

赛马实业（600449）：宁夏市场的主导者，背靠中材布局西北 增持（维持）

建材行业/水泥

当前股价：26.89 元

报告日期：2009 年 2 月 22 日

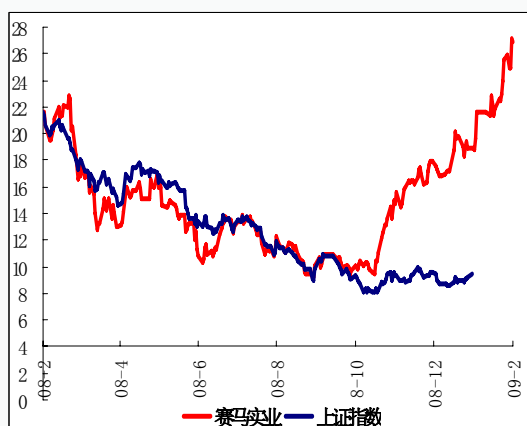
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	957	1519	1573	2125
(+/-)	56.8%	56.8%	3.56%	35.1%
营业利润	274	704	777	915
(+/-)	116.6%	157.2%	10.3%	17.8%
归属母公司净利润	87	263	358	374
(+/-)	135.8%	204.2%	35.9%	4.52%
每股收益（元）	0.60	1.44	1.93	2.05
市盈率（倍）	45	19	14	13

公司基本情况（2009 年 2 月 22 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	19,513/13,259
流通市值（亿元）	35.65
每股净资产（元）	4.67
资产负债率（%）	45.94

股价表现（最近一年）



联系人：天相建筑建材组

010-66045535 zhaojs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 区域市场具有主导地位，高毛利率显示公司在宁夏市场的影响力；
- 09年宁夏区域水泥需求远大于供给，公司是区域内基础建设投资的最大受益者；
- 背靠中材，放眼山甘青，合理布局西北市场。

投资要点：

- **区域龙头，优势凸显。**09年中期，赛马实业占据区域内产能总量的比例有望进一步提升到55.14%，规模远大于宁夏地区竞争对手；受落后产能淘汰力度较大，新增产能速度较慢等因素影响，市场控制能力强，能够有效转嫁风险，盈利能力行业领先。
- **抗经济周期能力高出一筹。**与中东部水泥企业相比，公司具备更强的抗经济周期能力：1）宁夏地区作为和中部地区毗邻的西部地区，是西部开发首先建设区域，在国家以基础建设投资拉动内需的政策推动下，区域内在建和拟建项目较多；2）宁夏地区房地产投资占固定资产投资比例较小，区域固定资产投资增速受房地产市场萎靡影响较小；3）区域内水泥需求09年存在较大缺口、2010年供需基本平衡，赛马作为区域龙头将最大受益于国家基础建设投资政策。
- **股东背景有利于对外扩张。**作为中材系的水泥公司，能够成功解决中材系水泥公司的潜在的同业竞争问题，中材股份的统筹规划和北部战略为未来区外拓展打下基础。但水泥市场的竞争使得公司区外扩展计划是否成功有待检验。
- **维持“增持”投资评级。**预计公司08、09、10年EPS分别为1.07元、1.48元、1.80元，以当前股价计算，动态PE分别为25倍、18倍和15倍，处于行业较低水平；我们坚持认为，公司在水泥公司中目前基本面处于较好的水平，看好其未来成长前景，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**关注基础建设投资进程不确定、煤电价格上涨、区域外扩张不如预期及市场系统性风险。

1. 作为区域市场的主导者优势明显

赛马实业在宁夏地区具有着主导者的优势，具体体现在：规模、市场控制力和特殊的区位优势三个方面。

规模：区域龙头地位不可撼动

宁夏地区其他水泥生产企业规模都比较小，年产 50 万吨以上的企业不足两家。其中最大的竞争对手瀛海建材公司目前年产水泥仅 90 万吨，即使 09 年 4 月份其最大的新建水泥生产线投产并完全达产，其生产能力也只是每年 230 万吨。而赛马实业 09 年 7 月一条 2500T/D 的生产线投产后，公司水泥年产能将达到 526.5 万吨，占宁夏地区水泥产能总量的比例 55.14%。

