



持有

9% ↑

目标价格: 人民币 24.10

000877.SZ

价格: 人民币 22.01

目标价格基础: 8 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

天山股份

2011 年业绩略超预期

天山股份公布业绩快报, 2011 年归属母公司净利润与上年度相比增长 110%-130%, 对应每股收益约 2.8 元, 略超我们的预期。公司业绩增长的主要原因包括两方面, 一方面新疆水泥市场需求量增加, 公司产能释放, 水泥销售量价齐升; 另一方面公司在江苏地区的水泥和熟料价格较去年同期有较大提高。新疆地区的开发建设推动水泥需求旺盛, 伴随着产能投放, 公司产销量一直保持较快增长, 预计 2012 年水泥销量将达到 2,500 万吨。区域内产能的快速增长可能会对价格产生一定的压力, 但是考虑到区域市场集中度较高, 预计 2012 年水泥售价将保持相对平稳。公司已经公告增发方案, 增发数量不超过 1.2 亿股, 发行价格为 20.64 元/股, 募集资金总额不超过 24.8 亿。我们对公司 2012 年每股盈利预测为 3.15 元 (增发摊薄前), 给予目标价 24.10 元, 对应 2012 年摊薄前 8 倍市盈率, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 受政策推动新疆地区水泥需求加速, 公司加快在疆内的产能布局, 2011 年新投水泥产能 700 多万吨, 疆内水泥销售价格同比也有提升, 预计全年水泥销售量在 1,850 万吨左右。
- 募投项目将推动产销量快速增长, 公司募投计划中的喀什天山 4,000t/d 和叶城天山 4,000t/d 生产线已于 11 年底投产, 预计阜康一期 2,500t/d 生产线在 2012 年初投产, 达坂城 5,000t/d 和洛辅天山的 3,200t/d 线在 2013 年初投产。预计 2012 年公司全年产销量为 2,500 万吨。
- 新疆地区水泥市场集中度较高, 前四家企业占有 70% 左右市场, 市场控制能力较强, 但从区域供给来看, 新增产能的较快增长可能会对水泥价格产生一定的压力, 预计 2012 年新疆地区水泥价格相对平稳。

评级面临的主要风险

- 区域新增产能投放过快引起的价格下行风险。

估值

- 我们对公司 2012 年增发摊薄前每股盈利预测为 3.15 元 (若增发摊薄则为 2.41 元), 给予目标价 24.1 元, 对应 2012 年摊薄前 8 倍市盈率, 维持持有评级。

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	9,901	11,361
变动 (%)	18	39	36	27	15
净利润 (人民币 百万)	351	505	1,034	1,227	1,416
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.125	1.299	2.660	3.153	3.641
变动 (%)	88.7	15.5	104.7	18.6	15.5
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	2.706	3.401	4.346
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	2.660	3.376	4.056
调整幅度 (%)	-	-	0.0	(6.6)	(10.2)
核心每股收益 (人民币)	0.569	1.054	2.328	2.771	3.202
变动 (%)	99.9	85.3	121.0	19.0	15.6
全面摊薄市盈率 (倍)	19.6	16.9	8.3	7.0	6.0
核心市盈率 (倍)	38.7	20.9	9.5	7.9	6.9
每股现金流量 (人民币)	2.03	2.79	3.86	5.36	6.16
价格/每股现金流量 (倍)	10.9	7.9	5.7	4.1	3.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	14.4	10.5	6.4	5.5	4.9
每股股息 (人民币)	0.300	0.400	0.665	0.788	0.910
股息率 (%)	1.4	1.8	3.0	3.6	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5	4	(7)	(29)
相对新华富士 A50 指数	1	4	(8)	(12)

发行股数 (百万)	389
流通股 (%)	58
流通股市值 (人民币 百万)	4,969
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	142
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
以 2012 年 1 月 12 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

