

天山股份 (000877)

买入/维持评级

股价: RMB22.3

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:s1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhc.com.cn

相关研究

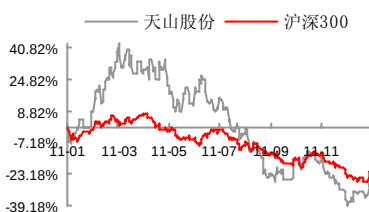
《仍在成长的快车道 (买入)》111021;

《增发吹响跃进的号角 (买入)》110320;

基础数据

总股本 (百万股)	389
流通 A 股 (百万股)	389
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,673

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

增发价格较低, 投资价值凸显

——增发方案及预增公告点评

- 公司近日发布公开增发招股意向书及 2011 年度业绩预告: 采用网上、网下定价发行的方式, 拟增发不超过 1.2 亿股, 发行价格为 20.64 元/股, 募集资金总额不超过 24.768 亿元; 2011 年预计归属于母公司净利润约 11 亿元, 同比增长 110 - 130%, 实现 EPS 约 2.8 元, 符合预期。
- 本次募集资金将用于喀什天山 4000t/d 生产线扩建工程、叶城天山 4000t/d 生产线、达坂城天山 2*5000t/d 生产线项目 (一期)、阜康电石渣水泥 3*2500t/d 生产线 (一期)、洛浦天山 3200t/d 生产线和吐鲁番天山 100 万吨水泥粉磨站项目。据我们了解, 目前叶城、喀什项目已于 2011 年 8 月投产, 阜康、洛浦项目已开工。经我们统计, 截至 2011 年底公司水泥产能约 2600 余万吨, 今年预计新投产 6 条生产线, 2012 年底产能将近 3700 万吨, 并在全疆 14 个地州均有布局, 形成明显的区域布局优势, 另外, 由于新建生产线产能规模较大, 也可带来公司生产成本的降低。
- 我们认为新疆地区的基建受宏观调控政策影响相对较小, 水泥价格由真实需求所支撑, 并且到 2012 年底前尚难以有大规模的产能释放出, 今年疆内市场价格整体将维持稳定 (局部地区可能会有波动)。公司目前市场占有率 40% 以上, 在资金面紧张的宏观环境下, 生产线建设推进的速度快过疆内其他企业, 尽享本轮景气盛宴。
- 谨慎预期下, 2012 年公司可实现销量 2300 万吨 (其中疆内 1850 万吨, 江苏 450 万吨); 假设疆内水泥及熟料出厂均价比 2011 年回落 10 元/吨, 江苏回落 45 元/吨, 吨成本维持稳定, 预计增发 1.2 亿股全面摊薄后 2012 - 2013 年 EPS 分别为 2.46 和 2.94 元, 增发价格对于 2012 年 PE 为 8.4 倍。截至 3 季度末公司 BPS 为 11.34 元, 增发价格对应发行前 PB 为 1.82 倍, 发行后 PB 约为 1.3 倍左右。综合考虑 PE、PB, 增发价格安全边际较高: 合理股价在 24.5 - 27.1 元左右, 相当于 2012 年 10 - 11 倍 PE。我们建议投资者积极认购增发股份。同时维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示: 新疆基建投资放缓, 水泥价格低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5704.8	7330.3	9478.3	12202.5
(+/-%)	38.6	28.49%	29.30%	28.74%
归属母公司净利润(百万元)	505.4	1089.5	1252.0	1496.7
(+/-%)	44.0	115.57%	14.91%	19.54%
EPS(元)	1.30	2.74	2.46	2.94
P/E(倍)	16.94	7.86	8.95	7.48

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012	2013
流动资产	2613	3010	4605	7712	营业收入	5705	7330	9478	12202
现金	1053	1316	2362	4852	营业成本	4056	4836	6491	8598
应收账款	158	286	370	427	营业税金及附加	37	47	61	78
其他应收款	16	32	41	52	营业费用	339	407	531	671
预付账款	435	387	519	688	管理费用	459	561	720	952
存货	607	764	1025	1357	财务费用	185	234	241	215
其他流动资产	344	226	289	335	资产减值损失	90	85	90	90
非流动资产	7747	10354	13189	13365	公允价值变动收	1	0	0	0
长期投资	209	312	311	310	投资净收益	38	66	60	55
固定资产	5245	8288	11229	11683	营业利润	578	1227	1405	1654
无形资产	316	376	439	494	营业外收入	207	335	350	450
其他非流动资产	1978	1378	1211	878	营业外支出	9	17	23	25
资产总计	10360	13365	17794	21077	利润总额	777	1545	1732	2079
流动负债	2774	4408	4691	5805	所得税	101	201	225	208
短期借款	868	1559	1250	1500	净利润	675	1344	1507	1871
应付账款	1219	1472	1963	2608	少数股东损益	170	255	255	374
其他流动负债	687	1377	1478	1697	归属母公司净利	505	1090	1252	1497
非流动负债	3311	3493	3705	4003	EBITDA	1109	1982	2428	2838
长期借款	3176	3376	3576	3876	EPS (元)	1.30	2.80	2.46	2.94
其他非流动负	135	116	129	127	主要财务比率				
负债合计	6085	7901	8396	9808	会计年度	2010	2011E	2012	2013
少数股东权益	660	915	1170	1544	成长能力				
股本	389	389	509	509	营业收入	38.6%	28.5%	29.3%	28.7%
资本公积	2178	2178	4485	4485	营业利润	81.2%	112.2	14.5%	17.7%
留存收益	1033	1967	3219	4716	归属母公司净利	44.0%	115.6	14.9%	19.5%
归属母公司股	3615	4549	8228	9725	获利能力				
负债和股东权	10360	13365	17794	21077	毛利率(%)	28.9%	34.0%	31.5%	29.5%
现金流量表					净利率(%)	8.9%	14.8%	16.7%	8.9%
单位: 百万元					ROE(%)	14.0%	24.0%	15.2%	15.4%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	11.7%	17.4%	14.9%	17.0%
经营活动现金	1085	2729	2585	3269	偿债能力				
净利润	675	1344	1507	1871	资产负债率(%)	58.7%	59.1%	47.2%	46.5%
折旧摊销	346	521	782	969	净负债比率(%)				
财务费用	185	234	241	215	流动比率	0.94	0.68	0.98	1.33
投资损失	-38	-66	-60	-55	速动比率	0.72	0.51	0.76	1.09
营运资金变动	-165	705	16	154	营运能力				
其他经营现金	82	-9	99	115	总资产周转率	0.63	0.62	0.61	0.63
投资活动现金	1085	-3001	-3605	-1111	应收账款周转率	28	26	23	23
资本支出	2344	3050	3550	1107	应付账款周转率	3.77	3.59	3.78	3.76
长期投资	-2	-53	43	-11	每股指标 (元)				
其他投资现金	3427	-4	-12	-15	每股收益(最新摊	1.30	2.80	2.46	2.94
筹资活动现金	1461	18	2582	-1168	每股经营现金流	2.79	7.02	5.08	6.42
短期借款	-721	691	-309	250	每股净资产(最新	9.29	11.69	16.17	19.11
长期借款	1025	200	200	300	估值比率				
普通股增加	77	0	120	0	P/E	16.94	7.86	8.95	7.48
资本公积增加	1734	0	2307	0	P/B	2.37	1.88	1.36	1.15
其他筹资现金	-655	-873	264	-1718	EV/EBITDA	11	6	5	4
现金净增加额	232	-254	1562	990					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。