



分析师

刘书臻

电话: 010-62294620

Email: liushuzhen@hysec.com

赛马实业 (600449)

买入(持平)

水泥制造业/深度研究

景气波动无碍业绩持续增长

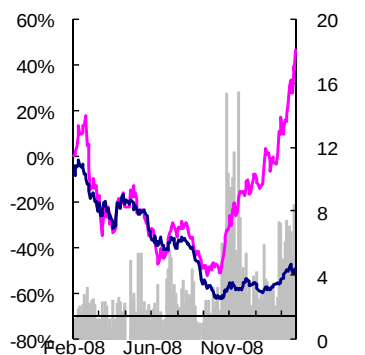
公司数据

总股本(万股)	19513
流通股(万股)	13259
每股净资产	8.17
主要股东	宁夏建材集团有限责任公司
主要股东持股比例	35.74%

交易数据

一年价格波动区间	9.3~28.57
半年绝对表现	168.52%
半年相对表现	172.65%
半年换手率	3.18%

市场表现



相关研究:

2009 水泥行业年度策略: 景气迅速回暖, 关注区域差异 2008.12.05

《赛马实业调研快报》 2009.02.22

投资要点:

- **宁夏区内水泥需求: 持续旺盛。**有国务院 2008 年 29 号文件(《关于进一步促进宁夏经济社会发展的若干意见》)支持, 在宁东能源化工基地建设拉动下, 宁夏大批的政策性投资项目拉动了区内旺盛的水泥需求。随着这些项目的逐步展开和持续推进, 宁夏将在数年内保持旺盛的水泥需求。
- **宁夏水泥市场 2009 年供不应求、2010 年供需平衡、2011 年产能过剩。**在建 5 条水泥生产线(年产能 540 万吨)年内投产后, 2010 年宁夏水泥供需基本平衡, 之前仍是供不应求, 之后则是产能过剩。
- **赛马实业在宁夏区内垄断地位稳固, 在区外则具备竞争优势。**在区内, 公司拥有稳固的垄断地位(50%的市场份额), 对行业景气下滑有很强的抵御能力。公司区外新建生产线全部位于市场潜力大的区域, 且具备明显的后发优势, 也将具备较强的盈利能力。
- **公司业绩增长点的转换: 2009 年在于成本的显著降低、2010 年后在于产量的快速增长。**2009 年公司水泥产量(450 万吨)、价格(300 元/吨)预计于 2008 年持平, 20 元/吨的煤电成本降幅成为主要的业绩增长点。预计 2010、2011 年公司水泥产量达到 750、1100 万吨, 年均增长 50%以上。在水泥价格逐年下降 25 元/吨的假设条件下, 仍可实现业绩的持续增长。我们预计公司 2009~2011 年每股收益 1.84、2.31、2.47 元。

➤ 维持“买入”评级, 上调目标价为 34.65~36.80 元。

主要经营指标	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	957	1,320	1,350	2,063	2,750
同比增长率	57%	38%	2%	53%	33%
净利润	86.5	273.6	359.3	450.5	482.8
同比增长率	136%	216%	31%	25%	7%
每股收益(元)	0.60	1.40	1.84	2.31	2.47
净资产收益率	12.5%	16.5%	18.6%	19.8%	18.4%

目 录

1 宁夏水泥需求持续旺盛：塞上江南风光好	3
1.1 房地产投资占比低，需求下滑风险低	3
1.2 受重大政策性投资项目拉动，水泥需求将持续旺盛	3
1.3 宁夏水泥需求估算：未来 2~3 年内保持在 1200 万吨	5
2 宁夏水泥供求形势：从 2009 年紧缺到 2011 年过剩	6
2.1 宁夏现有新型干法水泥产能不能满足市场需求	6
2.2 2009 年宁夏水泥供应依然紧张	7
2.3 2010 年供需平衡、2011 年产能过剩	8
2.4 宁夏水泥行业能较好的抵御过剩产能压力	8
3 公司业绩增长点：从成本降低到产量增长	9
3.1 2009 年，业绩增长主要源自成本的大幅降低	9
3.2 2010 年起，产能扩张成为业绩的主要支撑点	10
3.3 盈利预测：业绩持续增长能力依然出色	11
4 维持“买入”评级：目标价 34.65~36.80 元	13

图表目录

图 1 近 3 年宁夏房地产投资占城镇 FAI 比例逐年下降	3
图 2 2008 年宁夏当月房地产投资与城镇 FAI 增速	3
图 3 宁夏万元 FAI 的水泥需求量（吨）高于全国	6
图 4 2009 年宁夏 FAI 仍将保持较高增速	6
图 5 宁夏主要的新型干法水泥生产线（已投产）分布示意图	7
图 6 银川水泥价格（元/吨）淡季维持高位	10
图 7 赛马实业产能扩张即将启动	11
图 8 赛马实业业绩（百万元）持续增长	13
图 9 公司静态 PE 估值在西北水泥股最具优势	13
表 1：2008 年宁夏住宅新开工面积、销售面积与销售额	3
表 2：2008 年宁夏 50 周年大庆若干建成项目	4
表 3：2009 年宁夏重大建设项目计划投资 660 亿元以上	5
表 4：宁夏区内水泥生产线的在建项目和储备（筹建）项目	7
表 5：2009 年赛马实业水泥生产成本显著降低	10
表 6：赛马实业盈利预测主要假设	12
表 7：赛马实业盈利预测简表	12

