

分析师: 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490511040002
 联系人: 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

赛马实业 2011 年 3 季报点评

事件描述

赛马实业今日公布 2011 年 3 季报, 其主要内容为:

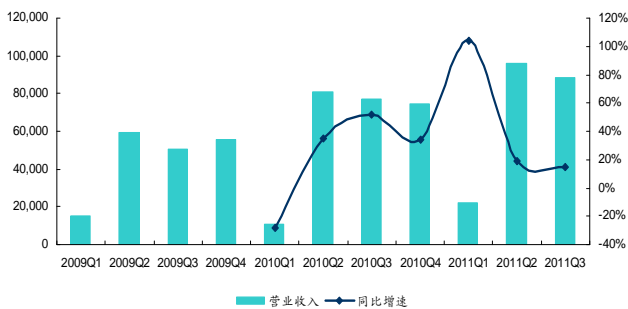
- 前 3 季度实现营业收入 20.68 亿元, 同比增长 22.72%; 实现归属母公司净利润 3.2 亿, 同比减少 20.09%, 摊薄后 EPS 为 2.06 元。
- 3 季度单季实现营业收入 8.83 亿元, 较上年同期增长了 14.91%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.35 亿元, 较上年同期减少 29.93%, EPS 为 0.69 元。

事件评论

第一, 盈利能力下滑带来业绩负增长

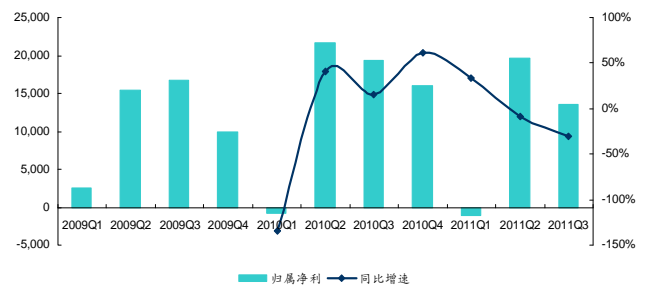
报告期内, 公司业绩继续负增长, 其中 3 季度营业收入 8.83 亿, 较上年同期增长 14.91%; 实现归属净利 1.35 亿, 同比减少 29.93%。

图 1: 2011 上半年营业收入增速下滑



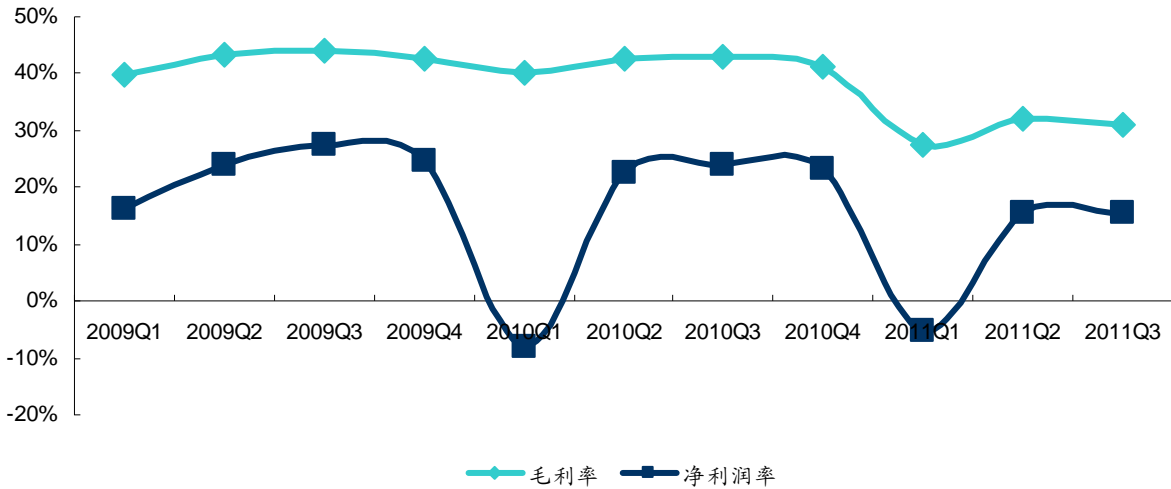
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 2011 上半年归属净利润同减 29.93%



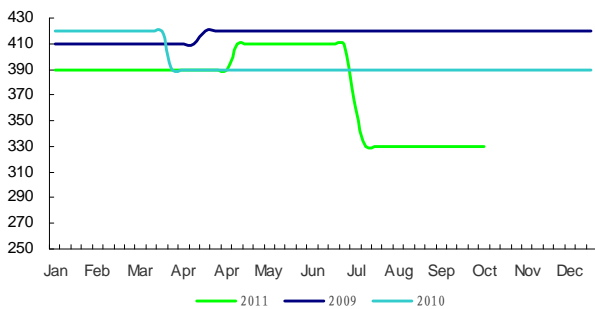
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

- 公司利润负增长主要原因是利润率下滑: 截止到 3 季度公司毛利率 31%, 去年同期 43%; 净利率 16%, 去年同期 24%。利润率的大幅下滑使得利润出现负增长。

