

2011 年 10 月 21 日

天山股份

三季报业绩符合市场预期

A
买入

000877.SZ - 人民币 24.75

目标价格: 人民币 33.70

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(4)	2	(13)	39
相对新华富时 A50 指数(%)	22	(1)	(0)	67

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	389
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	5,584
3 个月日均交易额(人民币 百万)	171
净负债比率(%) (2011E)	61
主要股东(%)	
中材股份	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大振是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

天山股份公告 2011 年前三季度收入 63.8 亿人民币, 归属母公司股东净利润 9.79 亿人民币, 同比增幅为 103.9%, 三季报业绩符合市场预期。公司业绩较去年同期大幅增长有两方面原因, 首先新疆水泥市场需求量增加, 公司部分新建项目投产, 水泥销量和价格同时增加; 其次公司在江苏地区的水泥、熟料售价较去年同期有较大提高。公司受益于新疆地区开发投资加速政策, 受宏观紧缩影响相对较小, 考虑到目前行业整体估值水平, 基于 2012 年 10 倍市盈率我们将目标价下调至 33.70 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 三季报销售费用率为 4.7%, 同比下降 0.9 个百分点; 管理费用率 5.4%, 同比上升 0.4 个百分点; 财务费用率为 3.1%, 同比下降 0.1 个百分点。
- 受水泥价格提升影响, 三季报毛利率为 35.3%, 同比提升 6.6 个百分点; 净利率为 15.3%, 同比提升 3.3 个百分点。
- 公司受益于新疆地区开发投资加速政策, 受宏观紧缩影响相对较小。预计“十二五”新疆固定资产投资将保持较快增长, 水泥价格有望持续维持高位。

评级面临的主要风险

- 疆内水泥产能投放过快可能引发水泥价格下降。

估值

- 我们之前的盈利预测略低, 调整后的 2011-2013 年盈利预测为 2.660、3.376 和 4.056 元, 考虑到公司所处地区受宏观紧缩影响相对较小以及当前的行业估值情况, 基于 2012 年 10 倍市盈率我们将目标价下调至 33.70 元。

图表 1. 投资摘要

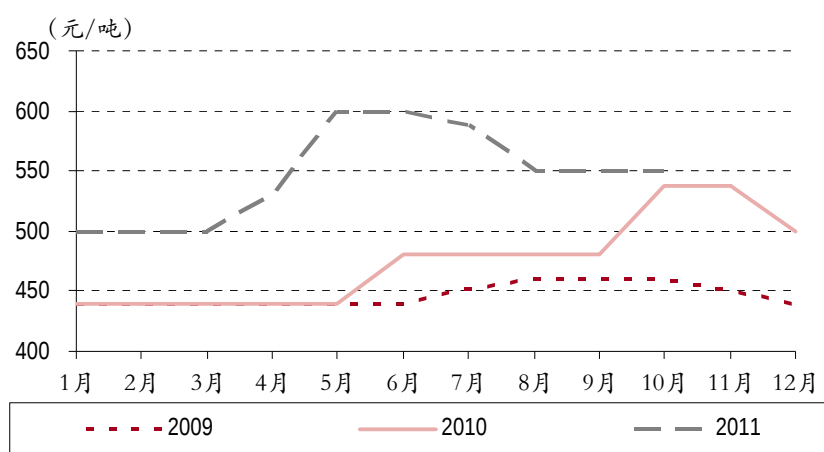
年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,115	5,705	7,769	9,912	11,957
变动(%)	18	39	36	28	21
净利润(人民币 百万)	351	505	1,034	1,313	1,578
全面摊薄每股收益(人民币)	1.125	1.299	2.660	3.376	4.056
变动(%)	88.7	15.5	104.7	26.9	20.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.217	2.988	3.541
调整幅度(%)	-	-	20.0	13.0	14.6
核心每股收益(人民币)	0.569	1.054	2.328	2.993	3.617
变动(%)	99.9	85.3	121.0	28.6	20.8
全面摊薄市盈率(倍)	22.0	19.0	9.3	7.3	6.1
核心市盈率(倍)	43.5	23.5	10.6	8.3	6.8
每股现金流量(人民币)	2.03	2.79	3.86	5.63	6.64
价格/每股现金流量(倍)	12.2	8.9	6.4	4.4	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.5	11.4	6.9	5.6	4.8
每股股息(人民币)	0.300	0.400	0.665	0.844	1.014
股息率(%)	1.2	1.6	2.7	3.4	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

