

赛马实业 (600449.SH) 水泥行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文
 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
 (8621)61038234
 hegwa@gjzq.com.cn

唐笑
 联系人
 (8621)61038229
 tangx@gjzq.com.cn

实践“以量补价”的增长模式

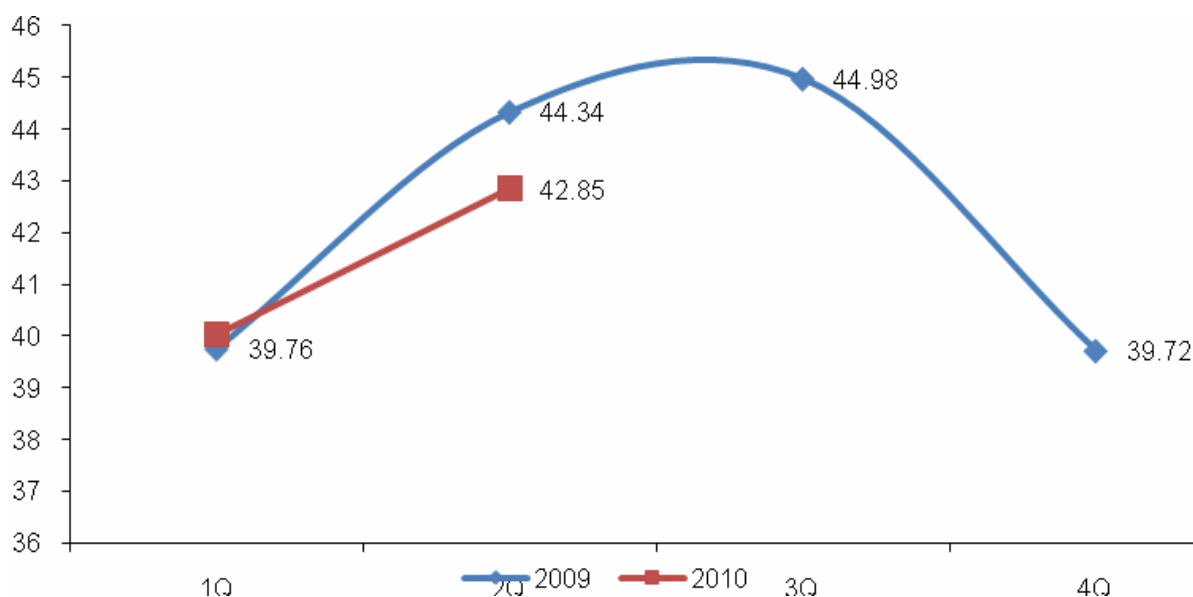
事件

赛马实业发布 2010 年中期报告：实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 22.49%；实现归属母公司净利润 2.08 亿元，同比增长 16.55%；按照期末股本摊薄后 EPS 为 1.067 元，符合我们的预期，但高于市场的平均预期水平。

评论

2010 年正在实践“以量补价”的增长模式：我们在去年对赛马实业增长模式的判断即由 2009 年的“以价补量”逐渐过度为“以量补价”，从上半年的经营情况来看，如下图所示毛利率同比出现了一定下降，但公司通过销量增长 20%（由 2009 年上半年的 221 万吨增长到 2010 年的 266 万吨）以及费用率的下降（期间费用由 2009 年上半年的 16.29% 下降 2010 年上半年的 15.11%），即使区域价格同比出现了略微下降（由去年同期的 337 元/吨下降到 322 元/吨），但仍保持了 16.5% 的增长速度。该增长模式的变化符合我们的预期，并未出现市场担心的负增长情况。

