

分析师：徐永超
执业证书编号：S0050209050129
Tel：010-59355747
Email：xuyc@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

建筑建材

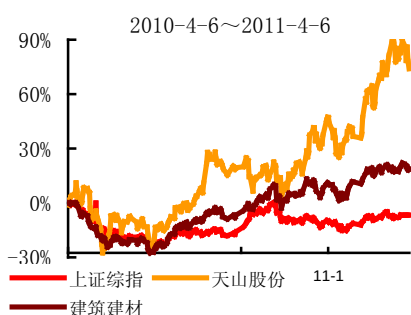
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	53元

市场数据

市价(元)	39.97
上市的流通A股(亿股)	3.09
总股本(亿股)	3.89
52周股价最高最低(元)	16.8-45.18
上证指数/深证成指	2948.48/12699.42
2010年股息率	1.04%

52周相对市场表现



相关研究

天山股份(000877.SZ)

疆内水泥龙头，尽享增长盛宴

投资要点

- 1、跨越式发展推动疆内水泥需求旺盛：十二五期间新疆将完成固定资产投资3.6万亿，合计拉动水泥需求量2.16-2.52亿吨，每年约4300-5000万吨。考虑到五年规划期的期初及期末效应，水泥需求增速将呈现前高中低后高的态势。随着规划完成、资金到位，预计11年将迎来大量项目新开工从而水泥需求的快速增长期。
- 2、11年新增供求基本平衡，局部供给紧张：预计11年全年新投产水泥产能1000万吨，考虑投产时间、产能释放及产能利用率等情况，全年新增水泥供求基本平衡，局部地区或出现供给紧张。假设目前在建、拟建水泥生产线全部建成，则13年新增水泥产能大幅释放，可能出现供求关系的拐点。从区域供求关系来看，10年东疆地区最高，乌昌石地区次之，南疆最差。11年随着民生工程启动，南疆水泥市场景气度将有所提升。
- 3、业绩增长的动力在于产能的持续扩张和价格提升：(1)根据公司规模，十二五末疆内水泥市场占有率达到50%以上，目前在建、拟建产能全部建成后，疆内水泥产能将达到4000万吨，是目前产能的2.7倍。(2)区域价格具备进一步上涨动力。目前疆内及江苏价格延续去年较好水平，而10年疆内下半年涨价、江苏10月涨价，因此整体价格同比有不同幅度的上涨；疆内7月需求旺季的来临，将对价格上涨带来一定的刺激。
- 4、盈利预测及评级：预计公司11-12年EPS分别为2.43元、3.20元（未考虑增发摊薄），对应动态市盈率分别为16倍、12倍；同时考虑到公司区域市场景气度可能超预期，给予“推荐”评级。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4115.12	5704.78	8165.67	10636.32
增长率(%)	17.78	38.63	43.14	30.26
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	351.03	505.42	946.99	1243.24
增长率(%)	88.66	43.98	87.37	31.28
毛利率(%)	26.40	28.90	30.85	30.81
净资产收益率(%)	15.44	13.98	20.76	21.42
EPS(元)	0.90	1.30	2.43	3.20
P/E(倍)	44.10	30.63	16.35	12.45
P/B(倍)	11.16	4.28	3.39	2.67

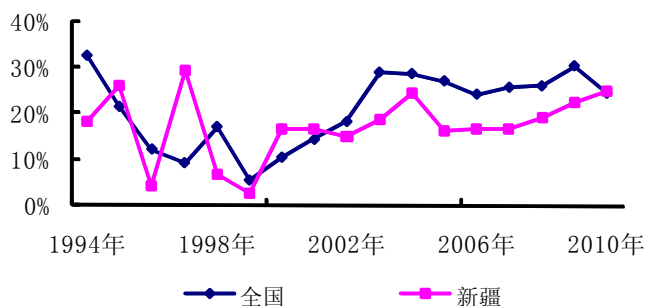
来源：公司年报、民族证券

跨越式发展推动新疆水泥需求旺盛

根据规划，十二五期间新疆将完成固定资产投资 3.6 万亿，假设亿元固定资产投资需要水泥 0.6-0.7 万吨，则水泥需求量合计 2.16-2.52 亿吨，每年约 4300-5000 万吨，而 10 年新疆水泥需求 2360 万吨。考虑到五年规划期的期初及期末效应，预计十二五期间，水泥需求增速将呈现前高中低后高的情况，11-12 年需求增速 30%，13-14 年降到 15%，15 年重回 30%。

