



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011 年 3 月 18

建材

研究部

罗炜

关雪

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210080004
guanxue@cicc.com.cn

推荐

天山股份 (000877.SZ)

2010 年业绩基本符合预期, 拟公开增发

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,494	4,115	5,705	7,529	9,811
(+/-)	38.8%	17.8%	38.6%	32.0%	30.3%
主营业务利润	902	1,060	1,612	2,295	3,033
(+/-)	46.5%	17.6%	52.0%	42.4%	32.2%
净利润	192	351	505	1,006	1,386
(+/-)	83.2%	82.8%	44.0%	99.1%	37.8%
每股收益	0.49	0.90	1.30	2.59	3.56
(+/-)	83.2%	82.8%	44.0%	99.1%	37.8%
市盈率	86.4	47.3	32.8	16.5	12.0
市净率	19.5	12.0	4.6	3.1	2.5
净资产回报率	14.9%	18.5%	11.8%	19.4%	21.6%
投入资本回报率	4.8%	6.2%	6.1%	9.4%	11.0%
股息收益率	0.4%	0.7%	0.9%	1.8%	2.5%
每股经营现金流	2.01	2.03	2.79	8.54	7.11
股价/经营性现金流	21.25	21.05	15.29	4.99	6.00

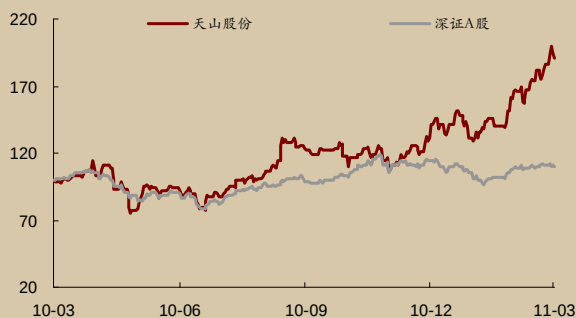
股票信息

A股	
股票代码	000877.CH
当前股价(元)	人民币42.66
日成交量(百万股)	5.94
52周最高价/最低价	人民币45.18/16.8
总市值(百万元)	16,593
发行股数(百万股)	389
其中:流通股(百万股)	309
主要股东(持股比例)	中材股份有限公司(41.95%)

最近估值走势

	1w	1m	3m	YTD
[000877.SZ]	+4.56	+19.23	+35.00	+35.13
[深证A股指数]	-1.33	+1.93	-4.71	+6.66

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年业绩基本符合预期:

天山股份 2010 年实现营业收入 57 亿元, 同比增长 38.6%, 营业利润 5.78 亿元, 同比增长 81.2%, 净利润 5.05 亿元, 同比增长 44%。每股收益 1.3 元, 同比增长 44%。由于公司在四季度计提 7500 万资产减值准备, 使得业绩低于我们预期。年报披露, 2010 年利润分配预案为每 10 股派 4 元 (含税) 现金红利。

要点:

- 收入大幅增长 38.6%。2010 年产销量约 1500 万吨, 同比增长 22%, 价格同比增长 12.8%。分地区来看, 新疆销售水泥及熟料约 1030 万吨, 同比增长 30%, 江苏销售水泥及熟料约 470 万吨, 同比基本持平。盈利能力提升。全年毛利率提高 2.5 个百分点达到 28.9%, 四季度, 受益于江苏地区价格大涨, 整体毛利率同比提高 9.1 个百分点达到 29.3%。江苏分公司盈利水平大幅提升。全年贡献盈利 1.5 亿, 占净利润比重 30%。预计江苏吨产品净利润约 33 元。
- 但是, 由于公司意外计提减值准备全年共 8900 万元, 导致每股收益低于我们和市场预期。

发展趋势:

新疆刚刚进入旺季, 今年北疆价格将继续稳步上升, 而南疆价格将会大幅提升。江苏地区目前大企业集团市场掌控力提高, 旺季有望小幅上升。基于对新疆市场未来 3-5 年快速建设发展的判断, 公司目前在建 6 条生产线, 总产能约 1000 万吨, 前期工作 9 条生产线, 总产能约 1350 万吨。

拟公开发行股票, 融资不超过 28 亿元

公司拟公开发行股票不超过 1.2 亿股, 总额不超过 28 亿元, 优先配售原 A 股股东。增发价格还未定, 公开增发价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司 A 股股票均价或前一个交易日 A 股股票的均价。我们认为此举将有力支持公司未来高成长。

重申推荐评级

维持 2011 和 2012 年盈利预测。公司所在区域需求景气度在今明 2 年继续攀升, 看好公司高盈利下持续高成长。短期, 市场刚刚进入旺季, 价格看涨。重申推荐评级。

