

赛马实业业绩预告修正点评

唐笑

86-10-5836-2159

tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 暖冬致使水泥价格和销量超出预期
- 暖冬影响到2009年一季度业绩, 而2010年不变
- 09年、10年公司产量大幅增长

事件: 赛马实业于2009年1月22日发布公告, 修正了业绩增长幅度预测, 将2008年10月30日的增长预测由120%调高到200%-250%, 2008年全年净利润为8650.23万元。

点评:

1、公司业绩增长超出预期, 公司全年的每股收益在1.33元-1.55元, 近一个月内分析师对其业绩的预测分布在1.10元-1.20元之间, 增长明显超出预期。第四季度属于公司水泥销售淡季, 因此在对2008年全年业绩进行预测时, 对第四季度的经营业绩估计比较保守。2008年第四季度气温较高, 建筑工地工期延长, 公司水泥销售数量及价格高于预期, 带来0.30元左右的EPS贡献。

2、在我们的分析框架中, 对于公司09年业绩预测的估计是基于2009年第一季度宁夏水泥价格可以延续2008年第四季度的高位, 从目前的情况看, 08年第四季度水泥价格高于预期, 故而09年第一季度水泥价格也将高于预期。

3、2009年上半年, 宁夏境内达产的新增产能并不多, 预计水泥价格在上半年坚挺, 但是煤炭成本会大幅下降。2009年下半年, 赛马在青铜峡有一条日产2500吨的生产线达产, 届时水泥价格可能下行。但是, 总体而言2009年宁夏水泥价格仍然处于高位。

2010年, 宁夏境内达产产能较多。对于赛马而言, 2010年在甘肃将有300万吨的产能投产(白银+天水一期), 在青海将有100万吨的产能投产(青海一期), 享受甘肃水泥市场景气。该年赛马实业的余热发电设备将覆盖90%以上的产能, 贡献毛利率5个百分点左右。

4、2009年公司产能变化不大, 08年底淘汰掉日产1200吨的落后产能, 09年7月有日产2500吨的产能达产, 届时水泥产能达到567万吨。考虑到公司的产能运转率一般在88%左右, 预计公司2009年水泥和熟料产销量可达到463万吨。

2010年3月公司在本部达产一条日产2500吨的生产线, 在甘肃和青海分别达产300万吨和100万吨的产能。考虑到达产的时间和产能运转率, 预计全年公司的水泥和熟料产销量达到859.3万吨。产量迎来大幅增长。

5、根据DCF分析方法, 公司的合理股价为26.84元/股。公司2008-2010年的EPS分别为1.34元、1.46元、2.05元, 复合增长率达到23.69%。2009年目标价: 29.2元。投资建议: 买入。

财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	610	957	1,188	1,296	2,125
(+/-)%	24%	57%	24%	9%	64%
经营利润(EBIT)	31	122	282	298	380
(+/-)%	-32%	298%	131%	6%	27%
净利润	37	87	262	285	400
(+/-)%	-29%	136%	202%	9%	40%
每股净收益(元)	0.25	0.60	1.34	1.46	2.05
每股股利(元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率(%)	21.47%	29.43%	39.53%	40.54%	35.00%
ROE(%)	4.90%	10.41%	14.03%	13.13%	15.40%
ROIC(%)	2.61%	7.83%	9.82%	8.03%	8.55%
PE	77.82	33.01	14.77	13.57	9.67
PB	3.82	3.44	2.07	1.78	1.49
EV/EBITDA	37.76	16.35	11.12	11.64	9.14

评级:

买入

上次评级:

买入

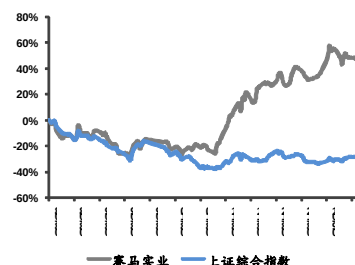
目标价格:

¥29.2

当前价格:

¥19.80

赛马实业近半年来走势



公司简介

公司地处宁夏, 区域内市场占有率达到50%, 新型干法比例占到80%以上, 区域控制力强, 产品溢价能力强。公司实际控制人为中材集团, 未来两年在甘肃和青海大幅扩张。