表 1：宁夏地区 09 年水泥和熟料产能情况

企业名称	熟料产能（万吨/年）	09年水泥生产能力(万吨/年)
宁夏赛马合计	438.75	526.5
公司本部	170.83	205
	110.83	133
青水股份	75.00	90（09年7月投产）
中宁赛马	80.83	97
六盘山水泥	45.00	54
宁夏瀛海建材公司合计	152.78	183.33
	75.00	90
宁夏瀛海建材公司	116.67	140（09年4月投产）
贺兰金山水泥公司	33.33	40
青铜峡西夏水泥公司	33.33	40
石嘴山金力建材公司	25.00	30
中卫华泰鑫水泥公司	20.83	25
盐池萌生水泥公司	41.67	50
中卫胜金水泥公司	16.67	20
宁夏大荣水泥公司	16.67	20
永宁建成水泥公司	16.67	20

资料来源：天相投顾

宁夏区域内的一些水泥企业生产技术比较落后，青铜峡西夏水泥、石嘴山金力建材、中卫华泰鑫水泥、中卫胜金水泥、宁夏大荣水泥、永宁建成水泥等均不是使用干法水泥生产技术，未来区域内淘汰产能的力度较大。宁夏地区“十一五”期间计划淘汰落后水泥产能 119.4 万吨，其中 2007-2008 年淘汰 65.6 万吨，2009-2010 年淘汰 53.8 万吨。实现干法水泥产能占比达到 70%。

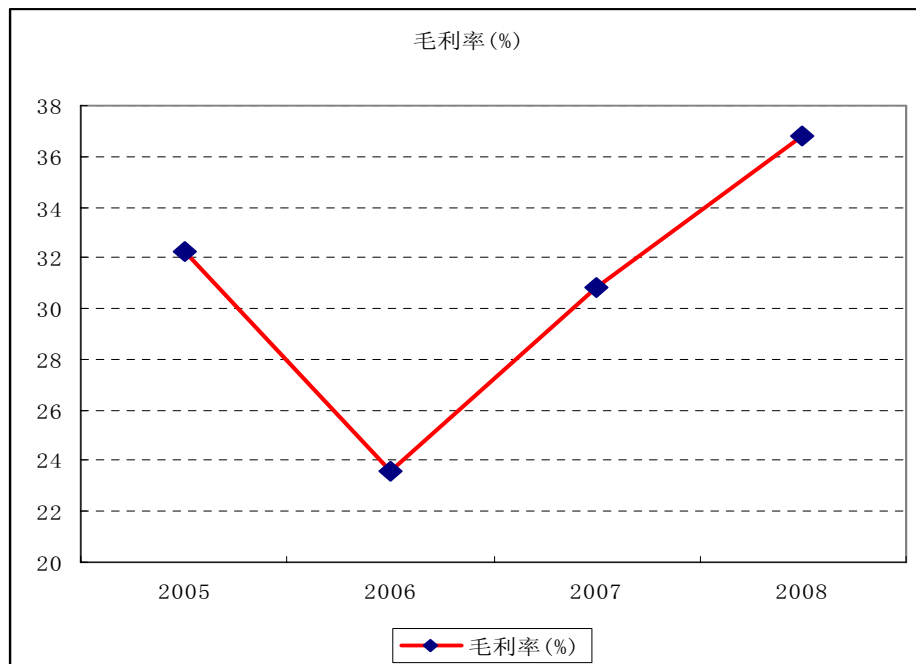
同时，由于水泥生产线的建设需要资金量大，在宁夏地区这个经济欠发达的地方，水泥企业新增生产线的能力不强，但公司 09 年建设的生产线有 3 条，均为 2500T/D 的新型干法水泥生产线，配套建设 1 套粉磨站。这就将使赛马实业增加水泥产能达到 232.5 万吨。到 2010 年赛马在宁夏地区的水泥总产能将达到 714 万吨，产量 615 万吨，区域龙头的地位无可撼动。

