

疆内龙头地位牢固，援疆助推需求回暖

买入 评级

投资要点:

- 8月13日召开的新疆援疆工作座谈会显示：截至7月底，1296个援疆项目中，367个续建项目加快建设,新建项目开工856个，开工率达到92.1%；已拨付到疆援助资金90.8亿元,资金到疆率达到89%。随着新疆区域振兴规划的推进，疆内重大基建项目陆续开工建设，必将拉动水泥需求。
- 公司12年新增生产线5条，13年预计再投产8条，新增产能冲击动能较大，疆内市场供需逆转，但市场份额提高带来的销量大幅提升和规模效应带来的单位成本下降为未来业绩的稳定提供了有力支撑。

报告摘要:

- 新疆大开发奠定水泥长期需求，近期产能密集投放预期短期供给承压。**上半年新疆重点项目累计完成投资925.38亿元，同比增加56%，“十二五”期间固定资产投资年均增速25%以上的跨越式增长有效打开了水泥长期需求空间；另一方面，2011年新疆新增水泥产能2488万吨，供需形势出现拐点，且预计12和13年分别新增产能1493/1848万吨，短期内存在供给压力，水泥价格稳定依赖市场协同。
- 疆内市场份额进一步提升，规模效应压缩单位成本。**12年和13年公司相继有5条和8条生产线在新疆陆续投产，预计疆内市场份额从2011年的42%提升至44%以上，覆盖乌昌、北疆、东疆和南疆四大区域，市场控制力大幅加强，提升议价空间。产能规模较高的新型干法生产线的投入可使每吨水泥熟料成本平均降低10-15元。
- 吨市值跌破重置成本，投资价值凸显。**受到水泥价格下跌影响，公司股价走低，目前吨市值276元，远低于平均400元/吨的实体水泥收购价值。参考此前中材增资天山和海螺收购青松建化时点二者的吨市值623元和465元，即使考虑少数股东权益，其投资价值也极为显著。
- 预计公司2012、2013年净利润分别为14.10和20.86亿元，考虑到增发1亿股以及10转8的公积金转增股本导致的摊薄，对应EPS分别为0.89和1.60元，对应当前股价的PE为8.83和4.91倍，给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	8278	9023	13354	16692
营业利润(百万元)	1359	848	1769	2758
净利润(百万元)	1130	781	1410	2086
每股收益(元)	0.89	0.89	1.60	2.27

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)
电话: 010-88085151
Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085901
Email: shenrong@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231	47,376	10,320 股
20110930	46,039	8,448 股
20110630	44,409	8,758 股

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20111231	20110930
机构持股	79 万股	17046 万股
占流通 A 股比	0.18%	50.78%
持股家数及进出情况	2	47

数据来源: WIND

目 录

一、公司概况：新疆水泥巨头.....	5
（一）围绕盆地布局新疆全境，锁定区域龙头地位	5
（二）涉足江苏，区域互补降低市场波动风险	7
二、地区水泥价量及供给分析.....	7
（一）价格持续走低，产量回升	7
（二）新疆地区产能密集投放，江苏地区增速放缓	9
三、需求分析：综合测算新疆、华东 12 年水泥需求为 3992/71614 万吨.....	13
（一）新疆“十二五”跨越式发展规划拓宽水泥长期需求空间	14
（二）总量需求：预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 3777 / 70076 万吨.....	15
（三）建筑安装工程：预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 3856 / 74864 万吨.....	16
（四）房地产开发：预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 4004 / 70076 万吨.....	17
（五）交通基建：预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 4332 / 71440 万吨.....	18
（六）供需缺口分析：政策差别导致新疆供给承压，华东供需差额缓解.....	20
四、公司财务分析.....	21
（一）高毛利、高负债带动股东回报稳步增长	21
（二）期间费用下降趋势，销售费用控制仍待加强	22
五、盈利预测与投资建议.....	23
（一）生产成本预测	23
（二）销售盈利预测	24
（三）敏感性分析：水泥价格对 EPS 的弹性为 11.58.....	26
（四）投资建议	27

插图

图 1-1: 公司控股股东和实际控制人	5
图 1-2: 公司分业务收入	5
图 1-3: 公司分业务毛利率	5
图 1-4: 公司分地区业务收入	6
图 1-5: 公司水泥均价毛利	6
图 1-6: 公司水泥销量快速增长	6
图 1-7: 公司疆内产能份额	6
图 1-8: 公司及青松建化 2012 年底疆内产能分布	6
图 1-9: 公司及青松建化 2013 年底疆内产能分布	6
图 1-10: 新疆地区水泥季度销量走势	7
图 1-11: 江苏地区水泥季度销量走势	7
图 2-1: 新疆地区水泥价格走势	8
图 2-2: 华东地区水泥价格走势	8
图 2-3: 新疆地区当月水泥产量及增速	8
图 2-4: 新疆地区累计水泥产量及增速	8
图 2-5: 华东地区当月水泥产量及增速	8
图 2-6: 华东地区累计水泥产量及增速	8
图 2-7: 乌昌地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	9
图 2-8: 北疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	10
图 2-9: 东疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	11
图 2-10: 南疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	11
图 2-11: 新疆地区及天山股份产能增速较快	13
图 2-12: 新疆各片区产能增速	13
图 2-13: 新疆水泥产能分布	13
图 2-14: 公司新疆地区产能分布	13
图 3-1: 近三年我国水泥需求结构变化（里圈和外圈的关系）	14
图 3-2: 公司水泥及熟料基本以销定产	14
图 3-3: 新疆各区域协调发展	15
图 3-4: 新疆地区固定资产投资与水泥产量散点图	16
图 3-5: 华东地区固定资产投资与水泥产量散点图	16
图 3-6: 新疆、华东各省 2012 固定资产投资目标	16
图 3-7: 新疆地区建筑安装工程投资完成额与水泥产量散点图	17
图 3-8: 华东地区建筑安装工程投资完成额与水泥产量散点图	17
图 3-9: 新疆地区房地产开发投资完成额与水泥产量散点图	18
图 3-10: 华东地区房地产开发投资完成额与水泥产量散点图	18
图 3-11: 新疆地区交通运输业投资完成额与水泥产量散点图	19
图 3-12: 华东地区交通运输业投资完成额与水泥产量散点图	19
图 3-13: 新疆地区 2012 年水泥需求	19
图 3-14: 华东地区 2012 年水泥需求	19
图 3-15: 新疆、江苏地区“十二五”固定资产投资项目汇总	19
图 3-16: 新疆地区 2011-2013 年供需缺口	20
图 3-17: 华东地区 2011-2013 年供需缺口	20

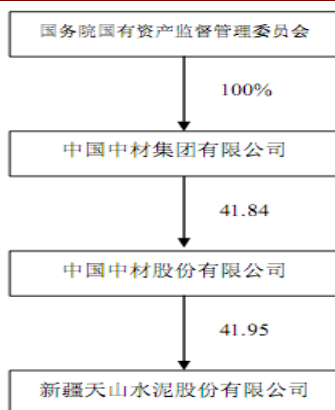
图 4-1: 水泥成本结构	21
图 4-2: 毛利率与水泥上市公司对比	21
图 4-3: 资产负债率与水泥上市公司对比.....	22
图 4-4: 净资产收益率与水泥上市公司对比.....	22
图 4-5: 总期间费用率与水泥上市公司对比.....	22
图 4-6: 销售费用率与水泥上市公司对比.....	22
图 4-7: 管理费用率与水泥上市公司对比.....	22
图 4-8: 财务费用率与水泥上市公司对比.....	22
图 5-1: 新疆水泥毛利及煤炭价格	23
图 5-2: 南京水泥毛利及煤炭价格	23
图 5-3: 公司新疆水泥单位成本预测	23
图 5-4: 公司江苏水泥单位成本预测	24
图 5-5: 公司各业务销售预测	25
图 5-6: EPS 对水泥综合价格/销量的敏感性分析.....	27
图 5-7: 水泥综合价格对 EPS 弹性分析.....	27
图 5-8: 公司 2012-2014 年公司利润预测	29

一、公司概况：新疆水泥巨头

（一）围绕盆地布局新疆全境，锁定区域龙头地位

公司是新疆最大的水泥生产企业，从主营水泥、熟料延伸至下游商品混凝土的生产、销售。公司的控股股东是中材股份，实际控制人为国资委。

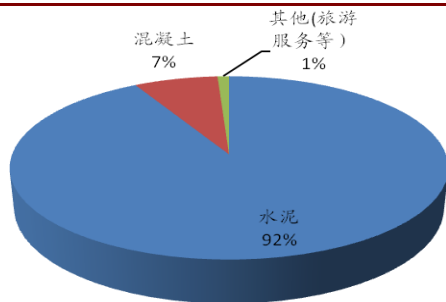
图 1-1：公司控股股东和实际控制人



资料来源：公司年报，宏源证券

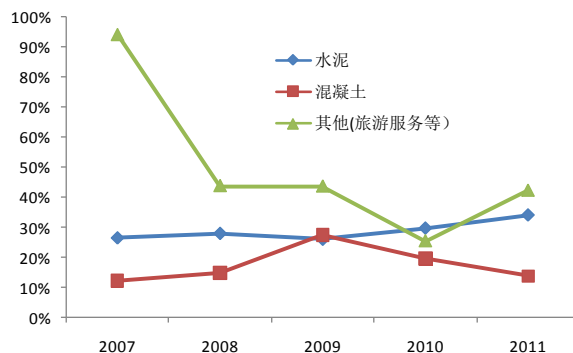
目前公司在新疆 14 个地州中的 12 个区域拥有水泥生产企业，疆外业务辐射到江苏的苏州、无锡、常州等经济发达地区，形成新疆区域市场连片、华东市场布点、纵延产业链、居中国水泥前列的大型水泥企业集团。

图 1-2：公司分业务收入



资料来源：公司年报，宏源证券

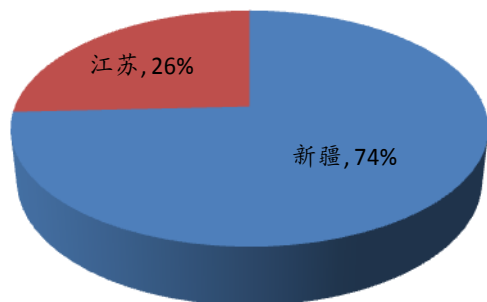
图 1-3：公司分业务毛利率



资料来源：公司年报，宏源证券

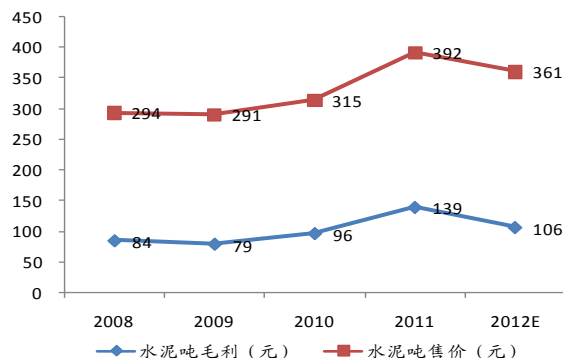
作为新疆的水泥龙头，公司的业务重点在新疆本地，充分抓住新疆地区的发展机遇，水泥年销量年复合增长率约为 6%。其 2011 年新疆市场收入占公司水泥业务总收入的 74%，产能 1740 万吨，市场份额 42%。随着 12 年和 13 年公司新建生产线的陆续投产，公司的市场份额还将不断增加。

