



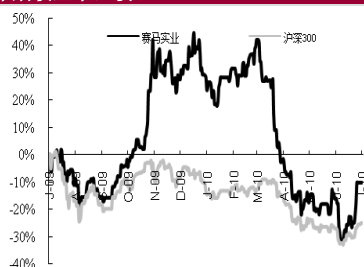
建材 - 水泥

Construction material - Cement

2010 年 7 月 27 日

市场数据		2010 年 7 月 27 日
当前价格 (元)	25.05	
52 周价格区间 (元)	18.05-41.39	
总市值 (百万)	4888	
流通市值 (百万)	3502	
总股本 (万股)	19513	
流通股 (万股)	13981	
日均成交额 (百万)	96	
近一月换手 (%)	56.81	
第一大股东	宁夏建材集团有限责任公司	
公司网址	http://www.saimasy.com.cn	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
赛马实业%	7.0	-1.2	-10.2
沪深 300%	2.7	-9.2	-24.9

相关报告

2008.8.8 《区域龙头占据高集中度市场——赛马实业 2008 中报点评》
 2008.8.21 《区域发展的受益者》
 2009.3.12 《赛马实业年报点评》
 2009.8.20 《赛马实业 2009 中报点评》
 2010.4.1 《赛马实业 2009 年报点评》

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

赛马实业 (600449) 2010 年中报点评

——二季度收入大幅增长, 区域供需略好于预期

评级: 增持

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	957	1383	1810	2192	3172
同比 (%)	57%	45%	31%	21%	45%
归属于母公司的净利润 (百万元)	87	273	445	537	692
同比 (%)	148%	153%	62%	22%	29%
毛利率 (%)	29.43%	38.96%	42.73%	41.31%	38.01%
每股收益 (元)	0.60	1.40	2.28	2.75	3.55
PE	41.76	17.88	10.99	9.11	7.06

资料来源: 金元证券研究所

公司发布中报, 报告期内实现营业收入 9.16 亿元, 同比增加 22.5%; 实现利润总额 2.54 亿元, 同比增加 15%; 实现归属于母公司净利润 2.08 亿元, 同比增加 17%。报告期内实现水泥销量 266 万吨, 同比增加 20%。整体毛利率为 42.52%, 较去年同期下降 0.9 个百分点。按全部股本摊薄计算每股收益 1.07 元。

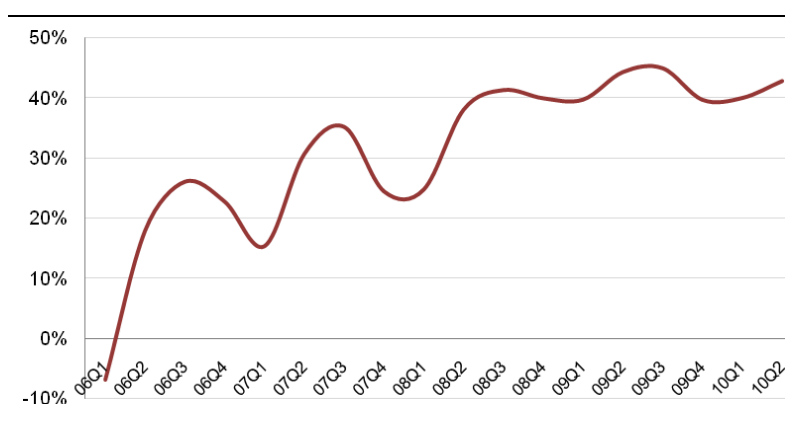
■ **水泥毛利率微降, 业绩符合预期。**按照公司披露的数据计算, 上半年水泥平均售价为 322 元/吨, 较去年同期下降了 4.5%。价格虽有下降但幅度并不算大。水泥单位平均成本亦较去年同期下降了 4.5%, 总体而言, 水泥产品的毛利率基本保持了稳定, 但由于混凝土业务的毛利率较去年同期下降了 4.06 个百分点, 因此拉低了整体的毛利率水平。

■ **二季度收入大幅增长, 显示区域需求依然强劲。**一季度受到天气因素的影响, 公司收入同比大幅下降。但进入二季度, 公司收入呈现明显回升势头, 二季度实现收入 8.08 亿元, 同比增长 35%, 成为公司近年来单季度收入最高的季度。收入的强劲回升显示公司所在区域的水泥需求依然保持了旺盛。报告期内, 公司在银川建设的 50 万立方米混凝土搅拌站建成投产, 公司形成 100 万立方米的混凝土生产能力, 上半年混凝土业务实现收入 4017 万元, 较去年同期大幅增长。

■ **管理能力进一步提高。**报告期内销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为: 5.16%、7.17%和 2.78%, 总体期间费用率为 15.11%, 同比下降 1.18 个百分点。公司管理能力进一步提升。

