

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

区内控制+需求景气，2010 业绩符合预期

事件描述

赛马实业今日发布 2010 年年报，其主要内容为：

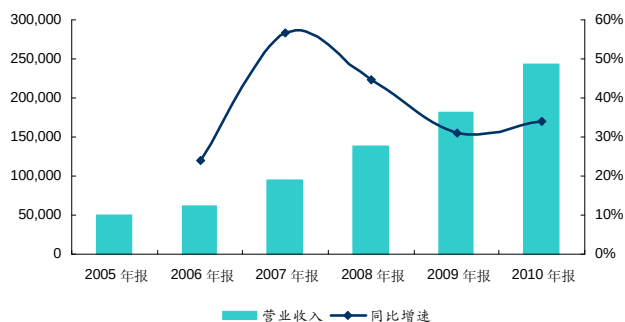
- 报告期内实现营业收入 242,786.36 万元，营业利润 57,351.64 万元，同比分别增长 34.11%、37.94%
- 实现利润总额 69,931.11 万元，同比增长 28.98%
- 归属于母公司股东净利润 56,002.48 万元，比上年同期增长 26.67%，对应每股收益 2.88 元，摊薄后约为 2.34 元。

事件评论

第一，继续践行“以量补价”，业绩保持快速增长

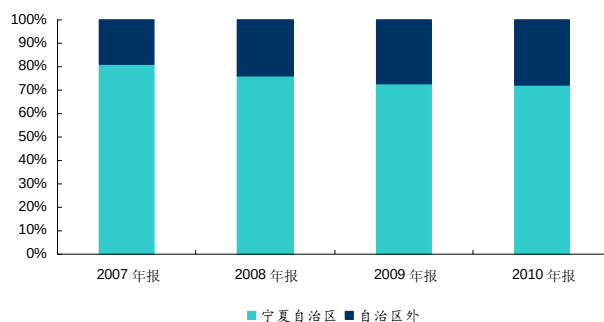
报告期内，营业收入为 242,786.36 万元，同比增速达到 34.11%。营收主要仍是来自宁夏地区，不过自治区外的收入份额也在逐年呈现上升趋势。

图 1：公司营业收入始终保持高速增长



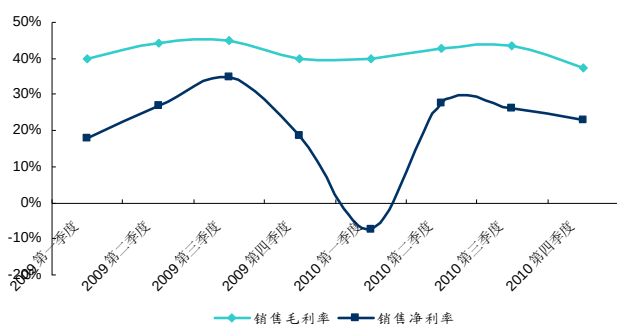
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：营收主要来自宁夏，区外收入份额逐年增长

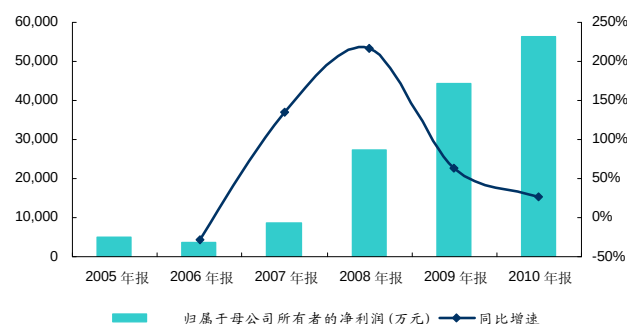


资料来源：公司公告，长江证券研究部

报告期内，公司销售毛利率和净利率分别为 41.2%和 24.3%，较去年同期的 42.7%和 25.9%略有下降，主要是水泥价格略有下滑。2010 年公司实现归属母公司利润 56,002.48 万元，比上年同期增长 26.67%，增速呈放缓趋势。