图 1-4: 公司分地区业务收入



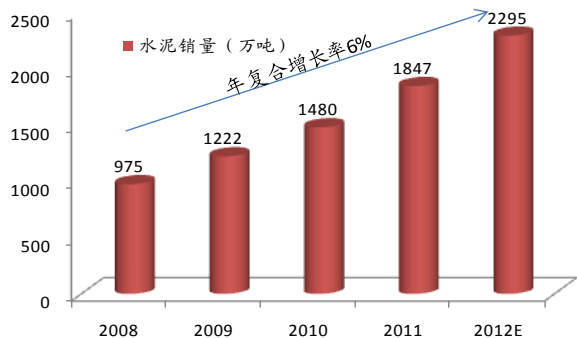
资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 1-5: 公司水泥均价毛利



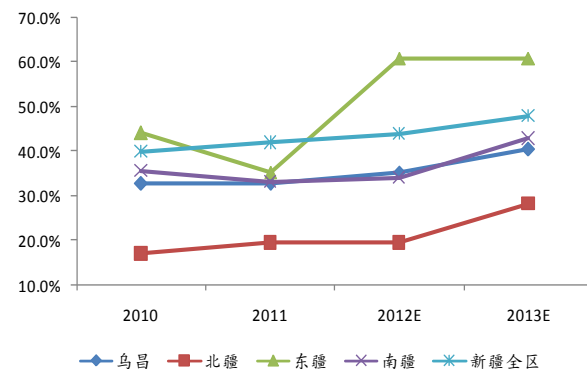
资料来源: 公司公告, 宏源证券整理

图 1-6: 公司水泥销量快速增长



资料来源: 公司年报, 宏源证券

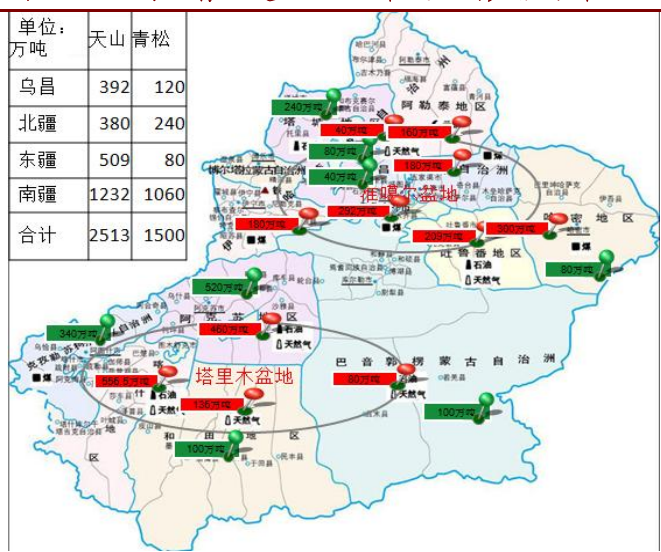
图 1-7: 公司疆内产能份额



资料来源: 公司公告, 宏源证券整理

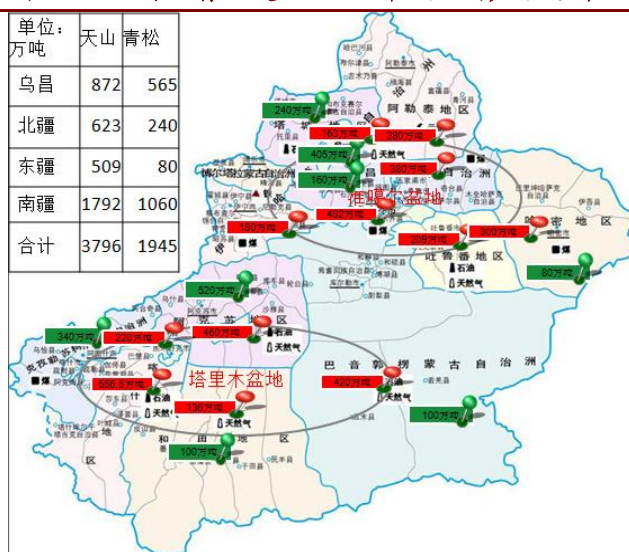
公司在新疆境内主要的竞争对手是青松建化, 其水泥销售区域主要集中在南疆、乌昌和东疆, 约占全疆水泥产能的 10%左右, 销售渠道以中间商打通市场为主。而天山股份在新疆地区采用以直销为主, 代理商为辅的销售模式, 其产能在乌昌、北疆、东疆和南疆全面布局。从下图可知, 相较于青松建化生产线较为分散, 天山股份的水泥产能主要围绕准噶尔和塔里木两大盆地周边密集布局, 靠近煤炭石油等自然资源, 节约运输成本。

图 1-8: 公司及青松建化 2012 年底疆内产能分布



资料来源: 公司公告, 宏源证券整理

图 1-9: 公司及青松建化 2013 年底疆内产能分布



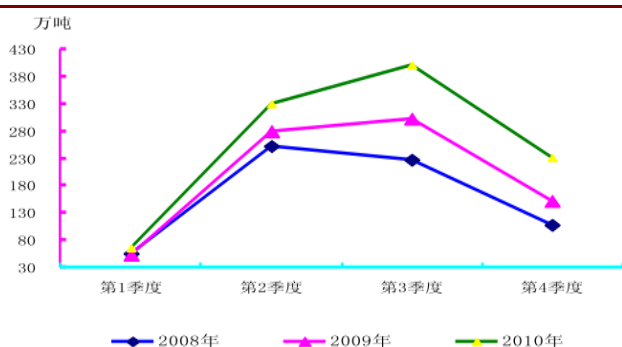
资料来源: 公司公告, 宏源证券整理

（二）涉足江苏，区域互补降低市场波动风险

由于水泥具有很强的地域性，不同地区的水泥市场特色迥异。作为两个差异较大的经济区域，新疆地域辽阔、地广人稀，市场相对封闭，呈现绿洲经济特点，水泥市场竞争以大企业为主，集中度高，投资型拉动的经济增长方式支撑水泥需求持续旺盛；江苏则地处我国经济繁荣地带，水泥需求较大，运距较短，大型水泥生产企业较多，竞争激烈，价格偏低。

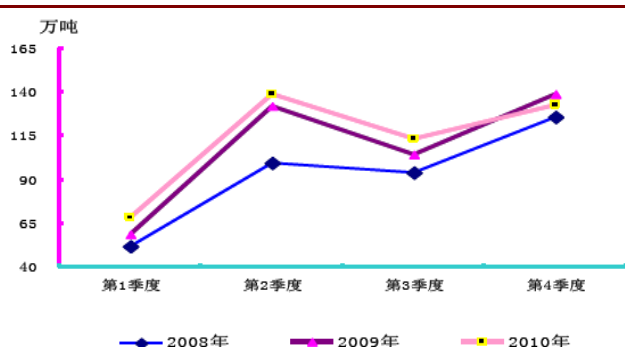
由于水泥行业的下游多为基础设施建设、水利工程、房地产建设等行业，这些行业的施工周期的不同会造成水泥消费的季节性差异。从下图可知，新疆水泥 1,4 季度天气严寒，工程施工较少，相应水泥产成品需求较少，需求旺季集中在 2,3 季度，而则江苏主要受春节和雨季因素影响，2,4 季度需求达到高点。因此，公司在保持新疆市场龙头地位的同时布点江苏市场，可以有效降低单一市场带来的波动风险，区域互补稳定盈利。

图 1-10：新疆地区水泥季度销量走势



资料来源：公司年报，宏源证券

图 1-11：江苏地区水泥季度销量走势



资料来源：公司年报，宏源证券

二、地区水泥价格及供给分析

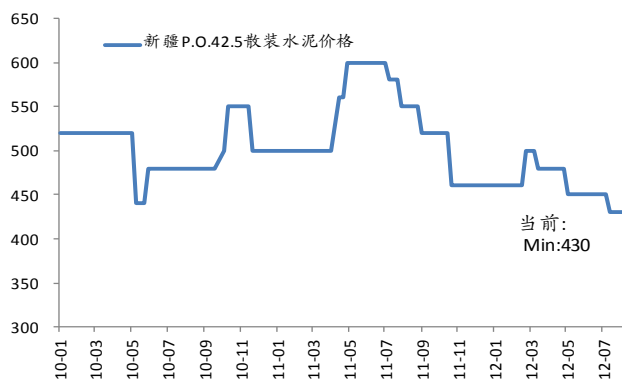
（一）价格持续走低，产量回升

1、新疆地区价格震荡下降，华东地区持续下行

新疆方面，今年以来，受新增产能压力影响，水泥价格除 3 月份有小幅上涨外，整体呈现下降态势，截止 8 月初，高标水泥价格为 325 元，较上年同期跌幅 21.82%，但仍高出全国平均价格 105 元。5 月铁道部公布了《铁路“十二五”发展规划》，其中涉及新疆有 13 条铁路和 8 条铁路煤运通道项目，预计未来新疆将面临供需齐升局面，基建的跨越式发展使得长期水泥需求保持旺盛，而产能密集投放使得中短期仍存在供给压力，价格涨幅空间不大。

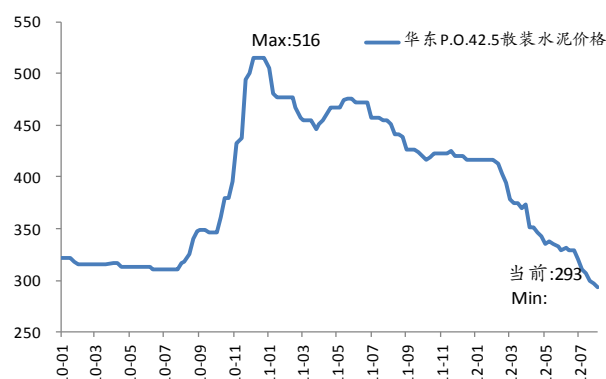
华东方面，受基建投资增速放缓和房产调控持续的影响，一季度开工率普遍较低，水泥需求的低迷使得价格协同出现破裂。年初以来，华东水泥价格持续下行，目前高标价格 293 元，较年初下跌了 124 元，并低于全国平均价格 32 元。但考虑目前华东新增产能已较少且淘汰落后产能力度较大，水泥净产能增速大幅放缓，预计未来供需缺口会进一步缩小，价格跌幅空间不大。

图 2-1: 新疆地区水泥价格走势



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-2: 华东地区水泥价格走势

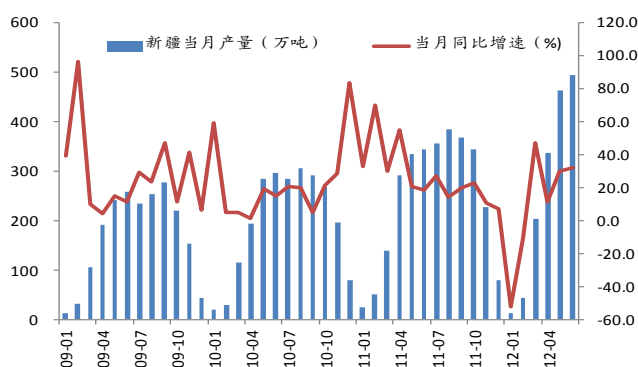


资料来源: WIND, 宏源证券

2、新疆地区产量大幅提升, 江苏地区基本平稳

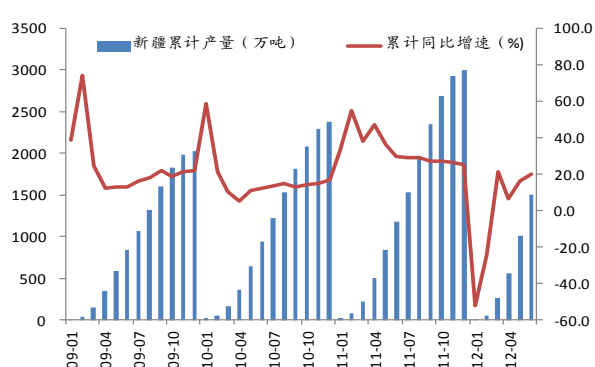
根据国家统计局数据结果表明, 2012年6月全国水泥产量2.07亿吨, 同比增长了6.5%。1-6月份, 全国水泥累计产量为9.94亿吨, 同比增长了5.5%。无论从单月或是累计数据来看, 今年水泥产量与去年相比保持小幅增长。新疆方面, 1,2月累计产量同比均有下跌, 3月以后则有所回升, 截止6月底累计产量同比增长20.2%, 随着新增产能的逐步释放, 预计未来产量将大幅提升; 华东方面, 6月底累计产量32296万吨, 同比增加4.3%, 考虑12年落后淘汰产能形势依然严峻, 就江苏而言, 预计12年淘汰落后水泥产能1812万吨, 未来产量增幅有限。

图 1-3: 新疆地区当月水泥产量及增速



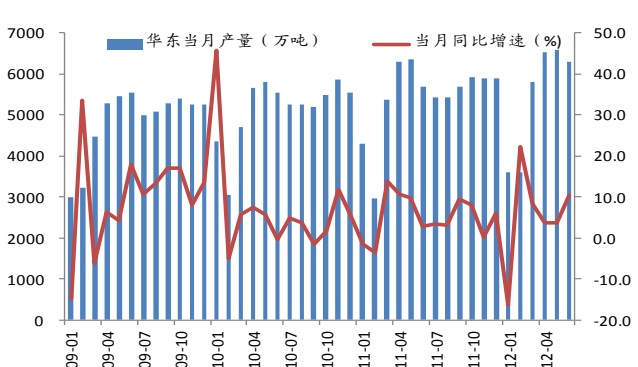
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-4: 新疆地区累计水泥产量及增速



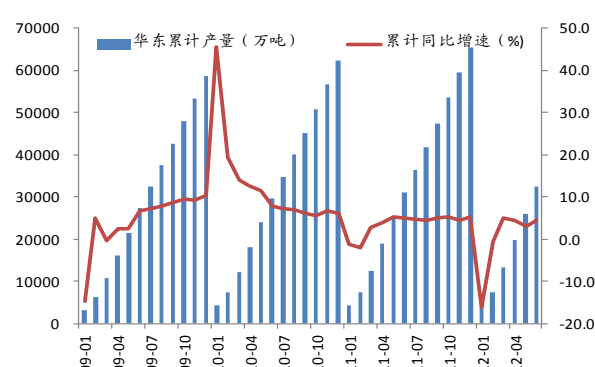
资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-5: 华东地区当月水泥产量及增速



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-6: 华东地区累计水泥产量及增速



资料来源: WIND, 宏源证券

(二) 新疆地区产能密集投放, 江苏地区增速放缓

受新疆跨越式固定资产投资增速的刺激, 新疆自 11 年来, 以天山股份和青松建化为代表, 纷纷加大生产线投入, 11-13 年相继投产生产线 18 / 9 / 11 条, 新增产能 2488 /1493 /1848 万吨。其中天山股份新投产生产线 4 / 5 / 8 条, 新增产能 688 /773 /1283 万吨。新疆全区水泥产能统计如下:

图 2-7: 乌昌地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产线	设计 产能 (t/d)	年水泥产能 （万吨）	
					生产线	企业
乌鲁木齐	1	新疆屯河股份有限公司		1000	40.0	40.0
	2	新疆天山水泥股份有限公司	一线	700	28.0	108.0
	3		二线	2000	80.0	
	4	天山米东水泥有限公司	一线	1600	64.0	144.0
	5		二线	2000	80.0	
	6	新疆准噶尔水泥有限公司(新疆青松水泥有限责任公司)		2000	80.0	80.0
昌吉州	7	奇台大唐水泥有限公司		3000	120.0	120.0
石河子	8	新疆天业水泥有限公司	一线	2000	80.0	160.0
	9		三线	2000	80.0	
	10	青松天业水泥有限公司		1000	40.0	40.0
	11	新疆天业天辰水泥有限公司	一线	2500	100.0	200.0
	12		二线	2500	100.0	
2010 年底乌昌地区产能情况	12 条	产能合计		892.0		
其中：天山股份	5 条	产能合计		292.0	占比	32.74%
昌吉州	2	天宇华鑫水泥	一期	3000	120.0	120.0
	3	阜康天山电石渣	一期	2500	100.0	100.0
2012 年乌昌地区新增产能情况	2 条				220.0	
2012 年底乌昌地区产能情况	14 条	产能合计		1112.0		
其中：天山股份	6 条	产能合计		392.0	占比	35.25%
乌鲁木齐	1	青松乌鲁木齐达坂城	一线	7500	325.0	325.0
	2	天山乌鲁木齐	一期	5000	200.0	200.0
五家渠	3	青松五家渠		3000	120.0	120.0
昌吉州	4	阜康天山电石渣	二期	2500	100.0	100.0
	5	昌吉屯河		4000	180.0	180.0
	6	天宇华鑫水泥	二期	3000	120.0	120.0
2013 年乌昌地区新增产能情况	6 条				1045.0	
2013 年底乌昌地区产能情况	21 条	产能合计		2157.0		

其中：天山股份	9 条	产能合计	872.0	占比	40.43%
---------	-----	------	-------	----	--------

资料来源：公司公告，宏源证券

图 2-8：北疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能(t/d)	年水泥产能（万吨）	
					生产线	企业
克拉玛依	1	克拉玛依龙盛特种水泥有限公司		1200	48.0	48.0
博尔塔拉	2	新疆博兰水泥有限公司		2000	80.0	80.0
	3	博乐南岗建材有限公司		2000	80.0	80.0
	4	精河昆仑水泥		2500	100.0	100.0
伊犁	5	伊犁南岗霍城水泥厂		1600	64.0	64.0
	6	新疆伊力特北屯水泥厂		1000	40.0	40.0
	7	伊犁南岗建材有限公司		2000	80.0	120.0
	8			1000	40.0	
	9	新疆伊力特北屯水泥厂		1000	40.0	40.0
	10	新疆金龙水泥有限公司		1600	64.0	64.0
塔城	11	天山水泥公司沙湾技改工程		1000	40.0	40.0
	12	青松建化		3000	120.0	120.0
	13	霍城三山水泥公司		3000	120.0	120.0
阿勒泰	14	屯河水泥有限公司布尔津线分公司		2000	80.0	80.0
	15	哈巴河水泥有限公司		2500	100.0	100.0
	16	天山股份布尔津水泥公司		2000	80.0	80.0
2010 年底北疆产能情况	16 条	产能合计		1176.0		
其中：天山股份	3 条	产能合计		200.0	占比	17.01%
博尔塔拉	1	精河昆仑水泥		2500	100.0	100.0
伊犁	2	鑫疆水泥		2500	100.0	100.0
	3	屯河水泥		4500	180.0	180.0
塔城	4	金龙水泥		4000	160.0	160.0
	5	青松建化		3000	120.0	120.0
	6	霍城三山水泥公司		3000	120.0	120.0
2011 年新增产能情况	6 条				780.0	
2011 年底北疆产能情况	22 条	产能合计		1956.0		
其中：天山股份	4 条	产能合计		380.0	占比	19.43%
塔城	1	额敏天山		3000	123.00	123.0
阿勒泰	2	富蕴天山		3000	120.00	120.0
2013 年北疆新增产能情况	2 条				243.0	
2013 年底北疆产能情况	24 条	产能合计		2199.0		

能情况					
其中：天山股份	6 条	产能合计	623.0	占比	28.33%

资料来源：公司公告，宏源证券

图 2-9：东疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年水泥产能 (万吨)	
					生产线	企业
吐鲁番	1	天山集团大河沿熟料基地		2000	80.0	80.0
	2	吐鲁番东湖水泥有限公司		1200	48.0	48.0
哈密	3	特克斯鑫疆水泥有限公司		2500	100.0	100.0
	4	青松建化哈密南岗建材有限公司		2000	80.0	80.0
	5	天山股份哈密水泥公司		2500	100.0	100.0
2010 年底东疆产能情况	5 条	产能合计		408.0		
其中：天山股份	2 条	产能合计		180.0	占比	44.12%
哈密	1	弘毅水泥		2500	100.0	100.0
2011 年东疆新增产能情况	1 条				100.0	
2011 年底东疆产能情况	6 条	产能合计		508.0		
其中：天山股份	2 条	产能合计		180.0	占比	35.43%
吐鲁番	1	吐鲁番天山		3000	129.0	129.0
哈密	2	哈密天山		5000	200.0	200.0
2012 年东疆新增产能情况	2 条				329.0	
2012 年底东疆产能情况	8 条	产能合计		837.0		
其中：天山股份	4 条	产能合计		509.0	占比	60.81%

资料来源：公司公告，宏源证券

图 2-10：南疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

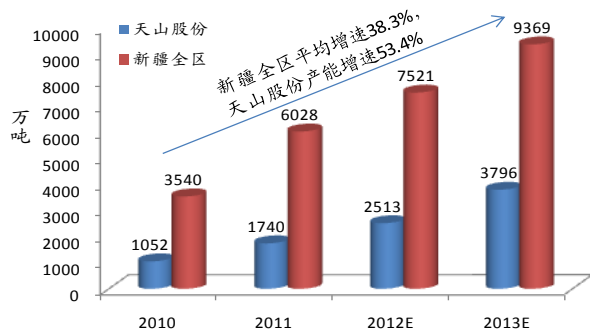
地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年水泥产能 (万吨)	
					生产线	企业
巴音	1	天山水泥公司和静水泥厂		2000	80.0	80.0
	2	巴州青松绿原建材水泥公司		2500	100.0	100.0
	3	库尔勒鲁岳三川水泥公司		2500	100.0	100.0
阿克苏	4	天山多浪水泥公司库车矿化水泥厂		1500	60.0	60.0
	5	青松建化库车水泥厂		2500	100.0	100.0
	6	天山股份阿克苏多浪水泥公司		1500	60.0	60.0
	7	青松建化阿克苏水泥公司		3000	120.0	120.0
克孜勒	8	克州青松水泥股份有限公司		2500	100.0	100.0
喀什	9	新疆天山水泥塔什店分公司		2000	80.0	80.0