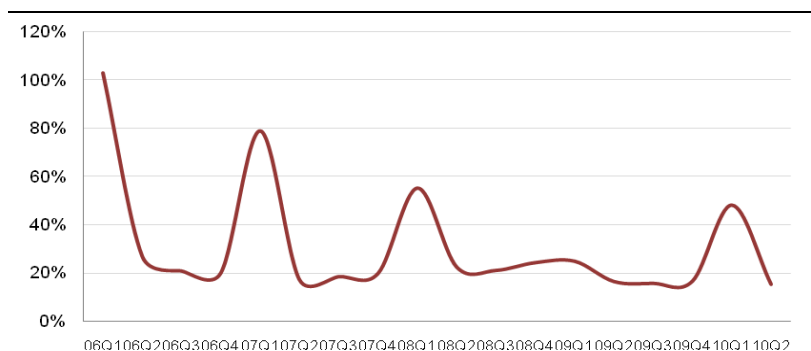
- **区域水泥新增产能集中释放，供需情况略好于预期。**从水泥供给来看，2009 年宁夏区累计完成水泥投资 14.4 亿元，假设其中 80%用来新建生产线，按照一般的投资成本估算，将新增产能 350 万吨左右。今年上半年宁夏区域的固定资产投资保持了较快的增长势头，上半年累计完成固定资产投资 497 亿元，同比增加 37%，仍然保持了较高的水平。我们假设宁夏区全年完成固定资产投资 1300 亿元，同比增长 35%，则全年耗用水泥量大致在 1400 万吨左右，全年新增水泥需求 336 万吨。供需情况略好于之前的预期。
- **投资建议：**根据目前的情况，我们在之前预测假设的基础上，略微调高了公司今年的水泥平均单价，同时调低了公司全年的水泥销量。今年下半年及明年上半年，公司预计将有青水 2000 T/D、乌海 2500 T/D、天水中材 2500 T/D 及甘肃中材 4500 T/D 等生产线投产，这些产能将主要在明年为公司贡献收入。2011 年区域内水泥供需关系有望好转。我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 2.75 元，3.55 元，对应当前价格市盈率为 9 倍和 7 倍，估值低于目前水泥板块平均估值水平。在中材的推动下，公司所在区域的产能整合有望加速进行。维持“增持”评级。
- **风险提示：**区域内产能的集中释放造成水泥价格下降；区域固定资产投资增速低于预期。

图表 1 公司单季度毛利率走势



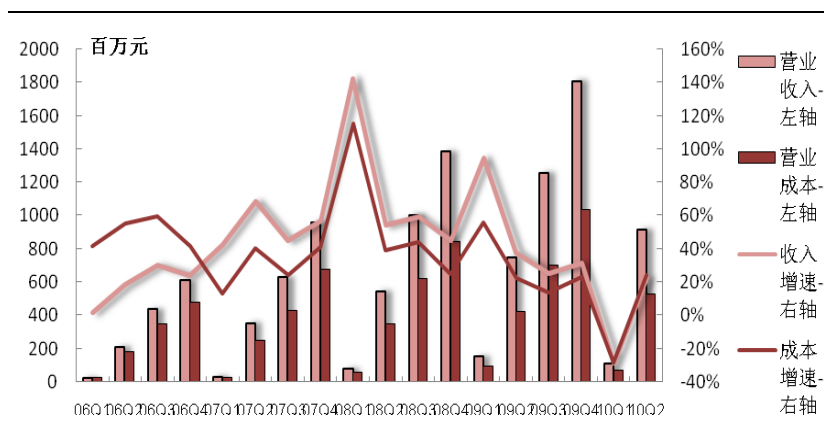
数据来源：Wind 资讯

图表2 公司季度期间费用率走势



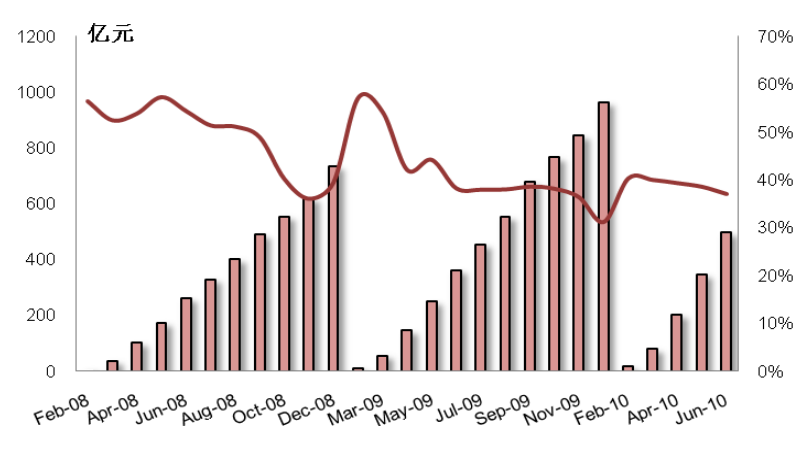
数据来源: Wind 资讯

图表3 公司季度累计收入及成本情况



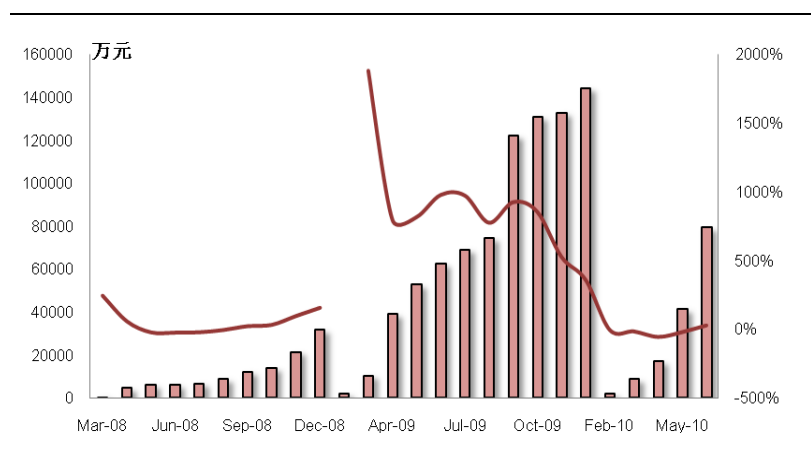
数据来源: Wind 资讯

图表4 宁夏区固定资产投资额及增速



数据来源: Wind 资讯

图表 5 宁夏区水泥固定资产投资额及增速



数据来源：数字水泥

金元证券行业投资评级标准:

- 增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;
- 中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;
- 减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;
- 增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;
- 中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
- 减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.