

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 24.09元

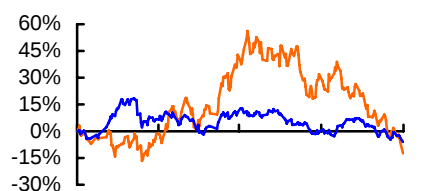
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10778.43
总股本(百万)	389
流通股本(百万)	336
流通市值(亿)	81
EPS (TTM)	1.89
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	-23.04	0.00	-40.24
深证成份指数	-7.89	0.00	-16.41



2010/9 2010/12 2011/3 2011/6

— 天山股份 — 深证成份指数

相关报告

《天山股份-区域市场景气推动业绩快速增长》2011-8-10

《天山股份-2011年上半年公司业绩预告点评》2011-7-13

《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

000877

强烈推荐

公司公开发行 A 股获发审委无条件通过点评

公司今日公告, 9月5日, 中国证监会发审委审核了公司公开发行 A 股股票的申请。根据审核结果, 公司公开发行 A 股股票的申请获得无条件通过。目前, 公司尚未收到中国证监会的书面核准文件, 待公司收到正式书面核准文件后另行公告。

投资要点:

- **预计 2 周左右可以收到核准文件。**由于公司公开发行 A 股获无条件通过, 根据股票发行审核标准备忘录第 5 号规定, 预计 2 周左右时间完成封卷并取得发行核准。
- **发行时点和发行价格仍有不确定性。**发行时间会在收到中国证监会核准文件后的六个月内, 但具体时间点仍有不确定性。根据定价规则, 公开增发价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日股票均价, 由于发行时点尚未确定, 招股意向书公告时间也未明确, 因此发行价格仍有不确定性。
- **募集资金预计将在今年四季度至明年一季度之间到账。**本次公开增发的股票数量不超过 1.2 亿股, 拟募集资金总额不超过 28 亿元, 根据前述时间规定, 预计募集资金将在今年四季度至明年一季度之间到账。
- **向原股东优先配售。**本次公开增发股份将以一定比例向原股东优先配售, 具体比例由董事会与主承销商协商确定, 未获认购部分向其他有意向认购的投资者发售。
- **公开增发有利于减轻公司资金压力, 但对每股收益也有一定摊薄。**包括募投项目, 公司拟建和在建新型干法生产线多达 15 条, 预计资金需求高达 90 亿, 再加上目前公司 67% 的资产负债率, 资金压力较大, 28 亿元公开增发有利于减轻资金压力。但增发后对每股收益也有一定摊薄, 我们预计幅度可能在 20% 左右。
- **投资评级“强烈推荐”。**预测公司 11-13 年 EPS 预测分别为 2.49、3.12、3.95 元, 对应 11 年 9.69 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, 即使考虑增发摊薄, 估值也不贵, 我们维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示:

- 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	7667	9607	12425
同比(%)	39%	34%	25%	29%
归属母公司净利润(百万元)	505	967	1215	1534
同比(%)	44%	91%	26%	26%
毛利率(%)	28.9%	34.4%	34.3%	33.2%
ROE(%)	14.0%	21.8%	21.5%	21.4%
每股收益(元)	1.30	2.49	3.12	3.95
P/E	18.54	9.69	7.71	6.11
P/B	2.59	2.12	1.66	1.31
EV/EBITDA	11	6	4	4