	10	阿克苏天山多浪水泥公司喀什分公司		2500	100.0	100.0
和田	11	新疆和田鲁兴水泥有限公司		1600	64.0	64.0
	12	青松建化和田水泥公司		2500	100.0	100.0
2010 年底南疆 产能情况	12 条	产能合计 1064.0				
其中：天山股份	5 条	产能合计 380.0 占比 35.71%				
阿克苏	1	天山多浪		3200	132.0	132.0
	2	青松建化		2500	100.0	100.0
	3	库车青松水泥公司		5000	200.0	200.0
	4	天基水泥	一期	3000	120.0	120.0
喀什	4	新森水泥		2500	100.0	100.0
	5	隆基水泥	一线	2500	100.0	100.0
	6	喀什天山		4000	186.7	186.7
	7	叶城天山		4000	189.8	189.8
	8	飞龙水泥		2000	80.0	80.0
	9	红旗水泥		2500	100.0	100.0
	10	前海水泥		2500	100.0	100.0
	11	山东山水水泥	一期	5000	200.0	200.0
2011 年南疆新 增产能情况	11 条	1608.5				
2011 年底南疆 产能情况	23 条	产能合计 2672.5				
其中：天山股份	8 条	产能合计 888.5 占比 33.25%				
阿克苏	1	库车天山		5000	208	208
	2	红狮集团	一期	4500	180	180
克孜勒	3	克州青松水泥股份有限公司	二期	6000	240	240
和田	4	洛浦天山		3200	136	136
	5	尧柏水泥		4500	180	180
2012 年南疆新 增产能情况	5 条	944.0				
2012 年底南疆 产能情况	28 条	产能合计 3616.5				
其中：天山股份	10 条	产能合计 1232.5 占比 34.08%				
巴音	1	天山水泥公司和静水泥厂		5000	220	220
	2	巴州若羌天山		3000	120	120
克孜勒	3	克州天山		5000	220	220
2013 年南疆新 增产能情况	3 条	560.0				
2013 年底南疆 产能情况	31 条	产能合计 4176.5				
其中：天山股份	13 条	产能合计 1792.5 占比 42.92%				

资料来源：公司公告，宏源证券

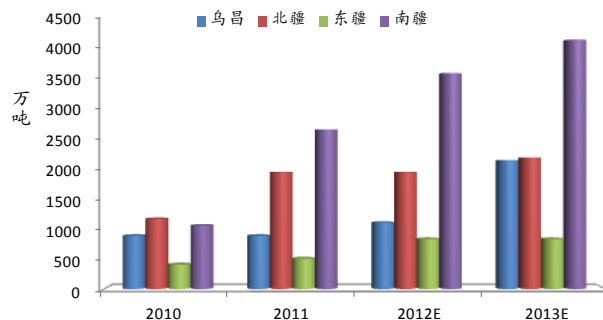
从产能增速上看, 2010-2013 年期间, 新疆全区水泥产能平均增速 38.3%, 其中天山股份水泥产能平均增速 53.84%, 产能的密集投放使得新疆地区水泥供给压力增大。而从各片区来看, 今明两年增速最快的是乌昌地区, 其次是东疆; 而就产能分布看, 现有产能集中在南疆地区。公司产能的集中投放一方面会加大供给压力, 一方面也有助于提高市场控制力, 便于形成市场协同, 从而提高议价能力。

图 2-11: 新疆地区及天山股份产能增速较快



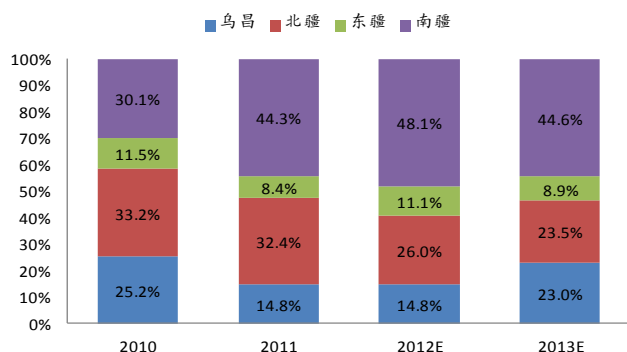
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-12: 新疆各片区产能增速



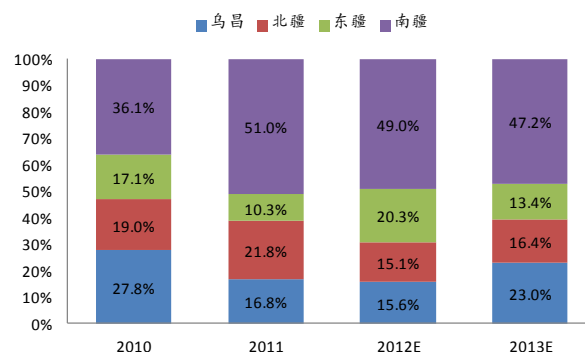
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-13: 新疆水泥产能分布



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-14: 公司新疆地区产能分布

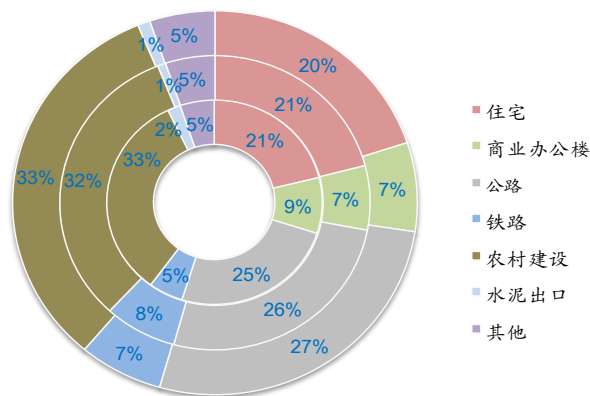


资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、需求分析: 综合测算新疆、华东 12 年水泥需求为 3992/71614 万吨

由于水泥行业水泥是典型的投资拉动型行业, 而且基本上不对外出口, 据统计, 每年中国对外出口的水泥不超过水泥总量的 2%, 因而中国宏观经济的景气变动对其有着更为显著地影响, 同时, 水泥用途也十分的广泛, 房地产开发、基础设施建设均是水泥大户。从近三年我国水泥需求结构来看, 房地产开发年平均消耗水泥占比近 29%, 其中住宅类地产开发消耗水泥接近 21%, 商业住宅消耗接近 8%。

图 3-1: 近三年我国水泥需求结构变化（里圈和外圈的关系）



资料来源：公司招股书，宏源证券

下游需求行业以及影响这些行业景气的扩张与收缩对水泥产量有着较大的影响。我们将水泥产量与反映相关行业景气程度的固定资产投资进行对比，根据需求测算水泥的产量。由于产量和销量的比例一直保持在 100% 左右，我们可以根据测算得出的产量确定未来对于水泥的需求量。考虑水泥量重价低、不易储存的特性，其生产和销售具有明显区域性特征，而天山股份的主要市场来自江苏和新疆：前者与上海、安徽、山东、浙江等省市均毗邻，水泥在这几个城市间流动较为便捷，无法将江苏单独割裂成一个市场，故以华东区域为需求目标地；而新疆相较之下较为封闭，可以单独看作一个区域市场，故下文重点围绕华东和新疆两大区域展开需求分析。

图 3-2: 公司水泥及熟料基本以销定产

产品	区域	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
水泥及熟料	新疆	产量(万吨)	632	791	1,027	1487
		销量(万吨)	641	788	1,027	1438
		产销率(%)	99.84	99.62	100	96.67
	江苏	产量(万吨)	334	434	453	409
		销量(万吨)	334	434	453	409
		产销率(%)	100	100	100	100

资料来源：公司招股书，宏源证券

（一）新疆“十二五”跨越式发展规划拓宽水泥长期需求空间

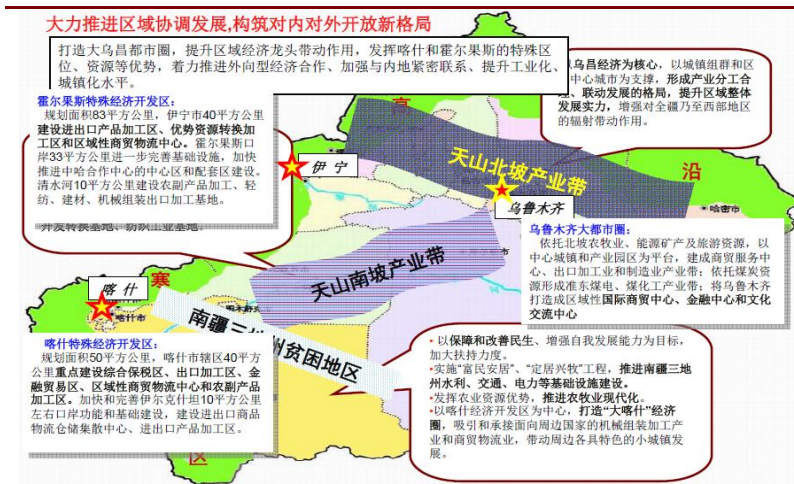
2010 年中央新疆工作会议首次提出 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平的总体目标，要求固定资产投资向新疆自治区和兵团倾斜，各部委和省市相继开展对口援疆工作。随后《国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见》（以下简称《若干意见》）、《新疆“十二五”发展规划》以及《西部大开发“十二五”规划》的陆续出台，充分体现了国家政策对于新疆地区发展的倾斜，固定资产投资大幅提升有效拓宽水泥长期需求空间。

《新疆“十二五”发展规划》开篇即提出经济社会“跨越式发展”的总目标，2011-2015 年平均固定资产投资增速 25% 以上。《西部大开发“十二五”规划》则将发展重点聚焦基础设施建设，围绕交通、水利、电力三条线，以配合矿产资源的有效开发利用。

就区域重点而言，按照“两带两区”的发展战略布局，率先发展天山北坡经济带和天山南坡产业带，扶持发展南疆三地州贫困地区和沿边高寒地区。其中南北坡经济带又以重点发展霍尔果斯和喀什经济开发区为主，《若干意见》指出对有利于经济开发区发展的疆内重大基础设施建设，中央将加大投资力度倾斜，计划于 2015 年基本

完成经济开发区内基础设施投资；而就南疆地区建设而言，主要与“对口援疆”工作结合，其中和田、喀什、阿克苏分别对应北京、天津，上海、广州、深圳以及浙江、江苏等经济实力强的省市。可以预计这些重点投资区域将大幅拉动水泥需求，而公司未来两年新增产能重点围绕乌鲁木齐地区和南疆地区布局，销量增加可期。

图 3-3：新疆各区域协调发展



资料来源：新疆政府网，宏源证券

另据 8 月 13 日召开的新疆维吾尔自治区援疆工作座谈会上最新消息：截至 7 月底，1296 个援疆项目中，367 个续建项目加快建设，新建项目开工 856 个，开工率达到 92.1%，比去年同期高 16.7 个百分点。已拨付到疆援助资金 90.8 亿元，资金到疆率达到 89%，预计“十二五”期间，中央企业在疆投资将超过 1.5 万亿元。不仅政府央企纷纷进入新疆大开发，民企也不甘落后，在 7 月 17 日举行的 2012 中国(新疆)非公有制经济发展论坛投资合作交流推介会上，国内 70 家非公有制企业与新疆各地州签订 70 个合作项目，签约总额为 613.91 亿元。政府和民间资本的双动力极大刺激了新疆的基础设施和房地产建设，有力拉动水泥等必须原材料的需求。

(二) 总量需求：预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 3777 / 70076 万吨

图 3-4 是新疆水泥产量与固定资产投资完成额（不含农户，以下均同）的散点图。从图中可以看出，水泥产量与固定资产投资完成额之间存在较为显著的正相关关系，说明固定资产投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和固定资产投资完成额(X)统计数据做回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y = 0.571X + 528.3, R^2 = 0.983$$

拟合优度 $R^2 = 0.98$ ，说明水泥产量与固定资产投资完成额相关性极高。固定资产投资完成额对水泥产量的影响系数约为 0.571，亦即固定资产投资完成额每增加 1 亿元，水泥产量即增加 0.571 万吨。

