

分析师：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490511040002
联系人：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn		

业绩高增长，全年仍可期——天山股份 2011 年中报点评

事件描述

天山股份今日公布 2011 年半年报和董事会决议公告，其主要内容为：

- 报告期内实现营业收入 336,074.25 万元、营业利润 54,929.18 万元、利润总额 59,111.72 万元，同比分别增长 64.13%、178.69%、168.18%；
- 实现归属母公司净利润 38,275.67 万元，同比增长 150.33%，折 EPS 为 0.98 元。
- 审议通过了《关于哈密天山水泥有限责任公司出资设立全资子公司的议案》，设立哈密天山商品混凝土加强哈密地区商混市场控制力；
- 审议通过了《关于收购哈密中鑫矿业开发有限责任公司及哈密市中合砂石有限责任公司资产的议案》，拟以哈密天山混凝土为主体，用不超过 4200 万元人民币，收购中鑫公司的两条 120 混凝土生产线和两座砂石料场及相关配套设施、中合公司的一座砂场及相关配套设施；
- 审议通过了《关于向控股子公司新疆屯河水泥有限责任公司增资的议案》，公司拟出资 1.53 亿元，完成增资后屯河水泥的注册资本将达到 5.17 亿元。

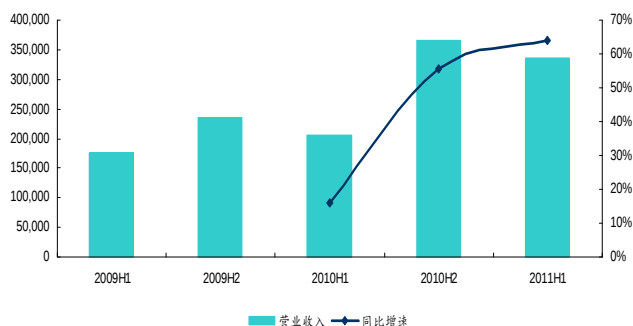
事件评论

第一， 江苏价增+新疆量价同增，净利大幅增长

报告期内，公司业绩实现高速增长，营收同比增速达到 64.13%；归属于母公司股东净利润同比增长 150.33%，主要原因是江苏地区价格同比大涨以及新疆量价齐增。

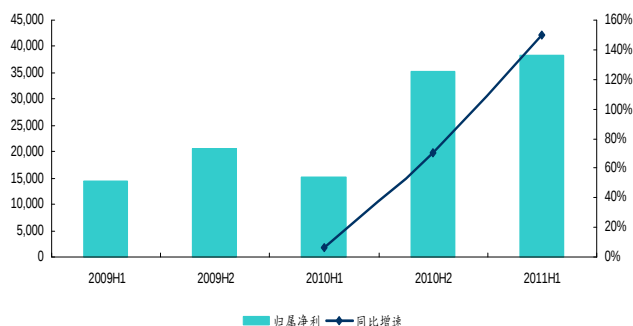
- 江苏水泥价格持续高位运行。以南京为例，水泥市场延续了自去年年末以来的高景气度，今年上半年高标号水泥价格大部分时间都维持在 470 元以上的高价，水泥企业的高盈利能力在延续。
- 新疆地区量价齐增。新疆水泥市场在大财政转移的背景下持续保持一个较高的景气度，今年上半年高标号水泥价格大幅上涨并保持稳定，另外随着公司新疆新项目的投产，新疆地区销量稳步增加。另外新疆地区上半年价格维持在一个高位我们认为主要有两个因素：一方面，新疆为大财政转移阵地，市场需求持续旺盛；另一方面，新疆地区水泥企业市场集中度较高，大企业更具优势。

图 1：2011 上半年营业收入稳定增长



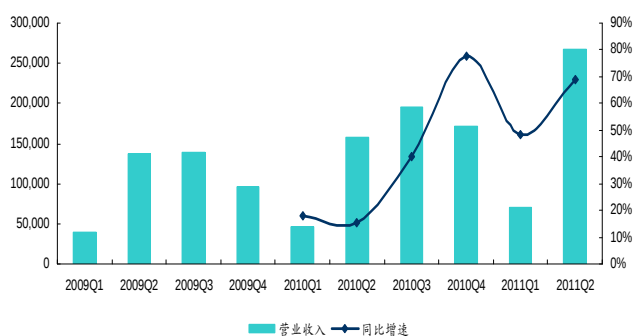
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：2011 上半年归属净利润同比翻了一倍多