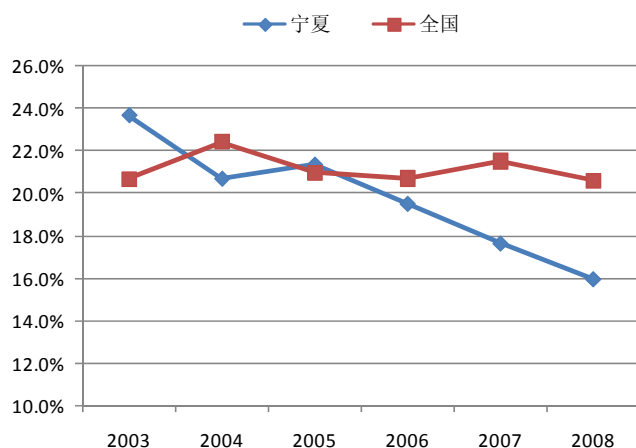
1 宁夏水泥需求持续旺盛：塞上江南风光好

宁夏房地产投资占比低，重大项目建设（尤其是宁东能源化工基地建设）是宁夏投资增长的主要动力。大批政策性重大项目的开工、建设，是宁夏区内水泥需求持续保持旺盛的可靠保障。

1.1 房地产投资占比低，需求下滑风险低

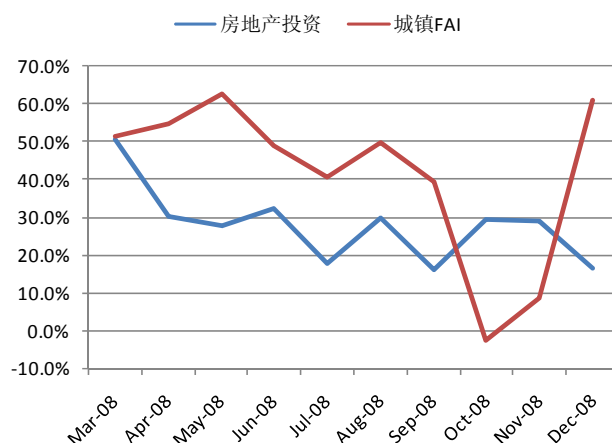
2008 年，宁夏房地产投资 117 亿元，占城镇固定资产投资（736 亿元）比例仅为 16.0%，低于全国 20.6% 的总体水平且呈逐年下降趋势（图 1）。从 2008 年当月房地产投资与城镇 FAI 增速看，房地产投资并不是宁夏固定资产投资增长的主要驱动因素（图 2）。2008 年宁夏住宅新开工面积实现同比增长 31%，远高于全国 2.2% 的总体水平。结合住宅销售面积基本持平、销售额同比增长近 13% 的情况（表 1），我们认为 2009 年宁夏地区房地产领域水泥需求将基本与 2008 年持平。

图 1 近 3 年宁夏房地产投资占城镇 FAI 比例逐年下降



资料来源：Wind，宏源证券

图 2 2008 年宁夏当月房地产投资与城镇 FAI 增速



资料来源：Wind，宏源证券

表 1：2008 年宁夏住宅新开工面积、销售面积与销售额

住宅	新开工面积， 万 m ²	YOY%	销售面积， 万 m ²	YOY%	销售额， 亿元	YOY%
宁夏	728	31.3%	447	-0.3%	99	12.8%
全国	79889	2.2%	55886	-19.1%	20424	-19.3%

资料来源：Wind，宏源证券

1.2 受重大政策性投资项目拉动，水泥需求将持续旺盛

宁夏城镇 FAI 主要由重大项目投资拉动，其中又以政策性的投资建设项目为主。截至 2008 年 9 月份，一批自治区 50 大庆献礼项目建成投产，后续重大项目尚未开工，

直接导致 10 月份区内城镇 FAI 同比增速降至同比负增长（图 2）。

表 2：2008 年宁夏 50 周年大庆若干建成项目

类别	具体项目
社会公益事业项目	宁夏博物馆、图书馆、科技馆、国际会展中心、银川文化艺术中心、固原市体育馆等
交通项目	银川河东机场扩建工程、银川绕城西北段高速公路、中宁黄河大桥等
煤电化项目	任家庄煤矿、马莲台煤矿、灵武电厂一期、西夏热电厂、兰州东至银川东 750KV 输变电工程、神华宁煤甲醇和二甲醚项目、庆华煤焦一体化一期工程、英力特氯碱项目等

资料来源：宏源证券整理

国务院 29 号文件所提供的政策支持已有所体现。2008 年 9 月 7 日，国务院出台了《关于进一步促进宁夏经济社会发展的若干意见》（29 号文），明确了宁夏的战略定位、发展重点和重大政策措施。文件提出了到 2012 年人均地区生产总值&城乡居民收入水平有明显提升到、2020 年人均地区生产总值&城乡居民收入接近或达到全国平均水平，综合经济实力和自我发展能力显著增强等目标。文件中与水泥需求直接相关的政策内容包括：加强重点水利工程建设、加强农村基础设施建设、高水平建设好宁东能源化工基地、加强综合交通运输体系建设等。目前已有 11 个部委出台了贯彻《意见》的办法和措施（宁夏 2009 年政府工作报告）。

重大项目，特别是宁东基地建设，是宁夏水泥需求增长的引擎。

2008 年 12 月的宁夏城镇 FAI 同比增速迅速回升至 60%以上（图 2），我们认为这意味着 29 号文很可能已经开始发挥作用，特别是其中的“高水平建设好宁东能源化工基地”。

