

建筑材料

2010 年 01 月 6 日

赛马实业(600449)

当前股价: 39.19

目标价: 56.2

区域优势明显, 业绩保持增长

投资要点:

- ◆ 公司在宁夏的市场占有率约60%，公司对区域内水泥产能的整合已见成效：2008年完成收购宁夏中宁赛马水泥有限公司44.16%的股权，公司控股子公司宁夏青铜峡水泥股份有限公司完成收购青铜峡水泥集团干法熟料有限公司100%的股权，并对其进行吸收合并。区域水泥产能集中度的提高使宁夏水泥价格保持高位，随着公司产能的释放，公司业绩将出现平稳增长。
- ◆ 产能扩张保障公司成长性。09 年青水股份一条日产 2500 吨水泥熟料生产线及配套4.5MW 纯低温余热发电技改工程已经建成投产，2010 年，随着天水一期2500T/D 线下半年投产，乌海赛马在内蒙古乌海市建设一条日产2500 吨新型干法水泥生产线，青水股份在宁夏吴忠市建设2×2000t/d 新型干法油井水泥生产线及配套2×4.5MW纯低温余热发电项目一期工程，2010年公司水泥产能将超过1160万吨；10年产能扩张速度达到107%，这些新建项目保障公司未来业绩具有良好成长性。
- ◆ 盈利预测。我们预计公司 2009，2010 年公司 EPS（摊薄后）为 2.16 元，2.81 元，结合公司在区域水泥市场优势地位及行业估值水平，可以给予 10 年 20 倍的 PE 水平，目标价 56.2 元，“买入”评级。

研究员: 朱勤

电 话: 025-84457777-379

E-mail: zhuqin@mail.htsc.com.cn

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

2010 年水泥行业三季度策略报告

09-12-18

公司基本资料

总股本 (万)	19513.39
流通 A 股 (万)	13980.55
52 周内股价区间 (元)	18.85-40.12
总市值 (亿)	76.47
总资产 (亿)	33.83
每股净资产 (元)	10.07

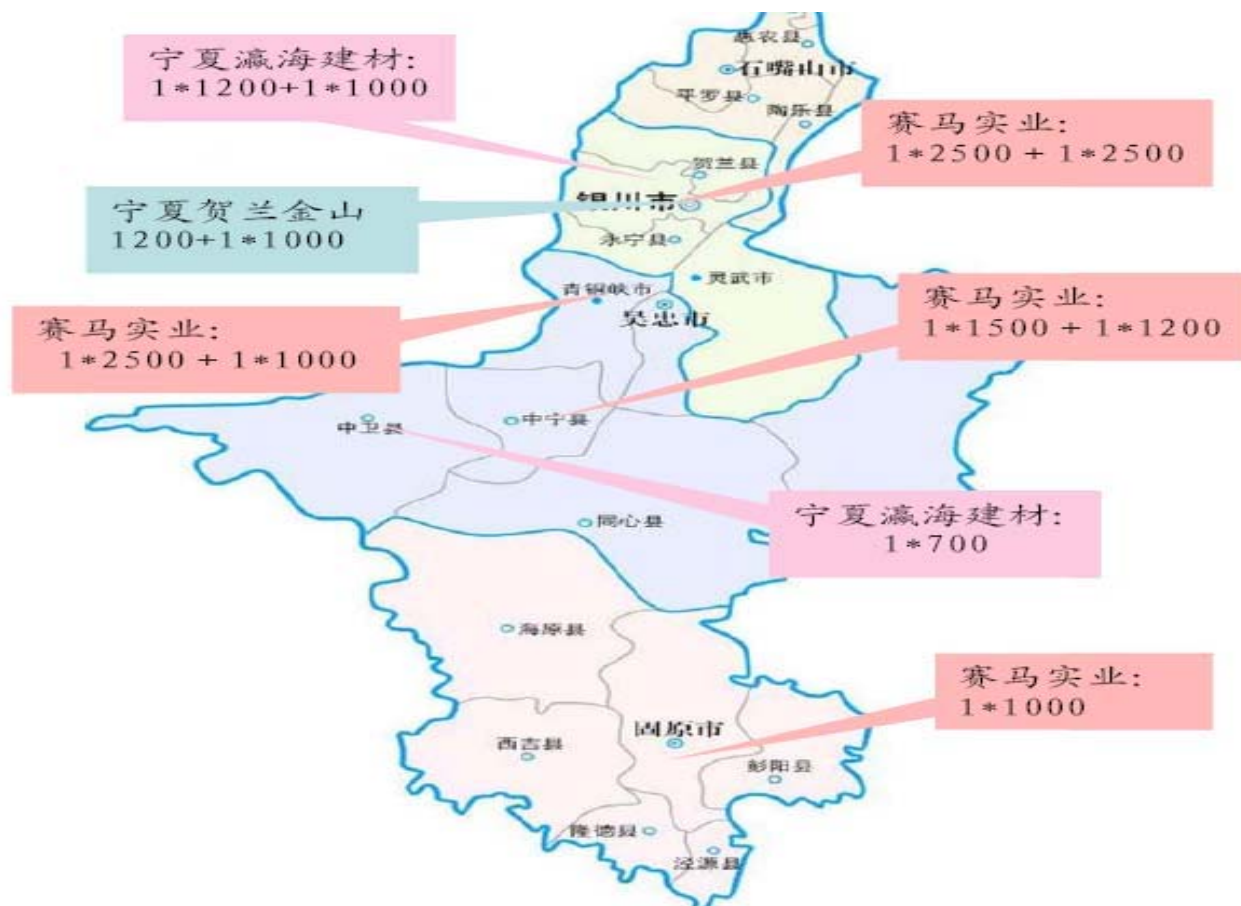
主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	13.83	16.59	19.76	23.42
+/-%	44.54	20	19	19
净利润 (亿)	2.73	4.21	5.47	6.57
+/-%	212.72	54.2	29.93	20.11
EPS (元)	1.40	2.16	2.81	3.37
P/E	20.57	13	9.8	8

1. 宁夏最大的水泥企业，区域优势明显

◆ 地理位置决定了宁夏的水泥市场封闭度较高

图1：宁夏主要水泥生产线状况

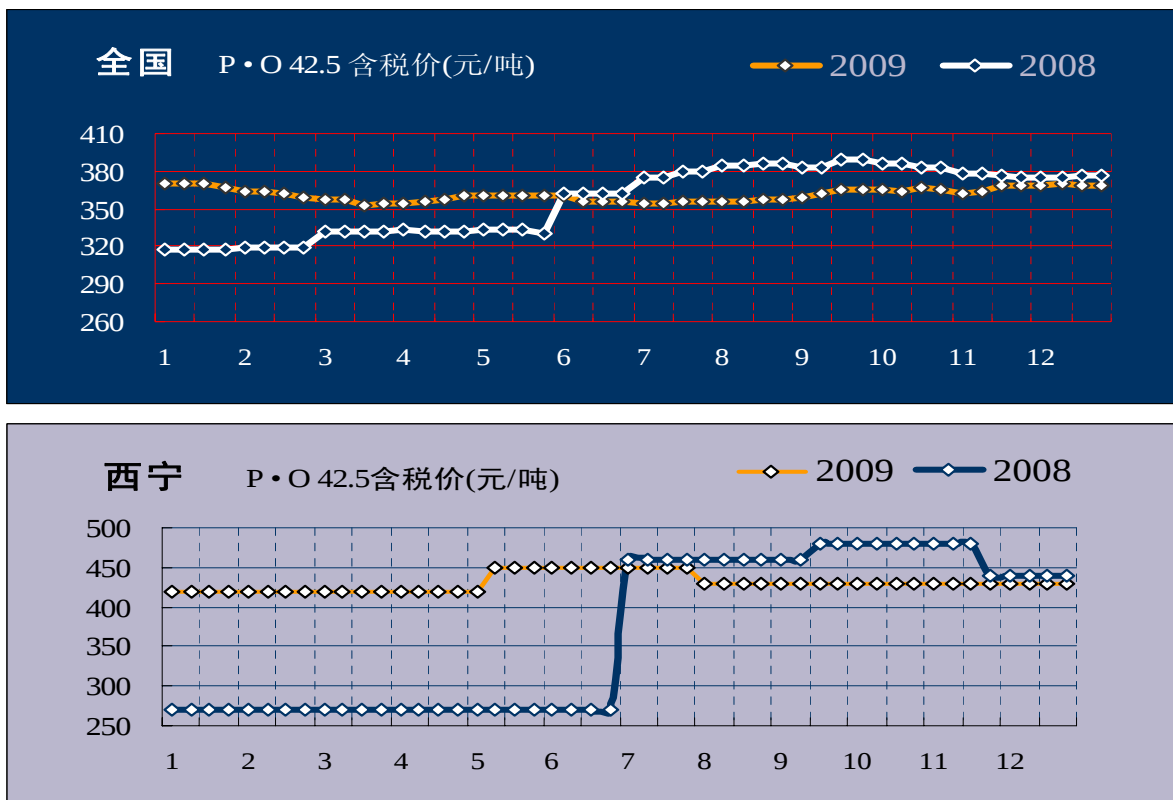


资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

宁夏地处黄土高原与内蒙古高原的过渡地带，地势南高北低。宁夏地形中丘陵占38%，平原占26.8%，山地占15.8%，台地占17.6%，沙漠占1.8%。高原与山地交错，大地构造复杂，由于山地和丘陵是区域内的主要地形，所以水泥运输成本较高，外地水泥很难进入宁夏市场。

一般把银川市、石嘴山市、中卫市和吴忠市的利通区、青铜峡市的引黄灌溉区称为宁夏北部，这个地区是宁夏经济发达的地区，占水泥消费量的80%，公司的主要产产能集中在银川、中宁县、青铜峡市和六盘山四地，位置优越，封闭的区域市场为公司的发展提供了良好的外部环境。

图2：区域水泥价格高于全国水平



资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

09年，宁夏水泥产能集中度的提高使区域水泥价格保持在均价420元/吨（P42.5型）的高位，随着公司产能的释放，公司业绩将出现平稳增长。

◆ 公司完成了区域产能的整合

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。

