

赛马实业 600449.SH

赛马实业：2010 年中报点评

事件：

公司公布 2009 年半年报，报告显示上半年实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 22.49%；归属于上市公司股东的净利润 2.08 亿元，同比增长 16.55%；每股收益 1.07 元，同比增长 16.48%；加权平均净资产收益率 9.59%，比去年减少 0.57 个百分点；每股经营活动产生的现金流量净额为 1.04 元，同比下降 50.24%；

点评：

上半年业绩较为平稳，二季度业绩回升。2010 年 1-6 月，公司实现水泥销售 266 万吨，产量同比增长 20.09%，其中包括上半年新投产部分：2010 年 1 月投产的 08 年增发项目 2*2500t/d 新型干法水泥熟料生产线技改项目二期工程 2010 年 1-6 月销售水泥 55.72 万吨，2010 年 1 月的投产宁东能源化工基地建设的年产 200 万吨水泥粉磨站项目 2010 年 1-6 月销售水泥 36.62 万吨；实现营业收入 9.16 亿元，比去年同期增长 22.49%，实现归属于母公司的净利润 2.08 亿元，同比增长 16.55%，每股受益 1.07 元，同比增长 16.48%。分季度来看，其中第一季度实现营业收入 1.08 亿元，同比下降 28.18%，二季度营业收入 8.07 亿元，同比增长 35.40%。我们认为一季度公司业绩的不足只是由于季节性原因造成的，随着二季度西北水泥消费季节的逐步来临，公司二季度的业绩出现了明显回升。

分产品来看，公司水泥实现收入 8.57 亿元，同比增长 14.65%；熟料和商品混凝土业务取得巨大增幅，其中熟料 0.18 亿元，商品混凝土业务 0.40 亿元，同比增长 226262.81%。

分区域来看，公司核心市场区域宁夏回族自治区内的销售收入 6.95 亿元，同比增长 25.92%；自治区外的业务也取得了一定的升幅，同比增长 12.70%，达到 2.20 亿元。从比例来看，自治区内收入占比为 76.04%，区外收入占比为 23.96%。

公司毛利率小幅下降，基本保持平稳水平。报告期内，公司水泥销售价格同比略有下降，主要区域宁夏银川地区 2010 年 1 月上旬到 3 月上旬，均价为 420 元/吨（含税价），比去年同期每吨高出 10 元/吨，而 3 月下旬到 6 月底一直保持在 390 元/吨，较去年同期每吨下降 20-30 元不等；其他区域如甘肃、青海、内蒙相比去年同期则有不同程度的上涨。而上半年宁夏本地煤炭价格同比有一定幅度的下降。报告期内公司毛利率为 43.41%，同比小幅下滑 0.02 个百分点，应该说公司毛利率的稳定要好于原先预期。

报告期内期间费用率为 15.11%，同比下降 0.58 个百分点；分项来看，销售费用同比下降 17.16%，费用率同比下降 2.47 个百分点；管理费用同比增长 26.98%，费用率同比上升 0.25 个百分点；财务费用同比增长 95.57%，费用率同比上升 1.04 个百分点。

请务必阅读正文之后的重要声明

建筑建材

评级：推荐

上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥25.05

2010.7.26

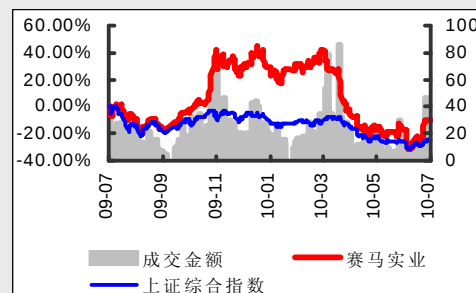
基础数据

总市值（百万元）	4884
总股本/流通 A 股（百万股）	195/140
流通市值（百万元）	3507
每股净资产（元）	11.48
净资产收益率（%）	9.59

交易数据

52 周内股价区间（元）	18.05 ~ 41.39
静态市盈率（倍）	11.03
动态市盈率（倍）	10.35
市净率（倍）	2.18

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

执业证书编号

S0820208110015

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

相关报告

图 1: 宁夏银川地区 P.042.5 水泥价格图 (含税价)