图表 1: 分产品收入与成本

百万元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年 增减 (%)
水泥	5,132.24	3,599.59	29.9%	36.63%	29.78%	3.70%
混凝土	516.13	414.69	19.7%	58.28%	75.26%	-7.78%
旅游	7.33	0.16	97.8%	99.63%	13.10%	1.71%
其他	49.08	41.92	14.6%	68.34%	128.49%	-22.48%
合计	5,704.78	4,056.36	28.9%	38.63%	33.93%	2.49%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 分季度盈利分析

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2010A	2009A	YoY
营业收入	397	1,368	1,390	961	469	1,579	1,950	1,707	77.7%	-12.4%	5,705	4,115	38.6%
营业成本	321	948	994	766	402	1,110	1,339	1,206	57.5%	-9.9%	4,056	3,029	33.9%
主营业务税金及附加	1	10	9	6	1	8	15	13	97.8%	-16.2%	37	27	38.9%
主营业务利润	74	410	387	188	66	460	596	489	159.3%	-18.1%	1,612	1,060	52.0%
营业费用	35	89	96	84	43	81	98	116	38.1%	18.7%	339	304	11.5%
管理费用	45	69	70	140	54	66	78	261	86.4%	232.7%	459	323	42.2%
财务费用	43	34	33	40	38	47	44	55	36.2%	25.0%	185	151	22.0%
资产减值	8	3	-7	-2	7	2	6	75	n.a	1268.0%	90	2	4408.7%
公允价值变动损益	11	13	-2	7	3	-7	-8	13	85.6%	n.a	1	29	-96.0%
投资收益	-11	2	1	18	1	13	11	12	-32.7%	7.7%	38	11	260.5%
营业利润	-57	230	195	-49	-72	269	374	7	n.a	-98.2%	578	319	81.2%
经常性业务营业利润	-57	215	195	-74	-76	264	370	-19	-74.6%	n.a	539	279	92.9%
营业外收入	15	24	52	84	11	14	82	100	19.0%	21.8%	207	175	18.5%
营业外支出	3	1	3	4	0	2	1	6	62.3%	312.2%	9	10	-6.9%
利润总额	-45	253	244	32	-61	282	455	101	217.4%	-77.8%	776	484	60.3%
所得税	2	33	21	-9	2	28	29	42	n.a	43.8%	101	48	112.1%
少数股东损益	-13	43	50	6	-14	51	99	34	468.7%	-65.8%	170	86	98.3%
净利润	-34	178	172	34	-50	203	327	25	-26.1%	-92.2%	505	351	44.0%
全面摊薄每股收益	-0.09	0.46	0.44	0.09	-0.13	0.52	0.84	0.07	-26.1%	-92.2%	1.30	0.90	44.0%
毛利率	19.1%	30.7%	28.5%	20.3%	14.3%	29.7%	31.3%	29.3%	9.1pt	-2pt	28.9%	26.4%	2.5pt
营业费用率	8.8%	6.5%	6.9%	8.8%	9.3%	5.2%	5.0%	6.8%	-2pt	1.8pt	5.9%	7.4%	-1.4pt
管理费用率	11.3%	5.0%	5.0%	14.6%	11.5%	4.2%	4.0%	15.3%	0.7pt	11.2pt	8.0%	7.8%	0.2pt
营业利润率	-14.3%	16.8%	14.0%	-5.1%	-15.4%	17.1%	19.2%	0.4%	5.5pt	-18.8pt	10.1%	7.8%	2.4pt
净利润率	-8.6%	13.0%	12.4%	3.6%	-10.6%	12.8%	16.8%	1.5%	-2.1pt	-15.3pt	8.9%	8.5%	0.3pt
有效税率	-5.4%	12.9%	8.7%	-27.0%	-3.6%	10.0%	6.4%	41.2%	68.2pt	34.9pt	13.0%	9.8%	3.2pt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 主要假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
产销量 (万吨)	975	1221	1500	1880	2410
(+/-%)	13.2%	25.2%	22.9%	25.3%	28.2%
价格 (元/吨)	358	337	380	400	407
(+/-%)	22.5%	-6.0%	12.8%	5.3%	1.6%
单位成本 (元/吨)	263	248	270	276	279
(+/-%)	20.4%	-5.7%	9.0%	2.0%	1.0%
吨水泥毛利 (元)	95	89	110	125	128
毛利率 (%)	26.6%	26.4%	28.9%	31.1%	31.6%
销售收入 (百万元)	3,494	4,115	5,705	7,529	9,811
净利润 (百万元)	192	351	505	1,006	1,386
净利润率 (%)	5.5%	8.5%	8.9%	13.4%	14.1%
每股收益 (元)	0.49	0.90	1.30	2.59	3.56
吨水泥净利 (元)	20	29	34	54	58