市场控制力：保障盈利能力突出

赛马实业以其区域水泥生产企业的龙头地位和公司的核心竞争力对区域市场有着很大的影响，市场控制力较强。

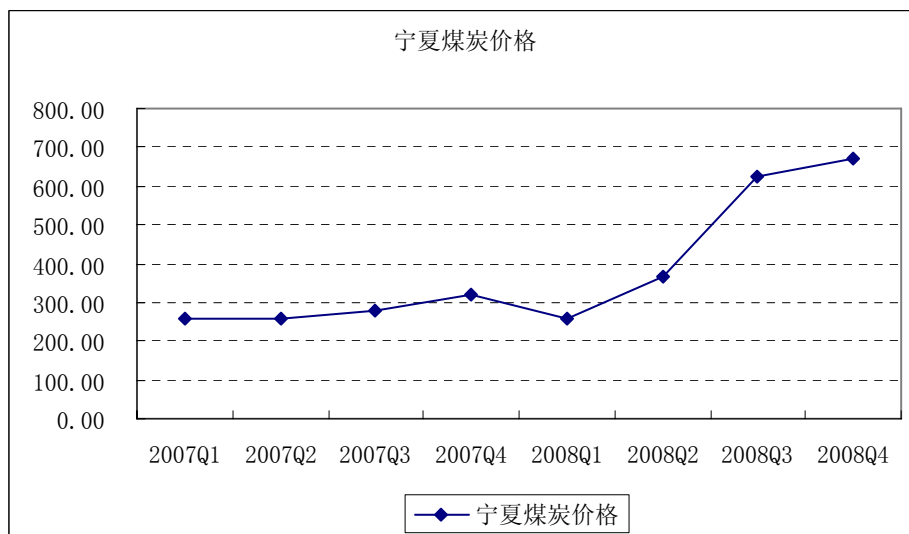
公司在宁夏回族自治区的水泥市场份额近 60%，对于市场水泥定价有着绝对的发言权。在 08 年前三季度煤电成本不断上升的情况下，公司将成本成功转嫁给水泥需求方，实现了高达 38.57% 的毛利率。远远高于所有上市水泥公司 25.34% 的毛利率。

图 1：赛马实业毛利率



资料来源：天相投顾

图 2：宁夏煤炭价格走势



资料来源：数字水泥、天相投顾

公司矿石原料资源丰富，按照目前开采速度可开采 68 年。公司矿山所在地宁夏

贺兰山脉水泥原材料品位较高，所生产水泥含碱量低于 0.42%，为西北地区最低，公司产品具有低碱的优势。

特殊的区位优势：依托宁夏地区

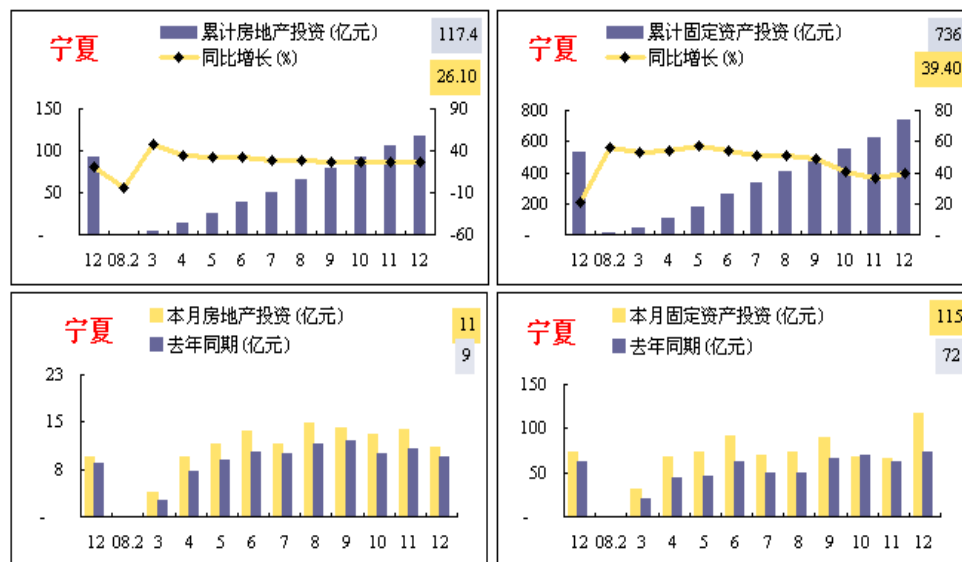
一方面，宁夏地区地形复杂南北狭长，运输的路线是一条贯穿南北的铁路，复杂地形影响交通便利性，缩短了水泥的有效运输半径，增加了外地企业进入宁夏市场的难度。这使得像相邻的内蒙古、陕西、甘肃等区域的公司西水股份、ST 秦岭、祁连山等，进入宁夏市场的成本加大。区域外水泥生产企业对于宁夏地区市场竞争程度大大减弱，而在省内的竞争中公司占尽先机。另一方面，宁夏地区基础设施投资最近几年力度较大，能够保证公司业务规模的扩张和利润的快速增长。

