

亚泰集团（600881）：CRH 将助推东北霸主地位

增持（维持）

建材行业

2009 年 2 月 23 日

联系人：天相建筑建材组

010-66045555

service@txsec.com

我们2月5日写过一篇《亚泰集团（600881）：有望受益于金融股的复苏》，从金融参控股角度分析公司投资机会，自推荐以来，累计涨幅为47.6%。08年12月16日，我们撰写了深度报告《亚泰集团（600881）：把握拐点与成长的投资机会》，挖掘公司的投资价值，自推荐以来，累计涨幅为79.3%。在深度报告中，我们重点分析了亚泰集团水泥主业的投资价值，在此进一步分析论述。

1. 产能扩张，步伐矫健。

亚泰分别拥有双阳、明城、哈水三大熟料生产基地、合计7条新型干法生产线。熟料设计产能达到595万吨，水泥设计产能达到800万吨。公司年初收购通化特水，增加熟料产能80万吨，水泥产能120万吨。公司双阳五期和明城二期合计两条日产5000吨熟料生产线已于前期点火，将增加熟料产能374万吨。哈水日产4000吨生产线预计将于09年中期投产，双阳六期日产5000吨生产线投产时间为2010年初。

2. CRH助推公司霸主地位。

CRH收购亚泰水泥26%的股权告罄，公司收到CRH股权转让价款21.32亿元人民币，获得投资收益14.21亿元。CRH是国际知名的建材企业，核心业务包括基础原料、高附加值建筑材料和建材产品分销三部分。CRH水泥业务目前已经形成了水泥、集料—预拌混凝土—混凝土制品生产及销售一体化的产业链，并在欧美市场处于领先地位。

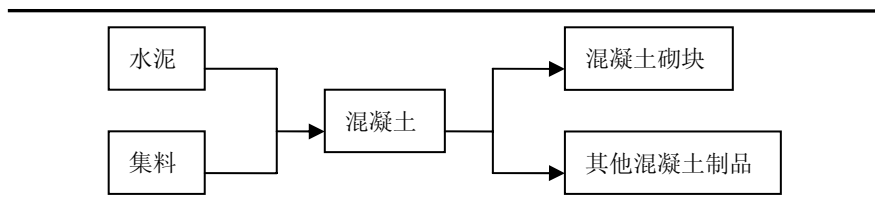
CRH合作将拓展公司水泥业务的发展空间：（1）丰厚的投资收益将为公司在东北地区的产能扩张与并购提供资金支持，在国家政策推动基础设施建设快速实施的背景下，以雄厚资金为后盾的区域整合有望加快；（2）CRH在产业链一体化等方面拥有丰富的经验，水泥制品领域的深加工能力处于国际领先地位，这将推动公司在混凝土制品等下游产品中的拓展。

图表 1 CRH 细分产品的区域市场地位

	基础原料		建材产品		分销	
	产品	区域市场地位	产品	区域市场地位	产品	区域市场地位
欧洲	水泥	前十	水泥制品	第一	建材分销	前三
	集料	领先	建筑构件	第一		
	预拌混凝土	领先				
美国	集料	第三	水泥制品	第一	屋面/墙体分销	前三
	沥青	第一				

资料来源：CRH 公告、天相投顾

图表 2 水泥产业链



资料来源：天相投顾

3. 区域并购扩大东北市场份额。

区域内并购将是公司重要的发展战略之一。公司分别与农安电联、园山水泥等4家企业签订收购意向书，其中农安电联和通化特水已经完成收购，其余2家已经完成尽职调查，正在进行密切跟踪。

除区域并购外，公司还积极扩展新的疆域。公司已经和通化、图们政府签订合作协议，公司今年有可能在两地各规划建设一条新型干法水泥生产线，扩大产能规模 and 市场份额。

通过区域市场并购，公司的区域控制力将快速增强，主要表现在以下方面：

(1) 有效提高行业集中度。如果收购不断完成，市场占有率有望持续提高。在行业集中度较高的情况下，将会避免企业之间的恶性竞争，水泥价格有望保持高位运行。

(2) 转化运输费用为利润。作为重质低货值产品，水泥较高的运输成本，决定了其产品的区域性，一般有效运输半径为公路200公里、铁路500公里、水运1000公里。计重收费的实施，更是缩短了有效运输半径。通过对现有的水泥粉磨站和熟料生产线的收购，可以实现区域布局的优化，并将运输成本变为利润，从而提高公司业绩。

(3) 占有稀缺矿山。东北地区石灰石矿相对较少，而且易采矿山基本在开采状态。通过收购占据稀缺的矿山资源，可以加强对其下游水泥行业的控制力。

4. 资源优势明显，品牌地位和投标实力突出。

不可再生的石灰石资源是生产水泥的主要原料，是水泥工业的粮食，是水泥生产的命脉，因此，水泥企业拥有了丰富的石灰石资源，生产才有保障，企业做大做强才有了先决条件。东北地区石灰石资源较为贫乏且分布也不平衡，在东北三省越往北石灰石可开采资源越少。石灰石资源的多寡成为制约企业发展的瓶颈。