“再造一个新宁夏”的宁东基地建设是宁夏投资增长的龙头。宁东基地总体规划投资 3000 多亿元，实现工业增加值 670 亿元，带动全区相关产业实现增加值 540 亿元，合计增加值超过了 2008 年的宁夏全区 GDP（1070 亿元）。如果考虑宁东基地带动整个宁夏“工业向宁东集聚，人口向沿黄城市带转移，土地向农业产业化集中，城乡一体化协调发展”的空间开发格局，“再造一个新宁夏”更是名符其实。2008 年，宁东基地建设进入加速阶段，当年完成投资 230 亿元，同比增长 53.5%，占全区 FAI 投资总额的 28%，宁东的加速建设带动了旺盛的水泥需求，银川、青铜峡、中宁等地的水泥生产企业均有相当一部分的水泥销往宁东地区。

2009 年，宁东基地计划完成投资 320 亿元以上（宁夏发改委），占全区投资计划总额（1072 亿元，宁夏 2009 年政府工作报告）的 30%左右，投资额增量占 40%以上。2009 年 2 月份《宁东能源化工基地开发总体规划》得到国家发改委的正式批复，宁东基地的规划、建设正式获得了中央政府的肯定和支持。

2 月 19 日，我们赴灵武宁东镇参观了神华宁煤烯烃项目、灵武电厂二期和青铜峡

铝业二期（异地改造）等项目现场，施工现场均正积极进行施工备料、平整土地等工作（22日，我们从宁夏发改委网站获知神华宁煤烯烃项目 C3 分离塔吊装工作完成的信息）。我们确信宁东基地建设在政府主导下仍将继续强势推进，并将带动相关领域旺盛的水泥需求。

表 3：2009 年宁夏重大建设项目计划投资 660 亿元以上

类别	具体项目	投资额（亿元）
产业发展项目	宁东(太阳山)国家级煤电化基地建设 实施大型现代化煤电联产、煤基烯烃以及汽车装配、农副产品加工等 100 个骨干项目	480
交通项目	建设石嘴山、吴忠黄河大桥 加快建设西线高速银川-石嘴山段、同心-沿川子、孟家湾-营盘水、滚泉-红寺堡高速公路连接线 开工建设灵武-甜水堡及古窑子-青铜峡高速公路 完成太中银铁路宁夏段铺轨任务、开工建设银川火车站改扩建工程 建成固原六盘山机场、改造银川河东机场飞行区 支持建设西气东输二线宁夏段 加快实施向山东 660 千伏直流输电工程 争取实施包兰铁路复线以及中卫、固原火车站改造等项目，积极做好银川—庆阳—西安铁路的前期工作	78
农业水利项目	建成扶贫扬黄灌溉一期 实施黄河宁夏段治理、农村饮水安全、病险水库除险加固等项目 续建盐环定扬黄以及青铜峡和沙坡头灌区节水改造工程 完成固扩 11 泵站以后人畜饮水等建设任务 争取大柳树水利枢纽尽早立项建设 继续开展中北部土地开发整理，5 年时间改造中低产田 300 万亩	59
生态建设项目	加快实施“六个百万亩”生态林业和三北防护林体系工程 贺兰山东麓葡萄、沿黄湿地保护林、灌区特色经济林、毛乌素沙地防风固沙林、中部干旱带枣树节水经济林、大六盘水源涵养林等项目	6.7
社会事业发展项目	加快新区自治区医院、宁夏广电中心等 73 个社会事业项目建设	34
城镇基础设施项目	加快建设 3G 通信网络，支持银川天然气液化、热电联产，石嘴山星海湖景观大道，吴忠市区防洪排涝，中卫天然气入户，固原民族特色街区改造等 45 个重点项目	—

资料来源：宁夏 2009 年政府工作报告；宏源证券整理

1.3 宁夏水泥需求估算：未来 2~3 年内保持在 1200 万吨

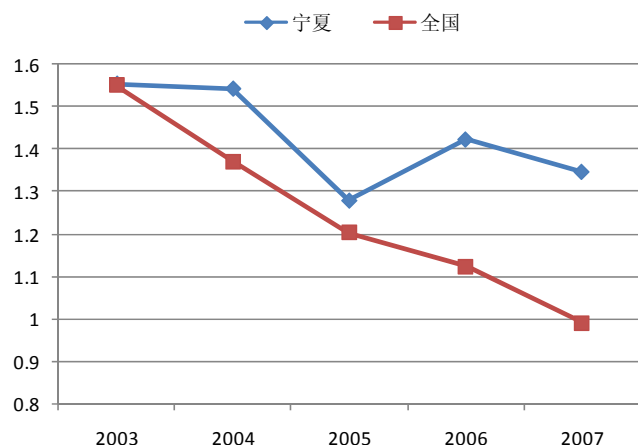
2003~2007 年，宁夏区内开展了大规模的基础设施建设，万元 FAI 投资的表现水泥用量高于全国平均水平（基建领域万元投资的水泥用量较高），2007 年为 1.3 吨以上。另一方面，在一大批重点项目（表 3）的拉动下，2009 年宁夏地区 FAI 仍能保持