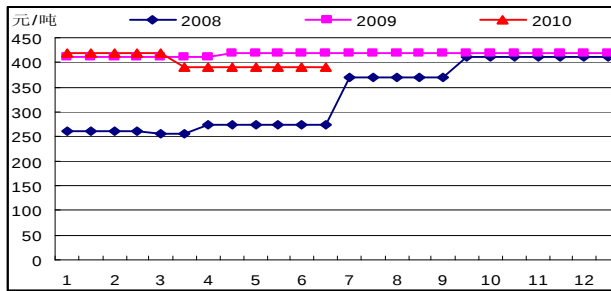
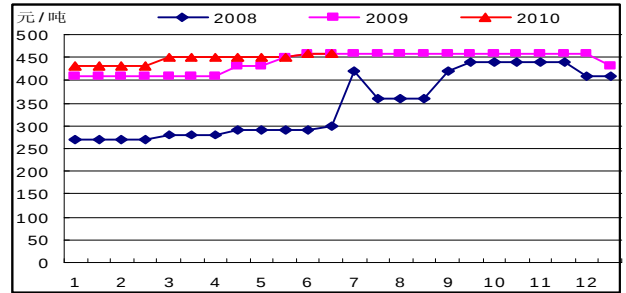


图 2: 甘肃兰州地区 P.042.5 水泥价格图 (含税价)



资料来源: 数字水泥网

图 3: 青海西宁地区 P.042.5 水泥价格图 (含税价)

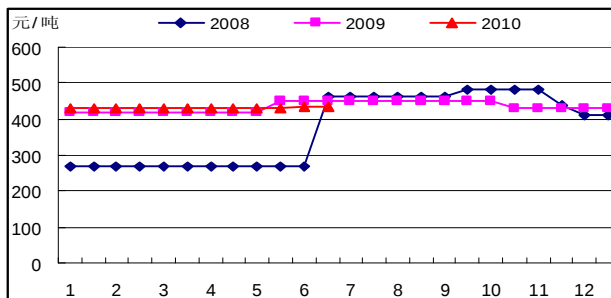
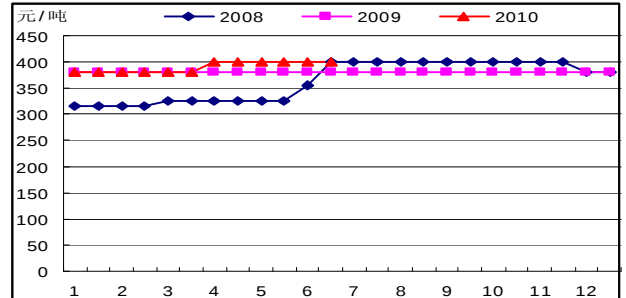


图 4: 内蒙古包头地区 P.042.5 水泥价格图 (含税价)



资料来源: 数字水泥网

图 5: 宁夏银川烟煤价格 (元/吨)

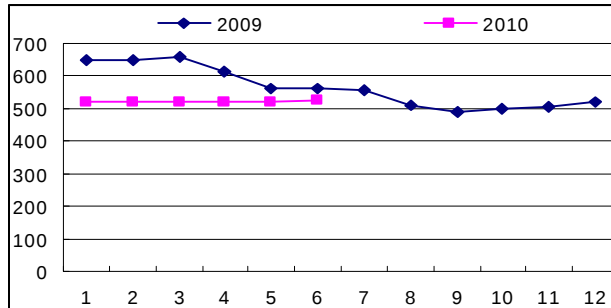
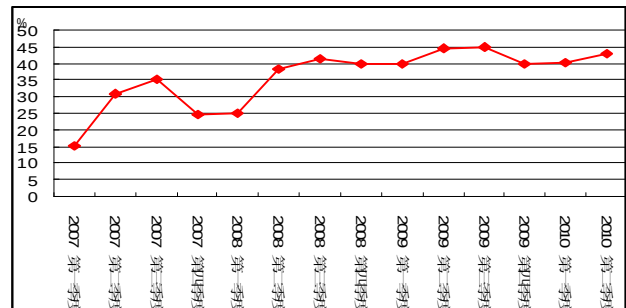
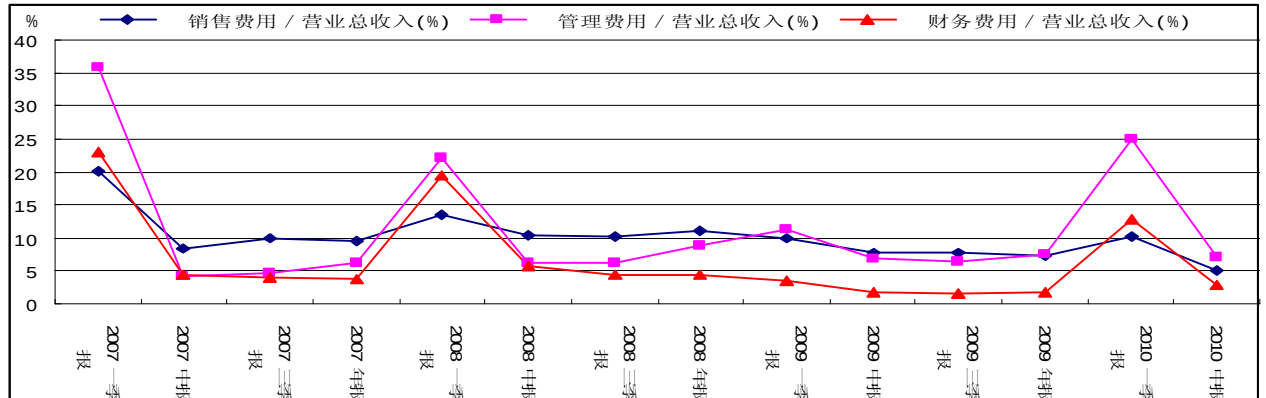


