

2012 年 2 月 1 日

公司研究

评级：买入

研究所

研究所

证券分析师：张晓霞 S0350510120004

联系人：范曾

0755-83700166 fanz@ghzq.com.cn

西北水泥龙头的崛起之路

——天山股份投资机会点评

投资要点：

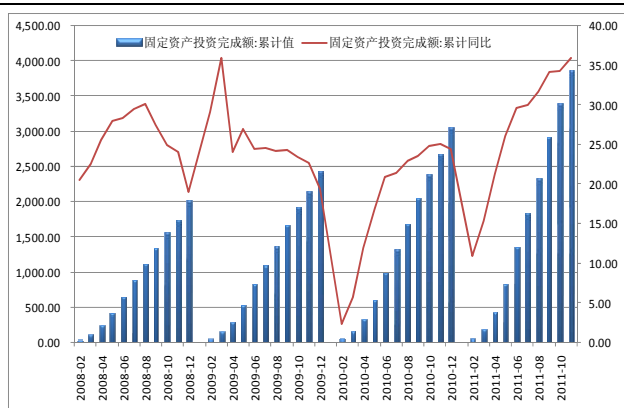
- **需求：**新疆“十二五”规划纲要中指出全社会固定资产投资年均增长 25%以上，5 年累计完成 3.6 万亿元。预计基建项目“十二五”期间年拉动新疆地区水泥需求量约在 2.9-3 亿吨，年均需求约 5800-6000 万吨左右。
- **供给：**新疆 2012 年新增水泥产能约在 2320 万吨，预计 2012 年底至 2013 年初地区新增水泥产能将达到顶峰。换句话说，2012 年新疆总水泥设计产能将达到 5300 万吨左右，而到 2013 年，新建水泥设计产能将达到 6500 万吨，基本与固定资产投资所拉动的需求相当。
- **新增生产线全面提升局部地区产能：**预计天山股份募投项目完成后，实现新增水泥熟料产能 1030 万吨，全面提升以上地区水泥产能，增强公司市场议价能力。
- **高标号水泥需求稳定，低端水泥价格受拖累：**基建项目受宏观调控政策以及国内外经济形势影响相对较小，天山股份产品结构以 42.5 级以上及特种水泥为主，目标客户为铁路、水利、能源等特定对象，对水泥质量要求较高，高标号水泥及特种水泥需求具备一定刚性，间接对公司水泥需求起到一定支撑作用。
- **盈利预测：**我们初步预计，2011、2012 和 2013 年公司或实现水泥销量 1850、2560 和 3200 万吨，公司 2012、2013 年实现营业收入 104、120 亿元。预计全面摊薄后 2011-2013 年 EPS 分别为 2.30、2.71 和 2.93 元。鉴于公司稳定的盈利情况及卓越的区域龙头地位，给予天山股份 2012 年 8-9 倍 PE，基于估值修复的水泥股行情依然存在，维持“买入”评级，公司依然为长期投资理想标的。

1、新疆地区水泥供不应求格局仍将延续

1.1、需求方面：

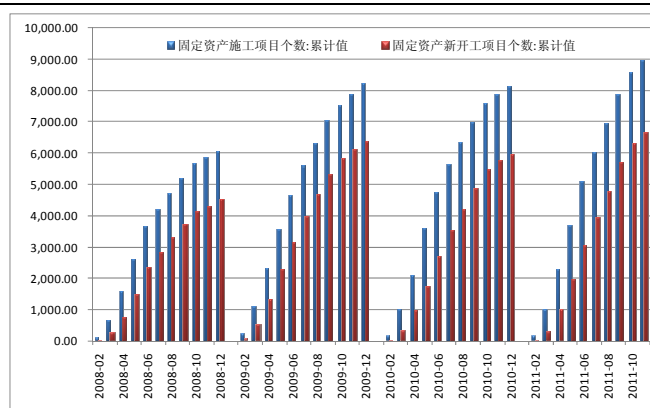
2011 年 11 月新疆累计实现固定资产投资 3860 亿元，同比增长 35.9%，固定资产施工项目个数 8959 个，同比增长 14%；新开工项目个数 6647 个，较去年同期增长 16%。新疆“十二五”规划纲要中指出，“十二五”期间，新疆地区全社会固定资产投资年均增长 25%以上，5 年累计完成 3.6 万亿元，按照每万亿元固定投资拉动 0.8-1.0 亿吨水泥保守计算，仅基建项目“十二五”期间拉动新疆地区水泥需求量约在 2.9-3 亿吨之间，年均需求约 5800-6000 万吨左右。

图 1、新疆固定资产投资（亿）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、在建，新建项目数（个）

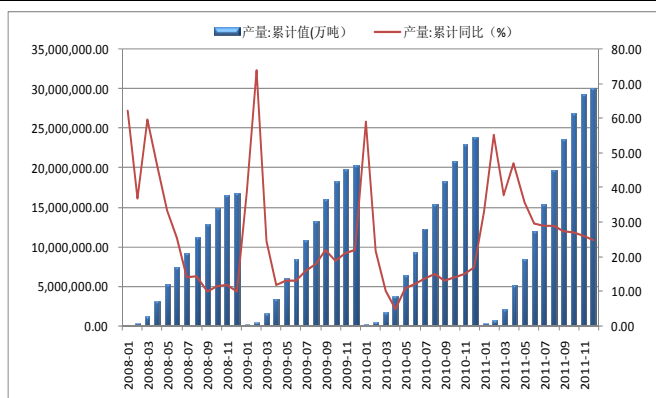


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、供给方面：

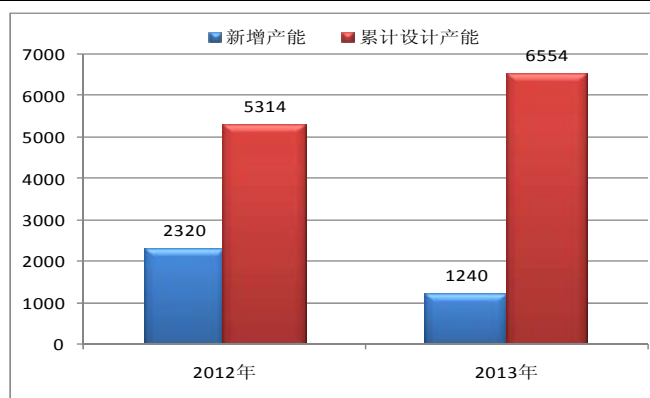
至 2010 年末，新疆地区共有水泥生产企业 88 家，总资产 221 亿元，从业人员 2.13 万人。拥有各类水泥生产线 119 条，新型干法水泥熟料生产线 41 条，生产能力 2,630 万吨，占总生产能力的 75%。2011 年 12 月数据显示，新疆地区累计水泥产量 2994 万吨，同比增长 24.99%。

图 3、新疆水泥产量（万吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4、2012-2013 年新疆新增水泥产能



资料来源：CR、国海证券研究所

从数据上看,新疆 2012 年新增水泥产能约在 2320 万吨,预计 2012 年底至 2013 年初该地区新增水泥产能将达到顶峰。换句话说,2012 年,新疆总水泥设计产能将达到 5300 万吨左右,而到 2013 年,新建水泥设计产能将达到 6500 万吨,基本与固定资产投资所拉动的需求相当。

由于新建生产线的建设周期较长,短期来看,水泥供不应求状况依然将延续。预计在未来两年,随着大批新项目投产,疆内水泥将从供不应求,逐渐向供需平衡格局转变,新增产能的快速释放,相应的增加了部分地区供给压力,但由于其固定资产投资增速基本于水泥新增产能增速保持一致,大范围的产能过剩的情况很难在新疆地区出现。

2、天山股份募投项目分析

天山股份2012 年1月12日发布公开增发招股意向书,将采用网上、网下定价发行的方式募集资金。计划增发数量不超过1亿股,发行价格20.64 元,总募集资金额不超过20.64 亿元。募集资金将用于5 条水泥熟料生产线建设,及一个100 万吨水泥粉磨项目。

2.1、新增生产线全面提升局部地区产能

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,项目完成后实现水泥熟料产能 1030 万吨。其中叶城、喀什熟料生产线项目已于去年 8 月投产;阜康、洛浦项目现已开工建设,工程采用公司自有资金,募集的资金主要用来补充工程建设资金。

图 3、募投项目分布情况



资料来源:公司公告 国海证券研究所

本次募投项目位于未来新疆发展潜力巨大,基建需求旺盛的乌昌、吐哈、喀什及和田地区。预计募集资金投资项目全部实施后,在乌昌地区新增熟料年设计产能在232万吨左右、水泥产能约300万吨;喀什地区新增熟料产能248万吨、水泥产能376万吨;和田地区新增熟料产能100万吨、水泥产能136万吨,全面提升该地区的水泥产能规模。