2009 年宁夏潜在的水泥需求量约 1200 万吨，之后趋于稳定。

较高增速（图 4）。

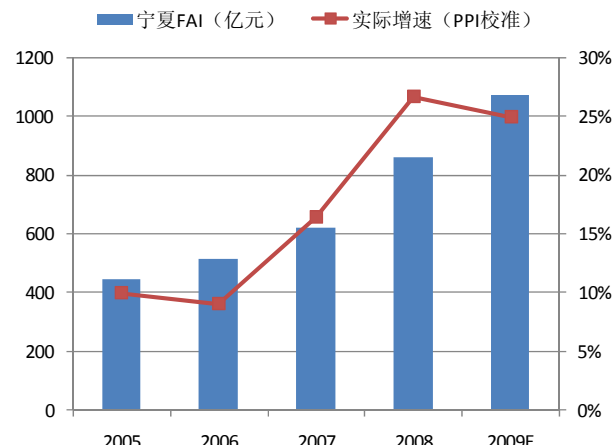
鉴于 2008 年宁夏区内水泥市场明显的供不应求的局面，我们在这里依然根据 2007 年的相关数据预测 2009 年宁夏区内的水泥需求。考虑 2008 年物价上涨因素，预计 2009 年宁夏地区万元 FAI 的水泥需求量在 1.1~1.2 吨。2009 年宁夏计划完成投资总额 1072 亿元，我们认为在国务院 29 号文件的大力支持下该目标是可以实现的，相应的水泥需求为 1200 万吨左右。另一方面，如果 1200 万吨的水泥需求完全得以实现，对于仅有 600 多万人口的宁夏来说，人均水泥年消费量将达到 1.8~2.0 吨，与山东（1.78 吨，2006 年）、浙江（2.01 吨，2007 年）两省的峰值相当。我们认为这也将是宁夏水泥消费的峰值，考虑到重大项目较长的建设周期，预计宁夏水泥消费在 2~3 年内可以维持在 1200 万吨的水平。

图 3 宁夏万元 FAI 的水泥需求量（吨）高于全国



资料来源：国家统计局，宏源证券

图 4 2009 年宁夏 FAI 仍将保持较高增速



资料来源：宁夏统计局，宏源证券

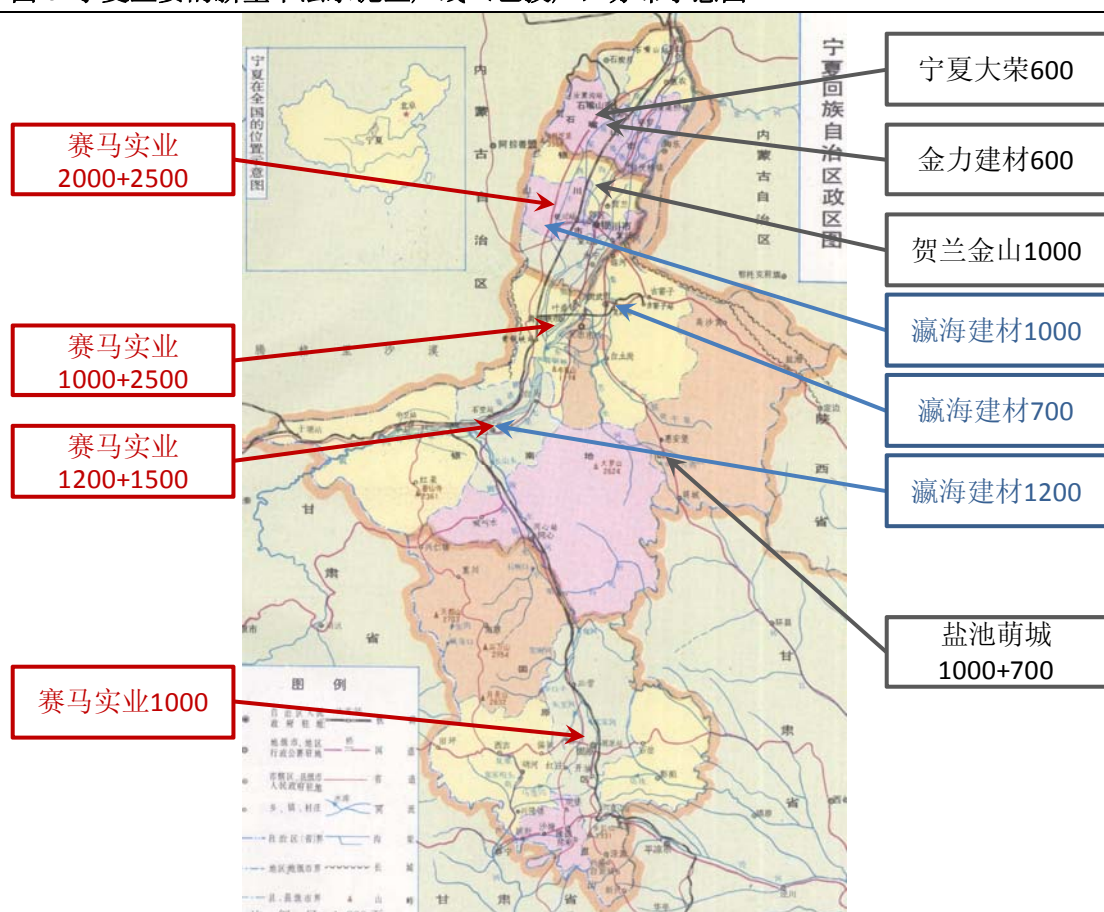
2 宁夏水泥供求形势：从 2009 年紧缺到 2011 年过剩

2009 年底新型干法水泥产能达到 1200 万吨，2010 年水泥供需实现基本平衡。之前 2009 年水泥总体依然紧缺，之后 2011 年则将出现过剩。

2.1 宁夏现有新型干法水泥产能不能满足市场需求

宁夏区内现有主要的新型干法熟料生产线的生产能力合计 18500 t/d（图 5），年水泥产能 700 万吨左右，而且部分小型生产线产能并不能充分发挥，新型干法水泥的需求得不到充分满足。

图 5 宁夏主要的新型干法水泥生产线（已投产）分布示意图



资料来源：宏源证券整理

表 4：宁夏区内水泥生产线的在建项目和储备（筹建）项目

在建生产线	产能规模（t/d）	地点	预计建成日期
中卫胜金	2500	中卫	2009 年 3~4 月份
瀛海天祥	3000	中宁	2009 年 4~5 月份
赛马实业（青水股份）	2500	青铜峡	2009 年 5~6 月份
萌城建材（盐池萌生）	2500	盐池惠安堡	2009 年 8 月底
赛马实业（本部）	2500	银川	2009 年底

