

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 50.00 元

当前股价: 34.13 元

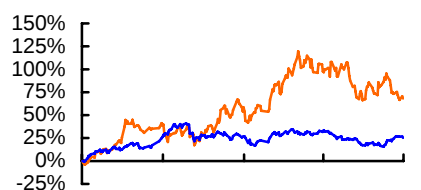
评级调整: 上调

基本资料

深证成份指数	12268.19
总股本(百万)	389
流通股本(百万)	336
流通市值(亿)	115
EPS (TTM)	1.41
每股净资产(元)	10.99
资产负债率	58.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天山股份	-3.12	-13.99	7.30
深证成份指数	5.82	-4.91	-1.14



2010/7 2010/10 2011/1 2011/4

—— 天山股份 —— 深证成份指数

相关报告

《天山股份-股东大会审议通过公开发行方案点评》2011-5-2

《天山股份-蓄势待发 2011 又是丰收之年》2011-4-14

《天山股份-全疆布局 开启快速增长的通道》2011-3-18

天山股份

000877

强烈推荐

2011 年上半年公司业绩预告点评

今日公司公告 2011 年上半年业绩预告,上半年实现归属于母公司净利润 3.83 亿元,同比增长 140%-160%;基本每股收益 0.98 元,同比增长 110%-120%,符合我们预期。

投资要点:

- **二季度净利润同比增长 193%。**去年二季度公司实现归属母公司净利润 2.02 亿元,今年二季度实现归属母公司净利润 3.9 亿元,同比增长 193%。
- **业绩增长主要来自两个方面:水泥价格上涨和水泥销量上升。**水泥价格上涨既包括疆内水泥价格上涨,也包括江苏水泥价格上涨,上半年新疆和水泥价格上涨幅度均超过 100 元/吨以上,公司受益明显,水泥价格上涨是公司业绩大幅增长的主要原因;水泥销量增加是业绩增长的次要因素,公司上半年预计销售水泥 741 万吨,去年同期销量 601 万吨,同比增幅 23.3%。
- **公司水泥单吨净利约 52 元,北疆产能权益不高和江苏水泥单吨净利低于疆内是公司水泥单吨净利偏低的原因。**公司水泥单吨净利低于新疆水泥行业整体净利主要有两个原因,一是北疆产能仅有 51%,所以北疆的净利只有一半归属公司;二是虽然江苏水泥价格同比大幅上涨,但预计公司江苏水泥单吨净利低于 50 元。
- **下半年业绩增长预计来自两个方面:新疆水泥价格上涨和疆内水泥产能释放。**历史上新疆每年 7-8 月份水泥价格均会出现上涨,下半年由于供求还是紧张,预计 7-8 月水泥价格依然存在上涨的可能;去年下半年至今年上半年新投产生产线下半年将释放新增产量,包括哈密新天山 2500t/d、布尔津 2000t/d、米东 2×2000t/d 和阿克苏天山多浪 3200t/d,而今年下半年投产的生产线由于集中在 10 月左右,今年基本贡献不了业绩。
- **公开增发缓解公司资金压力,同时摊薄业绩可能在 16%-20%。**公司在建和拟建新型干法水泥生产线 15 条,资金需求约 90 亿,尤其 11、12 年将是投资高峰期,资金压力明显。公司计划 28 亿元的公开增发方案有利于缓解资金压力,增发后对每股收益的摊薄幅度可能在 16-20%。
- **投资评级上调至“强烈推荐”。**由于公司半年报业绩预告低于市场预期,市场下调了公司未来的盈利增长能力,但我们依然维持前期判断,维持公司 11-13 年 EPS 预测分别为 2.62、3.43、4.42 元,对应 11 年 13 倍 PE,考虑到未来新疆水泥行业需求高增长带动的高景气持续时间可能超出市场预期,公司作为新疆的水泥龙头,将充分享受区域市场的高景气,投资评级上调至强烈推荐。

风险提示:

