的重点区域布局了两条或者两条以上。根据新疆的气候条件以及生产线建设周期，我们预计上述生产线在 11-13 年会陆续投产，11、12、13 年公司水泥产能将分别达到 2644、3944、4520 万吨，产能增速分别为 35%、49%和 15%。到 13 年公司疆内产能将达到 3820 万吨，产能占比将从目前的 64%提升至 84%。

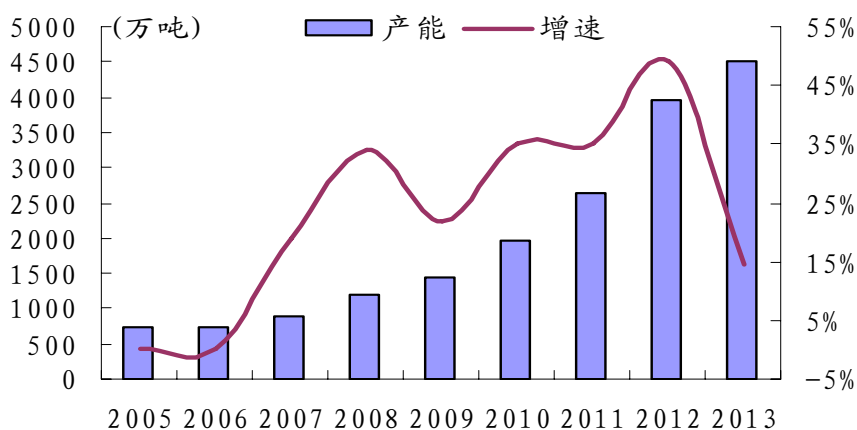
11 年公司也有阿克苏天山多浪 3200t/d、伊犁 4500t/d、喀什 4000t/d 和叶城 4000t/d 四条新型干法水泥熟料生产线投产，由于 10 月之后投产的生产线在今年贡献不了销量，所以今年公司新增水泥销量主要来自去年投产的布尔津 2000t/d、哈密 2500t/d 和米东 2×2000t/d 水泥熟料生产线顺利达产，以及今年 4 月阿克苏天山多浪 3200t/d 水泥熟料生产线的投产。

表 2： 2010-2013 年公司投产水泥熟料生产线

生产线	权益	所在区域	投产时间	水泥产能规模 (万吨/年)
屯河水泥布尔津分公司 2000t/d	51%	北疆	10 年 7 月	80
哈密新天山 2500t/d	100%	东疆	10 年 8 月	80
屯河米东天山 2×2000t/d 电石渣	33%	北疆	10 年 10 月	150
阿克苏天山多浪 3200t/d	100%	南疆	11 年 4 月	132
伊犁伊南工业园 4500t/d	51%	北疆	11 年 12 月	180
喀什天山 4000t/d	100%	南疆	11 年 10 月	187
叶城天山 4000t/d	100%	南疆	11 年 10 月	190
阜康天山 3×2500t/d 电石渣一期	100%	北疆	12 年 3 月	100
哈密天山 5000t/d	100%	东疆	12 年 4 月	200
和静天山 5000t/d	75%	南疆	12 年底	220
库车天山 5000t/d	100%	南疆	12 年底	208
乌鲁木齐 2×5000t/d 一期	100%	东疆	12 年底	200
吐鲁番天山 3000t/d	100%	东疆	12 年底	129
富蕴天山 3000t/d	51%	北疆	12 年底	120
额敏天山 3000t/d	51%	北疆	12 年底	123
阜康天山 3×2500t/d 电石渣二期	100%	北疆	13 年	100
克州天山 5000t/d	100%	南疆	13 年	220
和田洛浦天山 3200t/d	100%	南疆	13 年	136
巴州若羌天山 3000t/d	100%	南疆	13 年	120
合 计				2875

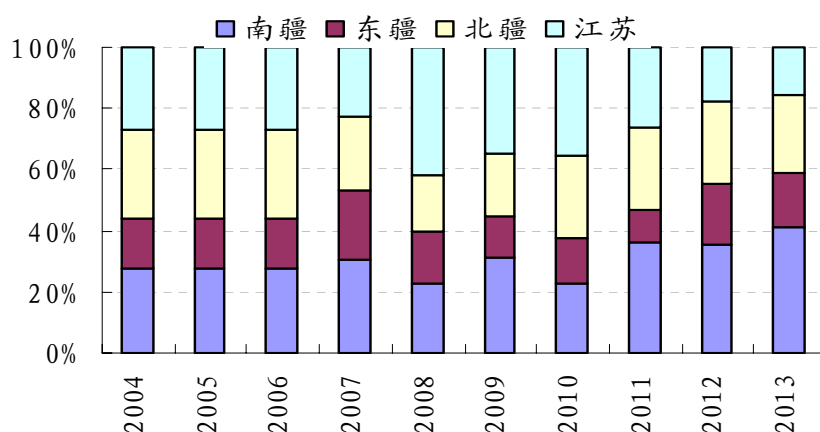
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司水泥产能增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司水泥产能南北疆分布比例



