

建筑建材

报告原因：公司调研

2009年5月12日

市场数据：2009年5月11日

收盘价（元）	26.5
一年内最高/最低（元）	32.05/8.79
市净率	3.05
市盈率	14
流通A股市值(百万元)	5167.5

基础数据：2009年3月31日

每股净资产（元）	8.68
资产负债率%	34.89
总股本/流通A股(百万)	19500/13300
流通B股/H股（百万）	-/-

相关研究

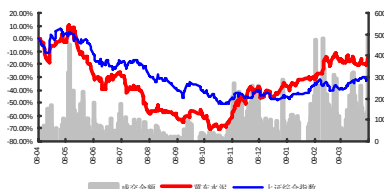
执笔人

赵红

010-82190392

zhaohong@sxzq.com

公司股价与上证综合指数比较



联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

Http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

赛马实业

(600449)

买入

区域景气有望持续 跨区扩张提升想象空间

首次评级

公司研究

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营 利润率	净资产 收益率	市盈 率
2007A	9.57	56.78	0.86	135.7	0.44	6.89	12.46	59
2008A	15.13	44.54	2.73	216	1.4	13.79	16.38	19
2009E	16.2	17.1	3.6	31.72	1.85	17.65	17.74	14
2010E	21.68	33.87	4.43	23.16	2.27	15.66	17.93	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

- **当之无愧的区域水泥龙头。**2008年底，公司在银川、中宁县、青铜峡市和六盘山拥有7条新型干法水泥生产线，熟料和水泥产能分别达到347.2万吨和490万吨，其产能占全区比重超过60%，2008年公司水泥销量为468万吨，市场占有率超过50%，已成为宁夏区内最大和市场份额最高的水泥企业。
- **跨区扩张“马不停蹄”**2010年进入产能集中释放期。2007年9月在公司实际控制人由宁夏国资委变更为中材集团后，对公司的发展战略地位已不仅限于宁夏当地。在中材集团入主公司时，就曾提出到2010年公司水泥产能达到1500万吨的目标。目前，公司在建和拟建的生产线达到7条（产能约700万吨），全部投产后公司水泥产能将达到1200万吨，产能扩张幅度近140%。
- **余热发电陆续投产 成本优势愈加明显。**目前只有青水子公司生产线的余热发电设备建成，其余3套预计将于今年6月建成使用。由于发电成本仅有0.18元/度，相对于0.42元的外购电成本，可节省用电成本0.24元/度，按照5500的发电小时预计，在建的余热发电设备在6月投产后，09年用电成本下降1584万元。
- **政府加大支持力度 区域固定资产投资旺盛。**2008年在工业投资、基础设施建设带动下，固定资产投资创出近年来的新高达到858.65亿元，同比增长38.1%，2009年宁夏回族自治区政府提出固定资产投资力争达到1072亿元，预计增速为25%，按照此增幅，我们认为“十一五”期间实际投资额将很有可能超过原制定的3400亿元固定资产投资目标。
- **区域水泥供不应求有望持续到2010年中期。**固定资产投资的高速增长带来宁夏地区的水泥景气度高位运行，一季度42.5水泥价格410元/吨，仍是去年旺季价格水平，同比增长22%，高出全国平均价格近100元/吨，因此成为全国水泥景气度最高的区域之一，预计09年和10年水泥需求增速将近13—15%和8—9%，考虑到09年及2010年上半年新增产能有限，我们认为区域水泥景气高位运行有望持续到2010年中期。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计2009年和2010年公司实现归属于母公司净利润3.6亿元和4.4亿元，预计同比增速36.8%和23.5%，按照目前股本计算，实现每股收益1.85元和2.27元，对应26.55元收盘价，市盈率为14倍和12倍，相对于目前可比上市公司09年21倍市盈率，估值优势明显，给予“买入”评级。

目录

当之无愧的区域水泥龙头	3
跨区扩张“马不停蹄” 2010 年进入产能集中释放期	4
产能扩张路线回顾	4
依托中材 拓展区外产能布局	5
余热发电陆续投产 成本优势愈加明显	6
政府加大支持力度 区域固定资产投资旺盛	7
淡季不淡 区域水泥景气高位运行	10
区域水泥供不应求有望持续到 2010 年中期	12
盈利预测和估值分析	15

图表目录

图表 1 公司现有的水泥生产线分布情况	3
图表 2 宁夏自治区内新型干法熟料生产线分布图	4
图表 3 公司自成立以来的产能扩张路线	5
图表 4 中材集团旗下控股的水泥公司	6
图表 5 在建和拟建的水泥生产线及投产日期	6
图表 6 节约发电成本预计	7
图表 7 宁夏固定资产投资及增速	7
图表 8 宁夏近几年固定资产投资增速明显加快	8
图表 9 城镇固定资产投资中，中央项目投资逐年加大	8
图表 10 十一五期间宁夏重点投资的项目及投资额	9
图表 11 十一五期间铁路营运里程复合增长率将达到 9.8%	10
图表 12 十一五期间公路营运里程复合增长率将达到 4.7%	9
图表 13 银川 42.5 水泥价格于全国平均价格走势比较	10
图表 14 宁夏地区水泥产量及增速变化	9
图表 15 宁夏地区水泥产量增速与全国增速比较	11
图表 16 公司一季度营业收入及增速变化	11
图表 17 2009 年一季度毛利率 39.7%	11
图表 18 22 家水泥上市公司毛利率比较	12
图表 19 区内水泥需求增速测算	12
图表 20 宁夏水泥投资与全国比较	13
图表 21 宁夏已建和在（拟）建新型干法水泥生产线	14

图表 22	宁夏水泥供需关系测算表	14
图表 23	水泥销量和价格预测	15
图表 24	三项费用率假设	15
图表 25	可比上市公司市盈率比较	16
图表 26	盈利预测表（单位：万元）	16

当之无愧的区域水泥龙头

公司由宁夏建材有限公司、宁夏青龙管道有限公司、宁夏新材房地产开发公司、宁夏英力特化工股份公司、中国建筑材料西北公司共同发起设立（宁夏建材有限公司以下属的矿山分厂、原料分厂、烧成分厂、制成分厂、包装分厂等经营性资产出资，其他发起人均以现金出资）成立于1998年12月，并于2003年8月成功上市。