图 6: 公司毛利率图



资料来源: 数字水泥网

图 7: 公司期间费用率



资料来源: 爱建证券研究总部整理

请务必阅读正文之后的重要声明

未来公司将巩固宁夏本地市场，并向周边省份扩张。由于宁夏本地新增产能扩张迅速，市场渐趋饱和，公司逐步把眼光转向周边省份。近年来，随着宁夏地区水泥价格的暴涨，水泥企业的高盈利示范效应使得水泥固定资产投资快速增长，生产线的逐步投产导致地区产能急剧扩大。从目前的宁夏地区水泥需求和产能来看，逐渐呈现产能过剩的迹象。而公司作为宁夏地区的水泥龙头企业，和另外一家水泥企业瀛海建材合计约占有宁夏市场 60% 的份额，应该说市场占有率比较高。加上宁夏本地干法水泥所占比例已经比较高，达到 70 左右，未来落后产能淘汰空间有限，所以我们认为未来公司在宁夏本地市场的赢利提升主要通过对市场的掌控能力，而不是大幅增加产能的途径；而在区外周边省份借助“中材”的实力和支持的外延式扩张则是未来几年的看点之一。

公司目前水泥产能约 800 万吨左右，今年已建成生产线包括：1、2010 年 1 月投产的 08 年增发项目募投资金投资建设的利用先进工艺淘汰落后生产能力建设 2*2500t/d 新型干法水泥熟料生产线技改项目二期工程 2010 年 1-6 月销售水泥 55.72 万吨；2、青水股份建设日产 2500 吨新型干法水泥熟料生产线及配套纯低温余热发电项目；3、公司在宁东能源化工基地建设的年产 200 万吨水泥粉磨站项目于 2010 年 1 月建成投产，2010 年 1-6 月销售水泥 36.62 万吨。

在建的生产线主要分布在甘肃、青海、内蒙古等地，全部投产后，公司的总产能将达到 1300-1400 万吨左右。

表 1、在建熟料生产线

项目名称	项目金额	项目进度
公司 2000t/d 熟料生产线窑炉节能技术改造项目	4502 万元	在建
青水股份建设 2*2000t/d 新型干法油井水泥生产线及配套纯低温余热发电项目一期工程	31954 万元	在建
乌海赛马公司利用工业废渣建设日产 2500 吨新型干法水泥生产线及配套纯低温余热发电项目	35010 万元	在建
天水中材公司建设 2*2500t/d 新型干法水泥生产线及配套纯低温余热发电项目	60900 万元	二期在建
中材甘肃公司建设 4500t/d 新型干法水泥生产线及配套纯低温余热发电项目	60000 万元	在建

资料来源：公司公告

图 8：宁夏地区 2001 年-2009 年水泥固定资产增速

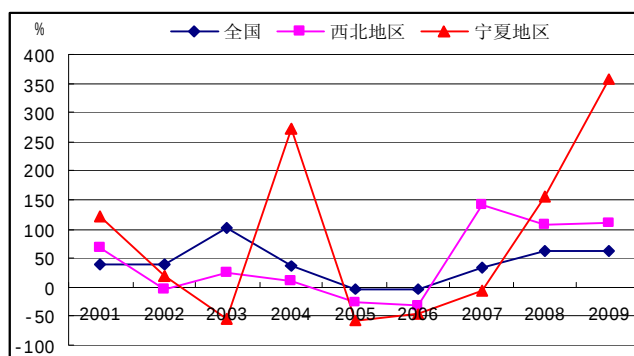
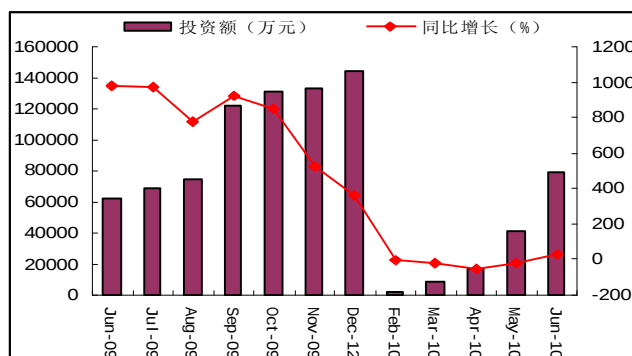


