

2010年9月28日

赛马实业

吸收合并宁夏建材集团有利于长期发展

A
买入 (↑持有)

600449.SS – 人民币 25.05

目标价格: 人民币 35.60 (↑26.50)

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(33)	0	7	5
相对新华富时A50指数(%)	(7)	2	7	20

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	240
流通股 (%)	52
流通股市值 (人民币 百万)	3,126
3个月日均交易额 (人民币 百万)	28
净负债比率 (%) (2010E)	22
主要股东 (%)	
中材股份	48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大振为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

公司将通过向中材股份发行股份换股吸收合并控股股东宁夏建材集团, 短期内对业绩存在一定的摊薄, 但从长期看有利于赛马实业获得中材股份的资金等方面支持, 对做强水泥业务有积极影响。公司停牌期间水泥股经历了估值提升阶段, 复牌后公司价值将被重估, 基于 2011 年 13 倍市盈率, 我们将目标价调整至 35.60 元, 评级上调至**买入**。

支撑评级的要点

- 公司将通过向中材股份发行股份换股吸收合并控股股东宁夏建材集团, 合并后赛马实业实际增加股份约 44,941,721 股, 中材股份持股比例上升至 47.77%。
- 换股吸收合并后, 赛马实业将获得建材集团的土地、现金和商标及应收款项等债权, 短期内对业绩存在一定的摊薄, 但从长期看有利于赛马实业获得中材股份的资金等方面支持, 对做强水泥业务有积极影响。
- 09 年宁夏地区新投放的产能对今年的水泥供给产生一定的冲击, 但是今年以来几乎没有净新增供给, 从中长期来看, 随着水泥新增产能投放的减少以及西部大开发带来的水泥需求的增加, 宁夏地区的水泥供求关系在明年将呈现向好趋势。

估值

- 我们对 2010-12 年的盈利预测分别调整为 2.306、2.740 和 3.234 元人民币, 基于 2011 年 13 倍市盈率, 我们将目标价由 26.50 元上调至 35.60 元, 上调评级至**买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币百万)	1,383	1,810	2,190	2,619	3,082
变动 (%)	45	31	21	20	18
净利润 (人民币百万)	269	445	554	658	776
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.381	2.279	2.306	2.740	3.234
变动 (%)	130.2	65.0	1.2	18.9	18.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	2.304	2.564	2.807
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	2.373	2.412	2.847
调整幅度 (%)	-	-	(2.8)	13.6	13.6
核心每股收益 (人民币)	0.800	1.917	1.766	2.086	2.446
变动 (%)	139.0	139.7	(7.9)	18.1	17.3
全面摊薄市盈率 (倍)	18.1	11.0	10.9	9.1	7.7
核心市盈率 (倍)	31.3	13.1	14.2	12.0	10.2
每股现金流量 (人民币)	1.15	3.25	3.14	3.64	4.20
价格/每股现金流量 (倍)	21.7	7.7	8.0	6.9	6.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.2	8.5	9.4	7.9	6.1
每股股息 (人民币)	0.250	0.200	0.576	0.685	0.809
股息率 (%)	1.0	0.8	2.3	2.7	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

赛马实业公告公司拟通过向**中材股份**(1893.HK/港币 6.22, 买入)发行股份换股吸收合并控股股东宁夏建材集团。宁夏建材集团是中材股份的全资子公司，目前持有赛马实业 6,975 万股股票。吸收合并完成后，建材集团全部资产、负债、业务、人员并入赛马实业，其法人资格因合并而注销。赛马实业继续存续，存续公司名称拟变更为“宁夏建材集团股份有限公司”，股票简称拟变更为“宁夏建材”。

赛马实业的换股价格为首次审议本次吸收合并相关事项的董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价，即 22.13 元/股，发行股票的数量约为 114,691,721 股。扣除注销的原建材集团持有的 6,975 万股股票，本次吸收合并后赛马实业实际增加股份约 44,941,721 股。总股本增至 240,075,595 股，增加 23.03%。中材股份由间接持股变为直接持股，持股比例由 35.74% 上升至 47.77%。