公司主营业务为熟料、水泥和水泥制品的生产和销售，拥有“赛马”、“青铜峡”、“中宁”三项宁夏自治区内著名商标，其中，“赛马”、“青铜峡”牌水泥被评为国家免检产品，2007年被列入国家发改委重点支持的60家水泥企业之一。

公司上市时仅有一条日产2500吨新型干法水泥生产线（首发募集资金技改项目之一）和2条日产600万吨的湿法窑生产线，经过近几年的收购和新建，2008年底公司在银川、中宁县、青铜峡市和六盘山四地拥有7条新型干法水泥生产线，熟料和水泥产能分别达到347.2万吨和490万吨（落后的湿法窑于08年底全部淘汰），其产能占全区比重超过60%，2008年公司水泥销量为468万吨，市场占有率超过50%，已发展成为宁夏区内最大和市场份额最高的水泥企业。

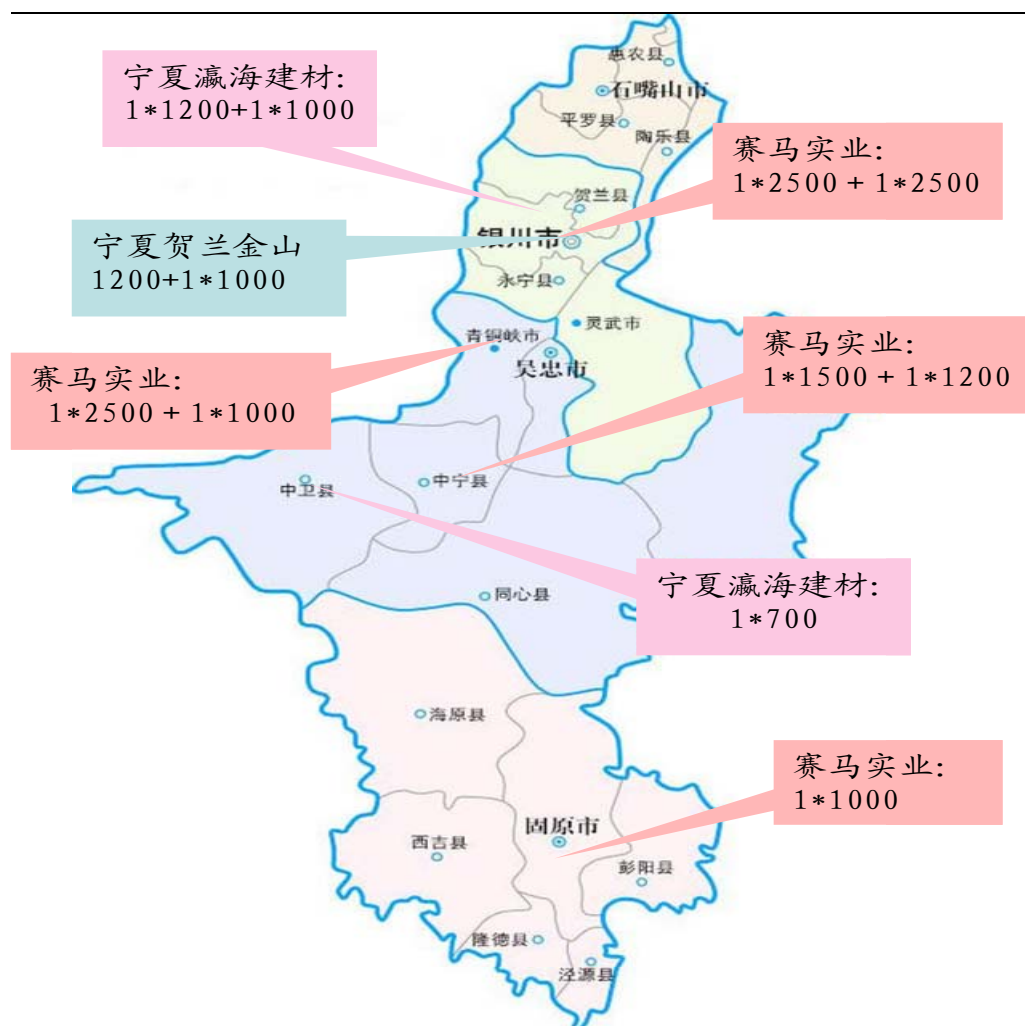
图表1 公司现有的水泥生产线分布情况

	持股比例	生产规模	工艺类型	水泥产能	投产时间
母公司	100%	1*2500	新型干法	100	2006年10月
		1*2500	湿磨干烧	100	2002年7月（首发项目）
中宁赛马	100%	1*1500	新型干法	63	2006年
		1*1200	新型干法	50	
青水股份	100%	1*2500	新型干法	100	07年9月收购完成，之前以租赁方式使用
		1*1000	新型干法	40	
六盘山	100%	1*1000	新型干法	40	2007年7月收购

资料来源：公司公告，山西证券研究所

宁夏地形复杂南北长东西短，北部区域经济相对发达，天然的地位优势决定区外水泥企业很难进入，因此公司面对的竞争对手主要来自区内。2007年底，宁夏区内规模以上水泥企业25家，但多以产能在30—50万吨的小型企业为主，无法对公司构成实质性竞争，目前，唯一拥有竞争实力的为宁夏瀛海建材集团公司，其下属中宁、银川、灵武三家全资水泥子公司，拥有180万吨水泥产能（新型干法产能125万吨），公司与瀛海建材集团合计占有率超过60%，已形成双重寡头垄断格局，但与其相比，从生产线规模和产业布局版图看公司更明显具备竞争优势。