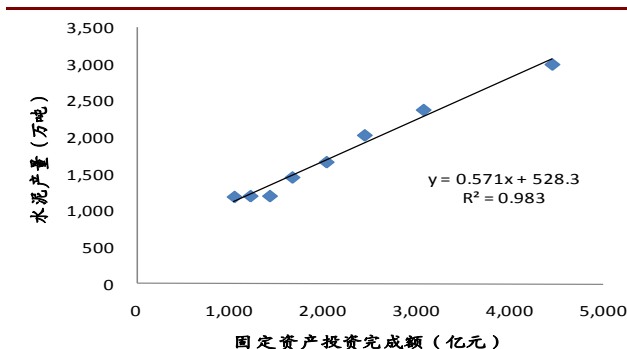
图 3-5 是华东水泥产量与固定资产投资完成额的散点图。从图中可以看出，水泥产量与固定资产投资完成额之间存在较为显著的正相关关系，说明固定资产投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和固定资产投资完成额(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y = 0.325X + 36277, R^2 = 0.850$$

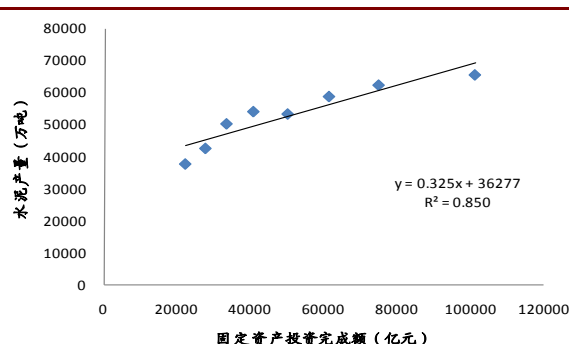
拟合优度 $R^2 = 0.85$ ，说明水泥产量与固定资产投资完成额相关性较高。对水泥产量的影响系数约为 0.325，亦即固定资产投资完成额每增加 1 亿元，水泥产量即增加 0.325 万吨，固定资产对水泥的拉动弱于新疆地区。

图 3-4: 新疆地区固定资产投资与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-5: 华东地区固定资产投资与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量一: 下表给出了各省市 2012 年固定资产投资的目标增速, 据此可得新疆和华东地区 2012 年固定资产投资完成额, 从而推断 12 年新疆和华东地区水泥需求分别为 3777 万吨和 70076 万吨

图 3-6: 新疆、华东各省 2012 固定资产投资目标

省市	2011 完成额 (亿元)	2012 年计划增长	2012 年目标完成额 (亿元)
新疆	4,444.99	28%	5,689.59
江苏	26,299.40	18%	31,033.29
上海	4,877.01	5%	5,120.86
浙江	13,651.48	10%	15,016.63
安徽	11,986.02	20%	14,383.22
福建	9,692.55	18%	11,437.21
江西	8,756.10	20%	10,507.32
山东	25,928.45	17%	30,336.29
华东合计	101,191.01		117,834.82

资料来源: 各省政府网, 宏源证券

(三) 建筑安装工程: 预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 3856 / 74864 万吨

图 3-7 是新疆水泥产量与建筑安装工程投资完成额的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与建筑安装工程投资完成额之间存在较为显著的正相关关系, 说明建筑安装工程投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和建筑安装工程投资完成额(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.809X + 558.6, R^2 = 0.976$$

拟合优度 $R^2 = 0.976$, 说明水泥产量与建筑安装工程投资完成额相关性极高。建筑安装工程投资完成额对水泥产量的影响系数约为 0.809, 亦即建筑安装工程投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 0.809 万吨。

图 3-8 是华东水泥产量与建筑安装工程投资完成额的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与建筑安装工程投资完成额之间存在较为显著的正相关关系, 说明建筑安装工程投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

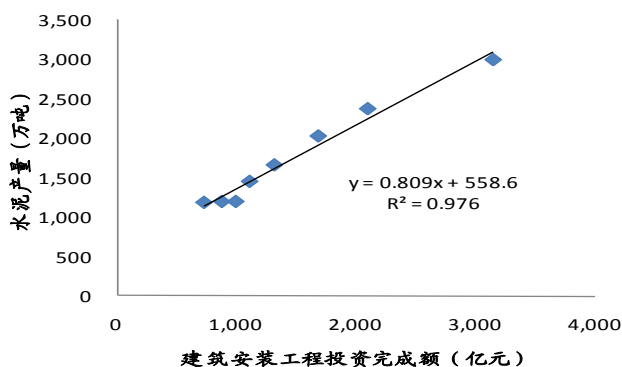
响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和建筑安装工程投资完成额(X)统计数据做线性回归分析,一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.54X + 36585, R^2 = 0.832$$

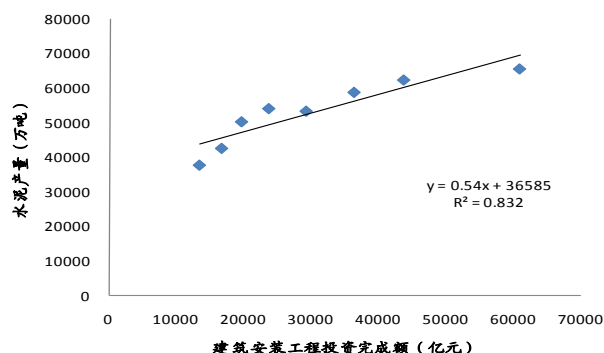
拟合优度 $R^2 = 0.832$, 说明水泥产量与建筑安装工程投资完成额相关性较高。建筑安装工程投资完成额对水泥产量的影响系数约为 0.54, 亦即建筑安装工程投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 0.54 万吨。

图 3-7: 新疆地区建筑安装工程投资完成额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-8: 华东地区建筑安装工程投资完成额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量二: 假定建筑安装工程投资 2012 年增速与固定资产总投资增速大致相当, 则相应推断 12 年新疆和华东地区建筑安装工程投资完成额分别为 4,076 亿元和 70888 亿元, 水泥产量对应为 3856 万吨和 74864 万吨。

(四) 房地产开发: 预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 4004/ 70076 万吨

图 3-9 是新疆水泥产量与房地产开发投资完成额的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与房地产开发投资完成额之间存在较为显著的正相关关系, 说明房地产开发投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和房地产开发投资完成额(X)统计数据做线性回归分析,一元线性回归方程式为:

$$Y = 4.504 X + 735.6, R^2 = 0.972$$

拟合优度 $R^2 = 0.972$, 说明水泥产量与房地产开发投资完成额相关性极高。房地产开发投资完成额对水泥产量的影响系数约为 4.504, 亦即房地产开发投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 4.504 万吨。

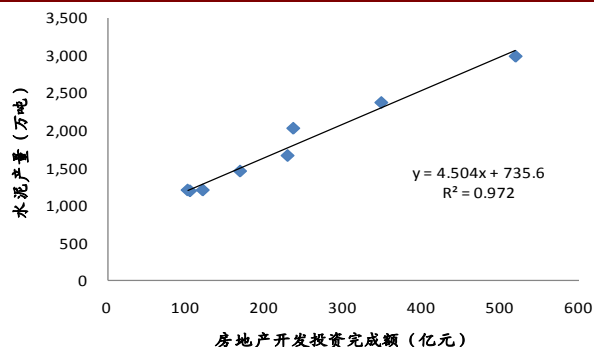
图 3-10 是华东水泥产量与房地产开发投资完成额的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与房地产开发投资完成额之间存在较为显著的正相关关系, 说明房地产开发投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和房地产开发投资完成额(X)统计数据做线性回归分析,一元线性回归方程式为:

$$Y = 1.554X + 34855, R^2 = 0.849$$

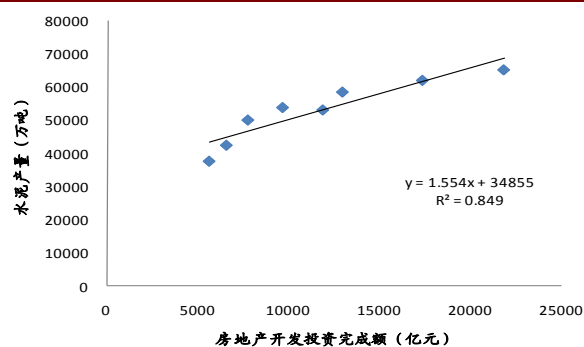
拟合优度 $R^2 = 0.849$, 说明水泥产量与房地产开发投资完成额相关性较高。房地产开发投资完成额对水泥产量的影响系数约为 1.554, 亦即房地产开发投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 1.554 万吨。

图 3-9: 新疆地区房地产开发投资完成额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-10: 华东地区房地产开发投资完成额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量三: 假定新疆地区 12 年房地产投资增速 40%, 华东地区增速 4%, 则相应推断 12 年新疆和华东地区房地产开发投资完成额分别为 726 亿元和 22665 亿元, 水泥产量对应为 4004 万吨和 70076 万吨。

(五) 交通基建: 预计新疆、华东地区 2012 水泥产量 4332 / 71440 万吨

图 3-11 是新疆水泥产量与交通运输业投资完成额的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与交通运输业投资完成额之间存在较为显著的正相关关系, 说明交通运输业投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和交通运输业投资完成额(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 7.642X + 697, R^2 = 0.914$$

拟合优度 $R^2 = 0.914$, 说明水泥产量与交通运输业投资完成额相关性极高。交通运输业投资完成额对水泥产量的影响系数约为 7.642, 亦即交通运输业投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 7.642 万吨。

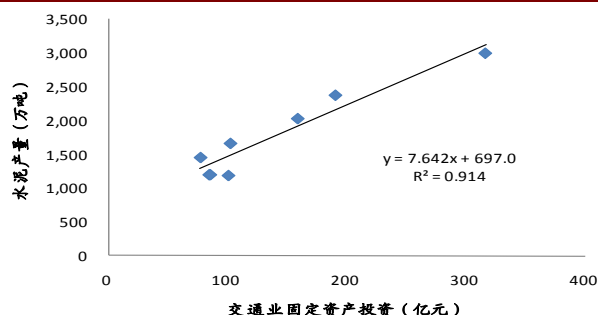
图 3-12 是华东水泥产量与交通运输业投资完成额的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与交通运输业投资完成额之间存在较为显著的正相关关系, 说明交通运输业投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2004 年—2011 年水泥产量(Y)和交通运输业投资完成额(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 17.85X + 11723, R^2 = 0.887$$

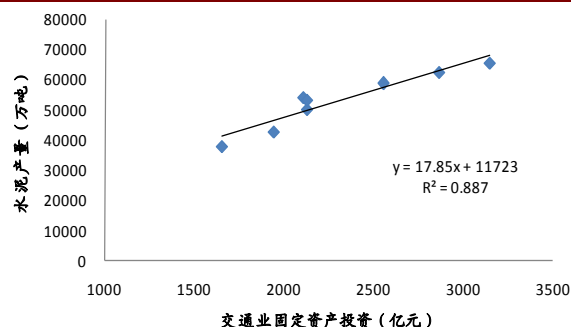
拟合优度 $R^2 = 0.887$, 说明水泥产量与交通运输业投资完成额相关性较高。交通运输业投资完成额对水泥产量的影响系数约为 17.85, 亦即交通运输业投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 17.85 万吨。