公司拥有东北地区近三成石灰石资源：矿山与生产线的一体化，是不可复制的竞争力。公司目前控制的“羊圈顶”、“杨木顶”和“新明”三大高品位石灰石矿山，是东北地区最大的三座矿山；远景储量17.9亿吨，占东北三省已探明储量的32%，储量大而且品位好；按照公司2010年水泥产业3000万吨年生产能力的战略规划，现有石灰石储量可供60年之需。其中，亚泰集团在吉林省拥有的石灰石资源，按可开采储量计算占吉林省总量的58%；在哈尔滨阿城区现有的矿山，是黑龙江省最大的石灰石矿山，占黑龙江省可开采储量的23%。

丰富的石灰石资源为公司提供了充足的资源保障；同时生产线距矿山较近，降低了公司原料的运输成本。稀缺资源的排他性占有为公司长期发展提供了保障。



品牌效应提供产品溢价与投标实力。公司拥有的“鼎鹿”牌商标为中国驰名商标、“天鹅”、“龙潭山”为吉黑两省著名商标。在长期客户营销的情况下，公司品牌得到广泛认可，并使得公司水泥产品享受一定的溢价。据了解，公司的平均水泥售价较市场均价约高15元/吨。在重点工程项目的投标中，具有较强的竞争实力；以哈大铁路为例，哈沈段600多公里，亚泰水泥中标份额在70%左右。公司目前的投标受产能制约，如果产能有效放大，公司可以放手去投标，而无需顾虑产品的供应。

5. 盈利预测与估值

盈利预测假设：

(1) 根据公司目前生产线建设进程，预计08年熟料、水泥销量分别为126万吨、880万吨，09年销量分别为218万吨、1167万吨；

(2) 因区域水泥市场整合进程等具有不确定性，盈利预测中未做考虑；

我们预测公司08-09年EPS分别为0.27元、1.28元，对应动态市盈率为40倍、8倍。

图表 3 盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E
一、营业收入	299,638	405,908	466,690	662,673
增长率	37.61%	35.47%	14.97%	41.99%
减：营业成本	232,833	304,345	361,300	507,378
毛利	66,806	101,562	105,390	155,294
增长率（%）	43.98%	52.03%	3.77%	47.35%
综合毛利率（%）	22.30%	25.02%	22.58%	23.43%
营业税金及附加	6,014	8,756	9,334	13,253
销售费用	16,286	22,273	25,668	33,051
管理费用	27,187	26,578	28,001	36,199
财务费用	19,718	30,019	31,520	34,945
期间费用率（%）	21.09%	19.43%	18.25%	15.72%
投资收益	1,694	32,863	10,655	121,805
二、营业利润	-1,619	45,767	21,522	159,651
增长率（%）	-	-	-52.98%	641.81%
加：营业外收入	15,881	14,660	16,127	19,351
减：营业外支出	1,553	799	1	1
三、利润总额	12,709	59,629	37,648	179,002
增长率（%）	152.59%	369.19%	-36.86%	375.46%
减：所得税费用	-1,526	4,996	1,764	6,133
四、净利润	14,235	54,633	35,884	172,869
归属于母公司所有者的净利润	11,355	53,617	34,717	161,364
增长率（%）	73.71%	372.17%	-35.25%	364.80%
少数股东损益	2,879	1,016	1,167	11,506
按最新股本摊薄每股收益	0.09	0.43	0.27	1.28

资料来源：公司年报、天相投顾



注：06、07 年每股收益为公司年报数据，08、09 年每股收益为按最新股本摊薄数据

从水泥板块上市公司来看，PB简单算数均值为2.92倍（剔除亏损）；而亚泰集团PB仅为2.57倍，处于行业较低水平，明显处于低估状态。

图表 4 水泥板块重点跟踪上市公司 PB

代码	名称	每股净资产(元)	当前股价(元)	PB(倍)
401	冀东水泥	4.8	14.26	2.97
877	天山股份	2.77	14.89	5.38
2233	塔牌集团	4.35	13.24	3.04
600425	青松建化	3.67	11.52	3.14
600449	赛马实业	8.17	26.89	3.29
600553	太行水泥	2.11	7.40	3.51
600585	海螺水泥	13.53	37.00	2.73
600720	祁连山	2.59	11.25	4.34
600801	华新水泥	9.78	23.71	2.42
600881	亚泰集团	4.19	11.85	2.83
板块均值				2.92

资料来源：天相系统

注：股价为 2 月 20 日收盘价、每股净资产为 08 年 3 季报数据。

鉴于公司PB处于低估，且考虑到公司较强的成长性（东北市场整合及产业链拓展）、在市场回暖期业绩有望爆发式增长，维持公司“增持”评级。

6. 风险提示

- （1）东北地区水泥行业整合、落后产能淘汰等进度具有不确定性；
- （2）国家基础设施建设的执行力度与新增规模具有不确定性；
- （3）证券市场低迷影响东北证券、江海证券业绩；
- （4）房地产市场景气度下滑影响地产业务。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002