2. 2009 年区域水泥需求远大于供给，2010 年基本平衡

在经济增速下滑的情况下，需求的突然消失是每个企业面对的普遍问题，严重影响着企业的发展。但是在国家 4 万亿基础建设投资的带动下，水泥需求得到拉升，对冲了房地产投资增速下滑的影响。宁夏地区房地产投资占固定资产投资比例较小，08 年宁夏地区房地产投资占固定资产投资比例约为 16%，而全国的比例高达 21%。在经济增速下滑的环境中和国家大力加强基础建设投资的情况下，宁夏地区反而受益。

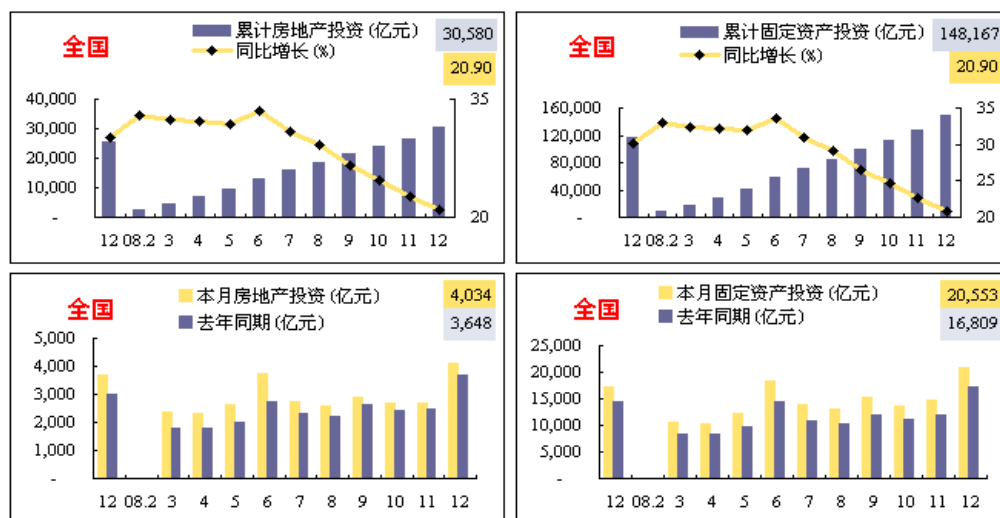
在全国由于房地产投资增速下滑造成固定资产投资同比增速急速下降的环境下，宁夏地区固定资产投资受经济下滑因素影响相对较小，在西部基础建设投资项目的带动固定资产投资增速同比保持稳定上升。

图 3：宁夏地区房地产和固定资产投资情况



资料来源：数字水泥

图 4：全国房地产和固定资产投资情况



资料来源：数字水泥

宁夏地区作为和中部地区毗邻的西部地区是西部大开发首先建设的区域。目前在建和拟建的项目数量繁多。区内重点工程如包兰铁路复线、太中银铁路、宁东能源基地等重点工程建设拉动水泥需求。按照现在已知道的重大项目和 1 亿元固定资产投资所需水泥 1.53 万吨来计算，我们可以估算出其宁夏地区水泥现在和未来对于水泥的需求高达 1251 万吨。