储备（筹建）项目	产能规模（t/d）	地点	进展状况
赛马实业（石嘴山）	2500	石嘴山	因电石渣供应问题，缓建
赛马实业（青水股份）	4000	吴忠太阳山	前期工作
赛德瀛海	4500	银川永宁	前期工作，预计进展较快
瀛海建材	2500	中宁	准备工作
中卫胜金	2500	中卫	前期工作
平罗恒达	2000	石嘴山平罗	因融资问题拟更换投资主体

资料来源：宁夏水泥协会；宏源证券整理

2.2 2009 年宁夏水泥供应依然紧张

根据我们从公司和宁夏水泥协会了解的情况，2009 年宁夏区内将有 5 条生产线建成（表 4）。全部达产后新型干法水泥生产能力将增加 540 万吨左右。根据各生产线的建成日期估算，2009 年新投产生产线将贡献 180 万吨的产量，低于当年水泥需求增量。

另一方面，落后产能淘汰仍将继续。2008 年宁夏淘汰了 60 万吨的落后产能，提前两年完成了淘汰目标。而宁夏区内水泥需求依然以重大项目建设为主，立窑水泥难以进入相关领域。而且 2008 年汶川地震加强了市场对水泥质量的重视程度、2009 年立窑水泥增值税优惠政策被取消，立窑水泥市场空间受到一定程度压缩，降低了政府淘汰立窑小水泥的阻力。

我们预计宁夏水泥供应紧张的局面在 2009 年上半年依然持续，下半年将有所缓解，全年整体供需形势依然偏紧。

2.3 2010 年供需平衡、2011 年产能过剩

2009 年底，宁夏新型干法水泥产能将达到 1200 万吨左右，与区内水泥需求大致相当。2010 年宁夏水泥市场将是供需基本平衡的状态。不确定性主要在于筹建项目的建设进度、小型新型干法生产线产能利用率的降低乃至退出市场。

2011 年将出现产能过剩：我们认为筹建项目中赛马石嘴山项目和赛德瀛海永宁项目进展会比较顺利，预计可在 2010 年下半年或 2011 年投产。届时宁夏境内新型干法水泥产能将达到 1500 万吨，与 1200 万吨的需求相比将出现产能过剩。若其他项目也有建成的话，产能过剩的压力会比较明显。届时区内水泥生产线开工率下降、或淘汰一定数量较小的生产线，以维持水泥产销的平衡。水泥行业短期内竞争趋于激烈，利润水平将出现一定程度的回落。

2.4 宁夏水泥行业能较好的抵御过剩产能压力

产能过剩是水泥行业的一种常态。一方面，由于水泥保质期短，需求的季节性强，需要一定程度的过剩产能来保障旺季的需求，这一点在北方地区尤其明显；另一方面，受需求增长的诱惑和规模效益的驱动，各个企业的产能扩张最终将会导致行业整体产能的过剩，即个体层面上的理性决策导致行业整体层面上的非理性后果。某个特定区域水泥市场的高景气难以在长期内持续，我们预计其他地区水泥行业最终走向产能过剩也是大势所趋。主要生产企业的数量、市场份额、成本优势是决定区域水泥市场长期走势的关键，宁夏在这几点上可以说是全国最好的地区。

得益于龙头企业（赛马实业）领先的市场份额和技术成本优势，宁夏水泥行业能够较好的抵御过剩产能压力。

企业数量与市场份额：预计 2011 年在宁夏区内赛马实业产能将达到 800 万吨，仍占据 50%的市场份额，第二大企业瀛海建材将控制 400~500 万吨的产能，两家合计占 70%的市场份额。高度集中的市场格局，使企业更有可能通过有效的业内协作机制更好的抵御行业景气下滑的压力。

宁夏市场封闭，无新进企业，也是我们长期看好宁夏水泥行业的原因之一。我们之前担心如果有新进企业通过新建生产线的方式进入宁夏市场，由于新建生产线在生产技术、人力成本等方面的“后发优势”，将会对赛马实业在市场中的定价能力产生较大冲击。根据调研所掌握的资料，我们获知宁夏区内的水泥生产线的建设均是由当地原有企业展开，由于这些企业原有生产线规模小、工艺相对落后、人均生产效率低，新建生产线的“后发优势”因此大为削弱，赛马实业在市场中的技术、成本优势不会受到明显的冲击。

3 公司业绩增长点：从成本降低到产量增长

综合考虑区内水泥价格（受水泥行业供需形势影响）、公司水泥生产成本和产销量几方面的因素，我们认为公司业绩具备持续增长的能力。

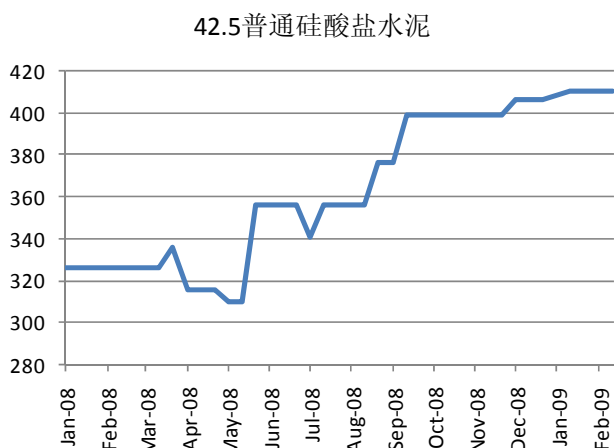
3.1 2009 年，业绩增长主要源自成本的大幅降低

2009 年公司业绩的增长点主要得益于成本的大幅降低。随着煤炭价格的回落、公司水泥生产电耗水平的降低，公司水泥成本将有明显的下降。同时宁夏水泥价格在供不应求的市场环境下将继续维持高位。公司的利润空间进一步扩大。