从公司整体产能上看,预计2011年天山股份水泥设计产能将达到2400余万吨,2012年新投产5条生产线,将带来新增产能810万吨,到2012年底,公司总设计产能将近3200万吨,而2013年天山股份新增产能约1580万吨,公司整体设计产能将突破4780万吨,基本实现公司“十二五”期间“产能翻倍”的战略目标。

表1、新增产能及预计投产时间

公司在建生产线及投产时间		
生产线	预计投产时间	年设计产能(万吨)
哈密天山5000t/d	2012年	220
库车天山5000t/d	2012年	220
和田洛浦天山3200t/d	2012年	130
额敏天山3000t/d	2012年	120
吐鲁番天山3000t/d	2012年	120
富蕴天山3000t/d	2013年	120
和静天山5000t/d	2013年	200
阜康天山3×2500t/d电石渣二期	2013年	100
克州天山5000t/d	2013年	220
乌鲁木齐2×5000t/d一期	2013年	440
巴州若羌天山3000t/d	2013年	120
昌吉屯河水泥4000t/d	2013年	180
合计		2190

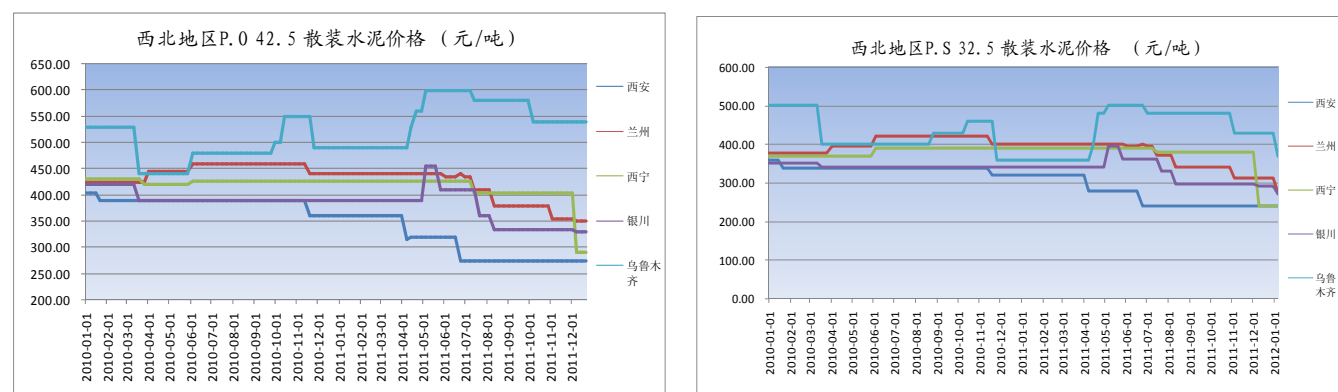
资料来源:公司公告 国海证券研究所

受益新疆整体经济跨越式发展,未来五年上述地区水泥需求或呈现快速增长态势,为了积极应对未来该地区新增需求的释放,公司除了在以上地区新建产能,及时占领新增市场外,更多的是保证公司在新兴水泥市场上的战略部署,巩固其区域龙头地位。随着区域规模化生产线的爆发式增涨,公司在市场上的议价能力也开始逐渐增强,新疆水泥龙头将在2012年正式崛起。

2.2、高标号水泥需求稳定,低端水泥价格受拖累

我们分析认为,新疆地区“十二五”规划实施难度不大。地处西北部的新疆地区,大部分固定资产投资属于基建项目投资,受宏观调控政策以及国内外经济形势影响相对较小。新疆水泥需求主要来自铁路,基建,能源,水利等项目需求,42.5级以上高标号水泥价格由真实供需状况决定,未来水泥价格走势较为确定,而相应32.5级水泥受部分中小水泥企业拖累,短期内价格将出现回调。但我们分析认为,天山股份产品结构以42.5级以上水泥及特种水泥为主,目标客户为铁路,水利、能源等特定对象,对水泥质量要求较高,高标号水泥及特种水泥需求具备一定刚性,间接对公司水泥需求起到一定支撑作用。

图4、西北地区水泥价格



资料来源: WIND、国海证券研究所

2.3、增发优势渐显

有别于市场的观点：市场认为由于拟建生产线建设周期较长，短期内难以贡献实际业绩，而股本的增加却在短期摊薄了每股业绩，募投效果短期内难以获得市场效应。我们分析认为，首先，本次增发完成后，公司负债情况将有所改善，极大的缓解公司在新建生产线方面的资金压力，充裕的现金给予公司广阔的发展空间。其次，由于目前叶城、喀什2条熟料生产线项目已经投产，和田生产线也将在2012年建成投产，募投项目中的3/5将在2012年贡献业绩，影响有限。第三、随着春节后基建项目的陆续开工，施工小旺季的到来将提振水泥价格，形成小周期效应，改善目前公司盈利状况。