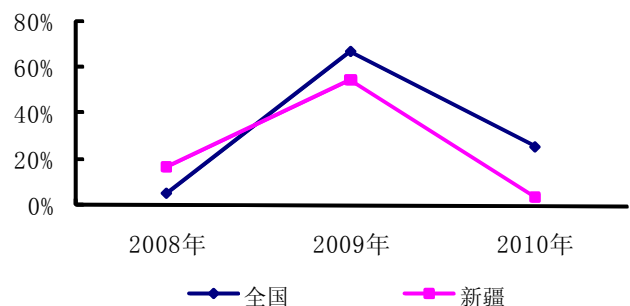
10 年新疆固定资产投资同比增长 25.2%，略高于全国平均增速 24.5%，但固定资产投资新开工项目增速仅为 3.8%，远远低于全国平均水平。这主要是因为很多项目处于前期规划阶段，随着规划完成、资金到位，预计 11 年将迎来大量项目新开工的集中爆发时期。目前来看，我们的判断正在得到逐步验证：4 月初，18 座水库在新疆天山南北七个地州、18 个县市同时宣布奠基。

图 1：新疆固定资产投资增速



资料来源：国家统计局、民族证券

图 2：新疆新开工项目投资增速



资料来源：国家统计局、民族证券

11 年水泥新增供求基本平衡

10 年底新疆水泥产能 3500 万吨左右，预计 11 年全年新投产水泥产能 1000 万吨，考虑投产时间、产能释放及产能利用率等情况，预计 11 年新增水泥供求基本平衡，局部地区出现供给紧张的局面。假设目前在建、拟建水泥生产线全部建成，则 13 年新增水泥产能大幅释放，可能出现供求关系的拐点。

表 1：2010 年新疆水泥投产情况

区域	企业名称	生产线规模 (t/d)	所在地区	建成时间
北疆	天山米东二期 1 线	2000	乌市	2010 年 1 月
	天山米东二期 2 线	2000	乌市	2010 年 1 月
	奇台大唐鼎旺	3000	昌吉	2010 年 1 月
	屯河布尔津	2000	阿勒泰	2010 年 6 月
	哈巴河阿山水泥	2500	阿勒泰	2010 年 6 月
	东湖水泥厂	800	吐鲁番	2010 年 8 月
	天山哈密	2500	哈密	2010 年 8 月
	天业三期 1 线	3000	石河子	2010 年 9 月
	天业三期 2 线	2500	石河子	2010 年 9 月
南疆	青松克州	2500	克州	2010 年 2 月
	巴州青松绿园公司	2500	巴州	2010 年 6 月
	鲁岳三川水泥	2500	巴州	2010 年 7 月
	杜瓦玉山水泥	800	和田	2010 年 8 月

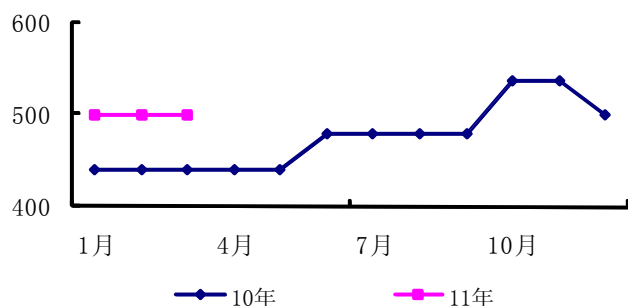
资料来源：数字水泥网、民族证券

从区域供求关系来看，10 年东疆地区最高，乌昌石地区次之，南疆最差。哈密、吐鲁番地区受兰新铁路、哈密-罗布泊铁路等重点工程拉动，存在供给缺口。乌昌石地区是全疆民用需求最大的地区，占 60%左右，尽管 10 年新增产能较多，但预计 11 年供求关系仍相对较好，旺季可能出现供给紧张。南疆地区受新增产能投放、需求不达预期等因素影响，10 年水泥市场相对较差；随着南疆民生工程的启动，预计 11 年南疆水泥市场景气度将有所提升。

旺季来临，疆内水泥有提价预期

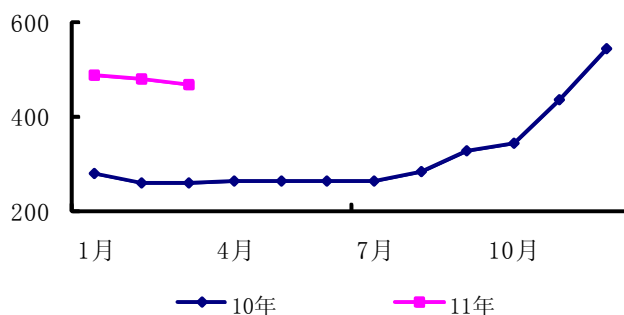
10 年新疆水泥价格出现持续上涨，11 月底传统淡季价格有所回落。目前价格延续去年下半年的较好水平，较上年同期由不同幅度的上涨。以乌市水泥为例，32.5 级吨水泥价格同比涨 20-30 元，42.5 级同比涨 50-60 元。根据以往经验及订单情况，目前价格有望维持至 5-6 月；同时 7 月需求旺季的来临，将对价格上涨带来较大的刺激。