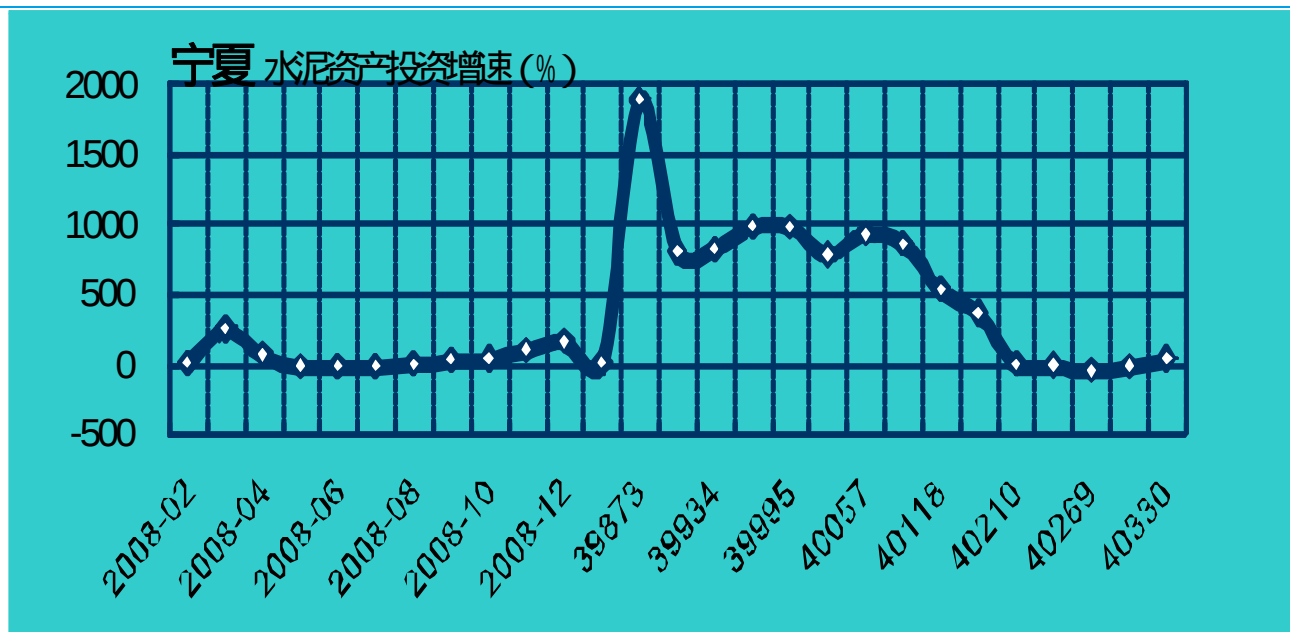
图表1：近两年单季毛利率的变化趋势（%）



来源：国金证券研究所，公司资料

我们对于宁夏区域景气的判断：依然坚持之前的判断，即目前的区域景气仍处在一个相对比较高的位置，下半年仍有较大产能投产，预计景气仍面临一定压力，但根据区域的需求情况，以及区域运输条件决定的半径等特点，我们认为宁夏区域即使在产能压力相对比较大的情况下，仍不会出现华东这样的情况（以赛马实业为主导的优势企业将保证利润在半径之内维持在较高的水平），而进入明年，新增产能压力将相对变小，需求与其他西北区域一样，仍将保持较快增长速度，因此，进入明年中期后，区域景气可能中长期维持在相对合理较高的水平。

图表2：宁夏区域水泥行业投资增速



来源：国金证券研究所

而对于赛马实业而言：去年投产的青铜峡和贺兰山生产线贡献今年的产量，今年已经投产的或即将投产的生产线包括甘肃天水、白银、太阳山以及内蒙的生产线都将形成明年的增长（预计今明两年量的复合增速要超过 30%），依据以上对于区域景气的判断，我们认为公司将继续践行“以量补价”的增长模式。

另外一个看点在于整合：整合是水泥行业的大势所趋，而赛马实业的实际控制为中材集团，其在西北已经形成了很强区域控制力，未来在甘肃、青海、宁夏、内蒙等市场，我们认为赛马实业可能在此轮区域界定和行业重组过程中扮演重要角色。

我们维持之前盈利预测与投资建议：即 2010~2011 年 EPS 为 2.76、3.5 元，鉴于目前较低的估值水平，以及产能压力过后景气有望维持在合理高位水平、以及良好的区域整合和界定预期，继续维持买入评级。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-10-12	买入	10.05	N/A
2	2008-10-16	买入	9.48	N/A
3	2008-10-30	买入	10.33	N/A
4	2009-03-06	买入	28.24	38.00 ~ 38.00
5	2009-03-12	买入	26.59	N/A
6	2009-04-14	买入	31.01	N/A
7	2009-08-20	买入	25.84	N/A
8	2009-10-30	买入	27.49	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室