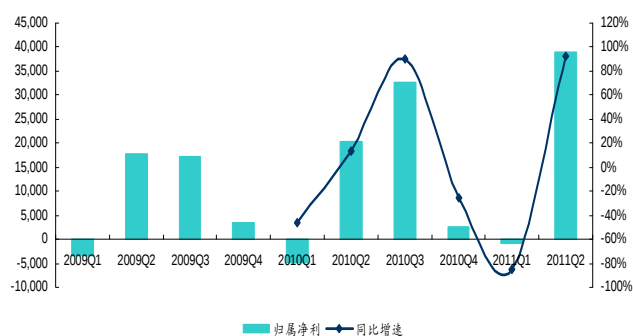
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：二季度营收创新高并保持高增速



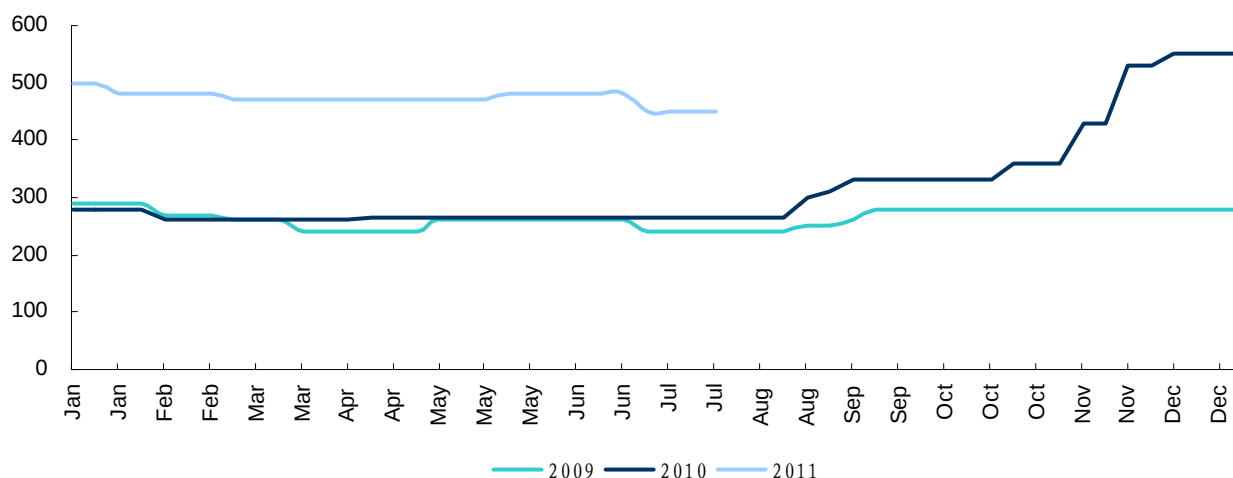
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：二季度归属净利与其增速均创新高