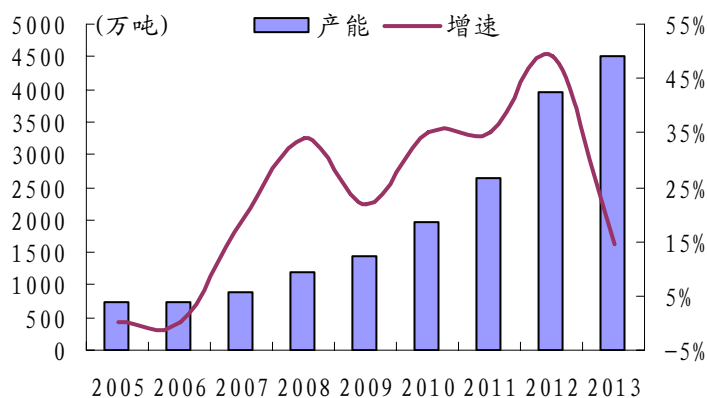
- 新疆固定资产投资增速低于预期,水泥新增产能增速高于预期

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5705	7632	9674	12785
同比(%)	39%	34%	27%	32%
归属母公司净利润(百万元)	505	1020	1334	1719
同比(%)	44%	102%	31%	29%
毛利率(%)	28.9%	33.7%	33.2%	32.1%
ROE(%)	14.0%	22.8%	22.9%	22.8%
每股收益(元)	1.30	2.62	3.43	4.42
P/E	26.26	13.01	9.95	7.72
P/B	3.67	2.96	2.28	1.76
EV/EBITDA	15	9	7	6

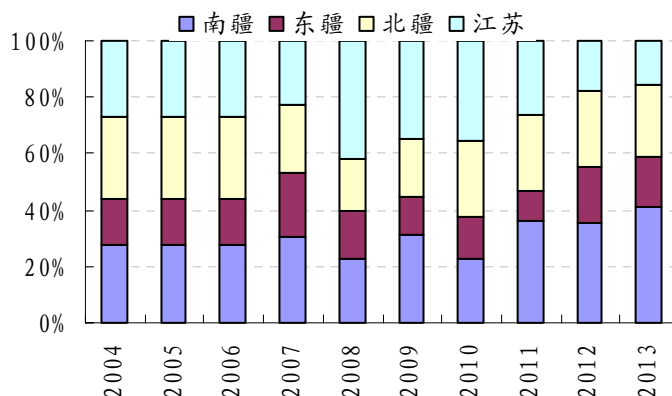
资料来源:中投证券研究所

图 1 公司水泥产能及增速



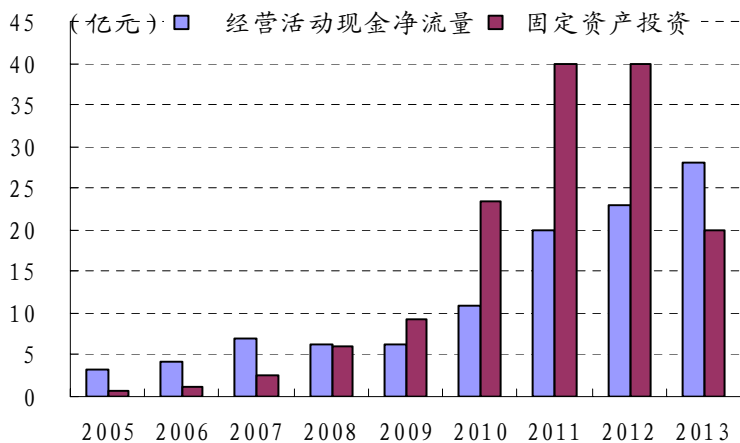
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 天山水泥产能区域分布



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司经营活动现金净流量与固定资产投资对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1: 2010-2013 年公司投产水泥熟料生产线

