

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: 26.31 元

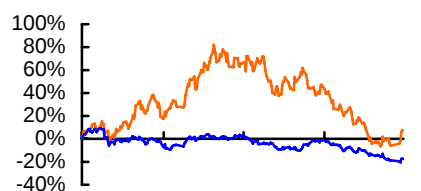
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10438.26
总股本(百万)	389
流通股本(百万)	336
流通市值(亿)	88
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	11.44	-27.08	-34.46
深证成份指数	-3.55	-16.10	-19.66



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

— 天山股份 — 深证成份指数

相关报告

《天山股份-公司公开发行 A 股获发审委无条件通过点评》2011-9-7

《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

000877

强烈推荐

三季度业绩预告点评

公司公告2011年1-9月业绩预告, 1-9月归属母公司净利润约9.78亿元, 同比增长90%-110%, 基本每股收益约2.51元; 7-9月归属母公司净利润5.95亿元, 同比增长75%-85%, 基本每股收益约1.53元, 超市场预期。

投资要点:

- **销量增加是业绩增长的一大因素, 第三季度销量同比增加约 37%。**预计第三季度公司水泥销量 670 万吨左右, 而去年第三季度公司水泥销量 490 万吨左右, 同比增长 37%, 增量主要来自年初投产的阿克苏天山多浪 3200t/d 和去年下半年投产的屯河布尔津 2000t/d、哈密新天山 2500t/d、米东 2×2000t/d 生产线。
- **价格上涨是业绩增长的另一大因素。**虽然三季度新疆水泥价格和江苏水泥价格有所回落, 但与去年同期相比, 新疆水泥价格同比涨幅依然在 70 元/吨以上, 而江苏水泥价格同比涨幅在 100 元/吨以上。从目前来看, 预计四季度水泥价格上涨对业绩增长的贡献将大幅减弱。
- **第三季度水泥单吨净利预计高达 88 元, 同比环比均有所上升。**去年三季度水泥单吨净利预计为 67 元, 同比增加的主要原因是价格上涨; 而二季度水泥单吨净利约为 65 元, 环比增加的主要原因有三: 一是预计三季度有效所得税率较二季度大幅下降; 二是根据以往经验三季度增值税返还较二季度大幅增加; 三是设备维修费用将大幅下降。
- **投资评级“强烈推荐”。**预测公司 11-13 年 EPS 预测分别为 2.65、3.32、4.04 元, 对应 11 年 9.93 倍 PE, 即使考虑增发, 摊薄可能在 20% 左右, 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	7902	10012	12628
同比(%)	39%	39%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	505	1031	1291	1572
同比(%)	44%	104%	25%	22%
毛利率(%)	28.9%	34.8%	34.3%	33.3%
ROE(%)	14.0%	23.0%	22.3%	21.4%
每股收益(元)	1.30	2.65	3.32	4.04
P/E	20.25	9.93	7.93	6.51
P/B	2.83	2.28	1.77	1.39
EV/EBITDA	12	6	5	4

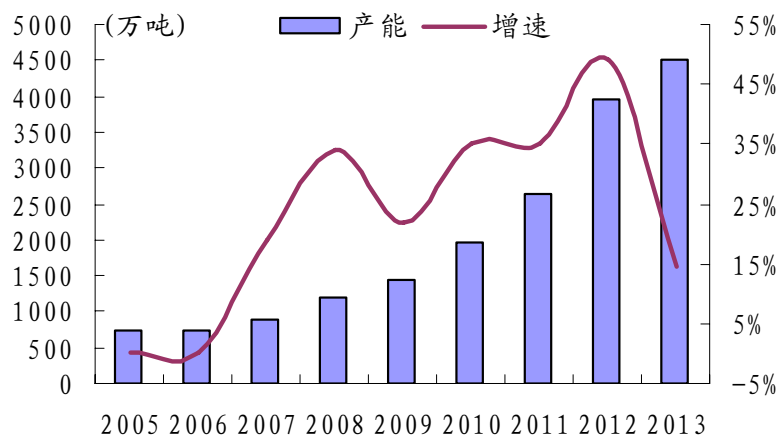
资料来源: 中投证券研究所

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	叶城天山 4000t/d	100%	南疆	11 年 9 月	190
3	喀什天山 4000t/d	100%	南疆	11 年底	187
4	伊犁伊南工业园 4500t/d	51%	北疆	11 年底	180
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