3、盈利预测和投资评级

我们初步预计，2011、2012和2013 年公司或实现水泥销量1850、2560和3200万吨，乐观假设疆内水泥及熟料出厂均价比2011年回落10%-15%左右，公司2012, 2013年实现营业收入104、120亿元。预计全面摊薄后2011 - 2013 年EPS 分别为2.30、2.71和2.93元。

表 2、天山股份盈利预测

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	5705	8596	10431	12033
增长率(%)	39%	51%	21%	15%
净利润（百万元）	505	1125	1325	1434
增长率(%)	44%	123%	18%	8%
摊薄每股收益（元）	1.30	2.30	2.71	2.93
ROE(%)	11.82%	16.08%	17.06%	16.66%

资料来源：国海证券研究所

长时间来看我们认为，2012 年水泥企业对应 PE 在 7-10 之间较为合理，由于公司稳定的盈利情况及卓越的区域龙头地位，给予天山股份 2012 年 8-9 倍 PE，基于估值修复的水泥股行情依然存在，维持“买入”评级，公司依然为长期投资的理想标的。

附表:

天山股份盈利预测:

财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	16%	17%	17%	EPS	1.30	2.30	2.71	2.93
毛利率	29%	31%	31%	29%	BVPS	9.29	12.46	13.45	14.52
期间费率	18%	16%	16%	16%	估值				
销售净利率	9%	13%	13%	12%	P/E	16.70	9.43	8.01	7.40
成长能力					P/B	2.33	1.74	1.61	1.49
收入增长率	39%	51%	21%	15%	P/S	1.48	1.23	1.02	0.88
利润增长率	44%	123%	18%	8%					
营运能力					利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	0.55	0.71	0.74	0.75	营业收入	5705	8596	10431	12033
应收账款周转率	11.18	16.11	18.57	19.57	营业成本	4056	5908	7236	8485
存货周转率	6.68	8.18	8.18	8.18	营业税金及附加	37	55	67	78
偿债能力					销售费用	339	473	574	662
资产负债率	59%	43%	45%	46%	管理费用	459	692	834	963
流动比	0.94	0.94	0.91	1.16	财务费用	185	158	195	215
速动比	0.72	0.69	0.67	0.92	其他费用/(-收入)	(50)	0	0	0
					营业利润	578	1310	1524	1630
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	营业外净收支	198	265	331	377
现金及现金等价物	1053	772	1158	2444	利润总额	777	1575	1855	2007
应收款项	510	534	562	615	所得税费用	101	205	242	261
存货净额	607	729	893	1047	净利润	675	1370	1614	1746
其他流动资产	442	666	809	933	少数股东损益	170	245	288	312
流动资产合计	2613	2701	3421	5039	归属于母公司净利润	505	1125	1325	1434
固定资产	5245	6295	7275	7790					
在建工程	1625	2325	2625	2325	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
无形资产及其他	316	316	285	253	经营活动现金流	1085	928	1519	1774
长期股权投资	209	189	194	197	净利润	675	1370	1614	1746
资产总计	10360	12179	14153	15957	少数股东权益	170	245	288	312
短期借款	868	268	668	768	折旧摊销	345	381	451	513
应付款项	1358	1963	2404	2819	公允价值变动	1	0	0	0
预收帐款	183	275	334	386	营运资金变动	(106)	(1068)	(834)	(798)
其他流动负债	365	365	365	365	投资活动现金流	(2314)	(1730)	(1285)	(218)
流动负债合计	2774	2872	3772	4338	资本支出	(1830)	(1750)	(1280)	(215)
长期借款及应付债券	3176	2176	2476	2876	长期投资	4	20	(5)	(3)
其他长期负债	135	135	135	135	其他	(488)	0	0	0
长期负债合计	3311	2311	2611	3011	筹资活动现金流	948	(249)	(140)	(409)
负债合计	6085	5183	6383	7349	债务融资	305	(1600)	700	500
股本	389	489	489	489	权益融资	1837	2064	0	0
股东权益	4275	6996	7770	8607	其它	(1193)	(713)	(840)	(909)
负债和股东权益总计	10360	12179	14153	15956	现金净增加额	(281)	(1051)	94	1147

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

张晓霞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。