

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: 22.30 元

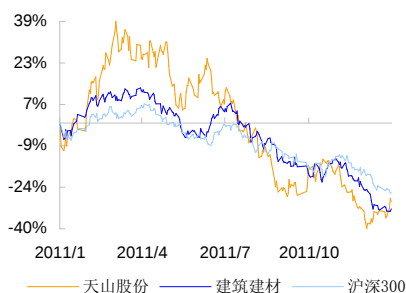
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2276.05
总股本(百万)	388
流通股本(百万)	335
流通市值(亿)	74
EPS	1.30
每股净资产(元)	9.29
资产负债率	58.74%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天山股份	3.96	-3.30	-34.08
建筑建材	-6.04	-13.05	-33.29
沪深 300 指数	-2.24	-5.19	-21.29



相关报告

天山股份-三季度业绩超预期, 四季度依然存在超预期的可能 2011-10-21

天山股份-三季度业绩预告点评

2011-10-17

天山股份-公司公开发行 A 股获发审委无条件通过点评 2011-09-06

天山股份

000877

强烈推荐

增发即将完成将大大缓解公司资金压力

公司公告增发招股意向书, 将于1月12日启动发行程序。

投资要点:

- 发行价格 20.64 元/股, 募集资金总额不超过 24.77 亿元。发行价格为招股意向书刊登日 1 月 12 日前 20 个交易日收盘价的算术平均值, 为 20.64 元/股, 增发数量不超过 1.2 亿股, 公司增发实际募集资金总额不超过 24.77 亿元, 由于二级市场水泥板块大幅调整, 募集资金总额与原先预计的 28 亿元相比有所减少。
- 对原股东按 10: 3 优先配售, 控股股东承诺认购, 确保增发后持股比例不低于 1/3。原股东可按照 10: 3 的比例行使优先认购权, 其中原限售股股东必须通过网下申购行使优先认购权, 无限售股股东必须通过网上申购行使优先认购权, 放弃优先认购部分再对其他公众投资者进行发售。控股股东中材股份承诺参与本次发行, 保证发行后持股比例不低于 1/3, 即通过优先配售申购不少于 651 万股。
- 原股东优先认购获得足额配售后, 网上、网下预设的发行数量比例为 50%: 50%。若获得超额认购, 则原股东优先认购获得足额配售后, 公司和保荐人将对网上、网下预设发行数量进行双向回拨, 以实现网下申购的配售比例与网上配售比例趋于一致。
- 股权登记日 1 月 13 日, 网上网下申购日 1 月 16 日。
- 增发完成后将降低公司资产负债率, 有效解决公司资金压力问题。从三季报看, 公司资产负债率为 64.3%, 在水泥板块中处于较高的负债率水平; 此外, 公司在建和拟建生产线多达 13 条, 预计未来几年资本开支在 70 亿元以上, 有一定的资金压力, 因此增发完成后将缓解公司资金压力。
- 投资评级“强烈推荐”。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 2.79、3.27、3.52 元, 增发 1.2 亿股摊薄后预计 11-13 年 EPS 分别为 2.12、2.50、2.69 元, 目前股价对应 12 年摊薄后 PE 为 8.92 倍, 增发价对应 12 年摊薄后 PE 则为 8.26 倍, 估值并不贵, 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

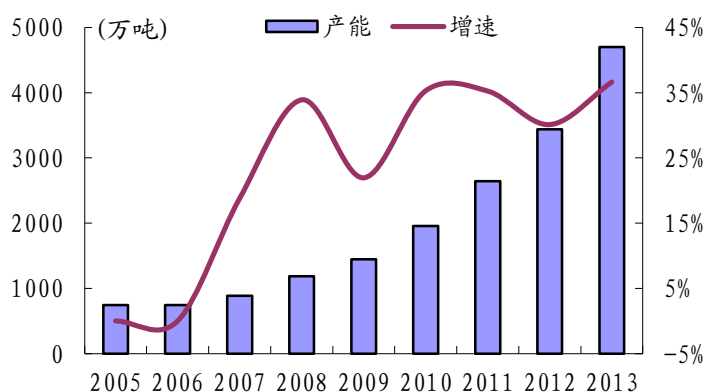
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5705	7982	10048	11850
收入同比(%)	39%	40%	26%	18%
归属母公司净利润	505	1083	1273	1370
净利润同比(%)	44%	114%	18%	8%
毛利率(%)	28.9%	34.4%	31.6%	29.9%
ROE(%)	14.0%	23.9%	21.9%	19.1%
每股收益(元)	1.30	2.79	3.27	3.52
P/E	17.16	8.01	6.81	6.33
P/B	2.40	1.91	1.49	1.21
EV/EBITDA	11	5	4	4