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史及预测的财务数据

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,494	4,115	5,705	7,529	9,811	综合毛利率	25.8%	25.8%	28.2%	30.5%	30.9%
主营利润	902	1,060	1,612	2,295	3,033	息税前利润率	11.1%	11.4%	13.4%	19.8%	20.3%
营业费用	258	304	339	376	471	净利润率	5.5%	8.5%	8.9%	13.4%	14.1%
管理费用	253	323	459	452	569	净资产收益率	14.9%	18.5%	11.8%	19.4%	21.6%
财务费用	178	151	185	237	250	总资产收益率	4.8%	6.2%	6.1%	9.4%	11.0%
营业利润	175	319	578	1,255	1,743	总资产负债率	78.6%	75.8%	58.7%	64.6%	63.8%
税前利润	337	484	776	1,437	1,925	净负债率	159.7%	153.7%	70.5%	63.7%	52.5%
所得税	31	48	101	216	289	利息保障倍数	2.17	3.11	4.13	6.29	7.96
少数股东权益	114	86	170	216	250	流动比率	52.5%	54.4%	94.2%	85.3%	87.7%
净利润	192	351	505	1,006	1,386	速动比率	37.9%	40.9%	72.3%	66.5%	68.5%
资产负债表(百万元)						应收账款周转期	19	19	19	19	19
流动资产	1,554	2,003	2,613	4,237	5,533	存货周转期	45	45	45	45	45
长期投资	215	213	209	205	201	每股净资产(元)	2.7	4.4	11.6	13.8	17.0
固定资产	4,007	5,041	6,882	9,492	11,223						
无形资产和其他资产	194	286	345	430	469						
总资产	6,006	7,871	10,360	14,676	17,739						
流动负债	2,959	3,684	2,774	4,969	6,313	现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
长期负债	1,680	2,151	3,176	4,376	4,876	经营活动现金流	626	632	1,085	3,322	2,763
少数股东权益	437	515	660	876	1,126	投资活动现金流	-961	-982	-2,314	-3,031	-2,257
股东权益	850	1,387	3,615	4,319	5,289	融资活动现金流	177	570	1,461	961	134
负债和权益	6,006	7,871	10,360	14,676	17,739	货币资金增加额	-157	220	232	1,252	641