生产成本有效降低：2008 年 12 月份以来，宁夏灵武地区 5000 大卡动力煤出厂含税价保持在 210 元/吨，较 2008 年 8 月份（495 元/吨）大幅降低。而且，由于宁夏区内高耗能产业景气下滑和新的大型煤矿的勘探、建设，煤炭价格上升的可能性很小。另一方面，公司水泥磨改造、余热发电工程陆续投入使用，水泥生产的电力成本也将得以降低。我们预计公司 2009 年水泥生产的煤电成本将降低 20 元/吨（表 5）。

水泥产销量增长不明显：公司 2009 年产量的增加来自青水股份年中投产的 2500t/d 生产线和宁东基地 100 万吨粉磨站，预计可以增加 50 万吨的水泥产量。另外，目前公司熟料与水泥产能已较好匹配，熟料外销量减少，也会贡献一部分增量。预计 2009 年公司水泥产销量将在 450 万吨左右。

图 6 银川水泥价格（元/吨）淡季维持高位



资料来源：聚源数据，宏源证券

表 5：2009 年赛马实业水泥生产成本显著降低

项目	内容与进度	成本降幅 (元/吨)
煤炭价格	灵武 5000 大卡动力煤年均价降低 100 元/吨	15
水泥磨改造	项目合计实现利润总额 1898 万元/年；2008 年中期完成 1/2，2009 年 2 月完成 2/3，预计年内全部完成	2.5
余热发电	青水股份 6MW2008 年中投产；中宁赛马 6MW2009 年 4 月份完工；本部进度较迟缓，暂未考虑；青水股份新线 4.5MW 年中投产	2.5

资料来源：公司公告，宏源证券

2009 年水泥价格将前高后低，预计全年均价与 2008 年持平：1~2 月份是北方地区水泥市场的淡季，在往年水泥销量萎缩、价格下滑，水泥企业一般利用这段时间进行停产维修等工作。但进入 2009 年以来银川市 42.5 普通硅酸盐水泥价格依然坚挺，甚至较 2008 年末小幅上涨 4 元/吨（图 6）。而赛马实业本部和银川瀛海建材 42.5 水泥出厂价依然维持在 380 元/吨以上（调研结果）。我们在调研中了解到部分客户开始提出降价的要求，不过基于 2009 年宁夏水泥供需形势的判断，我们预计 2009 年上半年水泥售价依然会维持在高位运行。

随着年中若干水泥生产线的投产（表 4），区内水泥供需逐渐趋于平衡。新投产的瀛海天祥、中卫胜金的生产线和赛马位于中宁、镇罗的子公司构成直接的竞争关系，将增加相应子公司所面临的竞争压力。我们判断届时公司水泥整体售价将有所下降，2009 全年呈前高后低的态势，整体均价与 2008 年持平。（我们预计 2008 年公司水泥平均售价 300 元/吨）

3.2 2010 年起，产能扩张成为业绩的主要支撑点

2010 年起宁夏水泥市场景气将出现回落，水泥价格将出现回落。而公司产能的快速扩张，成为公司业绩新的增长点。同时公司在区内的垄断地位稳固，区外新建项目集中在甘肃、青海和山西等市场潜力较大的地区且具有较强的竞争实力——公司利润水平虽有所降低但仍将维持在较高水平。

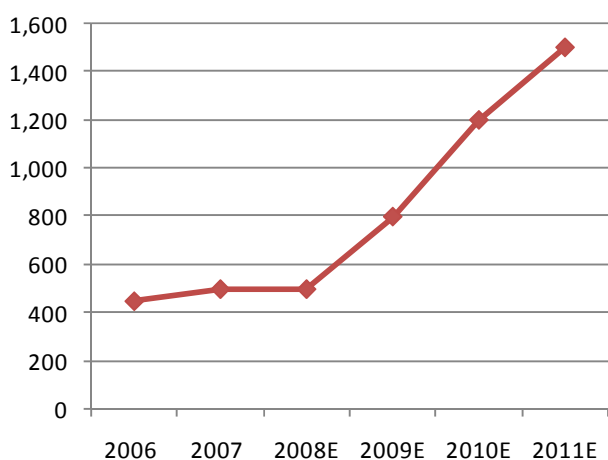
区内垄断地位稳固：随着青水股份 2500t/d、本部 2500t/d 分别在年中、年底投产，2009 年底公司在宁夏区内产能将达到 700 万吨。石嘴山项目我们预计可能会在 2010 年下半年建成。青水股份在吴忠拟建的 4000t/d 线不确定性较大，我们暂时未予考虑。公司市场份额将一直保持在 50%左右，垄断地位依然稳固。我们认为公司在宁夏 50%的

市场份额加之生产技术方面的优势，可以确保公司在宁夏区内持续具备较强的定价能力，盈利水平随有所下降但仍将维持在较高水平。

区外扩张项目集中在市场潜力较大地区，且竞争实力较强：公司在区外有白银 4500t/d、天水 2500t/d（一期）、青海 2500t/d（一期）和阳泉 4500t/d 四个区外扩张项目，目前建成投产的日期尚不明确。我们假定天水、白银、青海和阳泉项目分别在 2009 年底、2010 年中、2010 年底和 2011 年建成投产。甘肃、青海、山西 2007 年人均水泥产量仅为 570、790、667 kg，均低于全国平均水平（1 吨左右），市场潜力较大。而且，公司作为这些区域市场的新进者，新建生产线与当地原有企业相比具备“后发优势”，拥有较强的竞争实力。**基于较大的市场潜力和较强的竞争实力，我们对公司区外扩张项目的盈利前景保持乐观。**