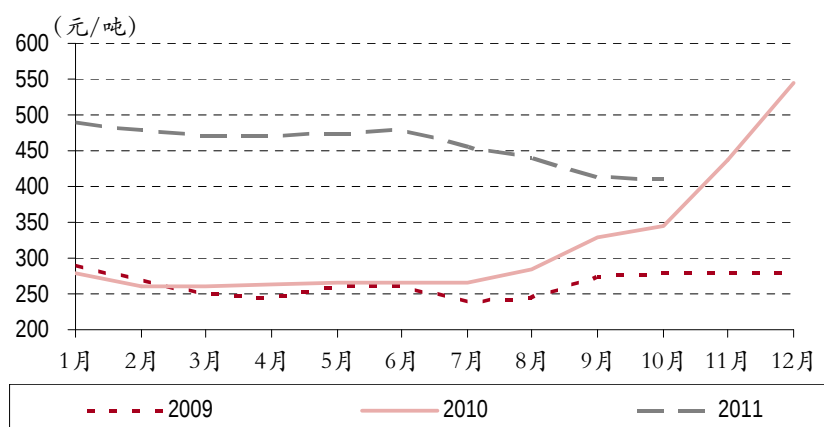
图表 2.业绩摘要

(人民币,百万)	10 年 1-3 季度	11 年 1-3 季度	同比变动(%)
营业收入	3,997	6,380	59.6
营业成本	(2,850)	(4,130)	44.9
营业税金及附加	(24)	(49)	102.9
销售费用	(223)	(299)	34.4
管理费用	(199)	(345)	73.4
财务费用	(130)	(198)	52.7
资产减值损失	(14)	(81)	475.9
公允价值变动	(12)	(7)	(43.4)
投资收益	26	63	146.9
营业利润	571	1,334	133.5
营业外收入	107	155	44.5
营业外支出	(3)	(6)	71.3
利润总额	675	1,484	119.7
所得税费用	(59)	(294)	393.9
净利润	616	1,190	93.2
少数股东损益	(136)	(211)	55.3
归属于母公司所有者的净利润	480	979	103.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.新疆水泥价格 (P.O 42.5 散装)


资料来源：数字水泥网

图表 4.南京水泥价格 (P.O 42.5 散装)