图 3-11: 新疆地区交通运输业投资完成额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-12: 华东地区交通运输业投资完成额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量四: 假定新疆地区 12 年交通运输业投资增速 50%, 华东地区增速 8%, 则相应推断 12 年新疆和华东地区交通运输业投资完成额分别为 476 亿元和 3345 亿元, 水泥产量对应为 4332 万吨和 71440 万吨。

从固定资产投资总额、建筑安装工程投资、房地产开发和交通运输投资四方面测算新疆和华东地区水泥需求 2012 年分别为 3992 万吨和 71614 万吨

图 3-13: 新疆地区 2012 年水泥需求

	斜率	X 投资 (亿元)	截距	水泥需求 (万吨)
测算一	0.571	5690	528.3	3777
测算二	0.809	4076	558.6	3856
测算三	4.504	726	735.6	4004
测算四	7.642	476	697	4332
平均				3992

资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-14: 华东地区 2012 年水泥需求

	斜率	X 投资 (亿元)	截距	水泥需求 (万吨)
测算一	0.325	117835	36277	70076
测算二	0.54	70888	36585	74864
测算三	1.554	22665	34855	70076
测算四	17.85	3345	11723	71440
平均				71614

资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-15: 新疆、江苏地区“十二五”固定资产投资项目汇总

地区	新疆	江苏
房地产	“十二五”期间, 新疆计划完成 150 万户安居富民新建改建任务, 新建廉租房 30 万套, 新建公共租赁住房 35 万套, 完成 37.5 万套棚户区危旧住房改造任务。到 2013 年完成困难地区 70 万户农民安居; 到 2015 年实现 11.05 万户游牧民定居; 全面完成城市和国有工矿棚户区和林(场)区皮棚户区改造任务。	南京市“十二五”规划纲中提出: 在“十二五”期间新开工各类政策性保障住房 2,000 万平方米, 竣工 2,000 万平方米。无锡市“十二五”规划纲中提出: 加快廉租房、经济适用房等保障性住房和拆迁安置房建设, 加快危旧房改造, 建成各类保障性住房 400 万平方米以上, 实现住房困难低收入家庭应保尽保。
铁路	“十二五”期间, 新疆铁路建设投资规模将达 1200 亿元至 1500 亿元人民币, 预计到 2015 年, 新疆铁路运营里程可翻番, 达到 8200 公里。目前, 新疆铁路运营里程已突破 4000 公里; 到 2020 年, 新疆铁路将形成“四横四纵、五大对外通道、六个铁路口岸、四个铁路枢纽”的主骨架。	到 2015 年, 新增铁路营业里程超过 1300 公里, 时速 200 公里以上的电气化铁路基本实现通达省辖市。重点建设苏北、苏中铁路网和苏南轨道交通网,

公路	交通基础设施建设总投资规模 1500 亿元至 2000 亿元，建设总里程 7.6 万公里，到 2015 年，公路通车总里程将达到 17 万公里，以适应新疆经济社会快速发展的需要；计划构建“五横七纵”干线公路网通地州市及兵团师部公路高速化，推进建制村通公路。	重点实施全省干线公路网络、过江通道、高速公路网络完善及主骨架扩容工程建设，加强路网衔接，完善农村公路网络。建成泰州长江大桥、崇启大、南京长江四桥、临海高等级公路和宿迁至新沂等高速公路。
民航	估算投资 170 多亿元，新建塔中、莎车、楼兰、图木舒克机场，迁建且末机场（在用）、富蕴机场（迁建后通航），扩建乌鲁木齐、和田、库尔勒、喀什机场，全疆通航机场将由现在的 14 个增至 22 个。	以南京禄口和苏南硕放两个枢纽机场为核心，进一步增强空港运输能力。完成南京禄口国际机场二期和苏中江都机场工程，实施苏南硕放国际机场、州观音机场、南通兴东机场和盐城南洋机场等扩建工程。
水利	新疆水利“十二五”规划显示：规划投资包括防洪减灾工程 426 亿元、水资源工程 820 亿元、水土保持及生态工程 60 亿元、其他专项工程 5 亿元。同时，未来 5 年新疆水利建设任务有了新的内涵，即到 2020 年农业灌溉有效利用系数提高到 0.57，农业用水比重降到 90% 以下，“十二五”期间全社会用水总量控制到 515 亿立方米，万元工业增加值用水量控制在 55 立方米/万元以下，水功能区达标率达到 80%。	推进新一轮淮河治理，完成淮河入江水道整治，实施淮河入海水道二期工程、通榆河南延扩工程。完成南水北调东线一期工程，建成泰州引江河、泰东河、濉河、川东港、九圩港拓浚等沿海供水骨干工程，提高沿海和苏北缺水地区的水资源保障能力。到 2015 年，实现淮北区年增供水量 19 亿立方米；实现沿海中部、南部地区年增供水量 12 亿立方米。
水运、港口建设		基本建成连云港港 30 万吨级深水航道，加快 10 万吨级集装箱码头和 30 万吨级原油码头建设；以形成“两纵三横一网”内河干线航道为目标，基本建成江南京以下 12.5 米深水航道。

资料来源：WIND，宏源证券

（六）供需缺口分析：政策差别导致新疆供给承压，华东供需差额缓解

结合新增新型干法产能及淘汰落后产能，我们得到了每年净产能增加，加上每年新增水泥净需求，我们给出了 2011-2013 年新疆和华东地区水泥供需缺口变动：

图 3-16：新疆地区 2011-2013 年供需缺口

单位：万吨	2011	2012E	2013E
新增产能	2488	1493	1848
淘汰落后	158	180	0
水泥产能净增加	2330	1313	1848
需求净增加	842	904	1399
供需缺口	1489	409	449

资料来源：WIND，宏源证券测算

图 3-17：华东地区 2011-2013 年供需缺口

单位：万吨	2011	2012E	2013E
新增产能	2611	1439	400
淘汰落后	2439	1000	0
水泥产能净增加	172	439	400
需求净增加	3191	2818	2121
供需缺口	-3019	-2379	-1721

资料来源：WIND，宏源证券测算

就新疆地区而言，2010 年底新型干法生产线合计水泥产能 3540 万吨，2011 年新增产能 2488 万吨，增速高达 70%，远超固定资产投资增幅，产能密集投放使得短期内水泥供给承压，且 12 和 13 年净产能增加仍快于需求增长，未来中短期内新疆水泥仍维持供给>需求的格局。

需要指出的是，新疆地区的投产热情来自于政策的差别化支持。近日，国家发改委出台《关于支持新疆产业健康发展的若干意见》，对新疆 12 个产业给予区别于全国其他地区的倾斜支持政策，水泥行业位列其中。《意见》明确指出，国家将支持新疆企业综合利用工业废渣生产水泥，对现有生产线进行余热发电、脱硝，协同处置废弃物，发展循环经济。这意味着在全国水泥行业扩张受《水泥行业准入条件》重重约束的背景下，疆内新建工业废渣制水泥产能将不受任何限制。

国家对新疆水泥行业的差别化政策远不止这些。根据《水泥行业准入条件》，新型干法水泥熟料年产能超过人均 900 公斤的省份，原则上停止核准新建扩大水泥产能生产线项目。考虑环保、资源、市场本身的饱和程度等其他限制条件，准入条件的出台几乎意味着全国水泥产能扩张到此为止；但新疆例外，虽然新疆人均消费水泥已达 1.1 吨。

在十年大开发以及差别化产业政策的支持下，新疆水泥行业的“热”还将持续。公司除了充分利用政策优势快速扩张产能以锁定区域龙头地位外，在南疆地区更是采取价格战的方法，以狙击外来水泥厂商进入，从而独享长期收益。

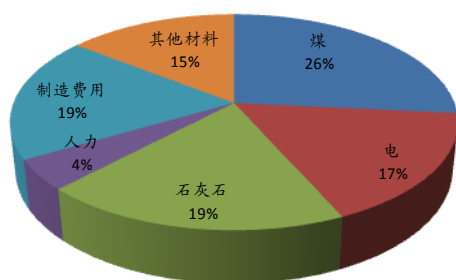
而就华东地区而言，主要是消化现有产能的问题。2010 年底新型干法生产线合计水泥产能 38108 万吨，其中江苏地区 6038 万吨；2011 年新增生产线 12 条，主要集中在安徽、江西和福建，江苏仅新增产能 200 万吨，而当年淘汰落后产能 2439 万吨，其中江苏地区淘汰 61 万吨，净产能增加 139 万吨，产能增速远低于固定资产投资增速，供需缺口为负，未来两年仍将保持，华东地区总体产能过剩格局有望得到改善。

四、公司财务分析

（一）高毛利、高负债带动股东回报稳步增长

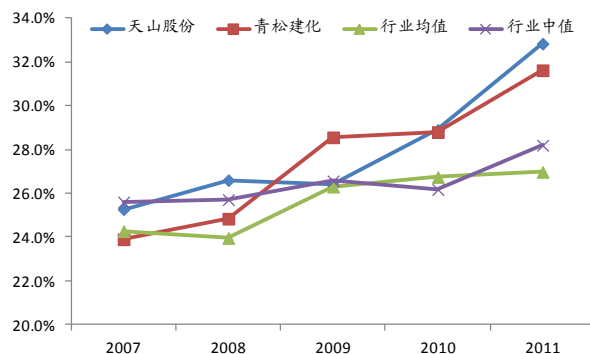
公司充分利用新疆地区丰富的石灰石、煤炭资源，降低生产成本，毛利率持续提高，2011 年约为 32.8%，远超行业均值及主要竞争对手青松建化。另一方面，公司充分利用财务杠杆，节省资本成本，高毛利和高负债使得公司净资产收益率总体上升，股东回报高于行业均值及主要竞争对手青松建化。