我们预计 2009、2010、2011 年公司产能将达到 800、1200、1500 万吨。与 2008 年 500 万吨的产能相比年复合增长率在 40%以上。相应的，公司 2010、2011 年的水泥产销量也会大幅增长。

图 7 赛马实业产能扩张即将启动



资料来源：宏源证券

3.3 盈利预测：业绩持续增长能力依然出色

产量与价格预测：预计 2008、2009 年水泥均价 300 元/吨。对于 2010 和 2011 年，我们参照 2006 年宁夏区内水泥供需失衡时公司水泥售价 22 元/吨的降幅，假定价格每年下降 25 元/吨。2009~2011 年公司水泥产量分别为 450、750、1100 万吨。

成本预测：对于水泥成本，预计 2008 年将达到 175 元/吨，2009 年为煤电成本下降 20 元/吨，预计平均成本为 155 元/吨。随着整体技术水平的改进、规模效益的逐步

显现，预计 2010、2011 年逐年降低 2.5 元/吨。

费用率预测：销售费用率方面，随宁夏区内水泥景气度的变化 2008、2009 年递减，而 2010、2011 年递增；因 2009 年是公司产能扩张的启动阶段，管理费用率很有可能将有所升高，而后随产能规模的扩大逐年下降。受 2008 年下半年以来大幅降息的影响（一年期贷款利率由 2007 年底的 7.47% 降至 2008 年底的 5.31%），2009 年公司财务费用率有望得以明显降低，之后随生产规模扩大、水泥价格下调而有所回升。具体假设数据列于表 6。

我们分析认为公司在量上的快速扩张可以有效弥补价上的不利因素，并将支撑公司业绩持续提升。预计 2009~2011 年公司将实现每股收益 1.84、2.31 和 2.47 元。

表 6：赛马实业盈利预测主要假设

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
产销量（百万吨）	227	313	424	440	450	750	1100
售价（元/吨）	217	195	226	300	300	275	250
成本（元/吨）	150	153	159	175	155	153	150
销售费用率	8.4%	7.7%	9.6%	9.3%	8.7%	8.9%	9.2%
管理费用率	12.8%	8.0%	6.3%	6.1%	7.2%	6.7%	5.7%
财务费用率	3.5%	4.2%	3.8%	3.8%	2.9%	3.8%	4.2%
所得税率	9.88%	6.13%	12.10%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

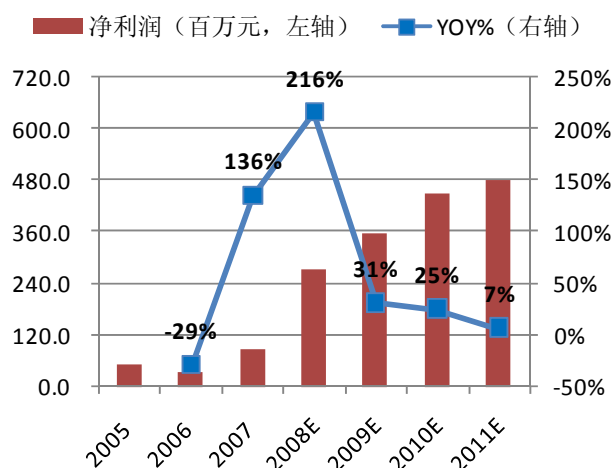
资料来源：公司公告，宏源证券

表 7：赛马实业盈利预测简表

（百万元）	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	493	610	957	1,320	1,350	2,063	2,750
YOY%		24%	57%	38%	2%	53%	33%
主营业务税金	4	5	8	11	11	17	23
营业成本	339	479	675	770	698	1144	1650
销售费用	41	47	92	123	119	188	264
管理费用	63	49	60	80	98	140	162
财务费用	17	26	36	50	39	80	120
主营业务外净收益	38	44	44	44	44	44	44
利润总额	66	49	130	331	430	539	578
所得税	7	3	16	40	52	65	69
少数股东损益	8	9	28	17	19	24	25
归属于上市公司股东净利润	51	37	87	274	359	451	483
YOY%		-29%	136%	216%	31%	25%	7%
EPS（元）	0.42	0.25	0.60	1.40	1.84	2.31	2.47