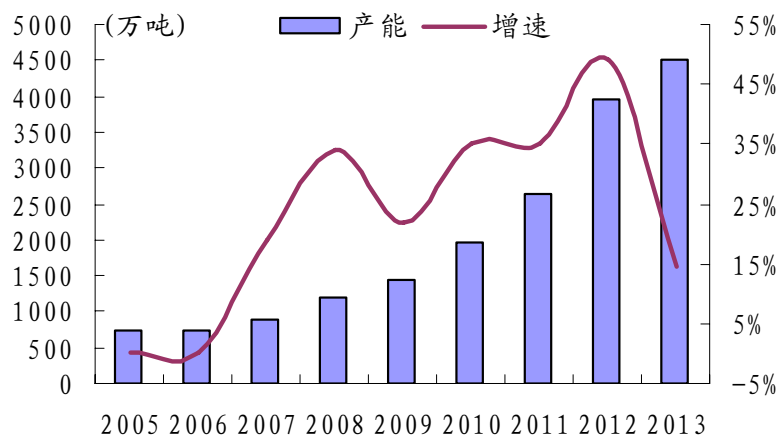
资料来源: 中投证券研究所

表 1 2011-2013 年公司投产水泥熟料生产线

序号	生产线	权益	所在区域	投产时间	水泥产能规模 (万吨/年)
1	阿克苏天山多浪 3200t/d	100%	南疆	11 年 4 月	132
2	伊犁伊南工业园 4500t/d	51%	北疆	11 年 12 月	180
3	喀什天山 4000t/d	100%	南疆	11 年 10 月	187
4	叶城天山 4000t/d	100%	南疆	11 年 10 月	190
5	阜康天山 3×2500t/d 电石渣一期	100%	北疆	12 年 3 月	100
6	哈密天山 5000t/d	100%	东疆	12 年 4 月	200
7	库车天山 5000t/d	100%	南疆	12 年	208
8	和静天山 5000t/d	75%	南疆	12 年底	220
9	乌鲁木齐 2×5000t/d 一期	100%	东疆	12 年底	200
10	吐鲁番天山 3000t/d	100%	东疆	12 年底	129
11	富蕴天山 3000t/d	51%	北疆	12 年底	120
12	额敏天山 3000t/d	51%	北疆	12 年底	123
13	阜康天山 3×2500t/d 电石渣二期	100%	北疆	13 年	100
14	克州天山 5000t/d	100%	南疆	13 年	220
15	和田洛浦天山 3200t/d	100%	南疆	13 年	136
16	巴州若羌天山 3000t/d	100%	南疆	13 年	120
合 计					2565

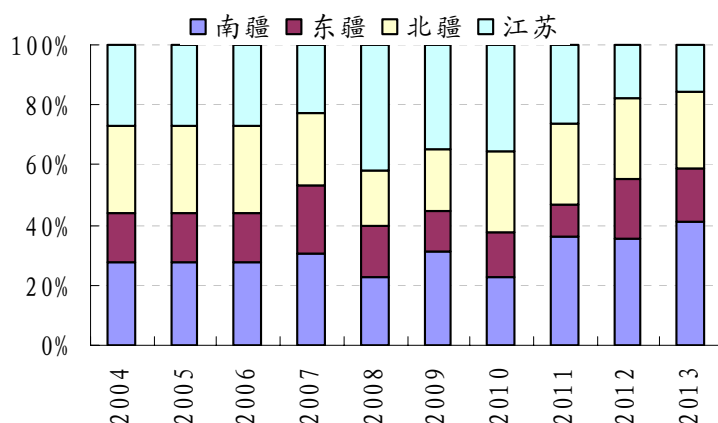
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司水泥产能增长情况



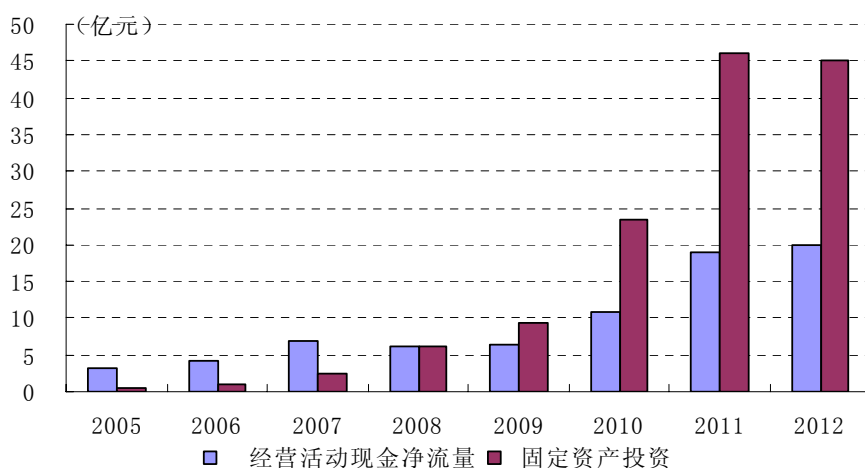
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图2 公司水泥产能区域分布比例