图 4-1：水泥成本结构



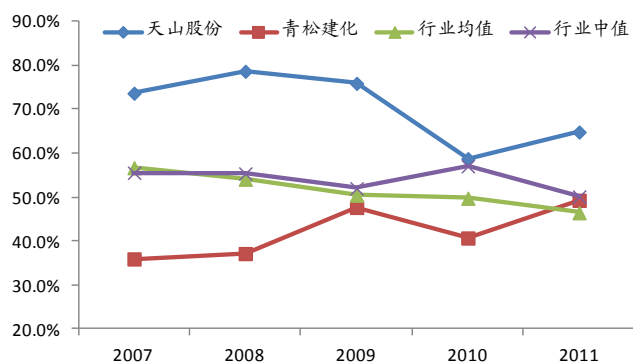
资料来源：公司年报，宏源证券测算

图 4-2：毛利率与水泥上市公司对比



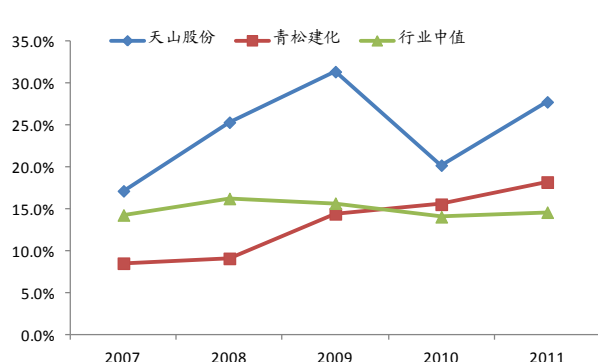
资料来源：WIND，宏源证券

图 4-3: 资产负债率与水泥上市公司对比



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-4: 净资产收益率与水泥上市公司对比

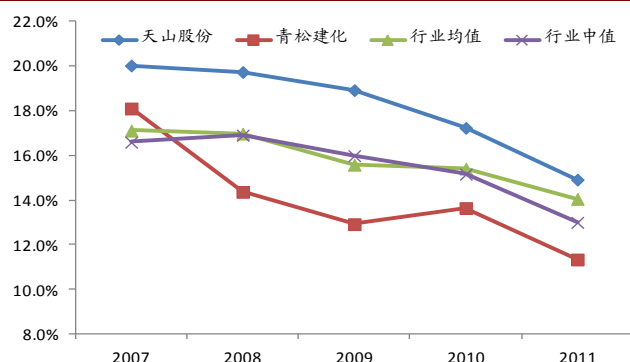


资料来源: WIND, 宏源证券

(二) 期间费用下降趋势, 销售费用控制仍待加强

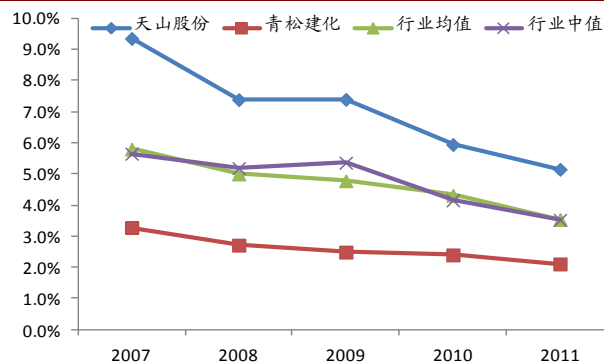
从期间变动趋势上看, 公司各项期间费用率均呈现下降态势; 而从行业内横向比较来看, 公司总体期间费用率高于行业均值, 具体表现为销售费用高于行业均值, 而管理费用和财务费用近年来逐步降至行业平均。这可能与公司在新疆地区主要采取直销而江苏地区采取间接销售的销售渠道选择有关。

图 4-5: 总期间费用率与水泥上市公司对比



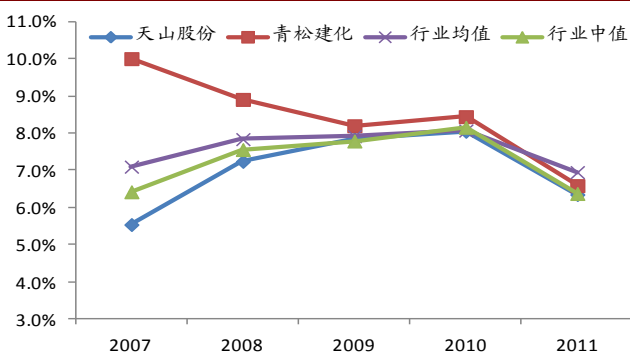
资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-6: 销售费用率与水泥上市公司对比



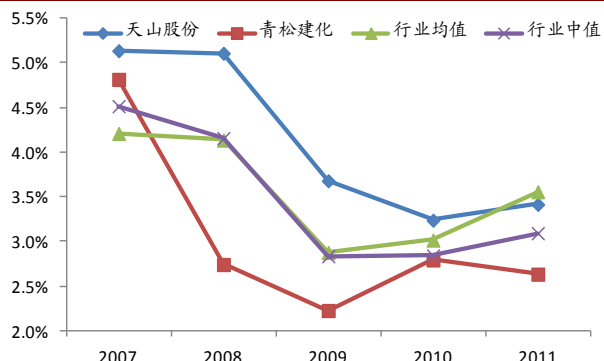
资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-7: 管理费用率与水泥上市公司对比



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-8: 财务费用率与水泥上市公司对比



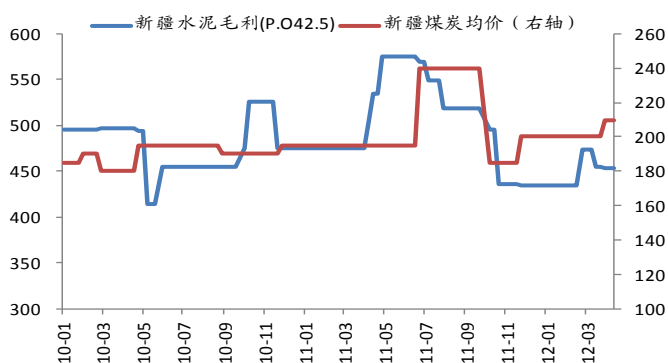
资料来源: WIND, 宏源证券

五、盈利预测与投资建议

(一) 生产成本预测

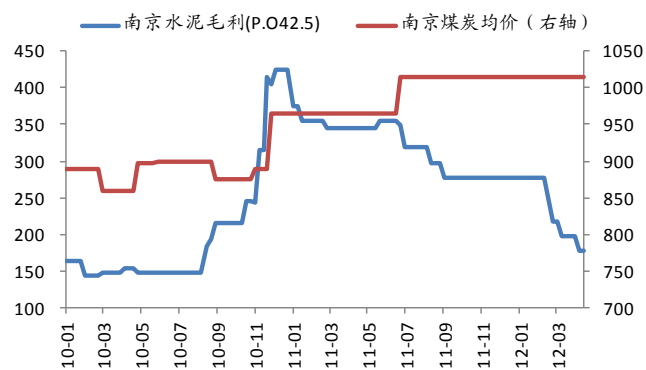
水泥行业最大的成本是能源成本，包括煤炭和电力成本，而电力成本主要又是由煤炭价格决定的，并且在我国电价受到政府的管制，所以，煤炭价格的走势是影响水泥成本的最大因素。

图 5-1: 新疆水泥毛利及煤炭价格 单位: 元/吨



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 5-2: 南京水泥毛利及煤炭价格 单位: 元/吨



资料来源: WIND, 宏源证券测算

从图中可以看出，相较于江苏地区，新疆因为资源储备丰富而煤炭价格较低，相应的煤电成本占比较低，因而我们分区域预测了公司单位水泥成本：

图 5-3: 公司新疆水泥单位成本预测

新疆	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥吨成本(元/吨)	220.03	226.89	230.93	240.66	245.93	253.18	266.50
吨水泥消耗煤(吨)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14
采购煤价(不含税)	297.77	319.61	287.74	290.72	305.25	320.52	342.95
煤成本占比	20.3%	21.1%	18.7%	18.1%	17.4%	17.7%	18.0%
煤成本(元/吨)	44.67	47.94	43.16	43.61	42.74	44.87	48.01
吨水泥电耗(度)	105	105	105	103	102	101	100
电价(元/度)	0.37	0.37	0.36	0.42	0.42	0.42	0.44
电成本占比	17.5%	16.9%	16.6%	17.8%	17.2%	16.6%	16.5%
电成本(元/吨)	38.46	38.39	38.27	42.79	42.37	41.96	44.00
合计占比	37.8%	38.1%	35.3%	35.9%	35%	34%	35%
能源成本(元/吨)	83.13	86.33	81.43	86.40	85.11	86.83	92.01
吨水泥石灰石(吨)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
石灰石价格(元/吨)	46.12	56.86	56.23	63.65	66.84	70.18	75.09
占比	16.8%	20.1%	19.5%	21.2%	21.7%	22.2%	22.5%
石灰石成本(元/吨)	36.90	45.49	44.99	50.92	53.47	56.14	60.07

占比	15.7%	16.7%	18.6%	17.0%	17.5%	17.8%	18.1%
其他材料成本(元/吨)	34.48	37.78	42.98	40.94	42.98	45.13	48.29
占比	5.3%	4.7%	4.5%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%
人力成本(元/吨)	11.62	10.69	10.28	13.53	14.20	14.91	15.96
占比	24.5%	20.6%	22.2%	20.3%	20.4%	19.8%	18.8%
制造费用(元/吨)	53.91	46.63	51.27	48.85	50.16	50.16	50.16

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 5-4：公司江苏水泥单位成本预测

江苏	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥吨成本(元/吨)	189.54	186.96	190.37	293.33	293.45	300.01	306.76
吨水泥消耗煤(吨)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
采购煤价(不含税)	903.16	758.90	856.35	1258.87	1296.64	1335.54	1375.61
煤成本占比	57.2%	48.7%	54.0%	51.5%	53.0%	53.4%	53.8%
煤成本(元/吨)	108.38	91.07	102.76	151.06	155.60	160.26	165.07
吨水泥电耗(度)	105	105	105	105	105	105	105
电价(元/度)	0.25	0.30	0.28	0.38	0.38	0.38	0.38
电成本占比	13.7%	16.7%	15.3%	13.6%	13.6%	13.3%	13.0%
电成本(元/吨)	25.99	31.17	29.15	39.98	39.98	39.98	39.98
占比	70.9%	65.4%	69.3%	65.1%	67%	67%	67%
能源成本(元/吨)	134.36	122.23	131.91	191.05	195.58	200.25	205.05
吨水泥石灰石(吨)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
石灰石价格(元/吨)	31.56	38.19	24.44	45.54	46.91	48.31	49.76
占比	13.3%	16.3%	10.3%	12.4%	12.8%	12.9%	13.0%
石灰石成本(元/吨)	25.25	30.55	19.55	36.43	37.52	38.65	39.81
占比	4.4%	4.9%	6.1%	7.1%	7.3%	7.4%	7.5%
其他材料成本(元/吨)	8.42	9.09	11.61	20.91	21.54	22.19	22.85
占比	0.9%	1.0%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
人力成本(元/吨)	1.61	1.93	2.70	3.70	3.81	3.92	4.04
占比	10.5%	12.4%	12.9%	14.1%	11.9%	11.7%	11.4%
制造费用(元/吨)	19.92	23.16	24.60	41.24	35.00	35.00	35.00

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

(二) 销售盈利预测

我们将公司按业务分为水泥及熟料、商品混凝土和其他，分别进行了销售预测。

图 5-5：公司各业务销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
新疆水泥销售							
平均售价 (元/吨)	332	336	344	374	336	367	403
产能 (万吨)	720	881	1,052	1,740	2,513	3,796	3,796
产量 (万吨)	632	791	1,027	1,487	1,858	2,847	3,037
销量 (万吨)	641	788	1,027	1,438	1,858	2,847	3,227
增长率 (YOY)		22.93%	30.33%	39.99%	29.20%	53.28%	13.33%
销售收入 (百万元)	2,129	2,644	3,535	5,374	6,249	10,440	13,015
增长率 (YOY)		24.19%	33.71%	52.00%	16.28%	67.08%	24.67%
毛利率	33.75%	32.38%	32.91%	35.61%	26.89%	30.95%	33.92%
平均成本 (元/吨)	220	227	231	241	246	253	266
销售成本 (百万元)	1,410	1,788	2,372	3,460	4,568	7,209	8,600
增长率 (YOY)		26.77%	32.65%	45.89%	32.03%	57.80%	19.29%
毛利 (百万元)	718	856	1,164	1,913	1,680	3,231	4,415
增长率 (YOY)		19.14%	35.93%	64.45%	-12.19%	92.29%	36.65%
占总销售额比重	60.93%	64.25%	61.97%	64.92%	69.25%	78.18%	77.97%
占主营业务利润比重	77.31%	78.79%	70.59%	70.40%	74.49%	83.43%	85.32%
江苏水泥销售							
平均售价 (元/吨)	220	211	248	455	364	393	425
产能 (万吨)	334	434	486	486	486	486	486
产量 (万吨)	334	434	453	409	437	437	452
销量 (万吨)	334	434	453	409	437	437	452
增长率 (YOY)		29.94%	4.38%	-9.66%	6.88%	0.00%	3.33%
销售收入 (百万元)	735	916	1,122	1,863	1,593	1,720	1,920
增长率 (YOY)		24.52%	22.49%	66.07%	-14.50%	8.00%	11.60%
毛利率	13.91%	11.38%	23.11%	35.55%	19.40%	23.71%	27.77%
平均成本 (元/吨)	190	187	190	293	293	300	307
销售成本 (百万元)	633	811	862	1,200	1,284	1,312	1,386
增长率 (YOY)		28.17%	6.28%	39.21%	6.92%	2.23%	5.66%
毛利 (百万元)	102	104	259	662	309	408	533
增长率 (YOY)		1.90%	148.69%	155.42%	-53.33%	31.95%	30.72%
占总销售额比重	21.05%	22.25%	19.66%	22.50%	17.65%	12.88%	11.50%
占主营业务利润比重	11.01%	9.60%	15.73%	24.36%	13.70%	10.53%	10.30%
水泥业务合计							
销售收入 (百万元)	2,864	3,560	4,657	7,236	7,841	12,160	14,935
增长率 (YOY)		24.27%	30.83%	55.39%	8.36%	55.08%	22.82%
毛利率	28.66%	26.98%	30.55%	35.59%	25.37%	29.92%	33.13%
销售成本 (百万元)	2,043	2,599	3,234	4,661	5,852	8,521	9,986
增长率 (YOY)		27.20%	24.42%	44.11%	25.56%	45.61%	17.19%
毛利 (百万元)	820.80	960.25	1,422.84	2,575.67	1,989.20	3,638.62	4,948.15