表 2：宁夏地区水泥需求表（时间：2005-2012 年）

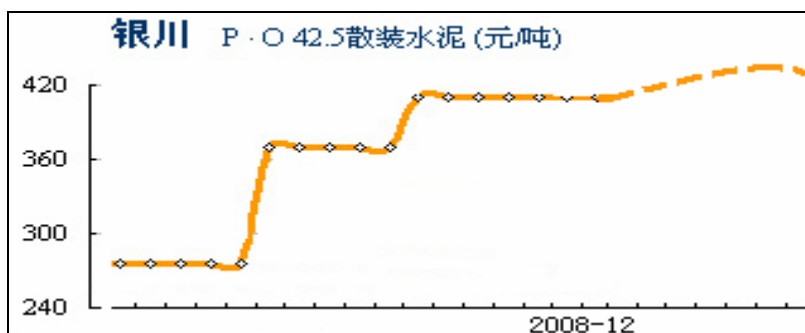
项目类别	预计水泥需求（万吨）
铁路	790
水利	35
公路、桥梁	310
新农村建设	90
能源化工	26
合计	1251

资料来源：公司公告、天相投顾

按照项目的进程正常进行和固定资产投资增速保持稳定增长的情况下，我们可以估算出 2009、2010 年宁夏地区水泥的总需求将分别约 1100 万吨和 1200 万吨。2009 年和 2010 年宁夏地区水泥产能将分别达到 1000 万吨和 1245 万吨左右，2009 年水泥供需仍然存在着近 100 万吨的缺口，2010 年水泥供略大于需，基本保持平衡。

在区域市场需求大于供给的情况下，水泥价格将会有上涨的可能性，随着在建生产线的投产和达产区域水泥价格有回落的可能。

图 5：2008 年银川水泥价格和 09 年未来可能的趋势图

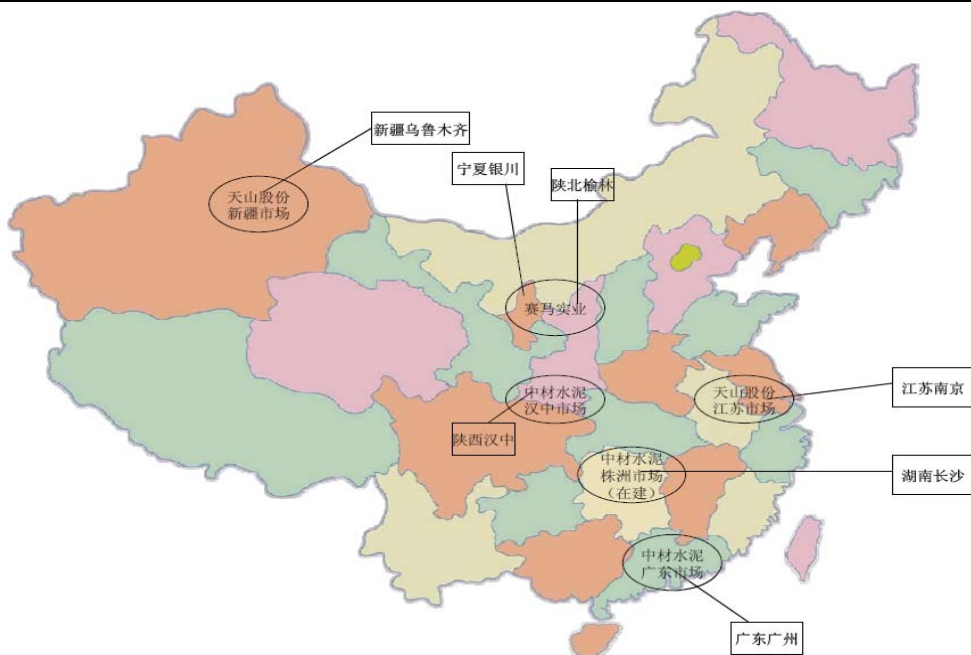


资料来源：天相投顾、数字水泥

赛马实业作为区域内最大水泥企业，预计 2008、2009 和 2010 年公司水泥销售量将达到 480 万吨、510 万吨和 650 万吨。其多年来在宁夏地区形成了成熟的销售网络和市场加上公司干法水泥高达 70% 的占比使得公司将成为区域内基础建设投资的最大受益者。