最近报告

《冬春播种, 来年收获——建材投资策略——渤海证券研究所》

《快马加鞭, 祁连山飞速向前——祁连山价值分析报告——渤海证券研究所》

三大表

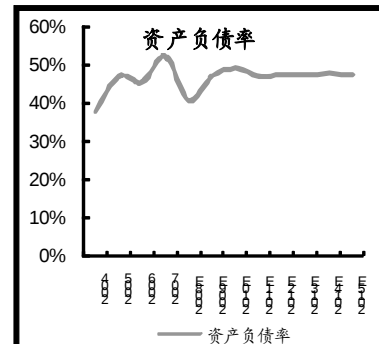
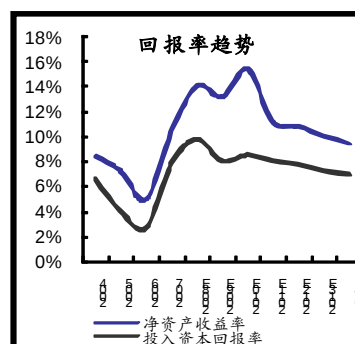
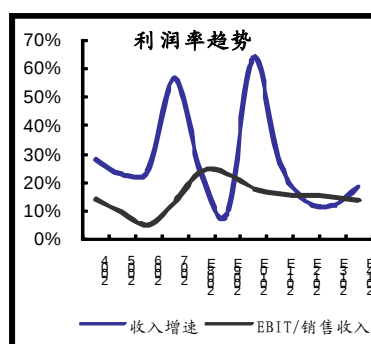
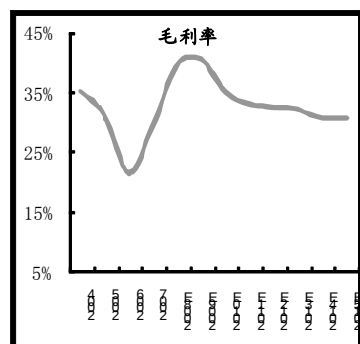
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	70	243	748	249	463	营业收入	610	957	1188	1296	2125
应收票据	12	33	23	25	42	营业成本	479	675	718	771	1381
应收账款	179	165	163	178	291	营业税金及附加	5	8	9	10	17
预付款项	16	43	43	43	43	销售费用	47	92	119	130	213
其他应收款	4	17	21	23	38	管理费用	49	60	59	87	135
存货	140	132	140	127	227	财务费用	26	36	59	71	100
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	20	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16	16	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	901	1011	1104	1805	2385	投资收益	0	1	0	0	0
在建工程	9	46	173	837	768	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	7	7	7	7	营业利润	2	66	223	227	280
无形资产	15	15	14	12	11	营业外收支净额	47	64	81	89	149
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	49	130	304	316	429
资产总计	1375	1742	2451	3320	4290	减：所得税	3	16	26	22	24
短期借款	284	482	671	389	203	净利润	46	114	281	304	426
应付票据	5	10	23	25	45	归属于母公司的净					
应付账款	126	154	208	223	367	利润	37	87	262	285	400
预收款项	2	15	62	88	131	少数股东损益	9	28	19	20	27
应付职工薪酬	30	17	17	17	17	基本每股收益	0.25	0.60	1.34	1.46	2.05
应交税费	16	36	36	36	36	稀释每股收益	0.25	0.60	1.34	1.46	2.05
其他应付款	88	126	126	126	126	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	56	96	896	1396	营收增长率	23.9%	56.8%	24.1%	9.1%	63.9%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-32.5%	297.9%	131.1%	5.8%	27.4%
负债合计	627	911	1257	1822	2365	净利润增长率	-28.5%	135.7%	202.5%	8.8%	40.3%
股东权益合计	748	831	1865	2169	2595	盈利性					
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售毛利率	21.5%	29.4%	39.5%	40.5%	35.0%
净利润	46	114	281	304	426	销售净利率	6.0%	9.0%	22.0%	22.0%	18.8%
折旧与摊销	55	79	81	138	189	ROE	4.9%	10.4%	14.0%	13.1%	15.4%
经营活动现金流	70	189	553	554	701	ROIC	2.61%	7.83%	9.82%	8.03%	8.55%
投资活动现金流	-63	-109	-300	-1500	-700	估值倍数					
融资活动现金流	-8	92	252	447	214	PE	77.8	33.0	14.8	13.6	9.7
现金净变动	-1	172	505	-500	214	P/S	4.7	3.0	3.3	3.0	1.8
期初现金余额	125	70	243	748	249	P/B	3.8	3.4	2.1	1.8	1.5
期末现金余额	124	241	748	249	463	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	37.8	16.4	11.1	11.6	9.1

DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	12202	28202	29836	38003	42801	46783	50935	54988	58342	66609	74843
所得税	1476	2372	2111	2158	6420	7017	9168	10998	14586	16652	18711
NOPLAT	2879	10726	25829	27724	35845	36381	39766	41767	43990	43757	49957
营运资金净变动	-2609	5325	11142	3695	-3877	1406	5444	3684	2958	7136	5710
资本支出	-15378	-30000	-150000	-70000	-35000	-24423	-26865	-29551	-32507	-35757	-39333
自由现金流	8569	15093	-104827	-19107	25477	46181	46236	47170	50315	54120	59602

WACC	7.8%	Ke	9.1%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	30443.5	t	15%
企业价值	601985.4	Rf	4%
非核心资产价值	76382.3	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	78332.04	Rf	7%
股权价值	523653.4	D/A	16.9%
股本	19513.39	E/A	83.1%
每股价值	26.835593	Beta	0.79

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	32.00	34.32	37.07	40.39	44.45
	6.90%	28.76	30.66	32.89	35.53	38.70
	7.40%	25.97	27.55	29.38	31.52	34.05
	7.90%	23.56	24.89	26.40	28.15	30.20
	8.40%	21.46	22.57	23.85	25.30	26.98
	8.90%	19.60	20.55	21.63	22.85	24.24
	9.40%	17.96	18.78	19.69	20.72	21.89



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘差别在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：行业股票指数落后大盘 10%以上。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	IT 行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	电力设备行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808		
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn