

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

一季度减亏后将迎来盈利迅速的上扬

事件描述

天山股份今日发布 2011 年 1 季报，主要内容为：

- 报告期内实现营业收入 69469.78 万元，同比增长 48.20%；实现营业利润-2823.18 万元，与同期相比减亏 61%
- 实现归属母公司的净利润-741.42 万元，与同期相比减亏 85.12%
- 实现基本每股收益-0.019 元

事件评论

第一，一季度同比大幅减亏

今年一季度业绩依然亏损，不过较同期大幅减亏约 85%，营业收入增速和毛利率均有提高，分别为 48.2%和 26.23%。毛利率大幅超出历史同期，主要是江苏水泥价格始终维持高位。

分区域来看，公司在华东地区销量及销售价格较去年同期均有提升。新疆地区受冬储的影响，产销量降低拉高了吨成本；大量新建和续建项目的开工、新增公司及人工费用、修理费等的增加，以及借款金额增加及利率上调也带来的费用的提高。

作为公司传统销售淡季，历年一季度都是亏损的。我们从近年的数据来看，事实上今年已是 03 年来亏损最小的一年。预期随着天气回暖，新疆进入需求旺季后，盈利能力将迅速上扬。

第二，大财政转移阵地，新疆地区将持续高景气

在此前的报告中我们详细分析了新疆地区未来的供需情况，未来两年疆内产能的快速投放只是为了弥补供需缺口。在目前市场对宏观经济争议很大的情况下，新疆地区显示出越来越大的防御性：完全不受调控政策影响，相反，它是积极财政政策最大受益者；无论从供给还是需求方面，都有望超预期。

■ 一方面，未来两年的有效供给将远小于企业上报的数据；而且未来产能投放主要都集中在喀什地区，单个地区可能存在的过剩不影响全区域的景气趋势。而目前市场对新疆未来产能过剩的预期已经反应到股价，未来任何产能上的低进度都将带来超预期。

■ 另一方面，随着新疆建设的全面启动，对水泥的需求可能大大超出市场的预期。

从水泥区域景气周期来看，无论是 1999-2004 年的华东市场（2004 年开始宏观调控），还是 2002-2009 年的内蒙古市场、2003-2010 年的河南市场，一旦区域市场需求启动后，水泥的景气向上周期都将维持较长时间。进入二季度的

第一周，乌鲁木齐的水泥价格提升 40-50 元/吨，水泥价格已经进行上行通道，我们认为在需求的全面拉动下，将迎来进一步上涨。

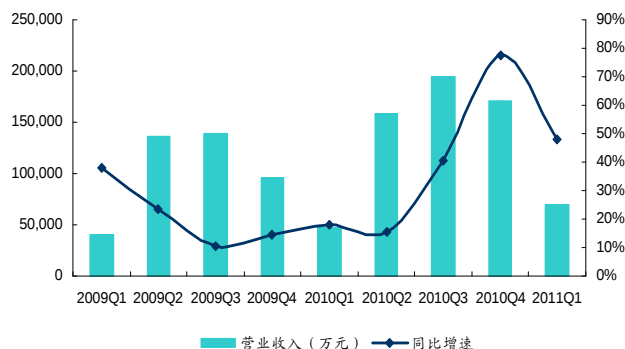
第三，大量新产能规划中，全面覆盖南北疆

市场如此向好，公司自是不甘寂寞。公司未来两年的产能投放速度惊人，2011-13 年预计将分别新增产能约 830、1390 和 720 万吨，11、12 年增速将高达 43%、50%。并且我们从其产能分布上可以看到公司对南疆的开拓力度：目前公司在南疆在建和筹建产能约为 1300 万吨、北疆约 1120 万吨、东疆约 320 万吨，以及华东 200 万吨。全部投产后，公司在南疆和北疆的产能基本持平。

第四，高景气下的产能迅速投放，维持“推荐”评级

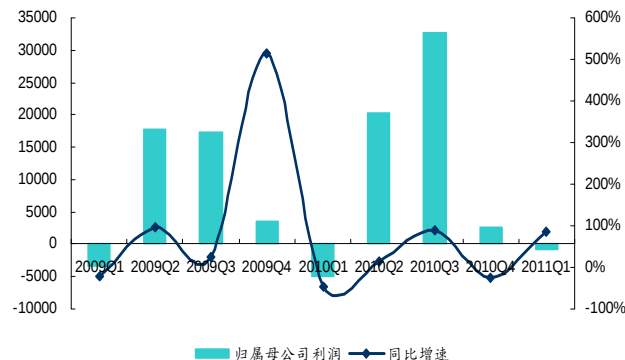
看好新疆地区随着项目启动带来的水泥需求高景气，一季度的大幅减亏仅是一个序曲。预计公司 2011-13 年的 EPS 分别为 2.58、3.61 和 4.82 元/股（暂不考虑增发摊薄），对应 4 月 13 日收盘价 39.95 元，PE 分别为 15.48、11.07、8.29 倍，维持我们之前的判断，2 季度重点关注新疆水泥股，维持“推荐”评级。

图 1：一季度营业收入增速高于历史同期



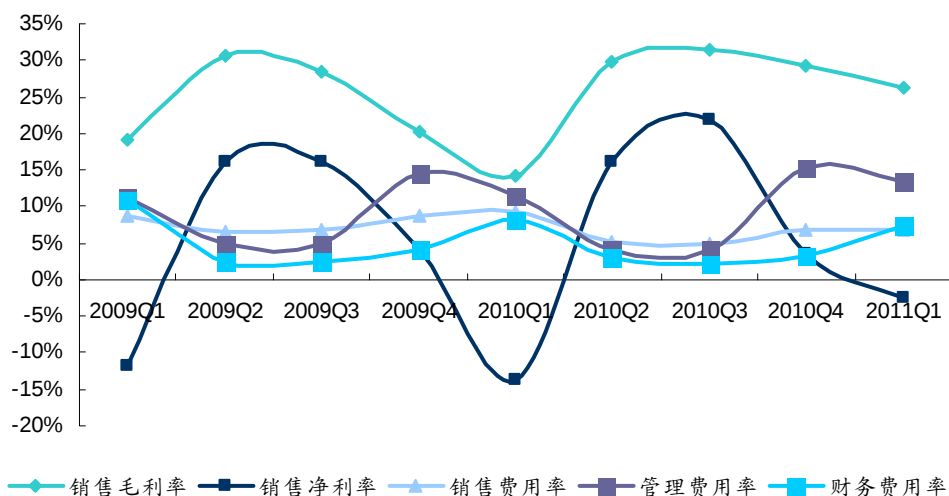
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：一季度归属母公司利润亏损额同比大幅降低



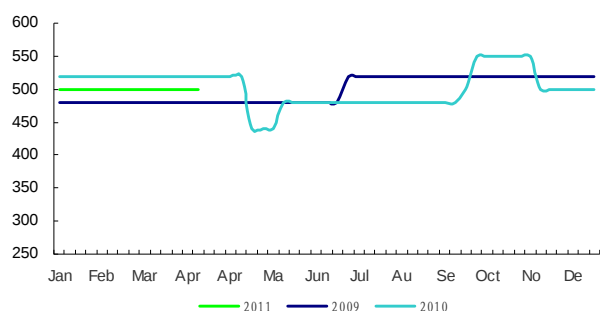
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司第一季度毛利率略高于去年同期水平



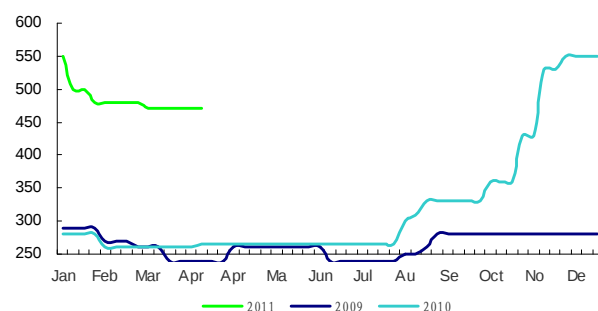
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 新疆乌鲁木齐水泥价格将超出历史同期



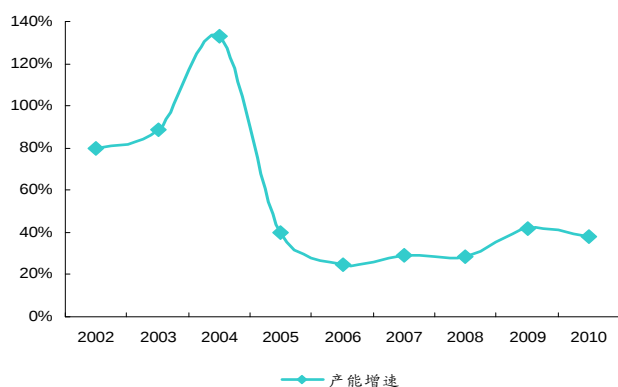
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 江苏南京水泥价格同比远高于去年