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

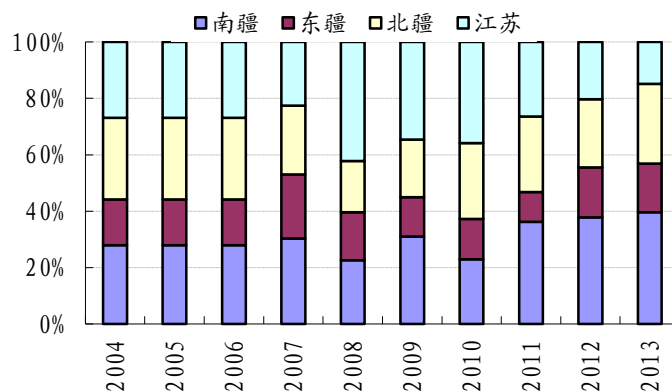
序号	生产线	权益	所在区域	投产时间	水泥产能规模 (万吨/年)
1	阿克苏天山多浪 3200t/d	100%	南疆	11 年 4 月	132
2	叶城天山 4000t/d	100%	南疆	11 年 9 月	190
3	喀什天山 4000t/d	100%	南疆	11 年底	187
4	伊犁伊南工业园 4500t/d	51%	北疆	11 年底	180
5	哈密天山 5000t/d	100%	东疆	12 年 4 月	200
6	库车天山 5000t/d	100%	南疆	12 年	208
7	和田洛浦天山 3200t/d	100%	南疆	12 年	136
8	额敏天山 3000t/d	51%	北疆	12 年	123
9	吐鲁番天山 3000t/d	100%	东疆	12 年	129
10	富蕴天山 3000t/d	51%	北疆	13 年	120
11	和静天山 5000t/d	75%	南疆	13 年	220
12	阜康天山 3×2500t/d 电石渣二期	100%	北疆	13 年	100
13	克州天山 5000t/d	100%	南疆	13 年	220
14	乌鲁木齐 2×5000t/d 一期	100%	东疆	12 年底	200
15	巴州若羌天山 3000t/d	100%	南疆	13 年	120
16	昌吉屯河水泥 4000t/d	51%	北疆	13 年	180
合 计					2645

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


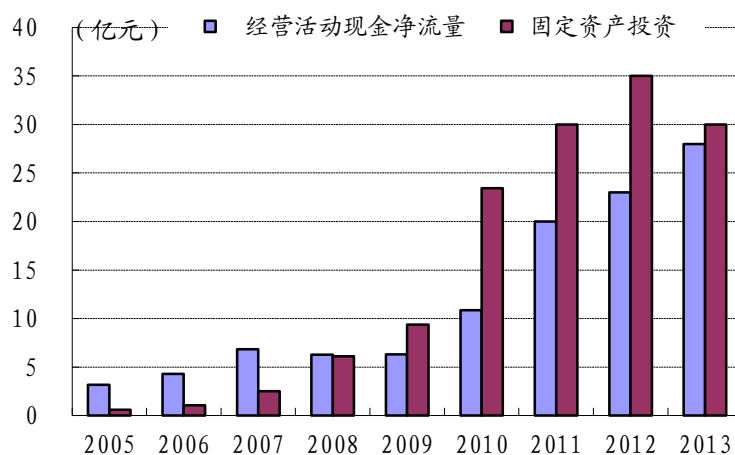
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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	3440	4400
销量（万吨）	1221	1480	1800	2400	2900
+/-	25.2%	21.2%	21.6%	33.3%	20.8%
单位价格（元/吨）	308	346.8	400	380	370
+/-	-1.0%	12.6%	15.3%	-5.0%	-2.6%
单位成本（元/吨）	227	243.2	255	255	255
+/-	1.8%	7.1%	4.8%	0.0%	0.0%
吨毛利（元/吨）	81	103.6	145	125	115
毛利率（%）	26.2%	29.9%	36.3%	32.9%	31.1%
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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2613	3780	4626	6890
现金	1053	1768	1999	3740
应收账款	158	274	323	381
其他应收款	16	31	37	43
预付账款	435	532	725	868
存货	607	824	1072	1291
其他流动资产	344	352	470	568
非流动资产	7747	10295	13442	14423
长期投资	209	211	211	210
固定资产	5245	8525	12040	13167
无形资产	316	372	424	477
其他非流动资产	1978	1187	768	569
资产总计	10360	14075	18068	21313
流动负债	2774	3805	4274	4848
短期借款	868	1108	1028	1055
应付账款	1219	1539	2052	2470
其他流动负债	687	1158	1194	1324
非流动负债	3311	4767	6768	7768
长期借款	3176	4676	6676	7676
其他非流动负债	135	91	92	92
负债合计	6085	8572	11042	12616
少数股东权益	660	960	1210	1510
股本	389	389	389	389
资本公积	2178	2178	2178	2178
留存收益	1033	1961	3234	4604
归属母公司股东权益	3615	4543	5816	7186
负债和股东权益	10360	14075	18068	21313

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1085	2434	2720	3189
净利润	675	1383	1523	1670
折旧摊销	346	532	825	1061
财务费用	185	267	371	436
投资损失	-38	-25	-27	-28
营运资金变动	-165	238	-83	-4
其他经营现金流	82	39	111	54
投资活动现金流	-2314	-3049	-4034	-2041
资本支出	2344	3000	4000	2000
长期投资	-2	12	-5	2
其他投资现金流	28	-37	-39	-39
筹资活动现金流	1461	1330	1544	592
短期借款	-721	240	-80	27
长期借款	1025	1500	2000	1000
普通股增加	77	0	0	0
资本公积增加	1734	0	0	0
其他筹资现金流	-655	-411	-376	-434
现金净增加额	232	715	230	1741

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5705	7982	10048	11850
营业成本	4056	5234	6874	8305
营业税金及附加	37	53	66	78
营业费用	339	471	593	699
管理费用	459	519	653	770
财务费用	185	267	371	436
资产减值损失	90	90	60	30
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	38	25	27	28
营业利润	578	1373	1458	1560
营业外收入	207	264	343	415
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	777	1628	1792	1965
所得税	101	244	269	295
净利润	675	1383	1523	1670
少数股东损益	170	300	250	300
归属母公司净利润	505	1083	1273	1370
EBITDA	1109	2172	2654	3056
EPS (元)	1.30	2.79	3.27	3.52

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.6%	39.9%	25.9%	17.9%
营业利润	81.2%	137.5%	6.2%	6.9%
归属于母公司净利润	44.0%	114.4%	17.5%	7.6%
获利能力				
毛利率	28.9%	34.4%	31.6%	29.9%
净利率	8.9%	13.6%	12.7%	11.6%
ROE	14.0%	23.9%	21.9%	19.1%
ROIC	10.2%	16.0%	13.1%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	60.9%	61.1%	59.2%
净负债比率	66.84	67.90%	70.06	69.47%
流动比率	0.94	0.99	1.08	1.42
速动比率	0.72	0.77	0.83	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.65	0.63	0.60
应收账款周转率	28	28	25	25
应付账款周转率	3.77	3.80	3.83	3.67
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.30	2.79	3.27	3.52
每股经营现金流(最新摊薄)	2.79	6.26	6.99	8.20
每股净资产(最新摊薄)	9.29	11.68	14.95	18.48
估值比率				
P/E	17.16	8.01	6.81	6.33
P/B	2.40	1.91	1.49	1.21
EV/EBITDA	11	5	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-21	天山股份-三季度业绩超预期，四季度依然存在超预期的可能
2011-10-17	天山股份-三季度业绩预告点评
2011-09-06	天山股份-公司公开发行 A 股获发审委无条件通过点评
2011-08-10	天山股份-区域市场景气推动业绩快速增长
2011-07-13	天山股份-2011 年上半年公司业绩预告点评
2011-05-02	天山股份-股东大会审议通过公开发行方案点评
2011-04-14	天山股份-蓄势待发 2011 又是丰收之年
2011-03-18	天山股份-全疆布局 开启快速增长的通道
2011-01-28	天山股份-对于天山股份计提减值准备的点评
2011-01-12	天山股份-董事会决议点评

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 ±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, 7 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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434