生产线	权益	所在区域	开工时间	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	10 年 8 月	11 年 10 月	187
叶城天山 4000t/d	100%	南疆	10 年 8 月	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	11 年 3 月	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	11 年 3 月	12 年底	208
乌鲁木齐 2×5000t/d 一期	100%	东疆	11 年 3 月	12 年底	200
吐鲁番天山 3000t/d	100%	东疆	11 年 3 月	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	11 年 3 月	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	11 年 3 月	13 年	220
和田洛浦天山 3200t/d	100%	南疆	11 年 3 月	13 年	136
巴州若羌天山 3000t/d	100%	南疆	11 年 3 月	13 年	120
合 计				2875	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 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	1800	2250	3000
+/-	25.2%	21.2%	21.6%	25.0%	33.3%
单位价格（元/吨）	308	346.8	385	390	390
+/-	-1.0%	12.6%	11.0%	1.3%	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	135	135	130
毛利率（%）	26.2%	29.9%	35.1%	34.6%	33.3%
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

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	7947	12372	13964	营业收入	5705	7632	9674	12785
现金	1053	6008	9884	10639	营业成本	4056	5064	6463	8675
应收账款	158	262	311	412	营业税金及附加	37	51	64	84
其它应收款	16	30	35	46	营业费用	339	496	611	815
预付账款	435	514	682	906	管理费用	459	534	711	925
存货	607	797	1008	1348	财务费用	185	216	263	296
其他	344	336	452	612	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	1236	1551	1998
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	15442	19482	23487	利润总额	777	1491	1884	2404
流动负债	2774	3736	4120	5006	所得税	101	170	230	284
短期借款	868	1108	1028	1055	净利润	675	1320	1654	2119
应付账款	1219	1489	1929	2580	少数股东损益	170	300	320	400
其他	687	1139	1163	1371	归属母公司净利润	505	1020	1334	1719
非流动负债	3311	6267	8268	9268	EBITDA	1109	1879	2287	2898
长期借款	3176	6176	8176	9176	EPS（元）	1.30	2.62	3.43	4.42
其他	135	91	92	92	主要财务比率				
负债合计	6085	10003	12388	14274	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	660	960	1280	1680	成长能力				
股本	389	389	389	389	营业收入	38.6%	33.8%	26.8%	32.2%
资本公积	2178	2178	2178	2178	营业利润	81.2%	113.8%	25.4%	28.8%
留存收益	1033	1898	3231	4951	归属于母公司净利润	44.0%	101.9%	30.7%	28.9%
归属母公司股东权益	3615	4479	5813	7533	获利能力				
负债和股东权益	10360	15442	19482	23487	毛利率	28.9%	33.7%	33.2%	32.1%
现金流量表					净利率	8.9%	13.4%	13.8%	13.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.0%	22.8%	22.9%	22.8%
经营活动现金流	1085	2169	2302	3064	ROIC	10.2%	21.7%	28.3%	25.4%
净利润	675	1320	1654	2119	偿债能力				
折旧摊销	346	427	474	604	资产负债率	58.7%	64.8%	63.6%	60.8%
财务费用	185	216	263	296	净负债比率	66.84	73.19%	74.55	71.91%
投资损失	-38	-25	-27	-28	流动比率	0.94	2.13	3.00	2.79
营运资金变动	-165	248	-101	-28	速动比率	0.72	1.91	2.75	2.52
其它	82	-17	39	100	营运能力				
投资活动现金流	-2314	-95	-79	-3041	总资产周转率	0.63	0.59	0.55	0.60
资本支出	2344	46	45	3000	应收账款周转率	28	27	25	26
长期投资	-2	12	-5	2	应付账款周转率	3.77	3.74	3.78	3.85
其他	28	-37	-39	-39	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1461	2881	1652	732	每股收益(最新摊薄)	1.30	2.62	3.43	4.42
短期借款	-721	240	-80	27	每股经营现金流(最新摊薄)	2.79	5.58	5.92	7.88
长期借款	1025	3000	2000	1000	每股净资产(最新摊薄)	9.29	11.52	14.95	19.37
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	26.26	13.01	9.95	7.72
其他	-655	-359	-268	-294	P/B	3.67	2.96	2.28	1.76
现金净增加额	232	4955	3875	756	EV/EBITDA	15	9	7	6

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