3. 背靠中材，布局西北

图6：中材系水泥板块分布图



资料来源：公司公告

2008 年底，中材股份有限公司通过收购共赢投资持有的宁夏建材股权间接控股赛马实业，虽然实际控制人仍为中材集团，但是这次收购使得赛马实业、天山股份和中材水泥这西北三大水泥企业中的两家被统一收揽于中材股份的旗下。中材股份水泥板块的战略目标是成为北方最大的水泥制造商。中材股份收购赛马的目的是希望利用赛马来统一整合宁夏、甘肃和青海的水泥市场，发挥企业的规模效益。同时，这次收购也为解决以后和天山股份的潜在同业竞争问题打下基础，在中材股份的统筹下赛马实业将会走出宁夏拓展出新的生产和市场空间。不但避免了今后市场

拓展必然会产生同业竞争，而且将会依靠中材集团和中材股份的强大实力和远大战略目标，和天山股份、中材水泥将共同执掌北方水泥市场。

目前，公司在建生产线包括甘肃天水、白银和青海各一条 2500T/D 的新型干法水泥熟料生产线，山西阳泉也在规划一条 4500T/D 的新型干法水泥生产线，均体现出公司对外扩展的态势，。但是，公司扩张过程中同样面临一定的困难，如在进军甘肃、青海的过程中将会遭到祁连山水泥的阻截；在山西没有大的水泥公司，冀东水泥欲取得龙头地位，也将成为公司强力的竞争对手。这些都使得中材股份战略目标的实现存在一定的不确定性，即赛马实业作为中材股份水泥板块中开拓上述领域的平台，其成长尚需要时间来检验。

但是，需要关注的是，中材股份有限公司拥有 3 家国家级水泥工业设计研究院、4 家国家工程技术中心及 4 家国家产品质量监督检验中心，拥有包括两名中国工程院院士以及 340 名教授级高级工程师的科研人员团队，拥有 140 多项中国专利和近百项专有技术，研发实力和新技术商业化执行能力强，上述因素将为赛马实业发展提供强大的支持后盾。

4. 盈利预测、投资建议、风险提示

4.1 盈利预测与投资建议

表 3：赛马实业盈利预测假设一览表

	2006年	2007年	2008E年	2009E年	2010E年
熟料产能（万吨）	331.7	365.45	369.2	447	974
水泥销量（万吨）	268.67	385.386	425	427	674
熟料销量（万吨）	44.43	39	20	33	58
水泥/熟料综合价（元/吨）	195	226	342	342	291
营业费用率%	7.7%	9.6%	8.7%	9.0%	8.5%
管理费用率%	8.0%	6.3%	7.0%	8.0%	8.0%
补贴收入/营业收入%	0.0%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
所得税综合税率%	6.1%	12.1%	15.7%	14.7%	15.6%

资料来源：天相投顾

在上表中的假设条情况下，我们预计，公司 08-10 年的每股收益分别为 1.44 元、1.93 元和 2.05 元，动态市盈率分别为 19 倍、14 倍和 13 倍。



表 4：赛马实业盈利预测表

单位：万元	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	95,714	151,901	157,312	212,478
增长率(%)	56.78%	58.70%	3.56%	35.07%
减：主营业务成本	67,549	80,395	78,503	119,457
主营业务税金及附加	782	1,063	1,101	1,487
主营业务利润	27,384	70,443	77,708	91,534
增长率(%)	116.57%	157.24%	10.31%	17.79%
主营业务利润率(%)	28.61%	46.37%	49.40%	43.08%
减：营业费用	9,195	13,215	14,158	18,061
管理费用	5,986	10,633	12,585	16,998
财务费用	3,644	13,223	6,836	9,141
期间费用率(%)	19.67%	24.41%	21.35%	20.80%
营业利润	6,597	33,371	44,128	47,334
营业利润率(%)	6.89%	21.97%	28.05%	22.28%
利润总额	12,988	33,371	44,128	47,334
增长率(%)	164.97%	156.94%	32.23%	7.26%
利润率(%)	13.57%	21.97%	28.05%	22.28%
减：所得税	1,571	5,233	6,471	7,399
实际税负比率(%)	12.10%	15.68%	14.67%	15.63%
净利润	11,417	28,138.57	37,656.88	39,935.58
归属母公司净利润	8,650	26,316	35,769	37,386
增长率(%)	135.75%	204.22%	35.92%	4.52%
净利润率(%)	9.04%	17.32%	22.74%	17.60%
少数股东损益	2,767	1,823	1,888	2,550
每股收益(元)	0.60	1.44	1.93	2.05

