

赛马实业 (600449)

增持/维持评级

股价: RMB25.05

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000206090080

+755-82492072 zhouhuan@lhq.com

相关研究

《宁夏水泥本轮景气或已见顶》(增持)

09/10/31

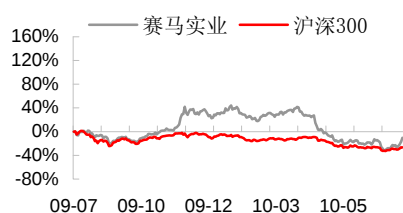
《今年将保持高盈利能力》(增持)

09/03/12

基础数据

总股本(百万股)	195
流通A股(百万股)	140
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	3502

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

水泥价格终见回落, 或存交易性机会

—2010 年中报点评

- 公司今日发布半年报, 上半年实现营业收入 91636.77 万元, 同比增长 22.49%; 实现营业利润 24198.38 万元, 同比增长 25.12%; 实现归属于母公司的净利润 20824.09 万元, 同比增长 16.55%; EPS1.07 元, 符合预期。
- 上半年销售水泥 266 万吨, 同比增长 20.1%, 水泥业务实现收入 85660.19 万元, 同比增长 14.65%。虽然水泥销售均价出现我们预期中的下滑, 同比下降 15 元/吨(去年上半年均价 337 元/吨, 今年上半年均价 322 元/吨), 但由于宁夏煤炭价格下跌(5400 大卡烟煤均价同比下降 94 元/吨), 吨水泥成本同比下降 8.6 元, 因此毛利率仅同比微降 0.02 个百分点, 为 43.41%。
- 去年 6 月和今年 1 月分别建成投产的青水股份 2500T/D、本部兰山二期 2500T/D 生产线已经达产, 成为今年产销量增长的主要动力。目前公司在建项目有青水股份 2000T/D(油井水泥)、乌海赛马 2500T/D、天水中材 2X2500T/D(一期熟料线已投产, 余热发电项目建设中)、中材甘肃 4500T/D 生产线(均配套纯低温余热发电), 预计下半年绝大部分将先后建成投产, 届时公司水泥总产能将达到 1140 万吨左右。大量在建项目引发公司银行借款快速增加, 资产负债率从去年底的 49.4%上升到 55.1%, 但依然处于较低水平, 上半年利息费用同比大增近 96%。
- 预计 2010-2011 年公司水泥销量分别达到 650 和 850 万吨, 但由于宁夏地区新增产能压力开始显现(09 年建成产能 250 万吨, 在建 550 万吨, 大部分将在今年下半年建成投产), 我们预计下半年价格可能继续走低。虽然公司已经开始在内蒙和甘肃扩张, 但这两个区域新增产能压力同样较大。
- 预计 2010-2011 年公司煤炭采购成本维持稳定, 水泥销售均价分别下降 20 元/吨, 则水泥毛利率分别降至 42.5%和 38.7%, EPS 分别为 2.71 和 2.88 元。宁夏和甘肃地区目前处于水泥景气阶段的顶部, 价格和盈利能力下滑只是时间问题。前期跌幅较大导致的估值大幅下降以及实施资产重组可能带来交易性机会, 我们暂时维持“增持”评级, 但提醒投资者关注景气度见顶回落的风险, 如果未来水泥价格下滑超预期, 则盈利预测存在下调可能。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1810.4	916.4	2167.9	2641.9
(+/-%)	30.9	22.5	19.7	21.9
归属母公司净利润(百万元)	444.7	208.2	528.7	561.9
(+/-%)	62.7	16.5	18.9	6.3
EPS(元)	2.28	1.07	2.71	2.88
P/E(倍)	11.0	23.5	9.3	8.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图表 1、公司盈利预测

预测利润表 单位: 百万元				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1383	1810	2168	2642
营业成本	844	1037	1263	1638
营业税金及附加	13	16	17	21
销售费用	151	131	163	198
管理费用	123	135	163	198
财务费用	60	32	68	85
资产减值损失	2	45	2	2
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	416	493	501
营业外收入	129	131	157	192
营业外支出	3	5	6	7
利润总额	318	542	645	685
所得税	29	74	88	94
净利润	289	468	557	592
少数股东损益	16	24	28	30
归属于母公司净利润	273	445	529	562
EBITDA	418	564	719	815
EPS (元)	1.40	2.28	2.71	2.88

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com