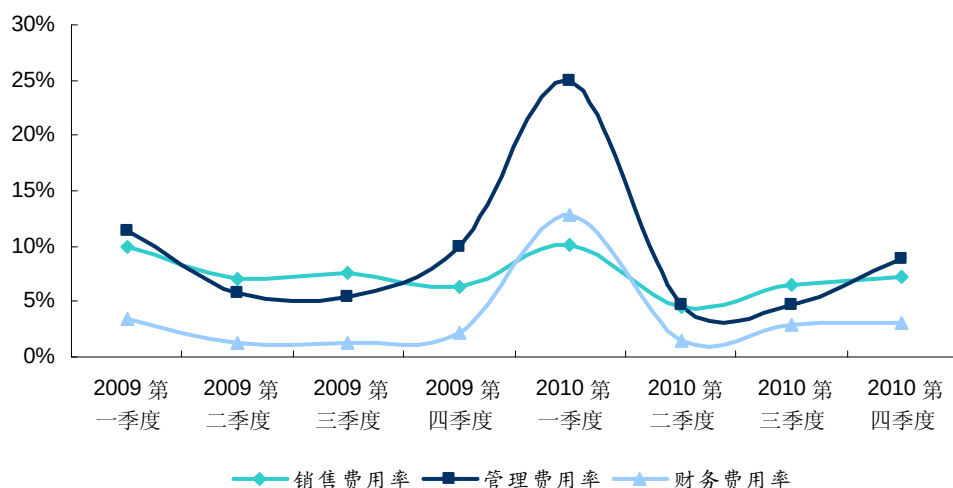
图 3: 公司盈利能力基本稳定, 略有下降


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 归属母公司净利润增速趋缓


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

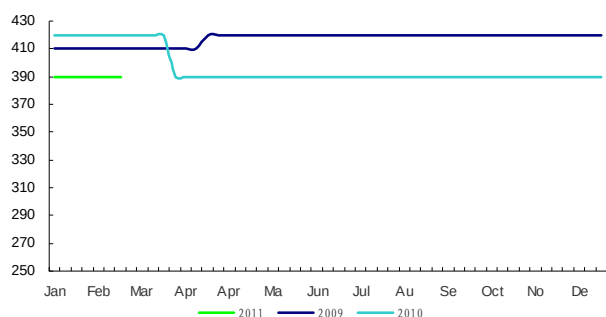
公司期间费用率较上年同期有所改善, 从 16.47% 降至 16.04%。其中, 销售费用率和管理费用率都有所下降, 而财务费用率由于银行贷款增加出现小幅上涨。总体而言, 期间费用控制较稳定。

图 5: 公司期间费用情况略有改善


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

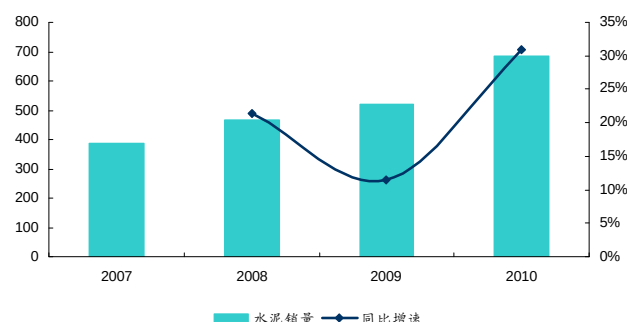
从宁夏水泥价格来看, 2010 年产能的集中投放使得价格在二季度出现下滑, 不过公司在宁夏市场的高占有率, 使其能够及时调整策略, 有效稳定市场价格。我们看到, 在接下来的三个季度, 宁夏价格始终保持稳定。从销量来看, 近几年随着新增产能的不断释放, 公司水泥销量始终保持了较高的增长速度, 2008-10 年公司水泥销量分别为 468、522 和 683 万吨, 同比增速分别为 21.44%、11.47% 和 30.9%。区域市场需求的稳步增加带来了公司水泥销量的增长, “以量补价” 依然是公司业绩保持高增长的主要模式。

图 6: 水泥价格 2010 年二季度后维持稳定



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 7: 业绩的增长主要源自销量的增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司 2010 年新增产能情况