图 3：乌鲁木齐 P042.5 级水泥价格



资料来源：数字水泥网、民族证券

图 4：南京 P042.5 级水泥价格



资料来源：数字水泥网、民族证券

抓住历史机遇，产能快速扩张

2010 年底，公司拥有水泥产能约 2000 万吨，其中新疆 1500 万吨。根据公司规模，十二五末疆内水泥市场占有率达到 50%以上。公司在建、拟建产能全部建成后，疆内水泥产能将达到 4000 万吨，是目前产能的 2.7 倍，疆内及江苏合计产能达到 4500 万吨。公司拟公开增发，涉及产能约 1500 万吨。

2010 年公司水泥销量 1480 万吨，其中江苏地区销量 480 万吨，南疆 400 万吨，东疆、北疆分别 300 万吨。预计公司 11-12 年销量将达到 1980 万吨、2500 万吨。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	2,003	2,613	3,963	5,348
现金及等价物	877	1,053	2,217	3,182
应收帐款	264	495	515	612
存货	497	607	727	956
其它流动资产	364	458	503	597
非流动资产	5,869	7,747	8,614	9,430
长期股权投资	213	209	251	296
非营业投资	303	282	282	282
固定资产及其他	5,327	7,226	8,040	8,798
递延所得税资产	27	30	41	53
资产总计	7,871	10,360	12,577	14,778
流动负债	3,684	2,774	3,996	4,864
短期借款	1,589	868	1,302	1,562
应付帐款	1,193	1,358	1,455	1,817
预收账款	143	183	175	210
其它流动负债	760	365	1,065	1,275
非流动负债	2,286	3,311	3,178	3,048
长期借款	2,151	3,176	3,134	2,992
其它非流动负债	135	135	44	56
负债合计	5,969	6,085	7,174	7,913
少数股东权益	515	660	841	1,060
归属于母公司所有者权益	1,387	3,615	4,562	5,805
负债和股东权益	7,871	10,360	12,577	14,777

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	773	576	1,699	2,260
净利润	437	675	1,127	1,463
资产减值准备	2	90	16	21
折旧和摊销	285	346	386	443
公允价值变动损失	-29	-1	-	-
财物费用	151	185	252	313
投资收益	-11	-38	-42	-46
营运资本变动	-95	-674	-32	66
递延税款变化	32	-6	-8	-
投资活动现金流	-1,685	-2,183	-1,200	-1,200
资本支出	-1,411	-2,245	-1,200	-1,200
其它	-274	62	0	-0
融资活动现金流	1,119	1,782	665	-95
权益性融资	178	1,698	-	0
负债净变化	1,092	269	917	218
财务费用	-151	-185	-252	-313
现金净增加额	206	176	1,164	965

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	4,115	5,705	8,166	10,636
营业成本	3,029	4,056	5,647	7,359
营业税金及附加	27	37	49	64
销售费用	304	339	490	617
管理费用	323	459	637	819
财务费用	151	185	252	313
资产减值损失	2	90	16	21
公允价值变动净	29	1	-	-
投资净收益	11	38	42	46
营业利润	319	578	1,116	1,490
营业外收入	175	207	210	231
营业外支出	10	9	-	-
利润总额	484	777	1,326	1,721
所得税	48	101	199	258
净利润	437	675	1,127	1,463
少数股东损益	86	170	180	219
归属于母公司所	351	505	947	1,243
EPS（元）	0.90	1.30	2.43	3.20
EBITDA	718	1,159	1,729	2,221

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.78%	38.63%	43.14%	30.26%
营业利润	89.75%	81.18%	93.09%	33.45%
归属母公司净利	88.66%	43.98%	87.37%	31.28%
获利能力				
毛利率	26.40%	28.90%	30.85%	30.81%
净利率	8.53%	8.86%	11.60%	11.69%
ROE	15.44%	20.21%	23.16%	23.99%
偿债能力				
资产负债率	75.84%	58.74%	57.04%	53.54%
流动比率	0.54	0.94	0.99	1.10
速动比率	1.62	0.57	0.69	0.79
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.63	0.71	0.78
应收帐款周转率	3.78	15.04	16.18	18.88
应付帐款周转率	2.73	2.94	3.78	4.27
每股指标(元)(按				
每股收益	0.90	1.30	2.43	3.20
每股经营现金	1.99	1.48	4.37	5.81
每股净资产	3.57	9.29	11.73	14.92
估值比率				
P/E	44.10	30.63	16.35	12.45
P/B	11.16	4.28	3.39	2.67

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；3年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn