



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4月14日

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: S0080511010035
guanxue@cicc.com.cn

推荐

天山股份 (000877.SZ)

一季度业绩符合预期

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	80.9	44.3	30.7	15.4	11.2
市净率	18.3	11.2	4.3	2.9	2.4
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%	0.8%	1.0%	1.9%	2.7%
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	19.90	19.71	14.32	4.68	5.62

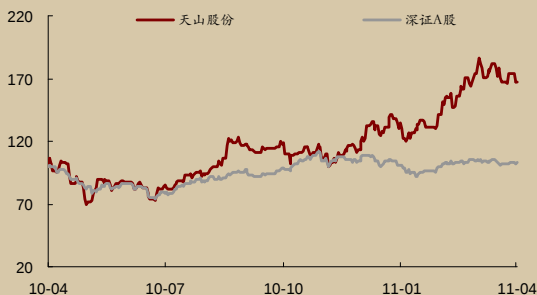
股票信息

A股	
股票代码	000877.CH
当前股价(元)	人民币39.95
日成交量(百万股)	3.39
52周最高价/最低价	人民币45.18/16.8
总市值(百万元)	15,539
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]	+0.38	-7.74	+27.88	+26.54
[深证A股指数]	+1.91	-1.90	+2.34	+6.74

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

2011年一季度业绩符合预期:

2011年一季度实现营业收入6.95亿元, 同比增长48.2%, 毛利润同比增加149%, 而营业利润为亏损2800万元, 同比减亏4400万元。净利润亏损740万元, 同比大幅减亏4240万元, 每股收益-0.02元, 同比上升85%。

要点:

- 收入大幅增长48.2%。一方面, 新疆需求旺盛, 虽然仍处于年内淡季, 但市场需求较去年有较大增长, 预计公司新疆境内产销量同比增长30%, 价格同比上升20%。另一方面, 江苏地区价格较去年同期上升40%。
- 毛利率提高12个百分点至26.2%。得益于价格大幅上升, 而成本上升幅度低于价格上升, 毛利率显著提高。
- 预付款达到11个亿, 同比增加5倍, 是一季度营业收入的近两倍, 显示新疆水泥需求非常旺盛。
- 但是, 由于一季度产能利用率比较低, 固定费用较高, 且公司计提2100万资产减值准备(四季度计提了8900万), 导致一季度业绩亏损。

发展趋势:

4月中下旬开始, 新疆进入旺季。目前北疆PC325价格420元, 预计年内可上升至480元, 南疆PC325价格380元, 预计年内可上升至450元。预计江苏地区旺季价格稳步上升。我们当前盈利预测没有充分考虑未来价格的上升, 因此仍有较大上调空间。

据测算, 按照目前在建和拟建的所有项目, 新疆水泥产能到2013年底将达到8600万吨, 考虑落后产能淘汰500万吨, 意味着未来三年产能年均复合增长40%。但是, 大量拟建生产线还没有获得批文, 资金来源也没有落实, 预计实际产能增长将低于40%, 产量增长约为35%。此外, 新疆建材协会已经开始建议政府限批水泥生产线。我们认为, 未来2-3年, 新疆水泥市场将维持较好的景气度。

重申推荐评级:

受到公开增发以及一季度业绩报亏等利空影响, 公司近一个月表现落后板块5%。往后看, 短期利空已经出尽, 未来半年价格趋势向上, 今明两年业绩存在上调空间。重申推荐评级。

图表 1: 分季度盈利分析

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	YoY	QoQ
营业收入	469	1,579	1,950	1,707	695	48.2%	-59.3%
营业成本	402	1,110	1,339	1,206	512	27.6%	-57.5%
主营业务税金及附加	1	8	15	13	4	340.4%	-69.5%
主营业务利润	66	460	596	489	178	169.0%	-63.5%
营业费用	43	81	98	116	48	9.9%	-59.0%
管理费用	54	66	78	261	93	72.0%	-64.3%
财务费用	38	47	44	55	51	33.4%	-7.0%
资产减值	7	2	6	75	21	201.1%	-72.5%
公允价值变动损益	3	-7	-8	13	2	-43.1%	-87.7%
投资收益	1	13	11	12	4	226.9%	-65.0%
营业利润	-72	269	374	7	-28	60.9%	517.9%
经常性业务营业利润	-76	264	370	-19	-34	55.3%	81.4%
营业外收入	11	14	82	100	17	51.2%	-83.0%
营业外支出	0	2	1	6	3	487.1%	-54.9%
利润总额	-61	282	455	101	-14	77.5%	113.7%
所得税	2	28	29	42	4	74.3%	-90.7%
少数股东损益	-14	51	99	34	-10	25.9%	130.2%
净利润	-50	203	327	25	-7	85.1%	129.2%
全面摊薄每股收益	-0.13	0.52	0.84	0.07	-0.02	85.1%	129.2%
毛利率	14.3%	29.7%	31.3%	29.3%	26.2%	11.9pt	-3.1pt
营业费用率	9.3%	5.2%	5.0%	6.8%	6.9%	-2.4pt	0.1pt
管理费用率	11.5%	4.2%	4.0%	15.3%	13.4%	1.8pt	-1.9pt
营业利润率	-15.4%	17.1%	19.2%	0.4%	-4.1%	11.3pt	-4.5pt
净利润率	-10.6%	12.8%	16.8%	1.5%	-1.1%	9.6pt	-2.6pt
有效税率	-3.6%	10.0%	6.4%	41.2%	-28.0%	n.a	n.a

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 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 3: 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)						应收帐款周转期	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

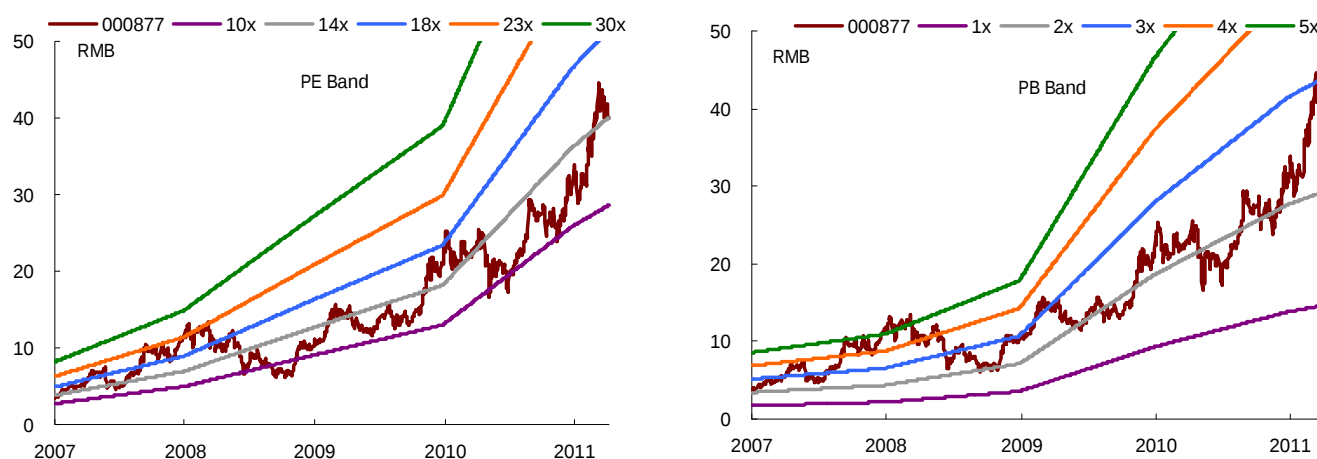
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-4-13	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	41.6	41.5	23.8	13.8	10.4	5.1	4.2	3.3	2.6	24.7	15.8	9.7	7.6
000401.SZ	冀东水泥	CNY	25.9	31.9	20.8	14.7	12.3	4.7	3.1	2.6	2.1	22.9	10.1	6.8	5.7
600801.SH	华新水泥	CNY	53.9	43.5	36.9	13.5	10.4	4.8	4.3	3.3	2.5	17.6	16.3	7.6	6.1
600720.SH	祁连山	CNY	21.8	25.4	21.1	12.1	8.4	4.9	4.0	3.0	2.2	18.3	16.6	9.6	6.6
600449.SH	赛马实业	CNY	40.4	17.7	14.1	12.2	9.7	3.8	3.0	2.7	2.2	13.6	11.9	8.2	6.3
000877.SZ	天山股份	CNY	40.0	44.3	30.7	15.4	11.2	9.0	3.4	2.9	2.4	27.9	18.4	10.3	7.8
600425.SH	青松建化	CNY	25.9	60.1	40.5	30.8	22.9	8.3	5.1	4.8	4.3	31.5	29.7	18.8	15.2
中金覆盖A股平均值				37.8	26.8	16.1	12.2	5.8	3.9	3.2	2.6	22.4	17.0	10.2	7.9
中金覆盖A股中位数				41.5	23.8	13.8	10.4	4.9	4.0	3.0	2.4	22.9	16.3	9.6	6.6
000789.SZ	江西水泥	CNY	18.2	108.7	47.7	18.6	15.9	6.7	5.9	4.4	3.5	19.7	15.3	7.3	6.7
002233.SZ	塔牌集团	CNY	19.5	36.7	26.5	18.5	15.5	4.1	3.6	3.1	2.9	14.5	12.5	9.7	8.6
601992.SH	金隅股份	CNY	16.2	25.6	24.1	17.1	13.7	4.2	3.3	2.8	2.3	24.4	22.0	16.2	12.5
600881.SH	亚泰集团	CNY	8.2	20.9	22.9	12.3	9.2	2.2	2.1	1.8	1.5	14.5	16.7	10.3	7.9
000885.SZ	同力水泥	CNY	16.7	37.2	79.4	55.8	23.9	3.9	3.6	n.a	n.a	12.0	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				295.6	37.6	23.3	14.1	5.4	4.6	3.4	2.9	31.0	20.9	11.1	8.8
A股市场中位数				39.3	28.6	16.3	12.3	4.7	3.8	3.0	2.4	24.4	16.6	9.7	7.7
914.HK	海螺水泥	HKD	50.6	44.4	24.9	13.8	10.4	5.5	4.4	3.3	2.6	21.7	13.6	8.0	6.2
3323.HK	中国建材	HKD	28.3	28.8	19.5	10.3	8.4	5.3	3.4	2.5	1.8	16.4	10.8	6.6	5.8
中金覆盖H股平均值				36.6	22.2	12.0	9.4	5.4	3.9	2.9	2.2	19.1	12.2	7.3	6.0
中金覆盖H股中位数				36.6	22.2	12.0	9.4	5.4	3.9	2.9	2.2	19.1	12.2	7.3	6.0
1313.HK	华润水泥	HKD	7.9	19.7	26.6	14.6	11.7	4.2	3.6	2.9	2.4	38.0	19.1	10.9	8.3
1893.HK	中材股份	HKD	8.3	36.4	21.0	14.8	12.1	3.2	2.8	2.2	1.9	10.4	6.5	4.6	3.9
2009.HK	金隅集团	HKD	12.2	17.1	14.9	10.5	8.1	2.8	2.3	1.9	1.6	26.7	14.2	9.5	7.2
691.HK	山水水泥	HKD	7.6	26.7	17.4	10.5	8.7	3.6	3.1	2.5	2.1	11.5	8.4	5.5	4.6
743.HK	亚洲水泥	HKD	4.8	10.9	14.9	10.8	9.1	1.0	0.9	0.8	0.8	8.0	8.1	6.1	5.4
2233.HK	西部水泥	HKD	3.4	0.6	12.7	9.0	7.5	0.2	3.6	2.5	1.9	16.0	9.4	5.8	4.8
H股市场平均值				26.3	19.9	12.2	9.8	3.6	2.9	2.3	1.9	19.0	11.5	7.3	5.9
H股市场中位数				26.7	19.5	10.8	9.1	3.6	3.1	2.5	1.9	16.4	10.8	6.6	5.8
HOLN VX equity	蒙西水泥	CHF	73.9	15.0	21.9	17.8	14.0	1.2	1.2	1.2	1.2	8.3	8.4	8.0	7.1
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	50.5	168.2	22.6	13.3	9.8	0.9	0.8	0.8	0.7	9.4	7.9	7.1	6.3
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	45.7	16.5	14.9	12.7	10.0	0.9	0.8	0.8	0.8	8.3	8.2	7.5	6.8
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	16.4	18.6	23.6	17.9	13.5	1.2	1.2	1.1	1.1	8.6	9.6	8.5	7.4
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.1	27.9	49.6	25.4	15.4	0.6	0.6	0.6	0.6	5.3	6.8	6.5	5.7
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,117.0	13.4	18.7	19.6	17.2	3.6	3.2	3.1	2.8	7.3	10.4	10.9	9.4
其他市场平均值				43.3	25.2	17.8	13.3	1.4	1.3	1.2	1.2	7.9	8.5	8.1	7.1
其他市场中位数				17.6	22.3	17.9	13.7	1.1	1.0	1.0	0.9	8.3	8.3	7.8	7.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：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