



上市公司简评研究报告

水泥

盈利能力持平，产销拉动增长

事件

公司发布半年报，2010 年上半年实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 22.49%；实现营业利润 2.42 亿元，同比增长 25.12%；实现利润总额 2.54 亿元，同比增长 14.89%；归属于母公司的净利润 2.08 亿元，同比增长 16.55%；基本每股收益 1.067 元。

简评

收入增长主要来自于产销量的提高。上半年公司销售水泥 266 万吨，比去年同期增加 20.1%，实现营业收入 91636.77 万元，比去年同期增长 22.49%，售价小幅提升 2 个百分点，营业收入快速增长主要得益于量的释放。一方面去年 6 月投产的 2500t/d 线今年全年贡献产能，另一方面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和 2×2500t/d 新型干法水泥熟料生产线技改项目二期工程于 2010 年 1 月建成投产，带来新增水泥销量。

水泥盈利能力基本与去年同期持平。上半年水泥产品毛利率为 43.41%，与去年同期基本持平。吨水泥毛利 146 元，净利 81 元，盈利能力仍维持在历史高位。之所以在区内产能快速释放的同时仍能保持较好的毛利率水平一方面在于区内水泥需求量仍然较为旺盛，另一方面在于公司有效利用规模品牌优势，及时调整销售策略，发挥所属各企业在目标市场的协同效应，巩固和提高区域市场份额，使得大企业对市场的控制力增强。综合毛利率 42.51%，比去年同期略有下降是因为盈利水平略低的混凝土业务收入比重上升。

销售费用有所下降，管理费用和财务费用增加较快。上半年销售费用下降 17.16%，但受工资薪酬及固定资产后续支出等增加所致管理费用增加 26.98%，而银行贷款增加则带来的财务费用大幅增长了 96%。

地区产能扩张势头较快，未来存在利润率下滑风险。宁夏地区 2009 年共有 5 条新型干法熟料生产线投产，新增熟料产能 400 万吨，水泥产能 520 万吨，2010 年新型干法产能仍将快速扩张，供给面有较大压力。尽管公司该地区有较强的市场控制力，但是伴随产能释放压力，也很难保持现有 43% 的高毛利率水平，未来存在利润率水平下滑的风险。

盈利预测。我们预计公司 2010-2011 年收入增速分别为 25.83% 和 19.26%，毛利率分别为 40.5% 和 39.5%，对应净利润分别增长 14.2% 和 21.2%，每股收益分别为 2.6 元和 3.2 元。

投资建议。我们对水泥板块维持中性评级，认为水泥行业本轮大周期已经逐步进入到下行阶段，尤其是西部地区的水泥高毛利难以持续，未来利润率会逐步恢复到正常水平。但赛马实业未来自身产能仍有扩张，且中材集团对公司资产注入预期仍留猜想空间，短期估值上尚具有吸引力，给予“增持”评级。

赛马实业（600449）

调升

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

发布日期：2010 年 07 月 27 日

当前股价：25.05 元

目标价格 6 个月：30.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.7/5.3	-7.6/5.3	-5.8/17.4
12 月最高/最低价 (元)		41.39/0
总股本 (万股)		19,513
流通 A 股 (万股)		13,981
总市值 (亿元)		48.88
流通市值 (亿元)		35.02
近 3 月日均成交量 (万)		422
主要股东		
宁夏建材集团有限责任公司		7.39%

股价表现



相关研究报告

2010-05-19

水泥行业动态分析兼一季报评述：
东西差距缩小，短期面临压力



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

郑 军：建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，2 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://RESEARCH.CSC.COM.CN)