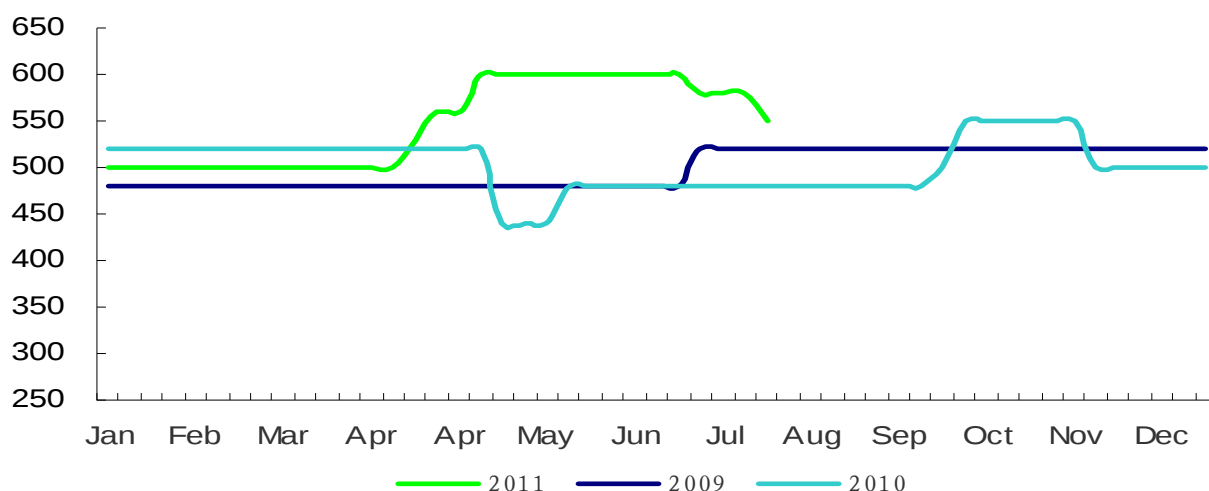
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：江苏水泥价格高位运行，7 月份价格略有下滑



资料来源：长江证券研究部

图 6: 新疆地区上半年价格大幅上涨



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司水泥业务指标 (吨收入, 吨毛利维持高位)

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入(万元)	39663	136791	138974	96083	46875	157889	194983	170732	69470	266604
营业成本(万元)	32095	94798	99364	76609	40155	110993	133866	120622	51245	169589
净利润(万元)	-4718	22080	22273	4042	-6363	25356	42603	5941	-1765	48120
归属净利润(万元)	-3398	17820	17235	3446	-4981	20271	32702	2550	-741	39017
销量(万吨)	112	388	430	290	134	467	513	365	170	592
吨收入(元)	353	353	323	331	349	338	380	468	409	451
吨成本(元)	286	244	231	264	299	238	261	330	301	287
吨毛利(元)	67	109	92	67	50	100	119	138	108	164
吨净利(元)	-42	57	52	14	-47	54	83	16	-10	81
吨归属净利(元)	-30	46	40	12	-37	43	64	7	-4	66

资料来源: 中国建材信息网, 公司公告, 长江证券研究部

第二, 减值损失+所得税率暂用 25%, 拉低公司业绩

尽管业绩实现了 150% 的增长, 但仍低于市场此前的预期, 但事实上, 我们发现公司业绩被大额的减值损失和税率的提高拉低了, 如果这两方面仍维持去年同期水平, 公司上半年的 EPS 约为 0.2 元, 完全符合市场的预期。

今年上半年公司计提了 4867 万资产减值损失, 大幅高于去年同期的 858 万, 一方面坏账损失增加, 另一方面计提了近 3200 万的固定资产减值。

表 2: 本期资产减值损失大幅增加

项目	本期金额(元)	上期金额(元)
坏账损失	16,706,023.45	8,603,753.90
存货跌价损失		-18,885.98
持有至到期投资减值损失		
固定资产减值损失	31,961,916.36	
合计	48,667,939.81	8,584,867.92

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

由于当时西部企业今年是否仍能享受西部大开发的所得税优惠仍未确定，因此公司上半年的所得税率是暂按 25% 计算的，而去年同期天山股份及部分子公司是享有 15% 的所得税率。7 月 27 日，财政部、海关总署、国家税务总局联合发布《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》：自 2011 年至 2020 年，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。因此，下半年多缴的税将会返还。我们简单测算，若将今年上半年的税率等同去年同期，可少缴约 4582 万。

如果将这两块都加回的话，公司上半年的业绩约 1.2 元，基本符合市场预期。

第三， 公司产能陆续投放，分享新疆地区高景气

大财政转移阵地，新疆地区固投增速依然迅猛。2011 年来，新疆地区城镇固投增速环比持续增加，6 月固投增速已经创出近两年新高，独立于全国大部分地区的趋缓形势。未来两年随着新疆建设的全面展开，水泥需求增长空间巨大。特别是南疆，由于需求启动比北疆晚，其景气程度将高于北疆。