截止2009年10月底，公司在银川、中宁县、青铜峡市和六盘山四地拥有8条新型干法水泥生产线，水泥产能达到610万吨（落后的湿法窑于08年底全部淘汰），其产能占全区水泥产能比重超过60%，2008年公司水泥销量为468万吨，区域市场占有率超过50%，干法产能更是占全地区产能的80%，区域优势明显。正因为公司具有较高的市场占有率，才有效的维护了区域水泥价格的高位稳定。

2. 区域固定资产投资增速较快，保障水泥需求。

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。

◆ 固定资产投资结构分析

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%。

◆ 区域内重点工程建设情况

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。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。

3. 产能扩张保障公司业绩增长

表1：公司新增产能状况

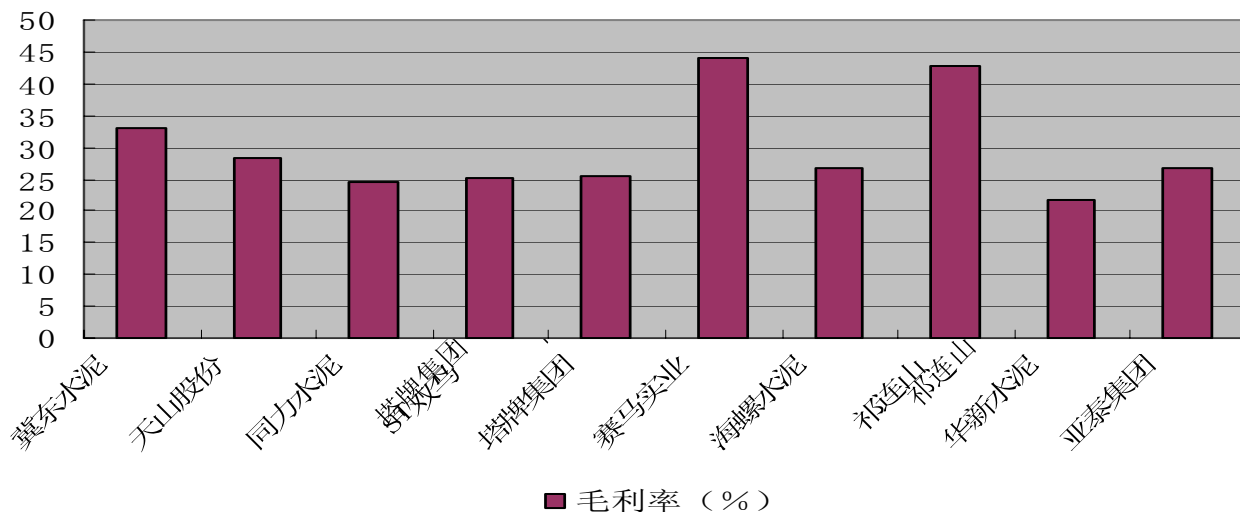
名称	地址	生产线规模	投产日期
石嘴山赛马	石嘴山	1*2500T/D	2010. 6
青水股份	青铜峡 吴忠市	1*2500T/D	2009. 6（已投产）
甘肃赛马	白银	1*4500T/D	2010
	天水	2*2500T/D一期	2010
青海赛马	西宁	2*2500T/D一期	2010
内蒙赛马	乌海	1*2500T/D	2010