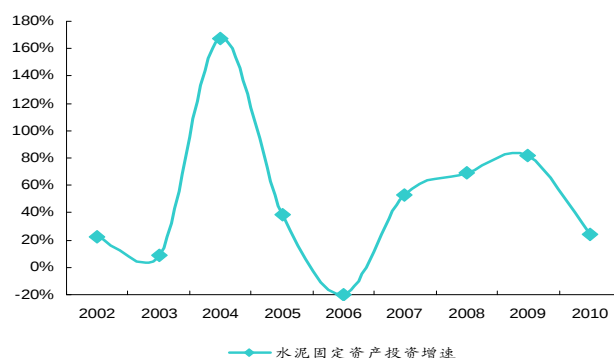
资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 6: 内蒙古水泥产能持续较快增长



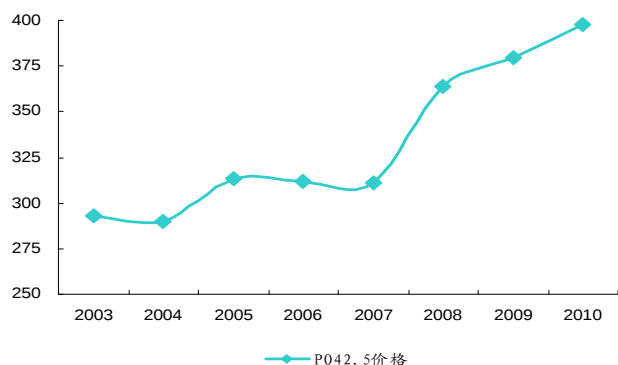
资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 7: 内蒙古水泥固定资产投资增速维持高位



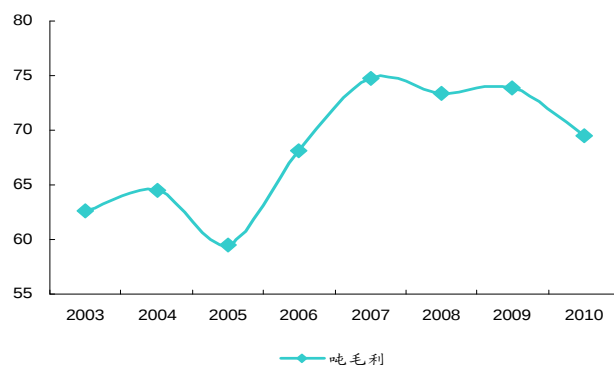
资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 8: 以内蒙古呼和浩特地区水泥价格为例, 持续上行