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和固定资产投资对比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表2 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥					
产能 (万吨)	1445	1955	2644	3944	4520
销量 (万吨)	1221	1480	1750	2150	2800
+/-	25.2%	21.2%	18.2%	22.9%	30.2%
单位价格 (元/吨)	308	346.8	398	405	405
+/-	-1.0%	12.6%	14.8%	1.8%	0.0%
单位成本 (元/吨)	227	243.2	255	260	265.00
+/-	1.8%	7.1%	4.8%	2.0%	1.9%
吨毛利 (元/吨)	81	103.6	143	145	140
毛利率 (%)	26.2%	29.9%	35.9%	35.8%	34.6%
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%	18.0%	18.0%	19.0%

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	3660	4026	7389	营业收入	5705	7667	9607	12425
现金	1053	1728	1582	4193	营业成本	4056	5026	6315	8295
应收账款	158	263	309	400	营业税金及附加	37	51	63	82
其它应收款	16	30	35	45	营业费用	339	498	607	792
预付账款	435	510	666	867	管理费用	459	537	706	899
存货	607	791	985	1289	财务费用	185	284	431	495
其他	344	338	449	595	资产减值损失	90	60	40	20
非流动资产	7747	11717	15230	15598	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	9947	13828	14342	营业利润	578	1236	1472	1870
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	15377	19257	22987	利润总额	777	1490	1806	2276
流动负债	2774	3724	4067	4863	所得税	101	224	271	341
短期借款	868	1108	1028	1055	净利润	675	1267	1535	1934
应付账款	1219	1478	1885	2467	少数股东损益	170	300	320	400
其他	687	1138	1154	1342	归属母公司净利润	505	967	1215	1534
非流动负债	3311	6267	8268	9268	EBITDA	1109	2105	2853	3551
长期借款	3176	6176	8176	9176	EPS (元)	1.30	2.49	3.12	3.95
其他	135	91	92	92	主要财务比率				
负债合计	6085	9991	12336	14131	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%	34.4%	25.3%	29.3%
资本公积	2178	2178	2178	2178	营业利润	81.2%	113.8%	19.1%	27.0%
留存收益	1033	1844	3059	4593	归属于母公司净利润	44.0%	91.3%	25.6%	26.3%
归属母公司股东权益	3615	4426	5641	7175	获利能力				
负债和股东权益	10360	15377	19257	22987	毛利率	28.9%	34.4%	34.3%	33.2%
现金流量表					净利率	8.9%	12.6%	12.6%	12.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.0%	21.8%	21.5%	21.4%
经营活动现金流	1085	2410	2904	3619	ROIC	10.2%	12.8%	11.9%	14.4%
净利润	675	1267	1535	1934	偿债能力				
折旧摊销	346	585	950	1185	资产负债率	58.7%	65.0%	64.1%	61.5%
财务费用	185	284	431	495	净负债比率	66.84	73.27%	74.87	72.64%
投资损失	-38	-25	-27	-28	流动比率	0.94	0.98	0.99	1.52
营运资金变动	-165	242	-103	-27	速动比率	0.72	0.77	0.74	1.25
其它	82	57	118	60	营运能力				
投资活动现金流	-2314	-4549	-4534	-1541	总资产周转率	0.63	0.60	0.55	0.59
资本支出	2344	4500	4500	1500	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	3.73	3.76	3.81
其他	28	-37	-39	-39	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1461	2813	1484	533	每股收益(最新摊薄)	1.30	2.49	3.12	3.95
短期借款	-721	240	-80	27	每股经营现金流(最新摊薄)	2.79	6.20	7.47	9.31
长期借款	1025	3000	2000	1000	每股净资产(最新摊薄)	9.29	11.38	14.50	18.45
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	18.54	9.69	7.71	6.11
其他	-655	-427	-436	-493	P/B	2.59	2.12	1.66	1.31
现金净增加额	232	675	-146	2612	EV/EBITDA	11	6	4	4

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, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 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