为了保证水泥的充足供应，也为了分享新疆各区域发展的高景气，公司在已有在建生产线的基础上，拟再投建 3 条熟料生产线和 3 条混凝土生产线。截至 2010 年底，公司已有水泥产能约 1946 万吨，加上今年 1 月投产的阿克苏 3200t/d 熟料生产线，目前水泥产能约 2075 万吨。筹建的三条生产线分别投向克州阿图什 5000t/d、和田洛浦 3200t/d 和巴州若羌 3000t/d，合计将增加水泥产能约 470 万吨。3 条线均分布在南疆，将增强公司在南疆各区域的市场控制力。

不必过多担心价格下跌问题，一方面上周水泥价格的下跌主要是由于前段时间当地经销商在高价囤货后在近期出售库存（产能释放也有一定影响），另一方面尽管价格再次跌了 30 元/吨，现在的价格基本等同公司此前一直在执行的合同价，因此对公司影响不大。此外我们认为虽然下半年产能将逐步投放出来，但在部分地区仍可能出现时间和空间上的结构性供应偏紧，而公司的全疆布局将充分受益。

图 7：新疆城镇固投大幅增长，6 月同比增速创年内新高



资料来源：长江证券研究部

图 8：新疆水泥固投增速也在高位



资料来源：长江证券研究部

第四， 投资混凝土，产业链继续向下延伸

公司此前公告要新建 3 条混凝土生产线，分别投向伊犁 40 万方、乌鲁木齐 40 万方以及和田沙湾 40 万方，进一步加强公司向混凝土领域的延伸。投产后，预计合计年新增销售收入约 3.72 亿，新增利润约 1200 万。此次通过设立哈密天山混凝土，公司将进一步加强对哈密商混市场控制，并且将以其为主体收购三个砂石料矿、2*120m³/h 商品混凝土搅拌站。

第五， 维持“推荐”评级

新疆的高景气仍将持续，公司作为实现全疆布局的龙头企业将充分受益， 预计公司 2011-13 年的 EPS 分别为 2.98、3.58 和 4.89 元/股，对应 8 月 9 日收盘价 29.68 元，PE 分别为 10、8、6 倍，维持“推荐”评级。

表 3: 公司目前在建和筹建水泥生产线情况

分公司	生产线	水泥产能	地区	区域
在建生产线		1249		
阿克苏天山多浪喀什分公司	4000	161	喀什	南疆
阿克苏天山多浪叶城分公司	4000	161	喀什	南疆
伊犁天山	4500	181	伊犁(察县)	北疆
库车天山	5000	202	阿克苏库车	南疆
阜康工业园一期项目	2500	101	昌吉阜康	北疆
和静天山	5000	202	巴州	南疆
额敏天山	3000	121	塔城	北疆
富蕴天山	3000	121	阿勒泰	北疆
筹建生产线		1056		
天山水泥达坂城分公司	2×5000	400	达坂城	北疆
阜康工业园二三期项目	2×2500	200	昌吉阜康	北疆
洛浦天山	3200	136	和田洛浦	南疆
若羌天山	3000	120	巴州若羌	南疆
克州天山	5000	200	克州天山	南疆

资料来源: 长江证券研究部

表 4: 预计新疆地区 2011 和 2012 年新增产能情况

企业名称	熟料规模 t/d	水泥产能	所在地区	状态	区域
在建中产能			预计将于 2011 年投产		
青松本部	2500	100	阿克苏	在建	南疆
库车青松水泥公司	5000	200	阿克苏(库车)	在建	南疆
乌苏青松水泥有限公司	3000	120	乌苏	在建	北疆
天山多浪水泥喀什分公司	4000	160	喀什	在建	南疆
天山多浪水泥叶城分公司	4000	160	喀什	在建	南疆
伊犁天山	4500	180	伊犁(察县)	在建	北疆
莎车隆基水泥有限公司	2500	100	喀什(莎车)	在建	南疆
喀什飞龙水泥有限公司	2500	100	喀什	在建	南疆
喀什疏勒新森水泥一期	2500	100	喀什(疏勒)	2010.4 投产	南疆
喀什建工集团红旗水泥	2500	100	喀什	投产后关停原有	南疆
山东山水水泥一期	5000	200	喀什(英吉沙)	2011.11 投产	南疆
图木舒克市前海建材	2000	80	喀什(图木舒克)	在建	南疆
新疆天基水泥有限公司	3000	120	阿克苏	2011.5 投产	南疆
鑫疆建材有限责任公司	2500	100	伊犁(特克斯)	在建	北疆
新疆金龙水泥二期	4000	160	伊犁	2011 年底投产	北疆
伊犁霍城三山水泥公司	3000	120	伊犁	技改和扩建	北疆
筹建中产能			预计将于 2012 年投产的		
库车天山	5000	200	阿克苏库车	前期准备	北疆
哈密天山	5000	200	哈密	前期准备	南疆
阜康天山一期	2500	100	昌吉阜康	前期准备	南疆
和静天山	5000	200	巴州	前期准备	南疆
额敏天山	3000	120	塔城	前期准备	南疆
富蕴天山	3000	120	阿勒泰	前期准备	北疆
吐鲁番天山	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	北疆