图表2 宁夏回族自治区内新型干法熟料生产线分布图



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

跨区扩张“马不停蹄” 2010 年进入产能集中释放期

产能扩张路线回顾

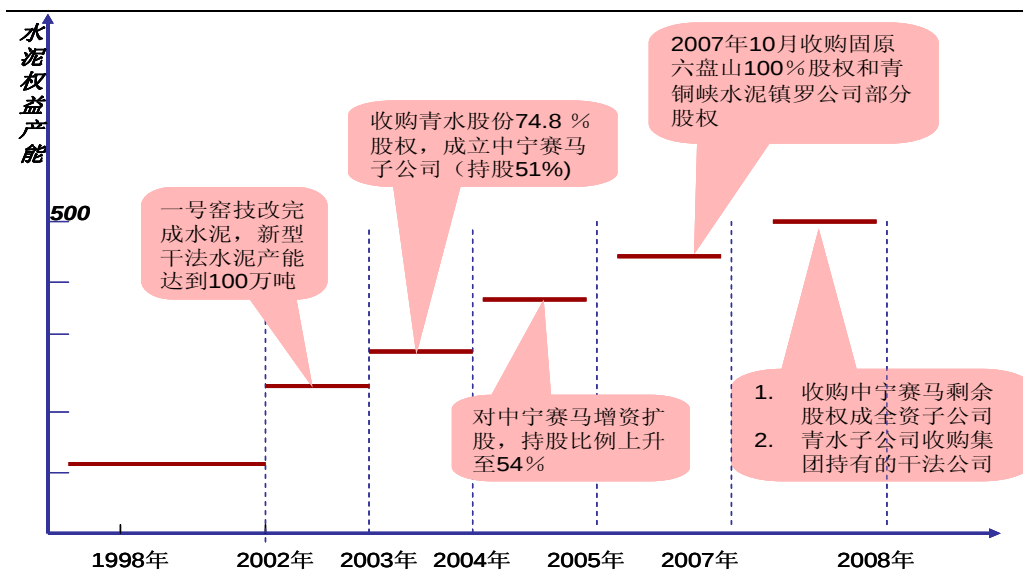
回顾近几年的产能扩张路线，公司采取新建和收购生产线和粉磨站，来实现水泥产能增加和提高市场占有率。

新建：2004 年由公司在本部投资建设 2×2500t/d 水泥熟料生产线技改项目，一期于 2006 年正式投产；2004 年公司以现金 4559.40 万元与宁夏宏威水泥集团有限公司合资设立宁夏中宁赛马水泥公司；2005 年，公司以现金 1980 万元投资宁夏石嘴山赛马水泥有限公司（占 90% 股权），建设年产 50 万吨大武口水泥粉磨站项目。

收购：2004 年公司以现金 8600 万元收购宁夏青铜峡水泥股份有限公司 74.80% 的股权；05 年公司对中宁赛马实施增资扩股，持股比例上升至 55.84%，08 年 1 月收购剩余股权使其成为公司的全资子公司；2007 年 10 月，收购固原市六盘山有限

公司 100% 股权；2007 年 3 月和 5 月分别收购青铜峡水泥集团镇罗有限公司（粉磨）60% 和 40% 股权；2008 年，子公司青水股份收购宁夏建材集团有限责任公司持有的青铜峡水泥集团干法熟料有限公司 100% 的股权。

图表 3 公司自成立以来的产能扩张路线



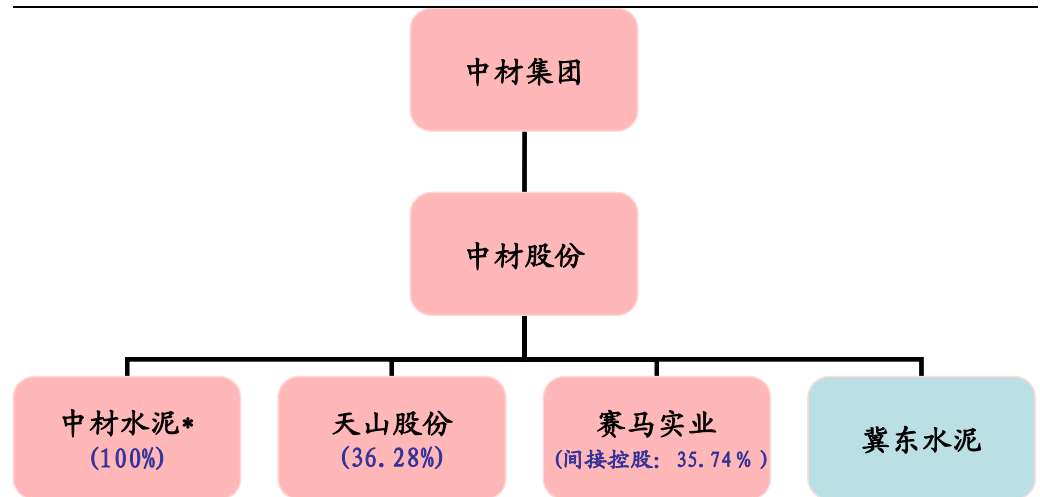
资料来源：公司公告，山西证券研究所

依托中材 拓展区外产能布局

从目前公司的生产线分布上看大多分布在宁夏自治区内，但是，2007 年 9 月在公司实际控制人由宁夏国资委变更为中材集团后，中材集团对公司的发展战略地位已不仅限于宁夏当地。中材集团是我国建材行业的 2 家大型央企之一，在其控股的水泥上市公司里，除了控股赛马实业外，还持有新疆的天山股份 36.28% 的股权，另外冀东水泥收购工作也在进行中，可看出中材集团的战略版图是要控制整个西北、华北区域。



图表 4 中材集团旗下控股的水泥公司



资料来源：山西证券研究所

2008 年底，借助于中材集团，公司分别在甘肃和青海成立中材甘肃子公司和中材青海子公司，拟在甘肃白银(1*4500)、天水(2*2500 一期)和西宁(2*2500 一期)新建 3 条生产线，目前正在做前期工作，初步预计 2010 年下半年投产。项目投产后，公司区域布局进一步向西扩展到甘青区域。

在中材集团入主公司时，就曾提出到 2010 年公司水泥产能达到 1500 万吨的目标。目前，公司现有水泥产能达到 500 万吨，在建和拟建的生产线达到 7 条，在建和拟建产能将达到 700 万吨，全部投产后公司水泥产能将达到 1200 万吨，产能扩张幅度近 140%，如下表所示。

图表 5 在建和拟建的水泥生产线及投产日期

	持股比例	地点	规模	投产日期
公司本部	——	银川	1*2500	预计 2010 年 6 月投产
青水股份	100%	青铜峡	1*2500	预计 2009 年 8 月投产
		吴忠市	2*2000 一期	预计 2010 年中期投产
乌海赛马	100%	内蒙古乌海市	1*2500	预计 2010 年中期投产
甘肃白银	100%	白银	1*4500	预计 2010 年下半年投产
甘肃天水	100%	天水	2*2500 一期	预计 2010 年下半年投产
青海西宁	100%	西宁	2*2500 一期	预计 2010 年下半年投产

资料来源：山西证券研究所

余热发电陆续投产 成本优势愈加明显

在目前公司的水泥生产成本中，煤和电的成本占比最高，达到 54%，煤炭的采购成本基本上是按照市场价格，公司只能是煤炭价格被动接受者。而对于电力成本，可利用水泥生产过程中产生的余热发电降低电力成本。

2008 年公司公开发行股票募投项目之一为现有的 6 条生产线配套建设 4 套余

热发电设备，目前只有青水子公司装机容量为 6000kw 余热发电设备建成，其余 3 套预计将于今年 6 月建成使用。由于发电成本仅有 0.18 元/度，相对于 0.42 元的外购电成本，可节省用电成本 0.24 元/度，按照 5500 的发电小时预计，在建的余热发电设备在 6 月投产后，用电成本降低 1584 万元。

图表 6 发电成本节约预计

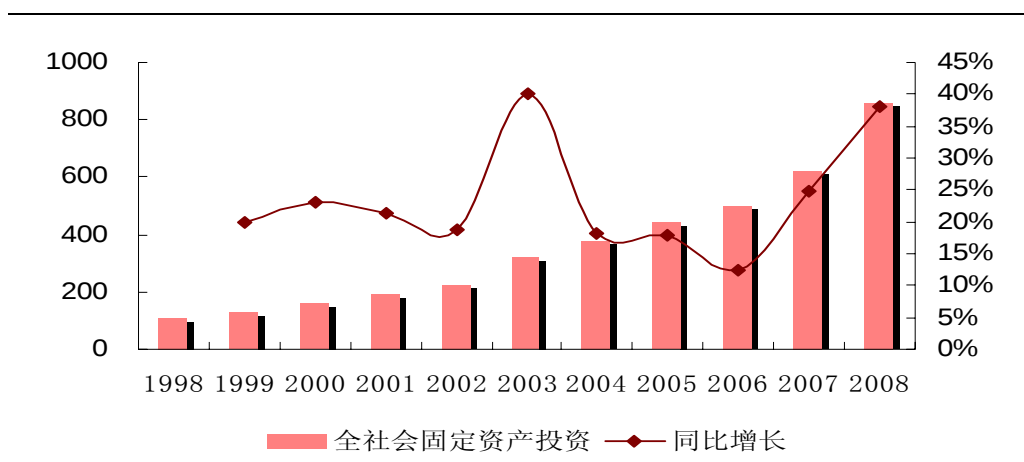
	2008 年	2009 年
投产时间	2008 年 6 月	2009 年 6 月
小时发电量	6000	6000*4
发电小时数	5500/2	5500/2
发电量（万度）	1650	6600
每度电节约（元/度）	0.24	0.24
节约成本（万元）	396	1584

资料来源：山西证券研究所

政府加大支持力度 区域固定资产投资旺盛

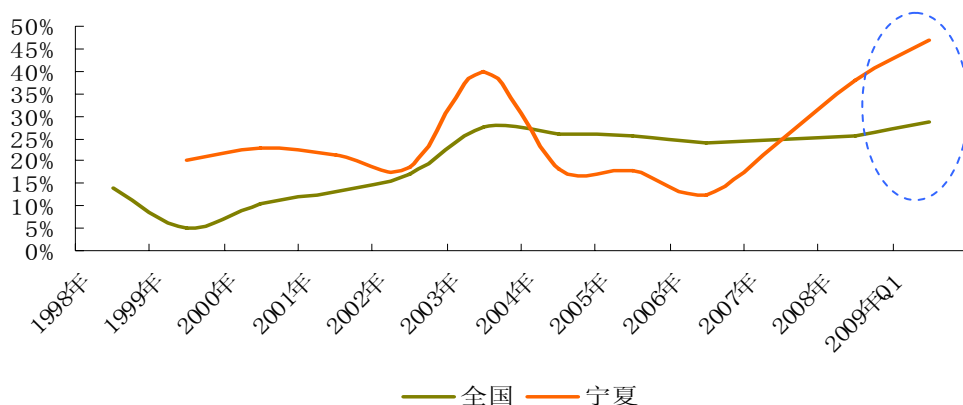
在国家提出西部大开发战略的背景下，宁夏近几年的固定资产投资增速呈现明显加快的态势，2007 年固定资产投资 621.8 亿元，同比增长 25%，2008 年在工业投资、基础设施建设带动下，2008 年固定资产投资创出近年来的新高达到 858.65 亿元，同比增长 38.1%，比上年加快 13.1 个百分点，比全国平均固定资产投资增速高出 12.6 个百分点。其中，增长最快的为基本建设投资，全年投资额 517.91 亿元，同比增长 49.7%；城镇工业固定资产投资 428.31 亿元，同比增长 45.2%。从以上数据看出，宁夏区内跟水泥需求相关的基础设施建设投资、房地产投资和城镇工业固定资产投资均保持高速增长。

图表 7 宁夏固定资产投资及增速



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

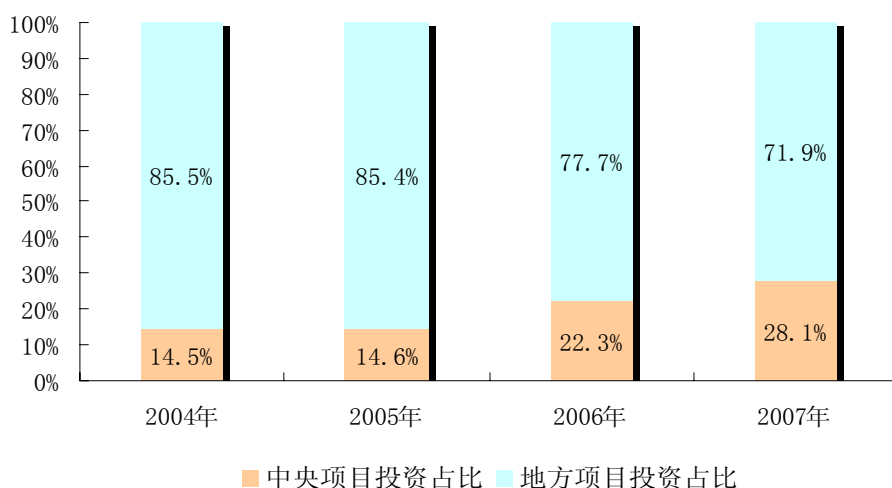
图表 8 宁夏近几年固定资产投资增速明显加快



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

从近几年国家对宁夏地区的资金支持力度上看, 国家也在不断加大对宁夏地区的投资力度。2004 年中央项目投资占比仅为 14.5%, 而近三年则提升到了 20% 以上, 07 年和 08 年则达到 28% 左右。2008 年, 在固定资产投资中, 中央项目完成投资 237.29 亿元, 同比增长 38.7%, 占全社会投资的比重为 27.6%, 比上年上升 1.1 个百分点, 地方项目完成投资 621.36 亿元, 同比增长 37.9%, 占全社会投资的比重为 72.4%。

图表 9 城镇固定资产投资中, 中央项目投资逐年加大



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

2008 年 9 月, 国务院专门下发了《关于进一步促进宁夏经济社会发展的若干意见》, 进一步明确了宁夏的战略定位, 《意见》中提出要加快发展综合交通运输体系和现代服务业、促进工业结构优化升级和加快宁东煤化工基地建设、加强农村基础设施建设、加强重点水利工程建设等三十一条指导意见, 我们认为《意见》的提出作为未来宁夏地区经济发展纲领性文件, 具有长远的战略性指导意义。

根据《宁夏回族自治区十一五规划纲要》，十一五期间固定资产投资计划投资 3400 亿元，超过“十五”期间投资 1550 亿元近 120%，年均复合增长率达到 17%，重点实施项目包括：加快投资建设亚洲最大的煤化工基地——宁东煤化工基地 1000 亿元；继续完善交通运输网络，至 2010 年区内铁路营运里程力争达到 1264.4 公里，公路通车里程达到 16500 公里，高速公路突破 1000 公里；建成银川河东机场扩建工程和陕甘宁气田至银川第二条天然气输气管道工程；完善城镇基础设施网络，重点城市和主要县城建成比较完备的供水、供电、供气、供热和污染处理、防灾减灾等现代化城市基础设施等。

图表 10 十一五期间宁夏重点投资的项目及投资额

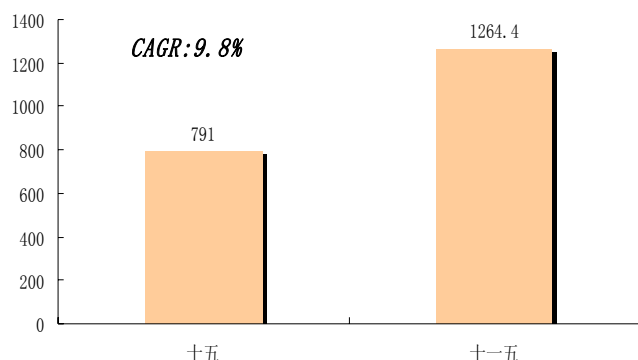
重点项目	十一五计划
宁东煤化工基地	被称为自治区“一号工程”计划投资额为整个十一五期间的三分之一（1000 亿元），尽快建成国家重要的能源化工基地。届时，基地煤炭产能将达 1.3 亿吨；电力装机 2699 万千瓦，对外送电能力达到 1320 万千瓦；煤炭间接液化生产能力达到 1000 万吨，煤基甲醇 430 万吨，煤基二甲醚 83 万吨，煤基烯烃 122 万吨。
铁路	至 2010 年，全区铁路里程达到 1264.4 公里（其中国家铁路 1081.9 公里，地方铁路 91.5 公里，专用线 91 公里），复线里程 329.09 公里，建成太中银铁路，完成包兰线石嘴山至兰州段复线改造
公路	争取到 2010 年全区公路通车里程达到 16500 公里，其中高速公路 1100 公里、一级公路 270 公里、二级公路 2550 公里、三级公路 6530 公里、四级公路 6050 公里。高级、次高级路面里程达到 11000 公里。公路密度达到 24.85 公里/百平方公里
机场	建成银川河东机场扩建工程，达到吞吐能力 126 万人次和货物 2 万吨的规模，支线机场建成一个，开工一个。
其他	天然气管道输气能力达到 25 亿立方米/年

资料来源：宁夏政府网站，山西证券研究所

按照 2009 年宁夏回族自治区政府提出的规划，今年将安排重点建设项目 48 个，预备开工项目 23 个，重点前期项目 30 个，力争固定资产投资达到 1072 亿元，预计增速为 25%，保守估计 2010 年增速为 15%，我们认为“十一五”期间实际投资额将很有可能超过原计划的投资目标。

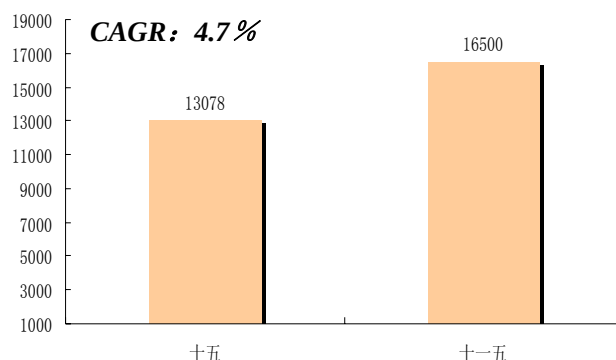


图表 11 十一五期间铁路营运里程复合增长率将达到 9.8%



资料来源：宁夏政府网站，山西证券研究所

图表 12 十一五期间公路营运里程复合增长率将达到 4.7%

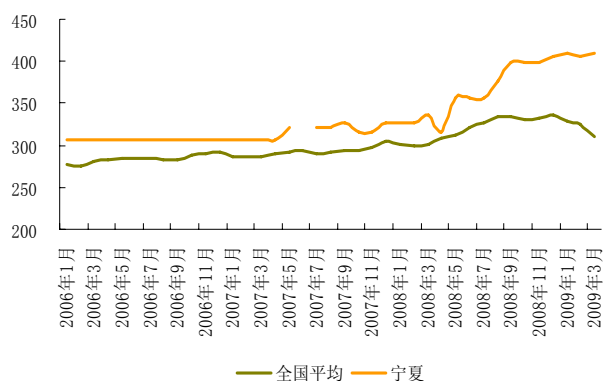


资料来源：宁夏政府网站，山西证券研究所

淡季不淡 区域水泥景气高位运行

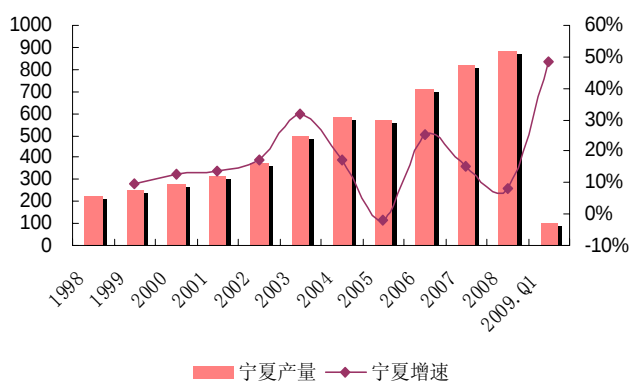
固定资产投资的高速增长带来宁夏地区的水泥景气度高位运行。一季度宁夏区内水泥产量 104.13 万吨，同比增长 48.4%，高出全国平均水平 35 个百分点。据中国建材信息网显示，一季度银川的 42.5 水泥企业平均出厂价格为 410 元/吨，仍是去年四季度旺季的价格水平，高出全国平均价格近 100 元/吨。据我们了解，往年宁夏区内水泥一般要在 3 月底进入传统旺季，而今年由于区内气温回升较早以及开工项目提前，水泥消费旺季提前到 3 月初，因此今年一季度的水泥产量和盈利同比均大幅增长，扭转以往一季度亏损的局面，淡季不淡已成为今年宁夏地区水泥行业的最真实写照。

图表 13 银川 42.5 水泥价格于全国平均价格走势比较



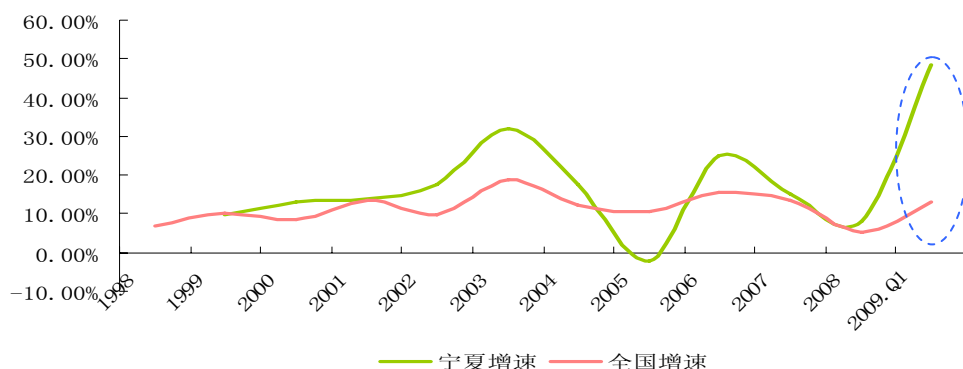
资料来源：中国建材信息网，山西证券研究所

图表 14 宁夏地区水泥产量及增速变化



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

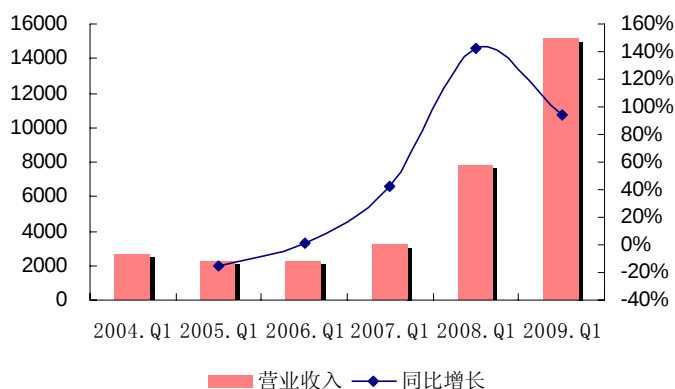
图表 15 宁夏地区水泥产量增速与全国增速比较



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

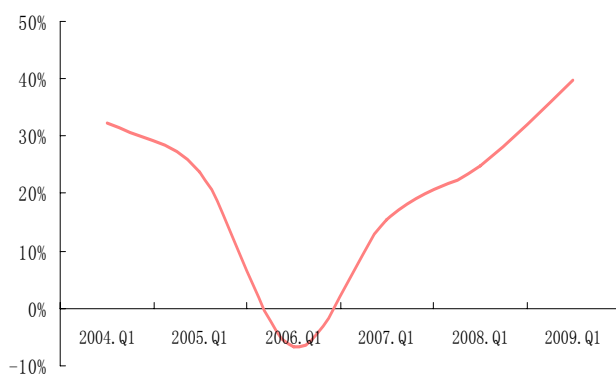
作为区内最大的水泥企业，公司一季度水泥销量 58 万吨，实现水泥销售收入 1.51 亿元，同比增长 94.5%，销售毛利率 39.7%，同比提高 15 个百分点，实现营业利润 2208.78 万元，而去年同期亏损 2226.09 万元，为公司自上市以来一季度最好业绩，也是 22 家水泥上市公司中毛利最高的。

图表 16 公司一季度营业收入及增速变化



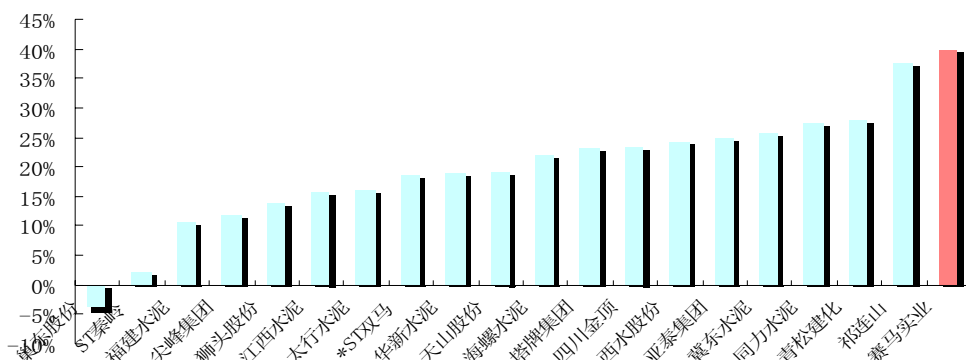
资料来源：公司季报，山西证券研究所

图表 17 2009 年一季度毛利率 39.7%



资料来源：公司季报，山西证券研究所

图表 18 22 家水泥上市公司毛利率比较



资料来源：公司季报，山西证券研究所

区域水泥供不应求有望持续到 2010 年中期

考虑到水泥产品具有较强的区域性特征和受到运输半径的限制，假设水泥产量消费领域仅在自治区内，我们采用弹性系数法预算 2009 年和 2010 年水泥需求量增速。同时，假设 09 年自治区政府固定资产计划投资 1072 亿元（宁夏政府公布的计划投资额），同比增速 24.85%，2010 年预计同比增速为 15%，按照以往的历史数据计算出年弹性系数，我们取中间的平均值 0.56—0.6 作为预测 09 年和 10 年的弹性系数，我们认为未来 2 年区内水泥需求增速为 13—15% 和 8—9%。

图表 19 区内水泥需求增速测算

	固定资产投资增速	需求增速	弹性系数
1996 年	15.97%	17.74%	1.11
1997 年	19.06%	10.01%	0.53
1998 年	24.36%	24.80%	1.02
1999 年	20.00%	9.63%	0.48
2000 年	22.97%	12.88%	0.56
2001 年	21.31%	13.72%	0.64
2002 年	18.79%	17.43%	0.93
2003 年	40.10%	32.04%	0.80
2004 年	18.31%	17.42%	0.95
2005 年	17.82%	-2.18%	-0.12
2006 年	12.52%	25.08%	2.00
2007 年	24.67%	15.14%	0.61
2008 年	38.10%	8.25%	0.22
2009E	24.85%	13—15%	0.52—0.62
2010E	15.00%	8—9%	0.52—0.62

资料来源：山西证券研究所

由于区内 GDP 仅占全国 GDP 的 0.33% 不到 1%，水泥产量占全国产量的比重仅 0.6%，并不是全国主要的水泥消费区域，以及宁夏地形复杂和区内水泥份额基本被赛马实业和瀛海建材垄断，外界水泥产业资本进入的可能性较小，因此区内水泥固定资产投资主要以赛马实业和瀛海建材集团等龙头企业为主。

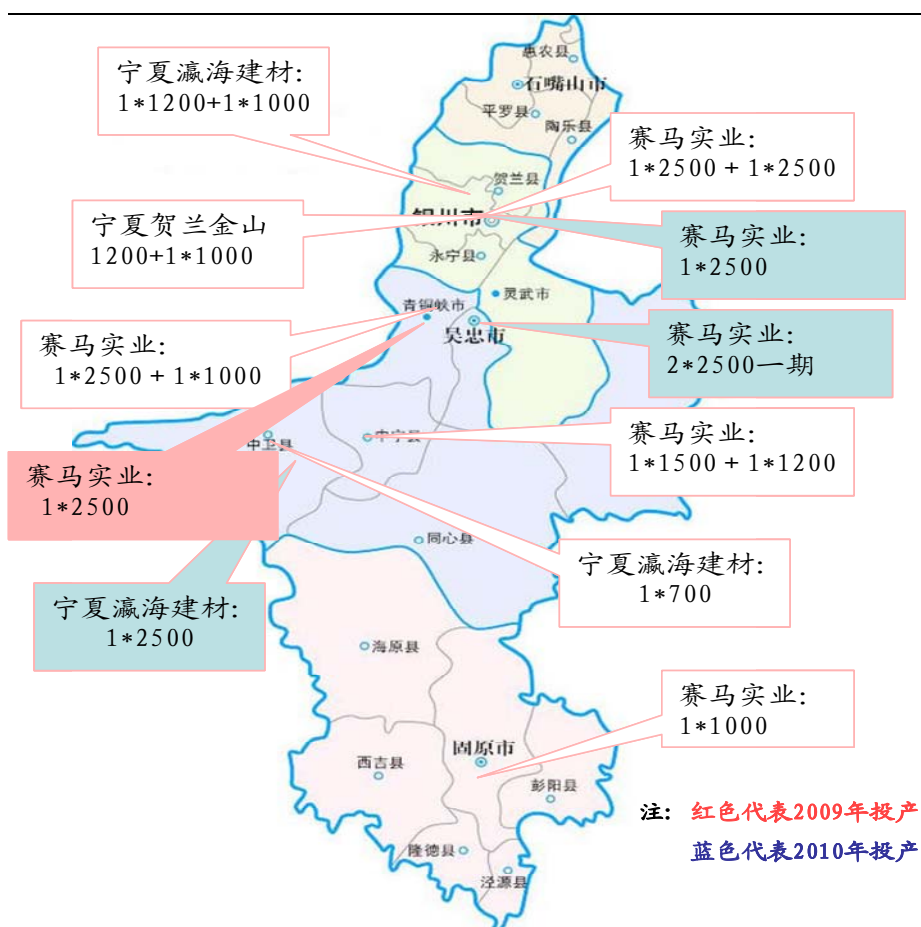
从以往的水泥投资数据看，投资增速低于全国平均水平。但由于 08 年区内固定资产投资旺盛拉动水泥需求，2008 年，水泥投资增长较快，投资额达到 3.15 亿元，同比增长 155%，目前在建和拟建的生产线共有 4 条，其中公司控股的青水子公司一条生产线将在今年 7 月或 8 月投产，而另外三条（赛马 2 条和瀛海 1 条）将在 2010 年下半年投产。

图表 20 宁夏水泥投资与全国比较

	全国		宁夏	
	水泥投资	同比增长(%)	水泥投资	同比增长(%)
2001	113.97	39.53	2.8	120.94
2002	159.58	40.02	3.3	18.05
2003	321.07	101.2	1.53	-53.69
2004	433.4	34.99	5.71	273.48
2005	412.51	-4.82	2.46	-56.95
2006	402.77	-2.36	1.31	-46.7
2007	654.07	32.98	1.23	-5.8
2008	1,051.46	61	3.15	155

资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

图表 21 宁夏已建和在（拟）建新型干法水泥生产线



资料来源: 数字水泥网, 山西证券研究所

另据我们了解, 08 年底立窑水泥已全部淘汰, 年内已累计淘汰约 40 万吨落后产能, 宁夏政府与 2007 年制定了计划到 2010 年底前淘汰 120 万吨落后水泥产能目标, 但我们认为由于目前区内水泥景气度较高, 未来 2 年水泥淘汰难度较大, 我们在下面的供需预测表中假设 09 年和 10 年淘汰 20 万吨, 测算结果表明相对于 09 年 13—15% 较高的水泥需求增速, 2010 年中期之前水泥仍供不应求, 而 2010 年下半年随着生产线的集中投产, 市场可能会发生转化。

图表 22 宁夏水泥供需关系测算表

	2008 年	2009E	2010E
水泥需求	884.76	1008.626	1094.36
需求增速	——	13—15%	8—9%
新增水泥需求	——	123.9	85.7
水泥产能	1200	1300	1600
新增产能	——	100	300
落后产能淘汰	——	20	20
净新增产能	——	80	280

新增产量	——	68	238
供需比较	——	新增需求>新增供给	新增需求<新增供给

注：我们假设区内水泥的产能利用率为 85%，
区域内水泥供不应求会持续在 2010 年中期。

盈利预测和估值分析

假设 1：目前银川地区 32.5 和 42.5 水泥含税价格分别为 345 元/吨和 410 元/吨，比 08 年平均价格增长 10%和 12%，我们前文分析 09 年和 10 年上半年宁夏地区水泥市场供不应求结论，预计水泥价格维持高位运行的可能性较大。公司 08 年水泥平均销售价格 293.4 元/吨（不含税），我们按照 10%的价格涨幅（目前市场价格）作为 09 年平均销售价格。

假设 2：青水子公司日产 2500 熟料生产线于今年 8 月正式投产，预计新增水泥产（销）量 33 万吨，2010 年为公司在建水泥生产线集中投产期，保守预计新增水泥产（销）量 200 万吨。

假设 3：今年 3 套余热发电设备投产，09 年用电成本比去年降低 1500 万元。

假设 4：三项费用率稳中有降。

图表 23 水泥销量和价格预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
水泥销量（万吨）	268.69	385.36	468	493	693
销售价格	205.42	232.02	293.40	328.61	312.96
水泥毛利率	23.55%	30.81%	39.12%	40.00%	38.00%

图表 24 三项费用率假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售费用率	7.72%	9.61%	10.95%	9.43%	9.43%
管理费用率	7.97%	6.25%	8.86%	7.11%	7.11%
财务费用率	4.19%	3.81%	4.33%	4.00%	4.00%

按照以上假设条件，我们预计 2009 年和 2010 年公司实现归属于母公司净利润 3.6 亿元和 4.4 亿元，预计同比增速 36.8%和 23.5%，按照目前股本计算，实现每股收益 1.85 元和 2.27 元，对应 26.55 元收盘价，市盈率为 14 倍和 12 倍，相对于目前可比上市公司 09 年 21 倍市盈率，估值优势明显，给予“买入”评级。



图表 25 可比上市公司市盈率比较

简称	收盘价	每股收益 (元)			市盈率		
		08A	09E	10E	08A	09E	10E
海螺水泥	44.85	1.55	1.88	2.40	29	24	19
华新水泥	25.4	1.18	1.37	1.81	22	19	14
天山股份	13.25	0.62	0.91	1.12	21	15	12
祁连山	12.49	0.45	0.69	0.91	28	18	14
亚泰集团	11.16	0.26	0.68	0.45	43	16	25
冀东水泥	15.97	0.41	0.61	0.90	39	26	18
塔牌集团	13.88	0.54	0.61	0.81	26	23	17
青松建化	13.16	0.33	0.51	0.70	40	26	19
平均值	15.21	0.44	0.88	1.14	31	21	17
赛马实业	26.55	1.40	1.85	2.27	19	14	12

图表 26 盈利预测表 (单位: 万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	61,049.32	95,714.49	138,340.97	162003.27	216880.65
二、营业总成本	60,825.04	89,197.10	119,332.28	133,399.00	182,917.14
营业成本	47,940.40	67,549.17	84,439.98	97,201.96	134,466.00
营业税金及附加	464.82	781.53	1,317.41	1,366.33	1,821.80
销售费用	4,714.63	9,195.42	15,145.46	15,390.31	20,603.66
管理费用	4,862.78	5,986.27	12,251.36	12,960.26	17,350.45
财务费用	2,556.28	3,644.48	5,994.37	6,480.13	8,675.23
资产减值损失	286.13	2,040.23	183.7	0	0.00
三、其他投资收益	0	80	80	0	0
四、营业利润	224.29	6,597.40	19,088.70	28604.27	33963.51
加: 营业外收入	4,821.72	6,974.58	12,934.50	11,810.04	15,810.60
减: 营业外支出	144.24	583.96	266.93	0	0
五、利润总额	4,901.77	12,988.02	31,756.28	40,414.31	49,774.11
减: 所得税	300.58	1,571.07	2,864.48	3,670.77	4,519.49
六、净利润	4,601.19	11,416.95	28,891.80	36,743.54	45,254.62
减: 少数股东损益	931.93	2,766.71	1,554.20	734.87	905.09
归属于母公司所有者的净利润					
利润	3,669.26	8,650.23	27,337.60	36,008.66	44,349.53
每股收益	0.19	0.44	1.40	1.85	2.27

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。