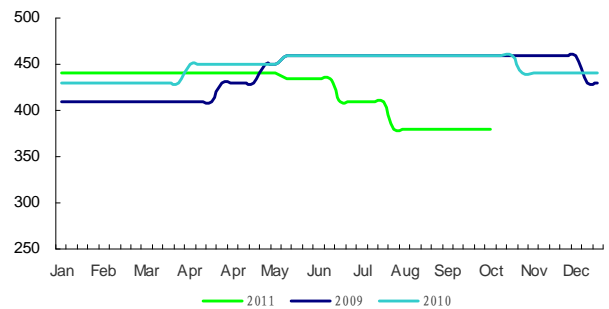
图 3：赛马实业毛利率和净利润率


资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 我们认为利润率下滑主要来自两方面的原因：一方面区域价格下跌。公司所在宁夏和甘肃区域 2、3 季度水泥价格均出现下滑。以银川地区来说，今年 3 季度 P.o42.5 平均 347 元/吨，比去年同期（390 元/吨）价格幅度下降 11.02%；兰州今年 3 季度 P.o42.5 平均 394 元/吨，比去年同期（460 元/吨）价格幅度下降 14.35%。下滑的原因不一，甘肃地区主要因为新增产能集中释放影响，区域供需压力持续加大；宁夏地区本身产能压力较小，但是一方面宏观调控尤其是铁路停建对区域需求带来负面影响，同时宁夏周边的陕西和甘肃地区水泥价格出现较大幅度下滑，周边低价水泥进入宁夏市场带来价格出现下跌。

图 4：3 季度宁夏地区水泥价格大幅度下滑


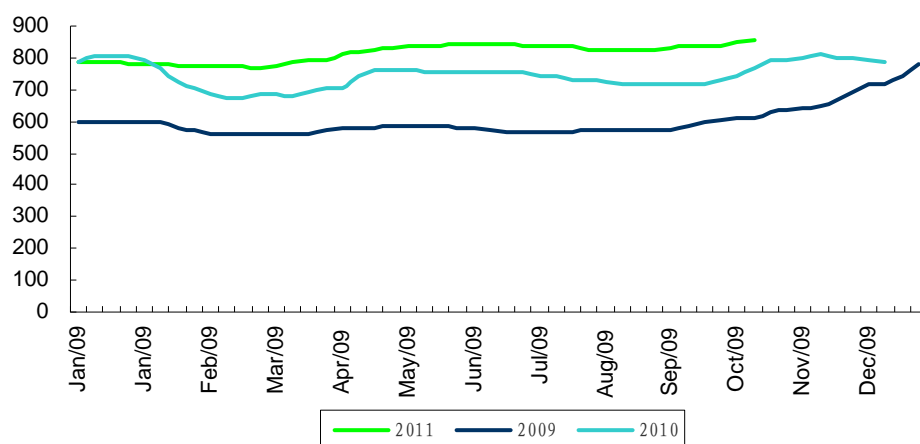
资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

图 5：3 季度甘肃地区水泥价格大幅度下滑


资料来源：长江证券研究部

- 另一方面，成本上升，在供需失衡情况下，上游成本上升不能通过产品涨价顺利传导到下游，从而带来毛利润下降。原煤及运费等价格持续上涨致使报告期公司生产成本上升过快。以秦皇岛煤炭均价来说，今年 3 季度煤价平均为 833 元/吨，比同期上涨 13.8%。

图 6: 山西优混煤价



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 公司仍处在规模扩张阶段, 静待区域供需关系改善, 给予“谨慎推荐”评级

公司 2010 年宁夏区域产量 665 万吨, 占宁夏总产量的 49%; 到 2010 年底公司产能达到 1466 万吨, 2011 年底产能将达到 1870 万吨, 规模的扩张将带来未来 3 年内产销量的快速增长。

表 3: 公司产能投放情况

| 子公司 | 地点 | 持股比例 | 生产线 | 水泥产能 (万吨) | 投产时间 |
|------------------------|----|--------|------|-------------|--------------|
| 2009 年底产能情况 | | | | 801 | |
| 赛马本部 | 银川 | 100% | 2000 | 80 | |
| | | | 2500 | 101 | |
| 中材宁夏赛马 | 银川 | 100% | 2500 | 101 | |
| 青铜峡水泥 | 吴忠 | 86.86% | 1200 | 48 | |
| | | | 2500 | 101 | |
| | | | 2500 | 101 | |
| 中宁赛马 | 中卫 | 100% | 1200 | 48 | |
| | | | 1500 | 60 | |
| 六盘山水泥 | 固原 | 100% | 1500 | 60 | |
| 中材天水一期 | 天水 | 80% | 2500 | 101 | |
| 2010 年新增产能 | | | | 665 | |
| 青铜峡水泥 | 吴忠 | 86.86% | 2000 | 80 | 2010 年 2 月 |
| 中材白银 | 白银 | 98.42% | 5000 | 202 | 2010 年 4 季度 |
| 乌海赛马 | 乌海 | 100% | 2500 | 101 | 2010 年 6 月 |
| 乌海西水 | 乌海 | 45% | 2000 | 80 | 2010 年 7 月收购 |
| | | | 4600 | 202 | 2010 年 7 月收购 |
| 2011 年新增产能 | | | | 404 | |
| 赛马实业 | 银川 | 100% | 5000 | 202 | 2011 年底 |
| 青铜峡水泥 | 吴忠 | 86.86% | 2500 | 101 | 2011 年二季度 |
| 中材天水二期 | 天水 | 80% | 2500 | 101 | 2011 年四季度 |
| 目前规划到 2011 年总产能 | | | | 1870 | |

资料来源: 长江证券研究部

不过, 短期来看, 区域盈利仍处在较高位置, 受外省低价水泥的影响, 公司未来盈利可能表现较弱。预计 2011-2013

年 EPS 分别为 2.27、2.42 和 3.73 元（2012、2013 年考虑增发摊薄），对应 PE 分别为 11、10 和 7 倍，目前仍需等待周边地区供需改善，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 2428 | 2909 | 4003 | 5525 | 货币资金 | 1170 | 291 | 919 | 1495 |
| 营业成本 | 1427 | 2028 | 2803 | 3797 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 1000 | 881 | 1200 | 1728 | 应收账款 | 122 | 42 | 58 | 80 |
| % 营业收入 | 41.2% | 30.3% | 30.0% | 31.3% | 存货 | 339 | 341 | 471 | 638 |
| 营业税金及附加 | 19 | 23 | 31 | 43 | 预付账款 | 109 | 40 | 55 | 75 |
| % 营业收入 | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 152 | 182 | 250 | 345 | 流动资产合计 | 1852 | 743 | 1543 | 2342 |
| % 营业收入 | 6.2% | 6.2% | 6.2% | 6.2% | 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 169 | 202 | 278 | 383 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 长期股权投资 | 446 | 446 | 446 | 446 |
| 财务费用 | 70 | 106 | 76 | 60 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 2.9% | 3.6% | 1.9% | 1.1% | 固定资产合计 | 2739 | 2962 | 3146 | 3212 |
| 资产减值损失 | 33 | -30 | 0 | 0 | 无形资产 | 139 | 132 | 125 | 119 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 15 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 574 | 399 | 564 | 896 | 其他非流动资产 | 961 | 961 | 961 | 961 |
| % 营业收入 | 23.6% | 13.7% | 14.1% | 16.2% | 资产总计 | 6164 | 5244 | 6221 | 7081 |
| 营业外收支 | 126 | 126 | 126 | 126 | 短期贷款 | 1326 | 608 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 699 | 525 | 690 | 1022 | 应付款项 | 632 | 158 | 218 | 295 |
| % 营业收入 | 28.8% | 18.1% | 17.2% | 18.5% | 预收账款 | 35 | 64 | 88 | 122 |
| 所得税费用 | 110 | 83 | 109 | 161 | 应付职工薪酬 | 31 | 6 | 8 | 11 |
| 净利润 | 589 | 442 | 581 | 860 | 应交税费 | 98 | 4 | 6 | 8 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 561.8 | 442.4 | 581.4 | 860.4 | 其他流动负债 | 38 | 24 | 33 | 45 |
| 少数股东损益 | 27 | 0 | 0 | 0 | 流动负债合计 | 2161 | 864 | 353 | 481 |
| EPS (元/股) | 2.88 | 2.27 | 2.42 | 3.58 | 长期借款 | 1175 | 1175 | 1175 | 1175 |
| 现金流量表 (百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流净额 | 549 | 440 | 845 | 1121 | 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 取得投资收益 | | | | | 其他非流动负债 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 收回现金 | 2 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 3415 | 2118 | 1607 | 1735 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司 | 2595 | 2971 | 4460 | 5191 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 所有者权益 | | | | |
| 固定资产投资 | -1162 | -429 | -440 | -355 | 少数股东权益 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 其他 | -354 | 0 | 0 | 0 | 股东权益 | 2750 | 3126 | 4615 | 5346 |
| 投资活动现金流净额 | -1516 | -429 | -440 | -355 | 负债及股东权益 | 6164 | 5244 | 6221 | 7081 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股权融资 | 14 | 0 | 995 | 0 | EPS | 2.879 | 2.267 | 2.422 | 3.584 |
| 银行贷款增加(减少) | 978 | -718 | -608 | 0 | BVPS | 13.30 | 15.22 | 22.85 | 21.62 |
| 筹资成本 | 142 | -172 | -163 | -189 | PE | 8.51 | 10.81 | 10.12 | 6.84 |
| 其他 | -304 | 0 | 0 | 0 | PEG | 0.56 | 0.71 | 0.66 | 0.45 |
| 筹资活动现金流净额 | 829 | -890 | 223 | -189 | PB | 1.84 | 1.61 | 1.07 | 1.13 |
| 现金净流量 | -137 | -879 | 628 | 576 | EV/EBITDA | 7.41 | 8.74 | 5.58 | 3.56 |
| | | | | | ROE | 21.7% | 14.9% | 13.0% | 16.6% |

分析师介绍

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 |
| 鞠雷 | 华南区总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn |
| 程杨 | 华北区总经理 | (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 |

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。