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司现有水泥产能达到560万吨，在建和拟建的生产线达到6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1310万吨，产能扩张幅度达114%，公司未来产能的扩张主要集中在甘肃和内蒙古，这两个地区也在进入大规模的基础建设期，水泥需求比较乐观。

图3： 公司毛利率水平为行业最高（09年三季度报告）



资料来源：wind

5. 盈利预测与估值

◆ 赛马实业的相对估值

表7： 估值对比

公司	代码	10年吨市值（元）	0 9年P/E (E)	0 9 年P/B (E)
海螺水泥	600585	562	24	3.1
冀东水泥	000401	370	25	3.5
华新水泥	600801	470	23	2.2
赛马实业	600449	658	18	3.8

资料来源：华泰证券研究所

市场对赛马实业估值已低于国内主要水泥公司的水平。我们预计公司2009，2010年公司EPS（摊薄后）为2.16元，2.81元，结合公司在区域水泥市场优势地位，可以给予10年20倍的PE，目标价56.2元，“买入”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1060	1949	2231	2934
现金	691	1427	1659	2266
应收账款	89	213	221	257
其它应收款	4	11	11	14
预付账款	37	44	51	58
存货	202	205	233	273
其他	36	48	57	66
非流动资产	1500	1424	1339	1262
长期投资	57	37	40	42
固定资产	1201	1241	1198	1140
无形资产	27	30	35	40
其他	215	115	66	41
资产总计	2559	3372	3570	4197
流动负债	659	1088	823	904
短期借款	307	670	399	429
应付账款	168	200	216	257
其他	184	219	208	218
非流动负债	172	169	180	190
长期借款	140	150	160	170
其他	32	19	20	20
负债合计	831	1257	1004	1094
少数股东权益	59	73	98	115
股本	195	195	195	195
资本公积	961	961	961	961
留存收益	513	885	1312	1832
归属母公司股东权益	1669	2042	2468	2988
负债和股东权益	2559	3372	3570	4197

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	225	445	677	759
净利润	289	436	572	675
折旧摊销	167	86	91	93
财务费用	60	47	52	43
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-296	-122	-50	-55
其它	6	-1	14	4
投资活动现金流	-264	15	-12	-10
资本支出	209	0	0	0
长期投资	-60	-22	4	2
其他	-116	-7	-8	-8
筹资活动现金流	482	276	-434	-142
短期借款	-176	364	-271	29
长期借款	84	10	10	10
普通股增加	51	0	0	0
资本公积增加	675	0	0	0
其他	-152	-97	-173	-181

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1383	1659	1976	2342
营业成本	844	907	1011	1194
营业税金及附加	13	7	12	13
营业费用	151	165	202	240
管理费用	123	137	164	196
财务费用	60	47	52	43
资产减值损失	2	8	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	191	388	530	649
营业外收入	129	109	116	114
营业外支出	3	4	3	3
利润总额	318	494	642	760
所得税	29	58	70	85
净利润	289	436	572	675
少数股东损益	16	14	25	17
归属母公司净利润	273	421	547	658
EBITDA	418	521	672	785
EPS (元)	1.40	2.16	2.81	3.37

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	44.5%	19.9%	19.1%	18.5%
营业利润	184.1%	103.4%	36.4%	22.6%
归属于母公司净利润	212.7%	54.1%	29.9%	20.2%
获利能力				
毛利率	39.0%	45.3%	48.8%	49.0%
净利率	19.8%	25.4%	27.7%	28.1%
ROE	16.4%	20.6%	22.2%	22.0%
ROIC	16.7%	26.9%	37.6%	45.6%
偿债能力				
资产负债率	32.5%	37.3%	28.1%	26.1%
净负债比率	53.71%	65.22%	55.75%	54.72%
流动比率	1.61	1.79	2.71	3.25
速动比率	1.30	1.60	2.43	2.94
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.56	0.57	0.60
应收账款周转率	9	9	7	8
应付账款周转率	5.24	4.93	4.87	5.05
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.40	2.16	2.81	3.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.15	2.28	3.47	3.89
每股净资产 (最新摊薄)	8.55	10.46	12.65	15.31
估值比率				
P/E	20.45	13.27	10.21	8.50
P/B	3.35	2.74	2.26	1.87

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。