资料来源：公司公告、中投证券研究所

新疆大量工程项目先后开工建设，水泥需求不断增加的同时，也带来商品混凝土市场的繁荣，公司商品混凝土销量从 09 年的 113 万方增加至 174 万方，同比增加 54%。为充分分享繁荣的混凝土市场，公司去年全面进军商品混凝土领域，10 年以来公司已建或拟建混凝土搅拌站的搅拌能力达到 370 万方，是 09 年之前 180 万方搅拌能力的 2 倍。虽然公司的搅拌站没有西部建设的渠道优势，但由于是水泥产量链的延伸，我们认为公司较西部建设有成本优势。

表 3: 2010 年以来公司已建或拟建混凝土搅拌站

混凝土搅拌站	权益	所在区域	搅拌能力 (万 m ³ /年)
伊犁霍城 2 × 180m ³ /h	51%	伊犁霍城	40
天山筑友 2 × 180m ³ /h	88%	乌市米东	40
沙湾天山 2 × 180m ³ /h	51%	塔城沙湾	40
昌吉奇台 180m ³ /h	51%	昌吉奇台	20
伊犁 2 × 180m ³ /h	51%	伊犁察县	40
库车 2 × 180m ³ /h	60%	库车	40
喀什 2 × 180m ³ /h	60%	喀什	40
昌吉榆树沟 2 × 180m ³ /h	26%	榆树沟镇	40

天山筑友	80%	乌鲁木齐	40
库尔勒天山神州	60%	库尔勒	30
合 计			370

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、大规模生产线建设重新开启了公司增发的大门

10 年公司的运营效率得到明显改善,存货周转率和应收账款周转率均较大幅度提升,公司经营性现金净流量得以增加 3.29 亿元,同比增长 54%。此外,去年 5 月,公司非公开发行了 7691 万股,募集资金 15 亿元,加上去年公司良好的盈利状况,合并报表的负债率从年初的 75.84%大幅下降至年底的 58.74%。

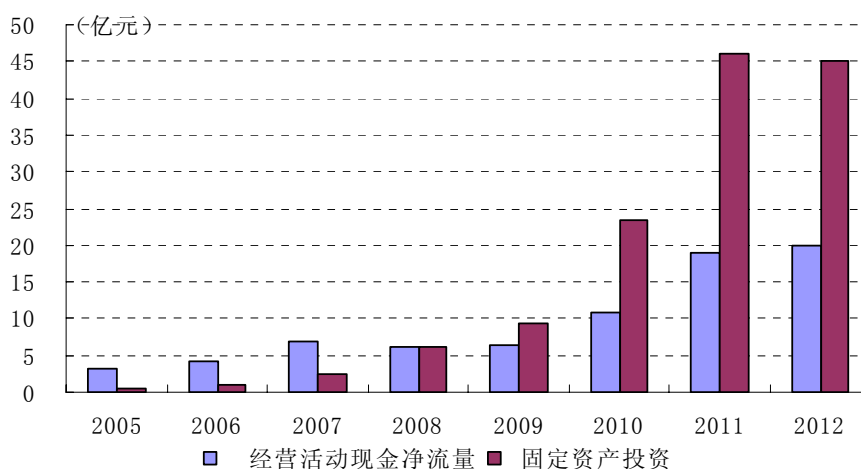
但是由于去年下半年以来,公司公布了大规模的投资计划,截至目前仍有 15 条新型干法水泥熟料生产线和 8 个混凝土搅拌站需要建设,资金需求高达 90 亿元,压力较大,所以公司在公布年报的同时也公告了计划公开发行股票募集 28 亿元资金。由于公开发行需要一定的时间,预计募集资金到账可能要到 12 年,公司今年的资产负债率可能会大幅上升,为改善负债结构,公司前期已经公告计划发行 8 亿元短期融资券和 8 亿元中票。

表 4: 2010 年以来公司已建或拟建混凝土搅拌站

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转率(次)	4.03	4.32	5.61	6.94	6.52	7.35
应收账款周转率(次)	3.57	4.59	8.61	18.89	25.85	38.29
资产负债率(%)	77.21	74.91	73.60	78.58	75.84	58.74
经营活动现金净流量	3.17	4.28	6.84	6.26	6.32	10.85
增长率(%)		34.99	59.81	(8.48)	0.93	71.62
固定资产投资	0.60	1.06	2.51	6.10	9.39	23.44
增长率(%)		77.06	136.75	143.31	53.92	149.54

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司经营活动现金净流量和固定资产投资对比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测假设