资料来源：天相投顾

目前我们天相重点跟踪的水泥行业上市公司 2009 年、2010 年对应的动态 PE 和 PB 的情况如下表：

表 5：重点水泥公司估值表

代码	公司	股价(元/股)	PE				PB
			2007	2008	2009	2010	
000401	冀东水泥	14.26	49.2	40.4	27.1	16.1	3.11
600585	海螺水泥	37.00	26.9	20.9	20.1	16.9	2.81
600801	华新水泥	23.71	34.3	21.3	21.3	16.6	2.52
000877	天山股份	14.89	46.2	20.7	19.9	11.5	5.60
600425	青松建化	11.52	56.9	36.1	25.9	15.7	3.24
600449	赛马实业	26.9	63.2	25.0	18.0	15.0	3.43
600720	祁连山	11.25	846.6	24.8	20.8	20.1	4.50
600881	亚泰集团	11.85	27.8	43.7	9.2	19.7	2.82
	平均	18.92	143.9	29.1	20.3	16.4	3.50

资料来源：天相投顾

由于公司产品的优势、区域主导者的地位、高盈利性、高成长性以及中材股份的北方战略目标的支持，公司未来发展值得期待。通过估值表我们可以看到 2008 年、2009 年和 2010 年行业 PE 分别为 29 倍、20 倍和 16 倍，行业 PB 为 3.5 倍。而公司 2008 年、2009 年和 2010 年 PE 分别为 25 倍、18 倍和 15 倍，公司 PB 为 3.43 倍。公司 PE、PB 均处于行业较低水平，所以我们维持公司“增持”评级。

4.2 风险提示

1、区域内固定资产投资进程不确定风险。国家对于西部基础设施项目的建设，是否会因为经济下滑而延迟建设进程，或者一些项目不能真正落实等问题有存在的可能。

2、煤炭电力价格上涨风险。煤电成本占水泥生产成本比例很大，达到 60%以上。虽然公司有转嫁成本的能力，但是价格上涨导致需求的变化存在着不确定性。

3、公司对于宁夏地区外的扩张，虽然有中材股份和中材集团背后的支持，但是区外水泥市场竞争的激烈使得公司新建生产线是否能够达到预期也存在着不确定性。

4、公司股价从 08 年 11 月 05 日的 9.51 上涨到 09 年 2 月 22 日的 27.2 元，上涨幅度达到 182%，存在因市场系统性风险释放可能出现的股价回调。

附录：

由于我们看好西北地区在本轮基建投资刺激经济中的地位以及宁夏地区水泥需求投资方向中房地产业占比相对较小，赛马实业一直是我们最为看好并重点研究的西北水泥公司，先后多次跟踪推荐，并在 2009 年度策略中，将其定位 2009 年金股。自定为天相 09 年金股以来，累计涨幅已经超过 70%。

1、2007-12-18 天相投顾发布 2008 年年度投资策略《行业持续景气下的整合与区域分化》中把赛马实业作为重点公司向市场推荐；

2、2008-8-21 深度研究报告《赛马实业（600449）：较强的抗经济周期性与成本转嫁能力》，从分区域研究角度对公司作了深入分析；

3、2008-08-07 半年报点评《赛马实业（600449）：市场控制力增强，业绩高速增长》；

4、2008-10-30 季报点评：《赛马实业（600449）：前三季度净利润同比增长 1.84 倍》；

5、2009 年度策略中，赛马实业被定位 2009 年重点推荐金股。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002