

2011年3月11日

赛马实业

2010年业绩符合预期

赛马实业公告2010年全年收入24.28亿人民币，同比增长34.1%；归属母公司股东净利润5.62亿人民币，同比增幅为26.3%，符合我们此前预期。公司2010年水泥销量为683万吨，较上年同期增长31%，水泥销售均价较前一年略有回落，成本略有提高，综合毛利率由09年的42.7%降至2010年的41.2%，仍处于行业较高水平。预计公司将通过在内蒙、甘肃等地的布局，能够保持产销量的较快增长，我们看好公司未来在宁夏区域外的扩张前景，但短期估值已经到位，我们上调目标价格至43.78元，将评级下调至持有。

年报要点

- 受2009年宁夏地区水泥产能投放较多影响，销售价格有所下滑，但公司在宁夏地区市场占有率在60%左右，市场控制能力较强，毛利率仍达到41.2%，处于行业较高水平。
- 2010年公司分别收购了乌海市西水水泥及包头市西水水泥各45%的股权，下半年在甘肃天水、白银和内蒙乌海的三条生产线投产，甘肃天水二线日产2,500吨生产线也将在2011年投产，预计2011年水泥产量较保持较快增长。
- 从长期看，中材股份进一步加强了对赛马实业的控制，预计在资金等方面的支持力度将会加大，股权关系理顺将有利于公司的长期发展。

估值

- 考虑到公司将向中材股份发行股份换股吸收合并宁夏建材集团，经调整后的2011-2013年盈利预测为2.918、3.392和3.796元。给予目标价43.78元，对应2011年15倍市盈率，将评级由买入下调至持有。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	1,810	2,428	3,262	3,889	4,463
变动(%)	31	34	34	19	15
净利润(人民币百万)	445	562	701	814	911
全面摊薄每股收益(人民币)	2.279	2.879	2.918	3.392	3.796
变动(%)	65.0	26.3	1.4	16.2	11.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.812	3.420	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.740	3.234	-
调整幅度(%)	-	-	6.5	4.9	NA
核心每股收益(人民币)	1.917	2.480	2.607	3.075	3.472
变动(%)	139.7	29.3	5.1	18.0	12.9
全面摊薄市盈率(倍)	18.6	14.8	14.6	12.5	11.2
核心市盈率(倍)	22.2	17.1	16.3	13.8	12.2
每股现金流量(人民币)	3.25	2.81	4.54	5.17	5.79
价格/每股现金流量(倍)	13.1	15.1	9.4	8.2	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.1	11.1	11.3	10.1	9.2
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.730	0.848	0.949
股息率(%)	0.5	0.0	1.7	2.0	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

持有 (↓买入)
A

600449.SS - 人民币 42.48

目标价格: 人民币 43.78(↑38.40)

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(%)	18	25	28	13
相对新华富时	13	21	26	24
A50 指数(%)				

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)	5,327
3个月日均交易额(人民币 百万)	215
净负债比率(%) (2011E)	53
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

具备证券投资咨询业务资格

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
营业收入	1,810	2,428	34.1
营业成本	(1,037)	(1,427)	37.7
营业税金及附加	(16)	(19)	21.6
销售费用	(131)	(152)	15.3
管理费用	(135)	(169)	25.0
财务费用	(32)	(70)	117.4
资产减值损失	(45)	(33)	(25.5)
公允价值变动	0	0	NM
投资收益	1	15	NM
汇兑净收益	0	0	NM
营业利润	416	574	37.9
营业外收入	131	129	(1.5)
营业外支出	(5)	(4)	(26.1)
利润总额	542	699	29.0
所得税费用	(74)	(110)	49.1
净利润	468	589	25.8
少数股东损益	(24)	(27)	15.7
归属于母公司所有者的净利润	445	562	26.3

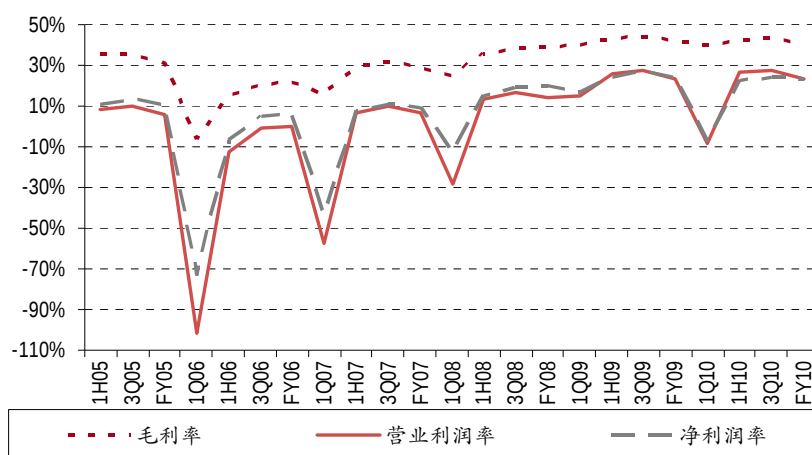
资料来源：公司数据

盈利预测及估值。公司年报业绩符合我们此前预期，考虑到公司将向中材股份(1893.HK/港币 7.18, 买入)发行股份换股吸收合并控股股东，经调整后的 2011-2013 年盈利预测为 2.918、3.392 和 3.796 元。我们认为在吸收合并现有控股股东，中材股份直接控制公司之后，中材对赛马实业的支持力度将加大，并对扩张速度有更高的要求。公司将通过在内蒙、甘肃等地的布局，能够保持产销量的较快增长，预计未来公司所处主要区域水泥销售价格稳定，销量的增长将是业绩增长的驱动力量，我们看好公司未来在宁夏区域外的扩张前景，但短期估值已经到位，我们上调目标价格至 43.78 元，将评级下调至**持有**。

业绩符合预期，毛利率微降。赛马实业公告 2010 年全年收入 24.28 亿人民币，同比增长 34.1%；归属母公司股东净利润 5.62 亿人民币，同比增幅为 26.3%，符合我们此前预期。公司 2010 年水泥销量为 683 万吨，较上年同期增长 31%，水泥销售均价较前一年略有回落，成本略有提高，综合毛利率由 2009 年的 42.7%降至 2010 年的 41.2%，仍处于行业较高水平。2010 年初公司在宁夏地区受产能投放较多影响，水泥销售价格有所下滑，但由于公司在宁夏地区市场占有率在 60%左右，市场控制能力较强，全年平均水泥销售价格仅微降。

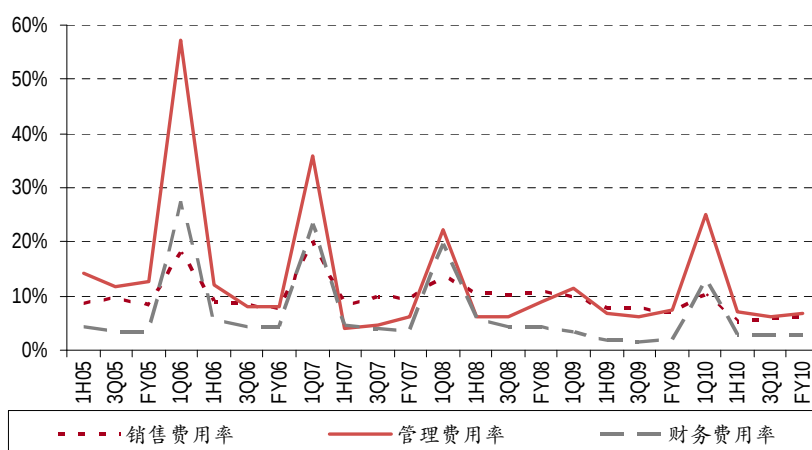
2010 年全年公司营业利润率为 23.6%，较上年同期小幅上涨 0.7 个百分点，在毛利率有所下滑条件下营业利润率上升的原因是投资收益的增加，公司因在 2010 年收购了乌海市西水泥和包头市西水泥而获得了 1,281 万的投资收益。公司净利润为 23.1%，较去年同期降低 1.4 个百分点。2010 年全年公司销售费用率 6.2%，较去年同期下降 1 个百分点；公司管理费用率为 6.9%，较去年同期上升 0.5 个百分点；由于借款较上年增加，公司财务费用率为 2.9%，较去年同期上升 1.1 个百分点。

图表 3. 主要利润率指标趋势



资料来源：公司数据

图表 4. 主要费用率指标趋势



资料来源：公司数据

在宁夏市场占有率高，加速扩展外部市场。由于公司在宁夏地区市场份额已经较高，2010 年公司加快了在宁夏区外发展的战略，2010 年公司分别收购了乌海市西水水泥及包头市西水水泥各 45% 的股权，同时有在甘肃天水一条日产 2,500 吨新型干法水泥生产线、在甘肃白银一条日产 4,500 吨新型干法水泥生产线、在内蒙古乌海一条日产 2,500 吨新型干法水泥生产线相继投产，有效扩大了宁夏区外销售份额。公司计划 2011 年销售水泥 942.5 万吨，预计新增产量主要来自于甘肃和内蒙地区，甘肃天水二线的日产 2,500 吨新型干法生产线也将在 2011 年投产。从公司所处主要地区的供求关系来看，随着国家西部大开发和新农村建设政策的推进，西部城镇化和基础设施建设速度加快对水泥需求稳步增长，但过去两年产能的快速释放对水泥售价仍有压力，我们预计公司所处主要区域水泥价格在 2011 年仍会维持较稳定的水平，公司业绩的增长主要来自于产能的释放。

图表 5. 宁夏银川地区水泥价格走势



资料来源：公司数据

图表 6. 内蒙呼和浩特地区水泥价格走势


资料来源：公司数据

中材股份将直接控股赛马实业，有利于长期发展。预计公司将在 2011 年完成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。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。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，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，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。但是从长期看，中材股份进一步加强了对赛马实业的控制，预计在资金等方面的支持将会加大，股权关系理顺也将有利于公司的长期发展。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,810	2,428	3,262	3,889	4,463
销售成本	(1,037)	(1,427)	(1,963)	(2,347)	(2,702)
经营费用	(165)	(158)	(264)	(332)	(390)
息税折旧前利润	608	843	1,035	1,211	1,372
折旧及摊销	(117)	(182)	(206)	(228)	(253)
经营利润(息税前利润)	492	661	830	982	1,119
净利息收入/(费用)	(32)	(70)	(83)	(98)	(116)
其他收益/(损失)	83	108	103	105	106
税前利润	542	699	850	989	1,110
所得税	(74)	(110)	(119)	(138)	(155)
少数股东权益	(24)	(27)	(30)	(36)	(43)
净利润	445	562	701	814	911
核心净利润	374	484	626	738	834
每股收益(人民币)	2.279	2.879	2.918	3.392	3.796
核心每股收益(人民币)	1.917	2.480	2.607	3.075	3.472
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.730	0.848	0.949
收入增长(%)	31	34	34	19	15
息税前利润增长(%)	98	35	25	18	14
息税折旧前利润增长(%)	46	39	23	17	13
每股收益增长(%)	65	26	1	16	12
核心每股收益增长(%)	140	29	5	18	13

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,255	1,118	1,067	929	912
应收帐款	72	234	315	375	431
库存	221	339	466	557	641
其他流动资产	386	162	202	232	259
流动资产总计	1,933	1,852	2,050	2,093	2,243
固定资产	2,208	3,700	4,890	6,012	7,159
无形资产	92	139	140	141	142
其他长期资产	79	473	518	567	621
长期资产总计	2,379	4,312	5,548	6,719	7,922
总资产	4,312	6,164	7,597	8,812	10,165
应付帐款	423	667	916	1,095	1,261
短期债务	685	1,326	1,534	1,584	1,688
其他流动负债	134	167	208	243	275
流动负债总计	1,242	2,161	2,659	2,923	3,224
长期借款	825	1,175	1,375	1,648	1,946
其他长期负债	63	79	83	86	88
股本	195	195	195	195	195
储备	1,873	2,400	3,100	3,740	4,447
股东权益	2,068	2,595	3,295	3,935	4,642
少数股东权益	114	155	185	221	264
总负债及权益	4,312	6,164	7,597	8,812	10,165
每股帐面价值(人民币)	10.60	13.30	13.73	16.39	19.34
每股有形资产(人民币)	10.13	12.59	13.14	15.80	18.75
每股净负债/(现金)(人民币)	1.31	7.09	7.68	9.59	11.34

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	542	699	850	989	1,110
折旧与摊销	117	182	206	228	253
净利息费用	32	70	83	98	116
运营资本变动	(34)	(314)	45	36	32
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(22)	(88)	(95)	(109)	(121)
经营活动产生的现金流	635	549	1,089	1,242	1,390
购买固定资产净值	(1,076)	(1,168)	(1,436)	(1,396)	(1,451)
投资减少/增加	0	7	0	0	0
其他投资现金流	0	(354)	(29)	(33)	(38)
投资活动产生的现金流	(1,075)	(1,516)	(1,465)	(1,429)	(1,489)
净增权益	29	14	0	0	0
净增债务	1,064	978	408	323	402
支付股息	(49)	(39)	0	(175)	(204)
其他融资现金流	(35)	(123)	(83)	(98)	(115)
融资活动产生的现金流	1,009	829	325	50	83
现金变动	568	(137)	(51)	(137)	(17)
期初现金	687	1,255	1,118	1,067	929
公司自由现金流	(440)	(971)	(375)	(187)	(100)
权益自由现金流	585	(63)	(51)	38	187

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	33.6	34.7	31.7	31.1	30.7
息税前利润率	27.2	27.2	25.4	25.3	25.1
税前利润率	30.0	28.8	26.0	25.4	24.9
净利率	24.6	23.1	21.5	20.9	20.4
流动性(倍)					
流动比率	1.6	0.9	0.8	0.7	0.7
利息覆盖率	12.5	8.8	9.5	9.6	9.4
净权益负债率(%)	11.7	50.3	52.9	55.4	55.5
速动比率	1.4	0.7	0.6	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	18.6	14.8	14.6	12.5	11.2
核心业务市盈率	22.2	17.1	16.3	13.8	12.2
目标价对应核心业务市盈率	22.8	17.7	16.8	14.2	12.6
市净率	4.0	3.2	3.1	2.6	2.2
价格/现金流	13.1	15.1	9.4	8.2	7.3
企业价值/息税折旧前利润	14.1	11.1	11.3	10.1	9.2
周转率					
存货周转天数	74.3	71.5	74.8	79.5	80.9
应收帐款周转天数	20.3	23.0	30.7	32.4	32.9
应付帐款周转天数	62.2	82.0	88.6	94.4	96.3
回报率(%)					
股息支付率	8.8	0.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	23.8	24.1	23.8	22.5	21.3
资产收益率	12.4	10.6	10.4	10.3	10.1
已运用资本收益率	17.0	14.9	14.3	14.3	14.1

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；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不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 2009 年 9 月 3 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，豁免披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一个别情况。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 2009 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