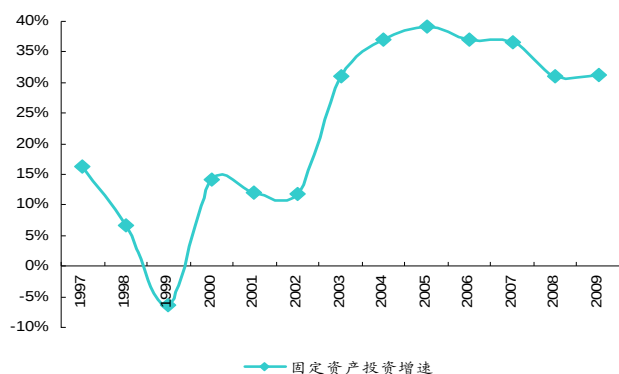


资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

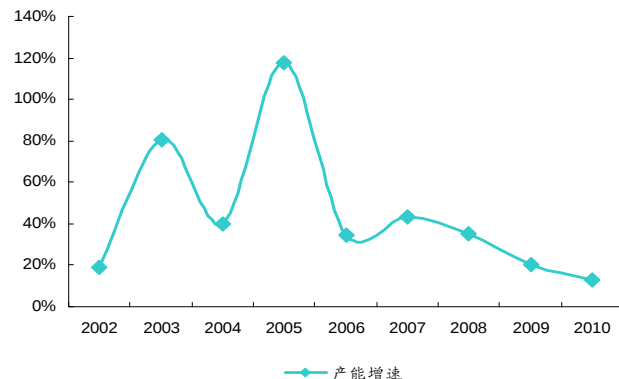
图 9: 内蒙古区域水泥盈利持续上行保持高位



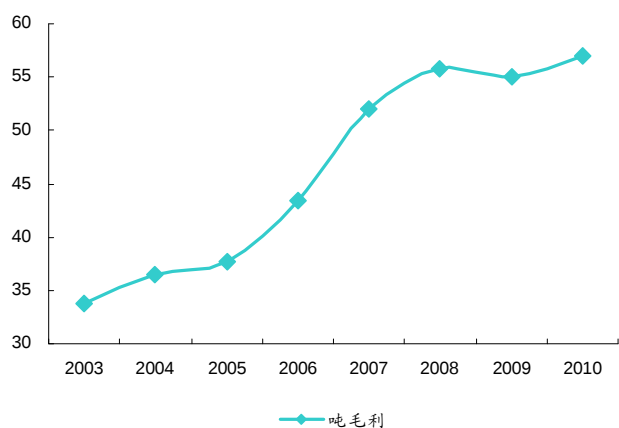
资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 10: 河南市场 2003 年开始启动


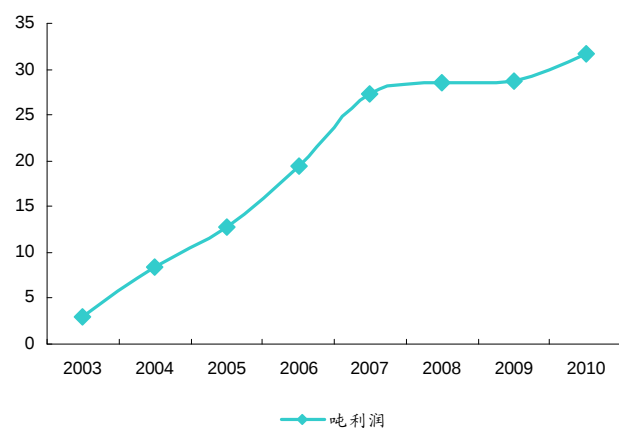
资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 11: 河南市场 2003 年开始大上产能


资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 12: 河南水泥吨毛利持续上行


资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

图 13: 河南水泥吨净利持续上行


资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

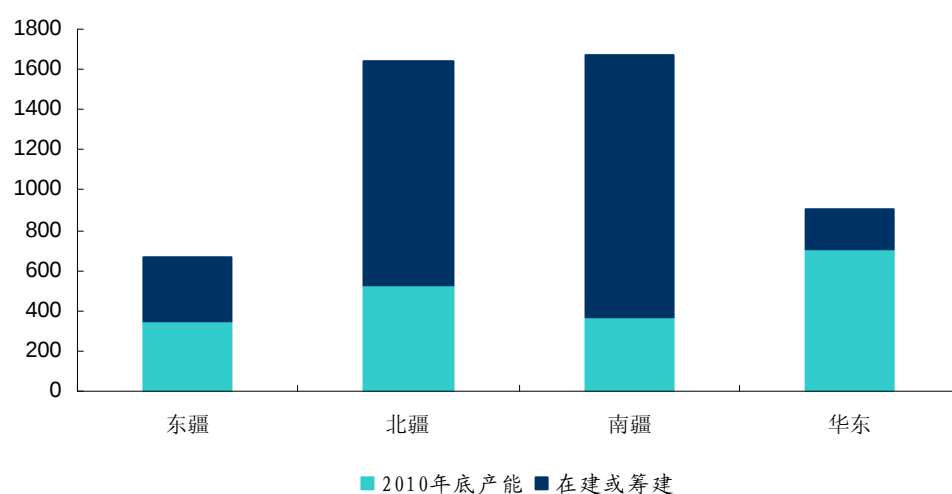
表 1: 两年内公司疆内产能将翻番

项目	持股比例	生产线	水泥产能	地区	状态	区域
2010 年底产能			1946			
2011 年在建投产			830			
阿克苏天山多浪	100%	3200	130	喀什	2011.1 投产	南疆
阿克苏天山多浪水泥喀什分公司	100%	4000	160	喀什	在建	南疆
阿克苏天山多浪水泥叶城分公司	100%	4000	160	喀什	在建	南疆
伊犁天山	51%	4500	180	伊犁(察县)	在建	北疆
江苏汉天二期	50%	5000	200	南京	在建	江苏
2012 年投产的筹建			1390			
库车天山	100%	5000	200	阿克苏库车	前期准备	南疆
哈密天山	100%	5000	200	哈密	前期准备	东疆
阜康天山一期	100%	2500	100	昌吉阜康	前期准备	北疆
和静天山	75%	5000	200	巴州	前期准备	南疆