*李大振为本报告重要贡献者

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	9,901	11,361
销售成本	(3,029)	(4,056)	(5,128)	(6,665)	(7,645)
经营费用	(369)	(490)	(672)	(938)	(1,112)
息税折旧前利润	717	1,158	1,968	2,298	2,605
折旧及摊销	(285)	(345)	(353)	(369)	(388)
经营利润(息税前利润)	433	813	1,615	1,929	2,217
净利息收入/(费用)	(151)	(185)	(201)	(203)	(214)
其他收益/(损失)	203	148	241	236	264
税前利润	484	777	1,655	1,963	2,266
所得税	(48)	(101)	(331)	(393)	(453)
少数股东权益	(86)	(170)	(290)	(344)	(397)
净利润	351	505	1,034	1,227	1,416
核心净利润	177	410	906	1,078	1,245
每股收益(人民币)	1.125	1.299	2.660	3.153	3.641
核心每股收益(人民币)	0.569	1.054	2.328	2.771	3.202
每股股息(人民币)	0.300	0.400	0.665	0.788	0.910
收入增长(%)	18	39	36	27	15
息税前利润增长(%)	13	88	99	19	15
息税折旧前利润增长(%)	16	61	70	17	13
每股收益增长(%)	89	16	105	19	15
核心每股收益增长(%)	100	85	121	19	16

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	1,963	2,266
折旧与摊销	285	345	353	369	388
净利息费用	151	185	201	203	214
运营资本变动	(231)	(167)	(386)	(98)	(61)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(57)	(54)	(321)	(353)	(413)
经营活动产生的现金流	632	1,085	1,502	2,084	2,394
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)	(307)
其他融资现金流	(259)	(548)	(199)	(201)	(213)
融资活动产生的现金流	570	1,461	1	6	(119)
现金变动	220	232	194	708	712
期初现金	456	676	908	1,102	1,810
公司自由现金流	(350)	(1,229)	191	714	853
权益自由现金流	339	(1,152)	348	965	1,017

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	1,810	2,522
应收帐款	283	655	983	1,253	1,437
库存	497	607	911	1,183	1,358
其他流动资产	546	442	660	855	980
流动资产总计	2,003	2,613	3,655	5,101	6,296
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	14,768	17,099
应付帐款	1,335	1,541	1,991	2,580	2,960
短期债务	1,650	891	1,098	1,347	1,308
其他流动负债	698	342	332	351	373
流动负债总计	3,684	2,774	3,421	4,278	4,641
长期借款	2,151	3,176	3,325	3,541	3,980
其他长期负债	135	135	159	193	215
股本	312	389	389	389	389
储备	1,075	3,226	4,105	5,072	6,182
股东权益	1,387	3,615	4,494	5,461	6,571
少数股东权益	515	660	950	1,294	1,691
总负债及权益	7,871	10,360	12,349	14,768	17,099
每股帐面价值(人民币)	4.44	9.29	11.55	14.04	16.89
每股有形资产(人民币)	3.55	8.42	10.68	13.16	16.01
每股净负债/(现金)(人民币)	10.02	8.12	8.54	7.92	7.11

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	23.2	22.9
息税前利润率(%)	10.5	14.3	20.8	19.5	19.5
税前利润率(%)	11.8	13.6	21.3	19.8	19.9
净利率(%)	8.5	8.9	13.3	12.4	12.5
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.9	1.1	1.2	1.4
利息覆盖率(倍)	2.4	4.2	7.5	8.8	9.2
净权益负债率(%)	164.3	73.9	61.0	45.6	33.5
速动比率(倍)	0.4	0.7	0.8	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	19.6	16.9	8.3	7.0	6.0
核心业务市盈率(倍)	38.7	20.9	9.5	7.9	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.4	22.9	10.4	8.7	7.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.0	2.4	1.9	1.6	1.3
价格/现金流(倍)	10.9	7.9	5.7	4.1	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	10.5	6.4	5.5	4.9
周转率					
存货周转天数	56.0	49.7	54.0	57.3	60.7
应收帐款周转天数	25.5	30.0	38.5	41.2	43.2
应付帐款周转天数	99.8	92.0	83.0	84.3	89.0
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	24.6	23.5
资产收益率(%)	5.6	7.8	11.4	11.4	11.1
已运用资本收益率(%)	9.6	11.7	17.9	18.1	17.8

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，与本报告评论的上市公司不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，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 2 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