企业	位置	生产规模	水泥产能	投产时间
赛马本部	银川	2300	93	
赛马本部	银川	2500	101	
宁夏青铜峡 86.82%	吴忠	1200	48	
宁夏青铜峡 86.82%	吴忠	2500	101	
固原六盘山水泥	固原	1500	60	
中宁赛马	中卫	1200	48	
中宁赛马	中卫	1500	60	
宁夏青铜峡 86.82%	青铜峡	2500	101	2009 年 8 月
赛马本部	银川贺兰山套门沟	2500	101	2010 初
宁夏青铜峡 86.82%	吴忠青铜峡太阳山	2500	101	2010 年 8 月

资料来源: 长江证券研究部

第二, 宁夏地区今年产能压力将好于去年, 压力主要集中于上半年

2010 年宁夏地区共投产 5 条生产线, 折合水泥产能约 705 万吨。截至 2010 年底, 宁夏地区水泥总产能达到 2100 万吨。今年和明年分别还有两条线投产, 折合水泥产能约为 202 万吨和 282 万吨。从这两年的产能变化情况来看, 2009 年和 2010 年的产能投放压力较大, 今明两年产能投放速度明显放缓。如果未来两年落后产能淘汰均按 80 万吨来算的话, 2011 和 2012 年末总产能分别为 2220 和 2422 万吨。

从规划投产时间来看, 今年上半年存在供给压力, 一方面是两条新线投产, 另一方面是去年年底两条 5000T/D 生产线开始释放产能。不过这一情况会在下半年得到改善, 而且区域的景气程度和公司对市场的控制力也让我们对公司更有信心。

表 2: 宁夏地区水泥产能变化情况

项目	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
总产能							969	1473	2098	2220	2422
								52%	42%	6%	9%
新型干法水泥产能	258	258	419	419	669	669	669	1173	1878	2080	2362
	191%	0%	63%	0%	60%	0%	0%	75%	60%	11%	14%
落后产能							300	300	220	140	60
淘汰落后产能									80	80	80
产量	390	510	583	560	712	808	885	1064	1357.45		
产能利用率							91%	72%	65%		

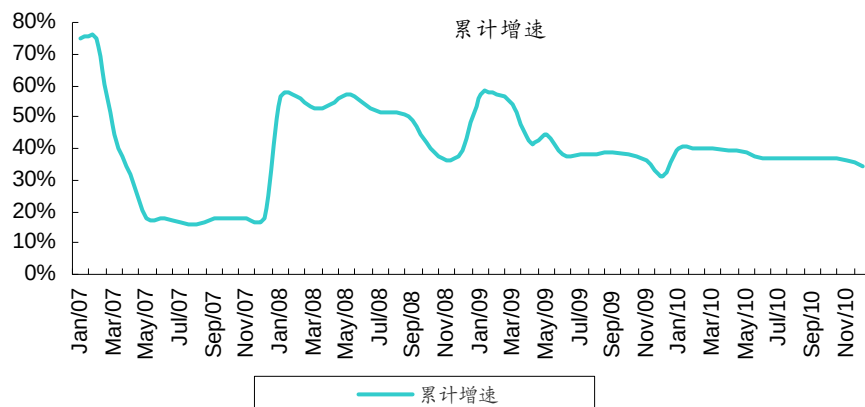
资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

表 3：宁夏地区未来新增产能情况

企业	位置	生产规模	水泥产能	投产时间
2010 年新增产能				
赛马本部	银川贺兰山套门沟	2500	101	2010 年初
宁夏瀛海天琛水泥	银川	5000	210	2010 年 11 月
宁夏青铜峡 86.82%	吴忠青铜峡太阳山	2500	101	2010 年 8 月
西夏	吴忠青铜峡市	2500	100.75	2010 年 6 月
萌成	吴忠市盐池县	5000	202	2010 年 12 月
2011 年新增产能				
平罗恒达	石嘴山平罗	2500	101	2011 年初
胜金二期	中卫城区宣和镇	2500	100.75	2011 年初
2012 年新增产能				
宁夏青铜峡 86.82%	吴忠青铜峡太阳山	2000	81	2012 年初
赛马本部	银川	5000	202	2012 年初

资料来源：长江证券研究部

图 8：宁夏地区固投增速始终维持高位



资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

第四，未来的看点是在内蒙古的突破

公司目前在宁夏地区的优势地位已十分明显，接近 50% 的市场份额，使其能够有效控制区域市场价格。不过，这也使得公司在宁夏地区的上升空间有限，向外扩张成为公司谋求发展的必要手段。

内蒙古地区目前是从乌海入手，邻近石嘴山使其与宁夏公司相联通，加强对乌海地区的控制力。同时由于呼和浩特和鄂尔多斯附近石灰石矿很少，因此往往从乌海购进熟料。公司控制了乌海实际上也就进入了呼和浩特和鄂尔多斯两大需求市场。

不过由于目前内蒙古市场主要是卖熟料，盈利能力相对较低，我们期待公司在内蒙市场的进一步开拓。

表 4：公司在内蒙古地区产能情况

子公司	地区	持股比例	生产线	水泥产能（万吨）	投产时间
乌海赛马	乌海	100%	2500	101	2010 年 6 月点火
乌海西水	乌海	45%	2000+4600	110	2010 年 7 月收购
包头西水	包头	45%	粉磨站	200	2010 年 7 月收购

资料来源：长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级

预计 2011、2012 年摊薄后的 EPS 分别为 2.93 和 3.39 元，对应 PE 为 14.5 和 12.5 倍。基于公司在宁夏地区价格控制能力以及未来向内蒙古市场拓展的空间，我们维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1810	2444	3285	3712	货币资金	1279	804	1188	1961
营业成本	1037	1517	2119	2376	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	774	927	1166	1336	应收账款	60	81	108	122
% 营业收入	42.7%	37.9%	35.5%	36.0%	存货	221	323	451	506
营业税金及附加	16	21	29	32	预付账款	361	529	740	829
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	131	147	197	223	流动资产合计	1933	1754	2511	3446
% 营业收入	7.3%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	135	172	232	262	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	7.1%	7.1%	7.1%	长期股权投资	57	78	118	160
财务费用	32	57	42	40	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	2.3%	1.3%	1.1%	固定资产合计	1324	1543	1670	1632
资产减值损失	45	11	14	7	无形资产	92	87	83	79
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	21	42	42	递延所得税资产	22	1	2	1
营业利润	416	540	695	814	其他非流动资产	884	884	884	884
% 营业收入	23.0%	22.1%	21.1%	21.9%	资产总计	4312	4348	5269	6201
营业外收支	126	139	153	168	短期贷款	685	0	0	0
利润总额	542	679	848	983	应付款项	384	562	786	881
% 营业收入	30.0%	27.8%	25.8%	26.5%	预收账款	39	53	72	81
所得税费用	74	87	108	126	应付职工薪酬	24	35	49	55
净利润	468	592	739	857	应交税费	70	85	107	124
归属于母公司所有者的净利润	444.7	562.6	702.3	814.3	其他流动负债	40	56	78	87
少数股东损益	24	29	37	43	流动负债合计	1242	791	1091	1228
EPS (元/股)	1.85	2.34	2.93	3.39	长期借款	825	825	825	825
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	635	797	976	1211	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	63	63	63	63
收回现金	0	0	0	0	负债合计	2130	1679	1979	2116
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2068	4967	5564	6256
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-1075	-424	-433	-337	少数股东权益	114	143	180	223
其他	0	0	0	0	股东权益	2182	5111	5744	6479
投资活动现金流净额	-1075	-424	-433	-337	负债及股东权益	4312	6790	7724	8595
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	29	2488	0	0	EPS	1.852	2.343	2.925	3.392
银行贷款增加 (减少)	1064	-685	0	0	BVPS	10.60	25.46	23.18	26.06
筹资成本	84	-141	-147	-162	PE	19.20	15.17	12.16	10.48
其他	-167	0	0	0	PEG	0.86	0.68	0.54	0.47
筹资活动现金流净额	1009	1662	-147	-162	PB	3.36	1.40	1.53	1.36
现金净流量	568	2035	396	712	EV/EBITDA	15.54	10.60	7.81	6.00
					ROE	21.5%	11.3%	12.6%	13.0%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。