表 2 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥					
产能 (万吨)	1445	1955	2644	3944	4520
销量 (万吨)	1221	1480	1850	2500	3400
+/-	25.2%	21.2%	25.0%	35.1%	36.0%
单位价格 (元/吨)	308	346.8	365	370	370
+/-	-1.0%	12.6%	5.3%	1.4%	0.0%
单位成本 (元/吨)	227	243.2	250	255	260.00
+/-	1.8%	7.1%	2.8%	2.0%	2.0%
吨毛利 (元/吨)	81	103.6	115	115	110
毛利率 (%)	26.2%	29.9%	31.5%	31.1%	29.7%
混凝土					
销量 (万方)	113	174	230	290	350
+/-	-24.7%	54.0%	32.2%	26.1%	20.7%
单位价格 (元/方)	289	296.6	305	310	310
+/-	-0.1%	2.6%	2.8%	1.6%	0.0%
单位成本 (元/方)	209	238.3	245.0	250.0	250.0
+/-	-15.4%	14.0%	2.8%	2.0%	0.0%
单位毛利 (元/方)	80	58.3	60	60	60
毛利率 (%)	27.7%	19.7%	19.7%	19.4%	19.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 2.17、3.08、3.96 元，对应 11 年 19.66 倍 PE，考虑到公司较快的产能扩张，给予推荐评级。风险来自于两方面，一是新疆固定资产投资增速低于预期，二是水泥新增产能增速高于预期，水泥吨毛利将下降，从而使得公司的盈利低于预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2613	7894	12310	13794	营业收入	5705	7454	10149	13665
现金	1053	5937	9616	10126	营业成本	4056	5189	7100	9715
应收账款	158	255	327	440	营业税金及附加	37	50	67	90
其它应收款	16	29	37	49	营业费用	339	485	641	871
预付账款	435	527	749	1015	管理费用	459	522	746	988
存货	607	817	1107	1510	财务费用	185	217	266	305
其他	344	328	474	655	资产减值损失	90	60	40	20
非流动资产	7747	7495	7110	9523	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	209	211	211	210	投资净收益	38	25	27	28
固定资产	5245	5725	5707	8267	营业利润	578	958	1316	1704
无形资产	316	372	424	477	营业外收入	207	264	343	415
其他	1978	1187	768	569	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	10360	15389	19420	23317	利润总额	777	1213	1650	2109
流动负债	2774	3773	4355	5392	所得税	101	139	202	250
短期借款	868	1108	1028	1055	净利润	675	1074	1448	1860
应付账款	1219	1526	2120	2889	少数股东损益	170	230	250	320
其他	687	1139	1207	1448	归属母公司净利润	505	844	1198	1540
非流动负债	3311	6267	8268	9268	EBITDA	1109	1602	2057	2613
长期借款	3176	6176	8176	9176	EPS（元）	1.39	2.17	3.08	3.96
其他	135	91	92	92	主要财务比率				
负债合计	6085	10040	12623	14660	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	660	890	1140	1460	成长能力				
股本	389	389	389	389	营业收入	38.6%	30.7%	36.2%	34.6%
资本公积	2178	2178	2178	2178	营业利润	81.2%	65.7%	37.4%	29.4%
留存收益	1033	1877	3075	4615	归属于母公司净利润	44.0%	67.0%	42.0%	28.5%
归属母公司股东权益	3615	4459	5657	7197	获利能力				
负债和股东权益	10360	15389	19420	23317	毛利率	28.9%	30.4%	30.0%	28.9%
现金流量表					净利率	8.9%	11.3%	11.8%	11.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.0%	18.9%	21.2%	21.4%
经营活动现金流	1085	1943	2109	2827	ROIC	10.2%	17.6%	24.8%	22.3%
净利润	675	1074	1448	1860	偿债能力				
折旧摊销	346	427	474	604	资产负债率	58.7%	65.2%	65.0%	62.9%
财务费用	185	217	266	305	净负债比率	66.84	72.91%	73.17	70.01%
投资损失	-38	-25	-27	-28	流动比率	0.94	2.09	2.83	2.56
营运资金变动	-165	270	-103	-20	速动比率	0.72	1.87	2.57	2.27
其它	82	-19	50	107	营运能力				
投资活动现金流	-2314	-95	-79	-3041	总资产周转率	0.63	0.58	0.58	0.64
资本支出	2344	46	45	3000	应收账款周转率	28	27	26	27
长期投资	-2	12	-5	2	应付账款周转率	3.77	3.78	3.90	3.88
其他	28	-37	-39	-39	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1461	3036	1648	724	每股收益(最新摊薄)	1.30	2.17	3.08	3.96
短期借款	-721	240	-80	27	每股经营现金流(最新摊薄)	2.79	5.00	5.42	7.27
长期借款	1025	3000	2000	1000	每股净资产(最新摊薄)	9.29	11.46	14.54	18.50
普通股增加	77	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1734	0	0	0	P/E	32.83	19.66	13.85	10.78
其他	-655	-204	-272	-303	P/B	4.59	3.72	2.93	2.31
现金净增加额	232	4884	3678	510	EV/EBITDA	18	12	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434