资料来源：数字水泥网

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,115	5,705	7,769	9,912	11,957
销售成本	(3,029)	(4,056)	(5,128)	(6,536)	(7,905)
经营费用	(369)	(490)	(672)	(939)	(1,190)
经营利润(息税前利润)	717	1,158	1,968	2,437	2,862
折旧及摊销	(285)	(345)	(353)	(369)	(388)
息税折旧前利润	433	813	1,615	2,068	2,474
净利息收入/(费用)	(151)	(185)	(201)	(203)	(213)
其他收益/(损失)	203	148	241	236	264
税前利润	484	777	1,655	2,101	2,525
所得税	(48)	(101)	(331)	(420)	(505)
少数股东权益	(86)	(170)	(290)	(368)	(442)
净利润	351	505	1,034	1,313	1,578
核心净利润	177	410	906	1,164	1,407
每股收益(人民币)	1.125	1.299	2.660	3.376	4.056
核心每股收益(人民币)	0.569	1.054	2.328	2.993	3.617
每股派息(人民币)	0.300	0.400	0.665	0.844	1.014
营收增长率(%)	18	39	36	28	21
系税前利润增长率(%)	13	88	99	28	20
息税折旧前利润增长率(%)	16	61	70	24	17
每股收益增长率(%)	89	16	105	27	20
核心每股收益增长率(%)	100	85	121	29	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	676	908	1,102	1,916	2,796
应收帐款	283	655	983	1,254	1,513
库存	497	607	911	1,161	1,404
其他流动资产	546	442	660	839	1,013
流动资产总计	2,003	2,613	3,655	5,169	6,725
固定资产	5,041	6,882	7,806	8,753	9,861
无形资产	281	339	341	343	345
其他长期资产	547	526	547	570	596
长期资产总计	5,869	7,747	8,694	9,667	10,802
总资产	7,871	10,360	12,349	14,836	17,527
应付帐款	1,335	1,541	1,991	2,537	3,068
短期债务	1,650	891	1,098	1,347	1,308
其他流动负债	698	342	332	353	392
流动负债总计	3,684	2,774	3,421	4,238	4,768
长期借款	2,151	3,176	3,325	3,541	3,980
其他长期负债	135	135	159	190	221
股本	312	389	389	389	389
储备	1,075	3,226	4,105	5,159	6,408
股东权益	1,387	3,615	4,494	5,548	6,797
少数股东权益	515	660	950	1,318	1,760
总负债及权益	7,871	10,360	12,349	14,836	17,527
每股帐面价值(人民币)	4.44	9.29	11.55	14.26	17.48
每股有形资产(人民币)	3.55	8.42	10.68	13.38	16.59
每股净负债/(现金)(人民币)	10.02	8.12	8.54	7.64	6.41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	484	777	1,655	2,101	2,525
折旧与摊销	285	345	353	369	388
净利息费用	151	185	201	203	213
运营资本变动	(231)	(167)	(386)	(103)	(78)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(57)	(54)	(321)	(380)	(465)
经营活动产生的现金流	632	1,085	1,502	2,190	2,583
购买固定资产净值	(939)	(2,344)	(1,369)	(1,409)	(1,588)
投资减少/增加	0	15	0	0	0
其他投资现金流	(42)	15	59	27	25
投资活动产生的现金流	(982)	(2,314)	(1,310)	(1,382)	(1,563)
净增权益	15	1,837	0	0	0
净增债务	866	266	356	465	400
支付股息	(53)	(94)	(156)	(259)	(328)
其他融资现金流	(259)	(548)	(199)	(201)	(211)
融资活动产生的现金流	570	1,461	1	6	(139)
现金变动	220	232	194	814	880
期初现金	456	676	908	1,102	1,916
公司自由现金流	(350)	(1,229)	191	820	1,043
权益自由现金流	339	(1,152)	348	1,070	1,207

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	17.4	20.3	25.3	24.6	23.9
息税前利润率	10.5	14.3	20.8	20.9	20.7
税前利润率	11.8	13.6	21.3	21.2	21.1
净利率	8.5	8.9	13.3	13.2	13.2
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.9	1.1	1.2	1.4
已获利息倍数	2.4	4.2	7.5	9.4	10.2
净负债权益比(%)	164.3	73.9	61.0	43.3	29.1
速动比率	0.4	0.7	0.8	0.9	1.1
估值(倍)					
市盈率	22.0	19.0	9.3	7.3	6.1
核心业务市盈率	43.5	23.5	10.6	8.3	6.8
目标价对应核心业务市盈率	59.3	32.0	14.5	11.3	9.3
率					
市净率	5.6	2.7	2.1	1.7	1.4
企业价值/息税折旧前利润	12.2	8.9	6.4	4.4	3.7
市盈率	15.5	11.4	6.9	5.6	4.8
周转率					
存货周转天数	56.0	49.7	54.0	57.8	59.2
应收帐款周转天数	25.5	30.0	38.5	41.2	42.2
应付帐款周转天数	99.8	92.0	83.0	83.4	85.6
回报率(%)					
股息支付率	26.7	30.8	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	31.4	20.2	25.5	26.2	25.6
资产收益率	5.6	7.8	11.4	12.2	12.2
已运用资本收益率	9.6	11.7	17.9	19.3	19.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与通鼎光电存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371