换股吸收合并后，赛马实业将获得建材集团的土地、现金和商标及应收款项等债权，具体而言，赛马实业将获得以下收益，一是减少约 1.43 亿元负债，新增约 5.52 亿元可利用现金，按照赛马实业 2009 年加权平均贷款利率 5.73% 计算，每年节省财务费用约 3,984.35 万元；二是获得以前向建材集团租赁的 5 宗生产经营用地（每年节省租赁费 300 万元）；三是“青铜峡牌”商标；最后赛马实业可以节省建材集团为赛马实业每年提供担保而收取的担保费用（每年节省担保费 300 万元左右）。此次吸收合并中赛马实业获得的土地和商标资产并不会对公司短期经营业绩起到明显的促进作用，通过换股获取的现金大部分将用来收购包头西水水泥和乌海西水水泥公司股权，而这部分资产短期来看盈利能力较低，充分产生效益需要一定的时间，因此，公司存在短期内净资产规模迅速扩大导致净资产收益率下降的风险。具体而言，吸收合并后预期赛马实业明年可以节省 4,584 万元的成本，考虑吸收合并前保守预期公司明年净利润在 5.5 亿，考虑到股本的增加，此次吸收合并对每股收益的摊薄在 10% 左右。

从公司的经营情况来看，上半年公司水泥销售收入同比增长了 20%以上，水泥销售价格经历了 4 月初的小幅下调之后一直维持比较稳定的水平，上半年归属母公司股东净利润 2.08 亿人民币，同比上涨 16.55%。从宁夏地区的水泥供求关系来看，09 年下半年宁夏地区新投放的产能可能会对今年的水泥供给产生一定的冲击，但是今年以来宁夏地区经数字水泥网统计的新投产水泥产能仅有 80 万吨，近期工信部公告的今年宁夏地区落后水泥产能淘汰量也是 80 万吨，所以从中长期来看，随着水泥新增产能投放的减少以及西部大开发带来的水泥需求的增加，宁夏地区的水泥供求关系在明年将呈现向好趋势。从目前宁夏地区的水泥价格水平来看，公司今年的毛利率相对于去年可能会略有降低，但是并不会大幅下降。

图表 2.宁夏银川地区水泥价格走势



资料来源：公司数据

通过此次吸收合并，中材股份进一步加强了对赛马实业的控制，赛马在宁夏地区的占有率已经超过 60%，我们预期中材股份将以赛马实业为平台在宁夏以外的内蒙和山西等地渗透，继续做大做强水泥业务。中材股份在资金等方面的支持将会对赛马实业有积极的影响。此次股权关系理顺可能只是序曲，赛马实业仍存在后续资产注入的可能性。自今年 7 月 21 日公司停牌以来，西部的主要水泥上市公司股价经历了 30%左右的反弹，预期公司复牌后会有较明显的补涨过程。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,383	1,810	2,190	2,619	3,082
销售成本	(848)	(1,037)	(1,294)	(1,556)	(1,840)
经营费用	(120)	(165)	(184)	(241)	(303)
息税折旧前利润	415	608	711	822	939
折旧及摊销	(167)	(117)	(164)	(176)	(187)
经营利润 (息税前利润)	248	492	548	646	752
净利息收入/(费用)	(60)	(32)	(26)	(30)	(28)
其他收益/(损失)	126	83	152	184	221
税前利润	313	542	673	800	945
所得税	(29)	(74)	(94)	(112)	(132)
少数股东权益	(15)	(24)	(25)	(30)	(36)
净利润	269	445	554	658	776
核心净利润	156	374	424	501	587
每股收益(人民币)	1.381	2.279	2.306	2.740	3.234
核心每股收益(人民币)	0.800	1.917	1.766	2.086	2.446
每股股息(人民币)	0.250	0.200	0.576	0.685	0.809
收入增长(%)	45	31	21	20	18
息税前利润增长(%)	103	98	11	18	16
息税折旧前利润增长(%)	107	46	17	16	14
每股收益增长(%)	130	65	1	19	18
核心每股收益增长(%)	139	140	(8)	18	17

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	313	542	673	800	945
折旧与摊销	167	117	164	176	187
净利息费用	60	32	26	30	28
运营资本变动	(293)	(34)	(17)	(19)	(20)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(23)	(22)	(93)	(113)	(133)
经营活动产生的现金流	225	635	753	873	1,007
购买固定资产净值	(209)	(1,076)	(1,028)	(500)	0
投资减少/增加	5	0	0	0	0
其他投资现金流	(60)	0	(5)	(5)	(6)
投资活动产生的现金流	(264)	(1,075)	(1,032)	(505)	(6)
净增权益	716	29	0	0	0
净增债务	(147)	1,064	120	0	0
支付股息	(26)	(49)	(39)	(138)	(164)
其他融资现金流	(60)	(35)	(26)	(30)	(28)
融资活动产生的现金流	482	1,009	55	(168)	(192)
现金变动	443	568	(225)	200	809
期初现金	243	687	1,255	1,030	1,230
公司自由现金流	(39)	(440)	(269)	375	1,011
权益自由现金流	(253)	585	(186)	338	973

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	687	1,255	1,030	1,230	2,039
应收帐款	129	72	87	104	122
库存	202	221	275	331	391
其他流动资产	42	386	475	567	666
流动资产总计	1,060	1,933	1,868	2,232	3,219
固定资产	1,400	2,208	3,074	3,403	3,220
无形资产	27	92	88	83	79
其他长期资产	73	79	85	91	98
长期资产总计	1,500	2,379	3,247	3,577	3,397
总资产	2,559	4,312	5,114	5,809	6,615
应付帐款	194	423	527	633	748
短期债务	307	685	885	885	885
其他流动负债	159	134	165	196	231
流动负债总计	659	1,242	1,577	1,715	1,865
长期借款	140	825	745	745	745
其他长期负债	32	63	70	78	86
股本	195	195	195	195	195
储备	1,474	1,873	2,388	2,907	3,519
股东权益	1,669	2,068	2,583	3,102	3,714
少数股东权益	59	114	139	169	206
总负债及权益	2,559	4,312	5,114	5,809	6,615
每股帐面价值(人民币)	8.55	10.60	10.76	12.92	15.47
每股有形资产(人民币)	8.42	10.13	10.39	12.58	15.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.23)	1.31	2.50	1.67	(1.70)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	30.0	33.6	32.5	31.4	30.5
息税前利润率	17.9	27.2	25.0	24.7	24.4
税前利润率	22.7	30.0	30.7	30.6	30.7
净利率	19.5	24.6	25.3	25.1	25.2
流动性(倍)					
流动比率	1.6	1.6	1.2	1.3	1.7
利息覆盖率	3.7	12.5	13.7	15.7	18.3
净权益负债率(%)	净现金	11.7	22.0	12.2	净现金
速动比率	1.3	1.4	1.0	1.1	1.5
估值(倍)					
市盈率	18.1	11.0	10.9	9.1	7.7
核心业务市盈率	31.3	13.1	14.2	12.0	10.2
目标价对应核心业务市盈率	44.5	18.6	20.2	17.1	14.6
市净率	2.9	2.4	2.3	1.9	1.6
价格/现金流	21.7	7.7	8.0	6.9	6.0
企业价值/息税折旧前利润	11.2	8.5	9.4	7.9	6.1
周转率					
存货周转天数	71.8	74.3	69.9	71.1	71.6
应收帐款周转天数	45.4	20.3	13.2	13.3	13.4
应付帐款周转天数	49.1	62.2	79.2	80.9	81.8
回报率(%)					
股息支付率	18.1	8.8	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	22.8	23.8	23.8	23.1	22.8
资产收益率	10.5	12.4	10.0	10.2	10.4
已运用资本收益率	14.4	17.0	14.0	14.2	14.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际集团在过去 12 个月内与中材股份存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371