天山水泥达坂城一期	5000	200	达坂城	最新公告增发投向	北疆
青松建化	2*7500	600	乌昌	筹建	南疆
青松建化	6000	240	克州	筹建	北疆
天宇华鑫水泥	2*3000	240	昌吉吉木萨尔	筹建	北疆
红狮集团一期	4500	180	阿克苏库车	3月底开工	南疆
尧柏水泥	4500	180	和田	正在办理手续, 对口 援建项目	南疆

资料来源: 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	8565	11776	16244	货币资金	1053	856	3677	5327
营业成本	4056	5529	7739	10849	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1648	3036	4037	5395	应收账款	173	266	366	504
% 营业收入	28.9%	35.4%	34.3%	33.2%	存货	607	827	1157	1623
营业税金及附加	37	55	76	105	预付账款	435	592	829	1162
% 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	471	648	893	流动资产合计	2613	3055	6732	9583
% 营业收入	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	263	263	263	263
管理费用	459	685	942	1300	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	209	209	209
财务费用	185	253	203	141	投资性房地产	20	20	20	20
% 营业收入	3.2%	3.0%	1.7%	0.9%	固定资产合计	7017	8713	10327	11884
资产减值损失	90	53	8	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	0	0	0	递延所得税资产	30	8	1	2
营业利润	578	1518	2161	2946	其他非流动资产	-129	-129	-129	-129
% 营业收入	10.1%	17.7%	18.3%	18.1%	资产总计	10360	12460	17730	22124
营业外收支	198	266	364	504	短期贷款	891	719	0	0
利润总额	777	1784	2525	3450	应付款项	1358	1849	2588	3629
% 营业收入	13.6%	20.8%	21.4%	21.2%	预收账款	183	274	377	521
所得税费用	101	268	379	517	应付职工薪酬	114	155	217	304
净利润	675	1517	2146	2932	应交税费	35	81	115	157
归属于母公司所有者的净利润	505.4	1159.8	1641.0	2242.2	其他流动负债	194	266	372	520
少数股东损益	170	357	505	690	流动负债合计	2774	3346	3669	5131
EPS (元/股)	1.30	2.98	3.58	4.89	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	2314	3061	3953	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	6619	6942	8404
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	3615	4774	9215	11458
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-2329	-2086	-2118	-2162	少数股东权益	660	1017	1522	2212
其他	15	0	0	0	股东权益	4275	5792	10738	13670
投资活动现金流净额	-2314	-2086	-2118	-2162	负债及股东权益	10360	12410	17680	22074
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1837	0	2800	0	EPS	1.299	2.982	3.576	4.886
银行贷款增加 (减少)	266	-172	-719	0	BVPS	9.29	12.28	23.69	24.97
筹资成本	320	-253	-203	-141	PE	22.84	9.95	8.30	6.08
其他	-962	0	0	0	PEG	0.36	0.15	0.13	0.09
筹资活动现金流净额	1461	-425	1877	-141	PB	3.19	2.42	1.25	1.19
现金净流量	232	-197	2821	1649	EV/EBITDA	13.14	6.70	3.83	2.53
					ROE	14.0%	24.3%	17.8%	19.6%

分析师介绍

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。