图 9：宁夏地区近一年以来水泥资产投资情况：月度



资料来源：爱建证券研究总部整理

未来还是看好公司所处的宁夏及周边省份市场。我们看到公司所处宁夏及周边省份市场的原因主要有以下两点：1、市场结构，公司和瀛海建材占有宁夏水泥市场份额的 60% 左右，基本构成宁夏市场的双寡头垄断格局，我们认为这样的一种市场结构能够相对维持本地市场的结构稳定；同时，公司所开拓的甘肃、青海和内蒙古市场也基本处于公司实际控制人中材集团的区域范围，中材通过控股天山、祁连山和本公司，基本上能对西北区域市场具有较强的掌控力。2、公司所处市场宁夏地区和欲进入周边的甘肃、青海、内蒙

古地区在未来几年依然处于建设的高峰期。随着西部大开发的深入推进和国家扶持力度的不断加大，西部地区的基础设施建设和城市化建设将提速进行，需求想象空间依然很大。

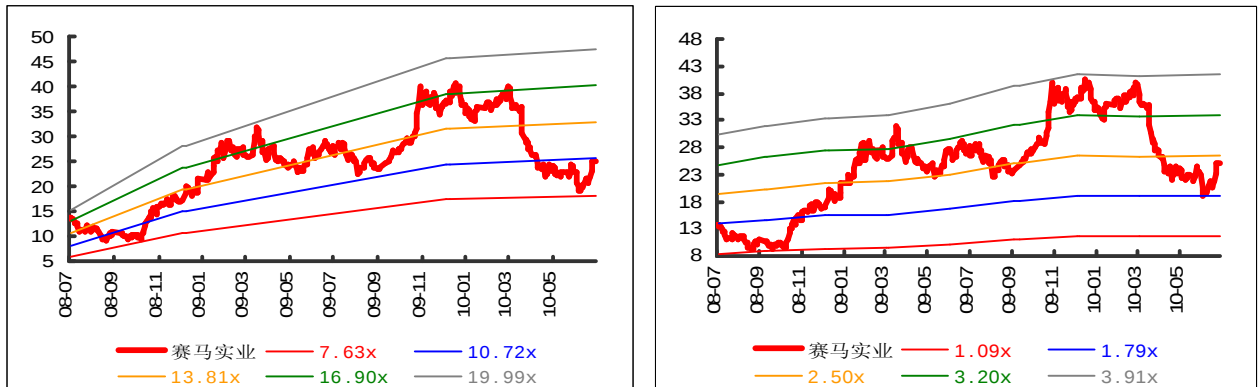
I 估值及投资建议。我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益为 2.42 元、2.74 元，相对目前的股价 PE 为 10.35 倍、9.14 倍，PB 为 2.18 倍，公司的估值水平在水泥行业中具有较强的优势，同时我们也看好宁夏及周边省份未来的水泥需求增长，看好公司目前的区域市场地位和产能外延式扩张路径，我们给予“推荐”评级。

表 2：赛马实业盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	957.14	1383.41	1810.37	2315.10	3015.42
减：营业成本	675.49	844.40	1036.85	1331.18	1869.56
营业税金及附加	7.82	13.17	15.71	20.09	26.16
营业费用	91.95	151.45	131.41	168.05	218.89
管理费用	59.86	122.51	134.81	174.07	226.73
财务费用	36.44	59.94	31.99	35.10	10.42
资产减值损失	20.40	1.84	44.68	0.00	0.00
加：投资收益	0.80	0.80	0.86	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	65.97	190.89	415.78	586.61	663.66
加：其他非经营损益	63.91	126.68	126.44	0.00	0.00
利润总额	129.88	317.56	542.22	586.61	663.66
减：所得税	15.71	28.64	74.00	87.99	99.55
净利润	114.17	288.92	468.22	498.62	564.11
减：少数股东损益	27.67	15.54	23.54	25.07	28.36
归属母公司股东净利润	86.50	273.38	444.68	473.55	535.75

资料来源：爱建证券研究总部

图 10：赛马实业 PE/PB Bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

投资评级说明

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

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。