增长率 (YOY)		16.99%	48.17%	81.02%	-22.77%	82.92%	35.99%
占总销售额比重	81.98%	86.50%	81.63%	87.42%	86.90%	91.06%	89.47%
占主营业务利润比重	88.32%	88.38%	86.32%	94.76%	88.19%	93.96%	95.62%
商品混凝土							
平均售价 (元/方)	291	289	297	322	322	345	369
产能 (万方)	260	220	332	395	535	595	595
产量 (万方)	144	116	173	188	268	298	327
销量 (万方)	150	113	174	183	268	298	327
增长率 (YOY)		-24.67%	53.98%	5.23%	46.09%	11.21%	10.00%
销售收入 (百万元)	436	326	516	590	863	1,026	1,208
增长率 (YOY)		-25.28%	58.28%	14.39%	46.09%	19.00%	17.70%
毛利率	14.88%	27.44%	19.65%	13.88%	12.15%	16.26%	15.48%
平均成本 (元/方)	248	209	238	278	283	289	312
销售成本 (百万元)	371	237	415	508	758	860	1,021
增长率 (YOY)		-36.30%	75.26%	22.62%	49.01%	13.44%	18.80%
毛利 (百万元)	65	89	101	82	105	167	187
增长率 (YOY)		37.80%	13.40%	-19.24%	27.95%	59.20%	12.03%
占总销售额比重	12.49%	7.92%	9.05%	7.13%	9.56%	7.69%	7.24%
占主营业务利润比重	6.99%	8.23%	6.15%	3.01%	4.65%	4.31%	3.61%
其他							
销售收入 (百万元)	193	229	532	451	319	167	550
增长率 (YOY)		18.72%	131.72%	-15.16%	-29.25%	-47.52%	228.12%
毛利率	22.60%	16.01%	23.34%	13.40%	50.65%	40.06%	7.18%
销售成本 (百万元)	150	193	408	391	157	100	510
增长率 (YOY)		28.81%	111.50%	-4.16%	-59.69%	-36.25%	408.07%
毛利 (百万元)	43.68	36.75	124.13	60.46	161.68	67.09	39.47
增长率 (YOY)		-15.87%	237.80%	-51.30%	167.43%	-58.50%	-41.17%
占总销售额比重	5.53%	5.58%	9.32%	5.45%	3.54%	1.25%	3.29%
占主营业务利润比重	4.70%	3.38%	7.53%	2.22%	7.17%	1.73%	0.76%
销售总收入 (百万元)	3,494	4,115	5,705	8,278	9,023	13,354	16,692
销售总成本 (百万元)	2,565	3,029	4,056	5,560	6,767	9,481	11,518
毛利 (百万元)	929	1,086	1,648	2,718	2,256	3,873	5,175
平均毛利率	26.60%	26.40%	28.90%	32.84%	25.00%	29.00%	31.00%

资料来源：公司招股说明书，WIND，宏源证券

(三) 敏感性分析：水泥价格对 EPS 的弹性为 11.58

考虑到水泥业务是公司收入的重要来源，水泥价格和销量的波动直接影响企业的盈利，因此下表给出了公司 EPS 对于水泥价格销量变动的敏感性分析：

图 5-6: EPS 对水泥综合价格/销量的敏感性分析

水泥价格(元) / 销量(万吨)	500	1000	1500	2000	2295	2500	3000	3500	4000
262	-2.43	-2.39	-2.34	-2.30	-2.28	-2.26	-2.22	-2.17	-2.13
282	-2.26	-2.04	-1.83	-1.61	-1.48	-1.40	-1.18	-0.97	-0.75
302	-2.08	-1.70	-1.31	-0.92	-0.69	-0.53	-0.15	0.24	0.63
322	-1.91	-1.35	-0.79	-0.23	0.10	0.33	0.89	1.45	2.01
342	-1.74	-1.01	-0.27	0.46	0.89	1.19	1.92	2.65	3.39
362	-1.57	-0.66	0.24	1.15	1.68	2.05	2.96	3.86	4.77
382	-1.39	-0.32	0.76	1.84	2.47	2.91	3.99	5.07	6.15
402	-1.22	0.03	1.28	2.53	3.26	3.78	5.03	6.28	7.53
410.4	-1.15	0.17	1.49	2.82	3.60	4.14	5.46	6.78	8.11

资料来源: 公司资料, 宏源证券测算

另外, 为了更好地反映公司 EPS 对水泥价格的敏感度, 我们发现 EPS 对水泥价格弹性为 15.21, 如果未来新疆和江苏地区协同效应持续, 水泥价格仍有涨幅, 有利于公司未来业绩的提升。

图 5-7: 水泥综合价格对 EPS 弹性分析

水泥价格 (元)	水泥价格波动	EPS (元)	EPS 波动	弹性
274	-20%	-1.82	-304%	15.21
291	-15%	-1.14	-228%	15.21
308	-10%	-0.46	-152%	15.21
325	-5%	0.21	-76%	15.21
342	0%	0.89	0%	-
359	5%	1.57	76%	15.21
376	10%	2.24	152%	15.21
393	15%	2.92	228%	15.21
410	20%	3.60	304%	15.21

资料来源: 公司资料, 宏源证券测算

(四) 投资建议

我们认为天山股份投资亮点如下:

第一, 作为疆内龙头企业, 公司将充分分享新疆大开发下的高速固定资产投资带来的水泥长期需求, 短期内虽然供给压力明显, 但公司通过新增产能快速抢占市场份额, 以量补价稳坐区域首把交椅, 预计13年产能占比40.5%, 与青松建化合力称霸新疆水泥市场。

第二, 延伸产业链, 壮大商品混凝土实力。在现有年产270万方的产能基础上, 公司通过新设孙公司伊宁县天山混凝土有限责任公司新建年产40万方的商品混凝土搅拌站, 以及新设子公司收购新疆巨鑫混凝土有限责任公司, 从而不仅获得4条商品混凝土搅拌站, 还包括一系列设备以及230亩砂石料场, 努力打造从水泥到商品混凝土的全产业链龙头。

第三, 受到水泥价格下跌影响, 公司股价持续走低, 目前吨市值276元, 远低于平均400元/吨的实体水泥收

购价值。参考此前中材增资天山和海螺收购青松建化时点二者的吨市值623元和465元，即使考虑少数股东权益，其投资价值也极为显著。

据此我们预计公司2012、2013年净利润分别为14.10和20.86亿元，考虑到增发1亿股以及10转8的公积金转增股本导致的摊薄，对应EPS分别为0.89和1.60元，对应当前股价的PE为8.83和4.91倍，给予“买入”评级。

附表: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8278	9023	13354	16692	流动资产	4192	13954	16894	20181
营业成本	5560	6767	9481	11518	现金	1576	11149	12878	15245
营业税金及附加	63	69	102	127	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	426	541	801	1002	应收票据	671	732	1083	1354
管理费用	526	632	1068	1168	应收款项	321	348	515	643
财务费用	283	230	196	184	其它应收款	14	15	23	28
资产减值损失	119	0	0	0	存货	1001	1218	1706	2073
公允价值变动收益	(6)	0	0	0	其他	609	492	689	837
投资收益	64	64	64	64	非流动资产	11147	10794	10719	10755
营业利润	1359	848	1769	2758	长期股权投资	182	182	182	182
营业外收入	312	312	312	312	固定资产	7561	10206	10167	10236
营业外支出	18	18	18	18	无形资产	389	350	315	284
利润总额	1653	1142	2063	3052	其他	3015	56	55	54
所得税	249	172	311	460	资产总计	15340	24748	27613	30937
净利润	1404	970	1752	2591	流动负债	5966	5353	6607	7547
少数股东损益	274	189	342	505	短期借款	1824	1824	1824	1824
归属于母公司净利润	1130	781	1410	2086	应付账款	1693	2061	2888	3508
EPS (元)	2.91	0.89	1.60	2.37	预收账款	309	203	284	346
年成长率					其他	2139	1265	1611	1870
营业收入	45%	9%	48%	25%	长期负债	3972	2964	2964	2964
营业利润	135%	-38%	109%	56%	长期借款	2964	2964	2964	2964
净利润	124%	-31%	81%	48%	其他	1008	0	0	0
获利能力					负债合计	9938	8318	9571	10512
毛利率	32.8%	25.0%	29.0%	31.0%	股本	389	880	880	880
净利率	13.7%	8.7%	10.6%	12.5%	资本公积金	2128	11774	11774	11774
ROE	25.0%	5.1%	8.5%	11.3%	留存收益	2007	2710	3980	5857
偿债能力					少数股东权益	877	1066	1408	1913
资产负债率	64.8%	33.6%	34.7%	34.0%	归属于母公司所有者权益	4525	15365	16634	18512
净负债比率	38.4%	19.3%	17.3%	15.5%	负债及权益合	15340	24748	27613	30937

计

流动比率 0.7 2.6 2.6 2.7

速动比率 0.5 2.4 2.3 2.4

营运能力

资产周转率 0.5 0.4 0.5 0.5

存货周转率 6.9 6.1 6.5 6.1

应收帐款周转率 34.6 27.0 31.0 28.8

应付帐款周转率 3.8 3.6 3.8 3.6

每股资料(元)

每股收益 2.91 0.89 1.60 2.37

每股经营现金 2.79 2.89 3.41 4.20

每股净资产 11.63 17.46 18.90 21.03

每股股利 0.30 0.09 0.16 0.24

现金流量表				
项目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金				
流	1085	2539	3001	3696
投资活动现金				
流	(2,314)	(785)	(1,000)	(1,000)
筹资活动现金				
流	1,461	7,819	(273)	(328)
现金净增加额	232	9573	1728	2368

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生冯悦对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com
	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com
华东 区域	李岚 02151782236 lilan@hysec.com	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com
华南 区域				
QFII				

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。