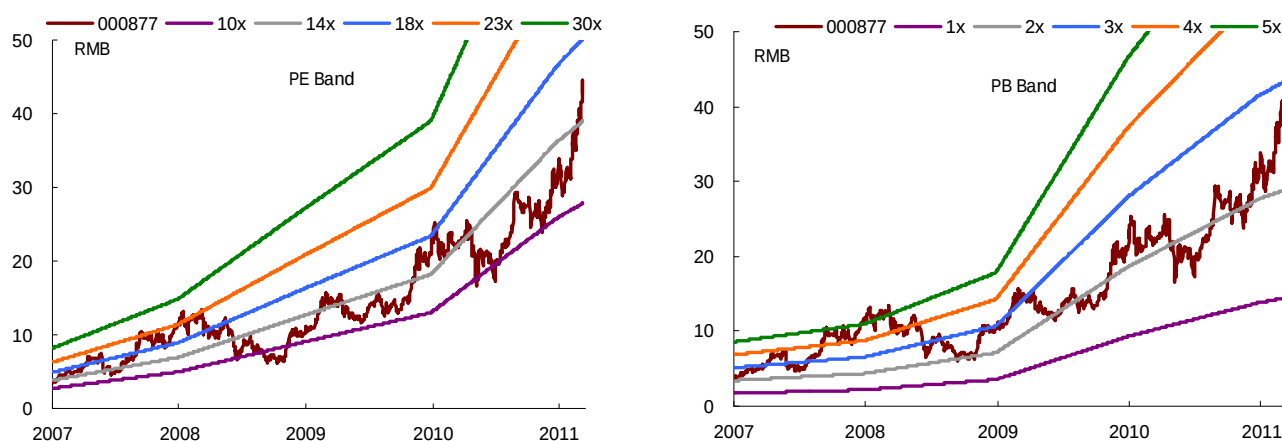
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-3-18	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	35.3	35.2	22.1	11.7	8.8	4.3	3.7	2.9	2.2	21.1	12.3	7.5	5.9
000401.SZ	冀东水泥	CNY	23.0	28.3	18.4	13.0	10.9	4.2	2.8	2.3	1.9	20.9	9.3	6.2	5.2
600801.SH	华新水泥	CNY	42.5	34.3	29.1	10.7	8.2	3.8	3.4	2.6	2.0	14.9	13.8	6.4	5.1
600720.SH	祁连山	CNY	21.8	25.4	20.2	12.1	8.4	4.9	4.1	3.0	2.2	16.0	14.2	8.8	6.1
600449.SH	赛马实业	CNY	38.1	16.7	13.3	11.5	9.2	3.6	2.9	2.6	2.1	13.0	11.4	7.8	6.0
000877.SZ	天山股份	CNY	42.7	47.3	32.8	16.5	12.0	9.6	3.7	3.1	2.5	28.8	19.0	10.6	8.0
600425.SH	青松建化	CNY	23.0	53.2	35.9	27.3	20.3	7.3	4.5	4.2	3.8	28.1	26.5	16.8	13.6
中金覆盖A股平均值				34.4	24.6	14.7	11.1	5.4	3.6	3.0	2.4	20.4	15.2	9.2	7.1
中金覆盖A股中位数				34.3	22.1	12.1	9.2	4.3	3.7	2.9	2.2	20.9	13.8	7.8	6.0
000789.SZ	江西水泥	CNY	16.4	98.5	43.2	20.0	16.5	6.1	5.4	4.3	3.7	18.4	14.3	8.4	7.4
002233.SZ	塔牌集团	CNY	17.6	32.8	23.6	17.4	14.5	3.7	3.2	2.8	2.6	13.3	11.9	8.9	7.9
600553.SH	太行水泥	CNY	15.0	74.9	43.4	24.8	13.6	6.5	5.8	5.2	4.5	29.4	n.a	n.a	n.a
600881.SH	亚泰集团	CNY	7.7	19.7	21.5	11.5	8.7	2.1	2.0	1.7	1.4	13.9	16.1	10.0	7.6
000885.SZ	同力水泥	CNY	16.1	35.8	76.6	57.2	29.8	3.7	3.5	3.2	2.2	11.7	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				291.5	35.7	22.3	13.6	5.1	4.4	3.3	2.8	28.4	16.9	9.7	7.7
A股市场中心数				35.5	31.0	16.9	12.0	4.2	3.7	3.0	2.2	20.9	14.2	8.8	7.4
914.HK	海螺水泥	HKD	40.7	35.7	21.9	11.1	8.3	4.4	3.7	2.7	2.1	18.5	10.6	6.1	4.8
3323.HK	中国建材	HKD	22.5	22.8	13.3	8.1	6.7	4.2	2.6	1.9	1.5	13.9	8.6	6.1	5.3
中金覆盖H股平均值				29.3	17.6	9.6	7.5	4.3	3.1	2.3	1.8	16.2	9.6	6.1	5.1
中金覆盖H股中心数				29.3	17.6	9.6	7.5	4.3	3.1	2.3	1.8	16.2	9.6	6.1	5.1
1313.HK	华润水泥	HKD	6.8	17.1	23.2	13.2	10.5	3.6	3.2	2.6	2.1	33.9	17.0	9.8	7.7
1893.HK	中材股份	HKD	6.7	29.4	16.9	11.9	9.9	2.6	2.2	1.8	1.6	8.8	5.5	4.1	3.5
2009.HK	金隅集团	HKD	10.9	15.3	13.3	9.1	6.9	2.5	2.0	1.7	1.4	22.4	11.9	7.9	6.1
691.HK	山水水泥	HKD	6.1	21.5	13.9	9.9	8.3	2.9	2.5	2.0	1.7	9.5	6.9	5.0	4.2
743.HK	亚洲水泥	HKD	4.2	9.5	13.0	11.4	9.2	0.8	0.8	0.7	0.7	7.5	7.6	6.4	5.7
2233.HK	西部水泥	HKD	3.2	0.6	11.8	8.6	7.4	0.1	3.4	2.4	1.9	15.1	8.8	5.6	4.7
H股市场平均值				21.6	16.5	10.7	8.6	3.0	2.4	1.9	1.6	16.4	9.7	6.5	5.3
H股市场中心数				21.5	13.9	11.1	8.3	2.9	2.5	1.9	1.6	13.9	8.6	6.1	5.3
HOLN VX equity	蒙西水泥	CHF	65.3	13.2	19.4	15.6	12.3	1.1	1.1	1.1	1.0	7.7	7.8	7.4	6.6
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	46.5	155.0	20.8	11.8	8.9	0.8	0.8	0.7	0.7	9.6	8.1	7.1	6.4
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	40.8	14.7	13.3	11.1	8.7	0.8	0.8	0.7	0.7	7.9	7.8	7.1	6.5
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	14.7	16.8	21.3	16.2	12.1	1.1	1.1	1.0	1.0	7.8	8.7	7.9	6.7
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.2	28.0	49.7	27.0	15.6	0.6	0.6	0.5	0.5	5.5	7.1	6.7	5.9
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,025.4	12.3	17.1	18.3	15.6	3.3	2.9	2.8	2.5	6.4	10.2	10.7	9.2
其他市场平均值				40.0	23.6	16.7	12.2	1.3	1.2	1.1	1.1	7.5	8.3	7.8	6.9
其他市场中心数				15.7	20.1	15.9	12.2	1.0	0.9	0.9	0.8	7.8	7.9	7.3	6.5

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 历史估值走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED