



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 20 日

建材行业

研究部

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

审慎推荐

赛马实业(600449.CH)

上半年业绩符合预期，2010 年供给压力大

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	610	957	1,383	1,447	1,773
(+/-)	23.9%	56.8%	44.5%	4.6%	22.5%
主营业务利润	126	274	526	569	676
(+/-)	-15.6%	116.6%	92.0%	8.3%	18.7%
净利润	37	87	273	343	377
(+/-)	-28.5%	135.8%	216.0%	25.6%	9.8%
每股收益	0.19	0.44	1.40	1.76	1.93
(+/-)	-28.5%	135.8%	216.0%	25.6%	9.8%
市盈率	139.1	59.0	18.7	14.9	13.5
市净率	8.1	7.3	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	61.9	24.9	13.3	11.0	9.2
净资产回报率	4.9%	10.4%	15.8%	17.2%	16.1%
投入资本回报率	3.4%	6.3%	12.6%	14.7%	14.6%
股息收益率	0.8%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
每股经营现金流	0.48	1.31	1.31	2.05	3.00
股价/经营性现金流	54.18	19.94	20.00	12.73	8.71

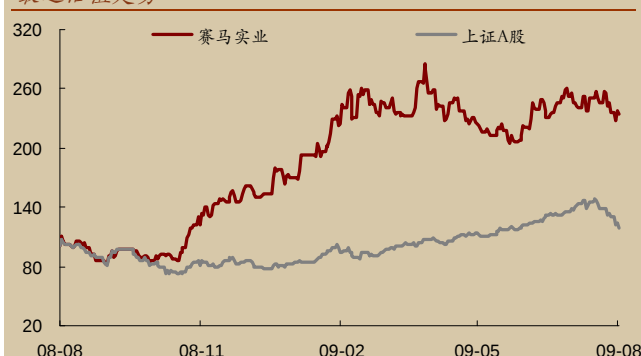
股票信息

	A股
股票代码	600449.CH
当前股价(元)	人民币26.15
日成交量(百万股)	7.06
52周最高价/最低价	人民币32.05/8.79
总市值(百万元)	5,103
发行股数(百万股)	195
其中:流通股(百万股)	133
主要股东(持股比例)	宁夏建材集团有限公司(35.74%)

最近估值走势

	1周	1月	3月	年初至今
[600449.SH]	-3.51	-8.28	+7.17	+52.57
[上证A股指数]	-10.51	-14.75	+6.70	+59.81

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

09 年上半年业绩符合预期：

赛马实业公布了 09 年上半年业绩，公司实现营业收入 7.48 亿，同比增长 37.6%；净利润 1.77 亿，每股收益为 0.9 元，同比增长 118.7%，符合预期。

正面：

- 毛利率同比提升 7.2 个百分点。得益于产品价格高于去年同期，而产品成本涨幅不及价格涨幅。

- 三项费用率 16.3%，大幅下降 6 个百分点。主要因借款利率下降，财务费用下降 58%。

- 2010 年-2011 年产量快速增加，预计 2010 年公司水泥产能将接近 1000 万吨。

负面：

- 2009 年下半年及 2010 年宁夏境内将有 5 条生产线建成投产，2010 年净增水泥产量 300 万吨以上，而水泥需求按照明年 20% 的增速，增加 220 万吨，低于供给的增加。

- 由于 2010 年公司水泥价格将下降，从吨盈利能力来看，2009 年可能成为本轮周期的顶点。

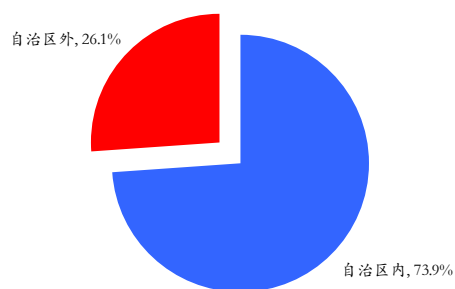
发展趋势：

三季度西北地区仍为旺季，预计公司水泥价格将维持高位，四季度进入淡季，水泥价格将回落。鉴于 2010 年供给的压力，价格同比将下降。

估值与建议：

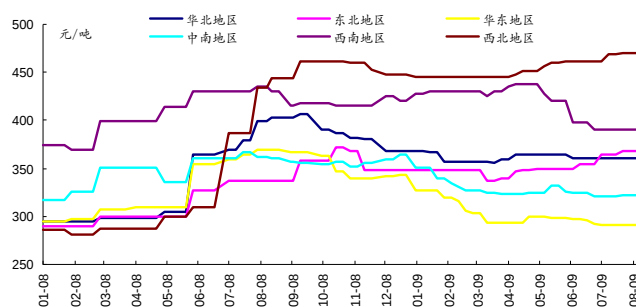
2009 年公司吨水泥盈利能力可能达到本轮周期的顶点。2010 年价格因供应过大很可能同比下降，利润的增长来自产量的增加。维持当前盈利预测和投资评级。

图表 1：2009 年上半年营业收入分地区构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：全国分地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图表 3: 2009 年第 2 季度业绩分析

人民币 (百万元)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	1H08	1H09	YoY
主营业务收入	466	461	379	151	597	↑ 294.5%	↑ 28.1%	544	748	↑ 37.6%
主营业务成本	288	270	227	91	332	↑ 264.5%	↑ 15.2%	347	423	↑ 22.0%
销售毛利	178	191	152	60	265	↑ 339.9%	↑ 49.1%	197	325	↑ 65.0%
毛利率 (%)	38.1%	41.4%	40.0%	39.8%	44.3%	+4.6%	+6.2%	36.2%	43.4%	+7.2%
销售费用	46	47	48	15	42	↑ 178.6%	↓ 8.6%	56	57	↑ 1.1%
管理费用	17	29	60	17	35	↑ 102.7%	↑ 109.8%	34	52	↑ 53.3%
财务费用	16	13	16	5	8	↑ 49.6%	↓ 51.2%	31	13	↓ 58.1%
营业利润	93	100	20	22	171	↑ 675.7%	↑ 83.4%	71	193	↑ 171.9%
营业外净收入	10	32	73	11	17	↑ 54.3%	↑ 60.8%	21	27	↑ 28.0%
税前利润	104	132	93	33	188	↑ 471.9%	↑ 81.2%	93	221	↑ 138.6%
所得税	8	17	7	6	27	↑ 371.7%	↑ 245.8%	5	33	↑ 506.5%
少数股东损益	4	5	6	2	7	↑ 177.6%	↑ 52.3%	5	9	↑ 70.6%
净利润	91	111	81	25	154	↑ 524.6%	↑ 68.5%	82	179	↑ 118.7%
净利润率 (%)	19.6%	24.1%	21.3%	16.3%	25.8%	+9.5%	+6.2%	15.0%	23.9%	+8.9%
每股收益 (元)	0.47	0.57	0.41	0.13	0.79	↑ 524.6%	↑ 68.5%	0.42	0.92	↑ 118.7%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 4: 主要假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
产销量 (万吨)	270	380	468	480	600
(+/-%)	22.7%	40.7%	23.2%	2.6%	25.0%
价格 (元/吨)	226	252	296	302	295
(+/-%)	1.0%	11.4%	17.4%	2.0%	-2.0%
单位成本 (元/吨)	178	178	180	180	180
(+/-%)	15.2%	0.1%	1.5%	0.0%	0.0%
吨水泥毛利 (元)	49	74	115	121	115
毛利率 (%)	21.5%	29.4%	39.0%	40.2%	38.9%
销售收入 (百万元)	610	957	1,383	1,447	1,773
净利润 (百万元)	37	87	273	343	377
净利润率 (%)	6.0%	9.0%	19.8%	23.7%	21.3%
每股收益 (元)	0.25	0.44	1.40	1.76	1.93
吨水泥净利 (元)	13.6	22.8	58.4	71.6	62.8

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5：历史和预测的财务指标

损益表(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	610	957	1,383	1,447	1,773
主营业务利润	126	274	526	569	676
其他业务利润	-	-	-	-	-
营业费用	47	92	151	137	176
管理费用	49	60	123	91	112
财务费用	26	36	60	1	9
营业利润	2	66	191	340	380
税前利润	49	130	318	404	444
所得税	3	16	29	40	44
少数股东权益	9	28	16	20	22
净利润	37	87	273	343	377
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	70	189	255	401	586
投资活动现金流	-63	-109	-264	-828	-453
融资活动现金流	-8	92	482	-149	-158
货币资金增加额	-1	172	443	-576	-25
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产:					
流动资产	422	633	1,060	699	806
长期投资	16	16	57	16	16
固定资产	911	1,064	1,400	2,048	2,286
无形资产和其他资产	15	15	27	45	66
总资产	1,375	1,742	2,559	2,807	3,174
流动负债	605	843	659	775	800
长期负债	-	56	140	26	16
少数股东权益	117	137	59	79	101
股东权益	631	694	1,619	1,914	2,242
负债和权益	1,375	1,742	2,559	2,807	3,174
财务指标					
主营业务利润率	20.7%	28.6%	38.0%	39.3%	38.1%
息税前利润率	5.5%	15.0%	18.4%	23.5%	21.9%
净利润率	6.0%	9.0%	19.8%	23.7%	21.3%
净资产收益率	4.9%	10.4%	15.8%	17.2%	16.1%
总资产收益率	3.4%	6.3%	12.6%	14.7%	14.6%
总资产负债率	45.6%	52.3%	32.5%	29.0%	26.2%
净负债率	35.4%	35.5%	-14.6%	11.5%	6.5%
利息保障倍数	1.31	3.93	4.25	632.01	43.49
流动比率	69.8%	75.1%	160.7%	90.2%	100.7%
速动比率	46.6%	59.4%	130.1%	64.4%	70.2%
应收帐款周转期	107	63	63	63	63
存货周转期	84	50	50	50	50

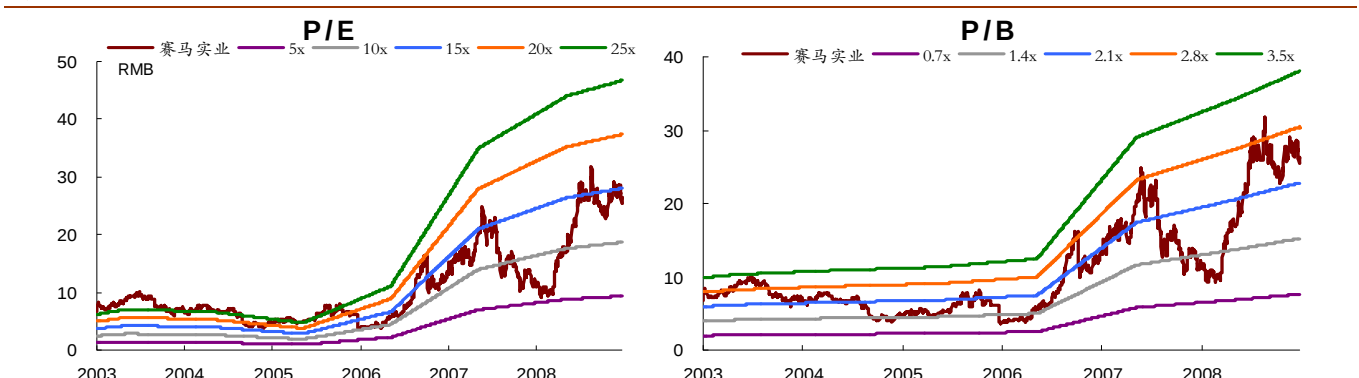
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值

公司名称	交易货币	最近一日收	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		盘价	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
2009-8-19											
水泥											
A股											
海螺水泥	CNY	40.5	27.4	22.5	19.0	2.9	2.6	2.3	12.1	10.6	8.8
冀东水泥	CNY	13.41	36.5	23.2	19.8	2.7	2.5	2.2	15.6	11.5	9.5
华新水泥	CNY	20.78	18.2	15.9	14.6	2.1	1.8	1.7	11.1	11.9	10.3
祁连山	CNY	11.39	30.7	13.6	9.4	5.1	3.9	2.8	11.7	9.2	6.9
天山股份	CNY	12.8	20.8	14.9	12.2	4.7	3.7	3.0	11.5	9.0	7.9
赛马实业	CNY	26.15	18.7	14.9	13.5	3.2	2.7	2.3	13.3	11.0	9.2
青松建化	CNY	10.12	30.7	17.8	12.8	2.7	2.4	2.1	22.6	12.1	8.6
A股平均			26.1	17.5	14.5	3.3	2.8	2.3	14.0	10.8	8.7
A股中值			27.4	15.9	13.5	2.9	2.6	2.3	12.1	11.0	8.8
H股											
海螺水泥	HKD	48.3	28.1	23.6	20.7	3.0	2.7	2.5	12.4	11.1	9.5
中国建材	HKD	15.18	21.4	14.5	11.9	3.7	2.6	2.2	11.0	8.8	6.9
中材股份	HKD	6.37	34.7	18.1	14.4	2.9	2.6	2.4	8.0	5.8	4.6
H股平均			28.1	18.8	15.7	3.2	2.6	2.4	10.5	8.6	7.0
A股中值			28.1	18.1	14.4	3.0	2.6	2.4	11.0	8.8	6.9
欧洲											
Cemex SAB de CV	USD	11.52	n.a	20.4	19.3	n.a	0.7	0.6	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	64.6	10.4	16.7	15.9	1.2	1.1	1.1	7.6	9.2	8.5
HeidelbergCement AG	EUR	34.59	2.4	10.1	9.1	0.6	0.5	0.5	5.2	7.2	6.9
Lafarge SA	EUR	51.55	7.2	12.3	12.1	0.9	1.0	0.9	6.9	8.2	7.9
欧洲平均			6.6	14.9	14.1	0.9	0.8	0.8	6.6	8.2	7.8
欧洲中值			7.2	14.5	14.0	0.9	0.8	0.8	6.9	8.2	7.9
印度											
ACC Ltd	INR	766	13.0	9.9	11.9	3.0	2.4	2.1	6.8	6.1	6.9
Grasim Industries	INR	2483	7.9	10.6	9.2	2.5	2.0	1.7	6.1	7.0	5.7
India Cements	INR	128.3	5.3	6.8	6.9	1.1	1.0	0.9	5.1	5.1	5.0
Shree Cement	INR	1484.7	19.9	n.a	7.8	7.7	n.a	n.a	7.0	n.a	4.4
Ultra Tech Cement	INR	705.15	8.7	9.5	8.1	3.2	2.4	1.9	5.6	5.8	4.8
Adelaide Brighton	AUD	2.65	11.9	14.5	14.1	2.1	2.1	2.0	10.1	9.2	8.9
印度平均			11.1	10.2	9.7	3.3	2.0	1.7	6.8	6.7	5.9
印度中值			10.3	9.9	8.7	2.7	2.1	1.9	6.4	6.1	5.3
亚太地区											
Asia Cement	TWD	36.35	14.4	14.5	13.5	1.6	1.5	1.5	85.9	29.1	26.7
Taiwan Cement	TWD	34.65	19.8	21.3	17.3	1.6	1.5	1.5	45.7	27.0	23.8
Siam City Cement	THB	208	15.1	16.0	14.2	3.0	3.0	2.8	10.0	10.0	9.0
TPI Polene	THB	7.25	n.a	9.0	8.0	0.3	0.3	0.4	4.8	5.3	4.6
Indocement TP	IDR	9350	19.7	16.8	14.2	4.0	3.4	2.9	11.0	9.5	8.4
Semen Gresik	IDR	5600	13.1	12.3	11.1	4.1	3.4	2.9	7.5	6.8	6.0
亚太地区平均			16.4	15.0	13.1	2.4	2.2	2.0	27.5	14.6	13.1
亚太地区中值			15.1	15.2	13.9	2.3	2.3	2.2	10.5	9.8	8.7
石膏板及新型建材											
Saint-Gobain	EUR	28.7	8.6	18.5	14.2	0.8	0.9	0.8	4.9	7.2	6.8
USG Corporation	USD	13.81	n.a	n.a	n.a	0.9	0.9	1.0	n.a	44.6	20.5
Owens Corning	USD	20.67	n.a	22.3	22.3	1.0	0.9	0.9	9.2	8.8	8.4
Boral Ltd	AUD	5.87	14.4	29.8	30.6	1.2	1.2	1.2	9.0	10.7	11.0
CSR Ltd	AUD	2.06	11.2	18.1	19.1	1.4	1.4	1.8	10.8	8.3	8.0
CRH	EUR	17.44	8.3	15.9	14.5	1.3	1.2	1.2	7.0	9.1	8.7
平均			10.6	20.9	20.1	1.1	1.1	1.2	8.2	14.8	10.6
中值			9.9	18.5	19.1	1.1	1.1	1.1	9.0	8.9	8.5
玻璃纤维											
Asahi Glass	JPY	807	24.1	n.a	22.0	1.3	1.4	1.4	5.5	8.8	7.3
Nitto Boseki	JPY	182	7.6	n.a	43.3	0.6	0.6	n.a	4.8	9.0	n.a
Saint-Gobain	EUR	28.7	8.6	18.5	14.2	0.8	0.9	0.8	4.9	7.2	6.8
平均			13.4	18.5	26.5	0.9	1.0	1.1	5.1	8.3	7.1
中值			8.6	18.5	22.0	0.8	0.9	1.1	4.9	8.8	7.1
建材工程服务											
China Sinoma Intl Engineering	CNY	30.97	33.3	18.3	14.7	9.9	5.9	4.7	5.1	4.1	3.3
FLSmidth	DKK	236.5	8.2	8.3	10.9	2.5	1.9	1.7	4.6	5.8	6.9
平均			20.7	13.3	12.8	6.2	3.9	3.2	4.9	5.0	5.1

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。