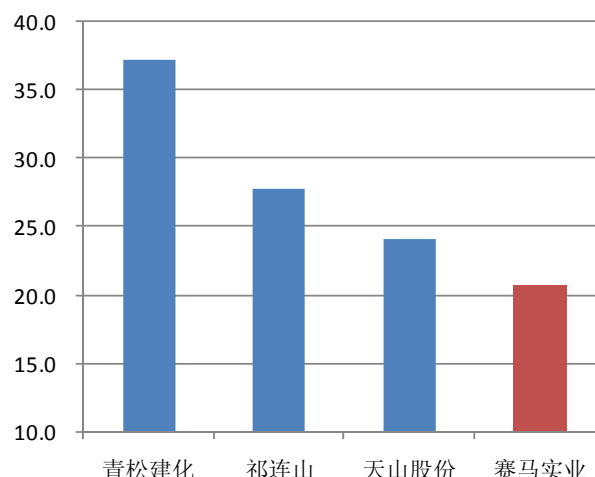
资料来源：公司公告，宏源证券

图 8 赛马实业业绩（百万元）持续增长



资料来源：公司公告，宏源证券

图 9 公司静态 PE 估值在西北水泥股最具优势



资料来源：宏源证券；EPS 取 2008 业绩预告数据

4 维持“买入”评级：目标价 34.65~36.80 元

我们给予赛马实业的 2009、2010 年 20、15 倍的 PE，目标价位 34.65~36.80 元，维持“买入”评级。

在之前的报告中（《2009 水泥行业年度策略：景气迅速回暖，关注区域差异》）我们指出 15 倍市盈率是本轮金融危机前欧洲主要水泥公司的估值中枢。国内优秀的水泥上市公司一则长期内仍处于成长阶段，二则短期内直接受益于国家“4 万亿”的扩大投资，在目前的市场环境下适于给予一定的估值溢价。

2009 年公司业绩仍有较明显的增长空间，而 2010 年后公司业绩增速将有所放缓，外延式扩张空间也不如目前充裕，我们分别给予 20、15 倍的动态 PE，根据更新后的盈利预测数据，上调目标价位为 34.65~36.80 元。

与目标价位相比公司股价上涨空间大于 20%，另外出于以下几个因素的考虑：

- **国务院 29 号文对宁夏的“特殊关照”**：政策性投资项目得以落实的风险低。
- **公司静态 PE 估值在西北水泥股最具优势**：在最具可比性的 4 家西北水泥股中，公司 2008 年静态 PE 在 20 倍左右，具有一定的相对优势（图 9）。
- **公司股价存在超预期表现的可能**：随着国家“4 万亿”投资项目即将展开，有关的融资方案、具体的投资额度、相关项目进度等信息，都有可能推高水泥上市公司的估值水平，公司股价也存在超预期表现的可能。

我们维持对公司的“买入”评级。

附：财务报表预测

利润表	百万元				
	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	610	957	1320	1350	2063
主营业务税金	5	8	11	11	17
营业成本	479	675	770	698	1144
销售费用	47	92	123	119	188
管理费用	49	60	80	98	140
财务费用	26	36	50	39	80
营业外净收入	44	44	44	44	44
利润总额	49	130	331	430	539
所得税	3	16	40	52	65
净利润	46	114	291	378	474
少数股东损益	9	28	17	19	24
母公司所有者净利润	37	87	274	359	451

现金流量表	百万元				
	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	46	114	274	359	451
-营业外净收入	44	44	44	44	44
+折旧与摊销	55	79	85	78	131
-财务费用	26	36	50	39	80
+营运资金减少	(22)	3	31	24	95
经营现金流	70	189	412	475	736
营业外净收入	44	44	44	44	44
资本性支出	(107)	(153)	(8)	(1220)	(1698)
长期股权投资减少	0	0	(44)	0	0
投资现金流	(63)	(109)	(8)	(1176)	(1653)
借款增加	(19)	254	296	212	661
财务费用	(26)	(36)	(50)	(39)	(80)
吸收到的股权投资	0	38	633	0	0
其他	1	(10)	0	630	0
支付股息	(18)	(46)	(43)	(101)	(132)
融资现金流	(8)	92	836	702	450
净现金流	(1)	172	1239	1	(468)

资产负债表	百万元				
资产	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	70	243	1482	1483	1016
应收账款与票据	192	198	238	203	248
其他应收款	4	17	10	10	10
预付账款	16	43	48	44	72
存货	140	132	185	189	289
流动资产合计	422	633	1963	1929	1634
长期股权投资	16	16	60	60	60
固定资产净值	901	1011	963	1625	2790
在建工程与物资	9	53	24	483	847
无形资产与待摊费用	15	15	16	37	75
其他非流动资产	12	14	14	14	14
非流动资产合计	953	1109	1077	2219	3786
资产总计	1375	1742	3040	4148	5420

负债与股东权益	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
短期借款	284	482	528	540	1031
应付账款与票据	131	164	193	174	286
预收款项	2	15	26	27	41
其他流动负债	188	183	264	270	413
流动负债合计	605	843	1011	1011	1771
长期借款	0	56	306	506	676
其他非流动负债	22	12	12	642	642
非流动负债合计	22	68	318	1148	1318
负债合计	627	911	1329	2159	3089
股本	144	144	195	195	195
留存收益	487	550	1461	1739	2081
母公司股东权益	631	694	1657	1934	2277
少数股东权益	117	137	55	55	55
股东权益合计	748	831	1712	1989	2332
负债和权益合计	1375	1742	3040	4148	5420

指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主要运营指标					
ROE	5.8%	12.5%	16.5%	18.6%	19.8%
资产负债率	45.6%	52.3%	43.7%	52.1%	57.0%
EBIT 利息保障倍数	2.92	4.56	7.67	11.97	7.76
毛利率	21.5%	29.4%	41.7%	48.3%	44.5%
期间费用率	19.9%	19.7%	19.2%	19.0%	19.7%
净利率	6.0%	9.0%	20.7%	26.6%	21.8%
存货周转天数	3.4	5.1	4.2	3.7	4.0
固定资产周转天数	0.7	0.9	1.4	0.8	0.7

指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
每股指标					
每股收益	0.25	0.60	1.40	1.84	2.31
每股经营现金流	0.48	1.31	2.11	2.43	3.77
每股净资产	5.19	5.76	8.77	10.19	11.95
每股红利	0.00	0.00	0.42	0.55	0.69
估值指标					
PE			20.8	15.8	12.6
PB			3.32	2.86	2.44
EV/EBITDA			10.84	10.76	9.35

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

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。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上