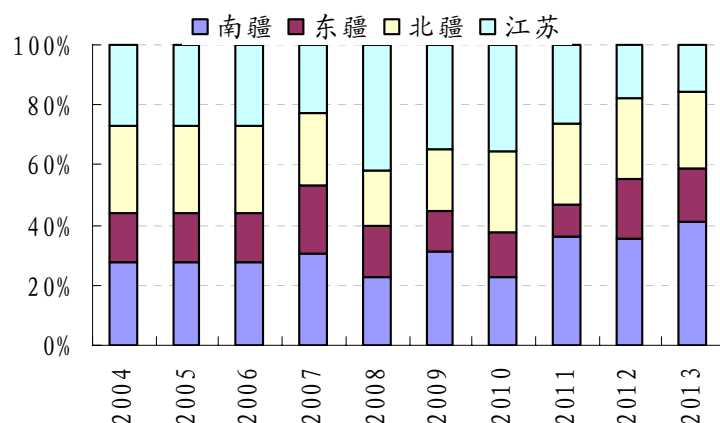
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司水泥产能增长情况



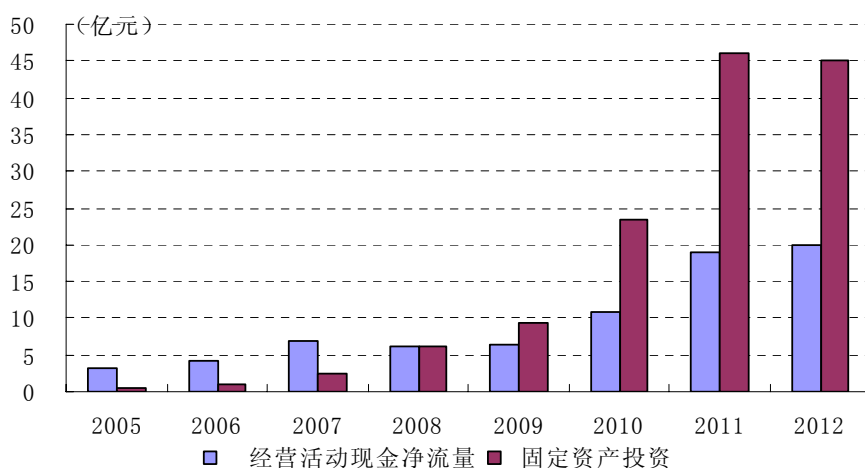
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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	1800	2250	2850
+/-	25.2%	21.2%	21.6%	25.0%	26.7%
单位价格 (元/吨)	308	346.8	400	405	405
+/-	-1.0%	12.6%	15.3%	1.3%	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	145	145	140
毛利率 (%)	26.2%	29.9%	36.3%	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	3775	4268	7618	营业收入	5705	7902	10012	12628
现金	1053	1791	1722	4371	营业成本	4056	5154	6575	8428
应收账款	158	271	322	406	营业税金及附加	37	53	66	83
其它应收款	16	31	37	45	营业费用	339	514	632	805
预付账款	435	523	694	881	管理费用	459	553	736	913
存货	607	811	1026	1310	财务费用	185	283	429	492
其他	344	348	468	605	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	1311	1561	1914
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	15492	19498	23216	利润总额	777	1565	1895	2320
流动负债	2774	3775	4170	4915	所得税	101	235	284	348
短期借款	868	1108	1028	1055	净利润	675	1331	1611	1972
应付账款	1219	1515	1963	2506	少数股东损益	170	300	320	400
其他	687	1152	1179	1354	归属母公司净利润	505	1031	1291	1572
非流动负债	3311	6267	8268	9268	EBITDA	1109	2179	2940	3592
长期借款	3176	6176	8176	9176	EPS (元)	1.30	2.65	3.32	4.04
其他	135	91	92	92					
负债合计	6085	10042	12438	14183	主要财务比率				
少数股东权益	660	960	1280	1680	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	389	389	389	389	成长能力				
资本公积	2178	2178	2178	2178	营业收入	38.6%	38.5%	26.7%	26.1%
留存收益	1033	1908	3198	4770	营业利润	81.2%	126.7%	19.1%	22.6%
归属母公司股东权益	3615	4490	5780	7352	归属于母公司净利润	44.0%	103.9%	25.2%	21.8%
负债和股东权益	10360	15492	19498	23216	获利能力				
					毛利率	28.9%	34.8%	34.3%	33.3%
					净利率	8.9%	13.0%	12.9%	12.4%
					ROE	14.0%	23.0%	22.3%	21.4%
					ROIC	10.2%	13.4%	12.4%	14.7%
					偿债能力				
					资产负债率	58.7%	64.8%	63.8%	61.1%
					净负债比率	66.84	72.90%	74.26	72.37%
					流动比率	0.94	1.00	1.02	1.55
					速动比率	0.72	0.78	0.77	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.61	0.57	0.59
					应收账款周转率	28	28	25	26
					应付账款周转率	3.77	3.77	3.78	3.77
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.30	2.65	3.32	4.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.79	6.36	7.66	9.39
					每股净资产(最新摊薄)	9.29	11.54	14.86	18.90
					估值比率				
					P/E	20.25	9.93	7.93	6.51
					P/B	2.83	2.28	1.77	1.39
					EV/EBITDA	12	6	5	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