额敏天山	51%	3000	120	塔城	前期准备	北疆
富蕴天山	51%	3000	120	阿勒泰	前期准备	北疆
吐鲁番天山	100%	3000	120	吐鲁番	前期准备	东疆
洛浦天山		3200	130	和田洛浦	最新公告增发投向	南疆
天山水泥达坂城一期	100%	5000	200	乌鲁木齐达坂城	最新公告增发投向	北疆
2013 年投产的筹建			720			
天山水泥达坂城二期	100%	5000	200	达坂城	最新公告增发投向	北疆
若羌天山		3000	120	巴州若羌	最新公告	南疆
克州天山		5000	200	克州天山	最新公告	南疆
阜康天山二、三期	100%	2*2500	200	昌吉阜康	筹建	北疆

资料来源：公司公告，数字水泥网，长江证券研究部

图 14：公司规划产能分布情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5705	7787	11008	15411	货币资金	1053	1328	3934	7000
营业成本	4056	5195	7492	10633	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1648	2593	3516	4777	应收账款	165	231	327	458
% 营业收入	28.9%	33.3%	31.9%	31.0%	存货	607	777	1121	1591
营业税金及附加	37	50	71	99	预付账款	435	557	803	1140
% 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	339	428	550	771	流动资产合计	2613	3368	6237	10255
% 营业收入	5.9%	5.5%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	263	263	263	263
管理费用	459	623	881	1233	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	209	249	285	285
财务费用	185	228	175	124	投资性房地产	20	20	20	20
% 营业收入	3.2%	2.9%	1.6%	0.8%	固定资产合计	3239	3462	3516	3481
资产减值损失	90	0	7	10	无形资产	316	300	285	271
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	23	23	23	23
投资收益	38	40	40	0	递延所得税资产	30	0	1	1
营业利润	578	1303	1872	2541	其他非流动资产	3649	3649	3649	3649
% 营业收入	10.1%	16.7%	17.0%	16.5%	资产总计	10360	11334	14279	18247
营业外收支	198	238	286	343	短期贷款	891	0	0	0
利润总额	777	1541	2157	2883	应付款项	1358	1738	2507	3558
% 营业收入	13.6%	19.8%	19.6%	18.7%	预收账款	183	250	353	494
所得税费用	101	201	281	376	应付职工薪酬	114	146	210	299
净利润	675	1340	1876	2508	应交税费	35	63	89	120
归属于母公司所有者的净利润	505.4	1003.0	1404.0	1876.8	其他流动负债	194	249	356	504
少数股东损益	170	337	472	631	流动负债合计	2774	2445	3514	4974
EPS (元/股)	1.30	2.58	3.61	4.83	长期借款	3176	3176	3176	3176
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1085	2071	3491	3944	递延所得税负债	38	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	97	97	97	97
收回现金	11	0	0	0	负债合计	6085	5718	6787	8247
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3615	4618	6022	7898
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-2329	-678	-710	-754	少数股东权益	660	998	1470	2101
其他	15	0	0	0	股东权益	4275	5615	7491	9999
投资活动现金流净额	-2314	-678	-710	-754	负债及股东权益	10360	11334	14279	18247
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	1837	0	0	0	EPS	1.299	2.579	3.610	4.825
银行贷款增加 (减少)	266	-891	0	0	BVPS	9.29	11.87	15.48	20.31
筹资成本	320	-228	-175	-124	PE	32.83	16.54	11.82	8.84
其他	-962	0	0	0	PEG	0.60	0.30	0.22	0.16
筹资活动现金流净额	1461	-1119	-175	-124	PB	4.59	3.59	2.76	2.10
现金净流量	232	275	2606	3066	EV/EBITDA	17.70	9.22	5.83	3.68
					ROE	14.0%	21.7%	23.3%	23.8%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。