

亚泰集团（600881）：东北水泥龙头，发展前景广阔

增持（维持）

建材行业/水泥

当前股价：11.87 元

报告日期：2009 年 3 月 27 日

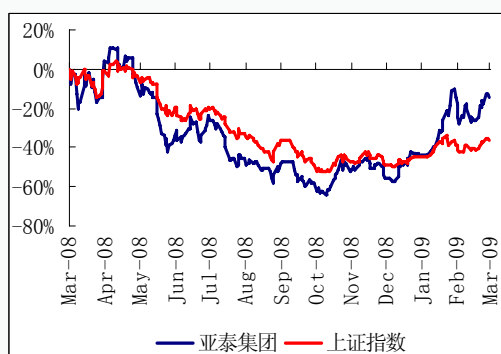
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4059	4507	6676	8569
(+/-)	35.5%	11.0%	48.1%	28.4%
营业利润	458	286	1707	660
(+/-)	-	-37.4%	496.0%	-61.3%
归属于母公司的净利润	536	330	1502	654
(+/-)	372.0%	-38.5%	355.7%	-56.5%
每股收益（元）	0.42	0.26	1.19	0.52
市盈率（倍）	28	45	10	23

公司基本情况（2009 年 3 月 26 日止）

总股本/已流通股（万股）	126,315/118,104
流通市值（亿元）	140.19
每股净资产（元）	4.22
资产负债率（%）	61.70

股价表现（最近一年）



联系人：天相建筑建材组

010-66045546 liujm@txsec.com

服务热线 010-66045555

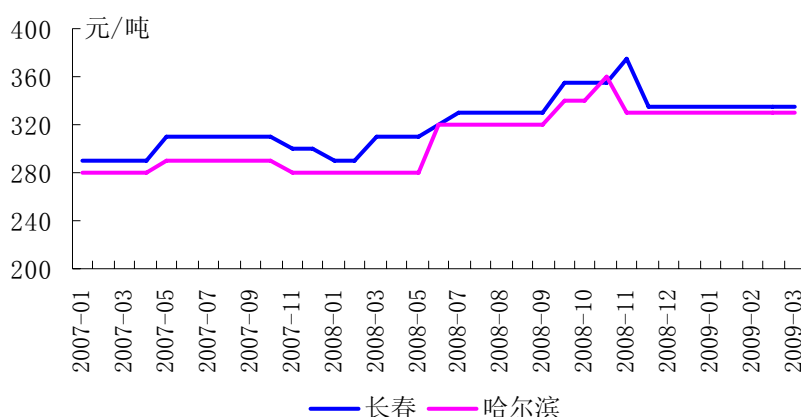
服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示，公司全年实现营业收入 45.07 亿元，同比增加 11.03%；利润总额 4.14 亿元，同比减少 30.62%；归属于上市公司股东的净利润 3.30 亿元，同比减少 38.50%；基本每股收益 0.26 元。公司 2008 年分配预案为以每 10 股送 5 股红股并派发现金红利 1 元（含税）。
- **收入增长，利润下滑。**公司主业是水泥和房地产，收入占比分别为 66.7% 和 10.1%。08 年熟料产量与 07 年持平，但水泥产量同比提高 175 万吨至 825 万吨，水泥粉磨能力提升，水泥业务收入同比增加 19.24%。商品房销售面积同比降低 43.3% 至 6.19 万平方米，地产业务收入同比减少 26.17%。收入和利润增长背离的主要原因是公司联营企业东北证券本期净利润同比大幅下降，公司投资收益同比下降 53.97% 至 1.51 亿元，占 08 年净利润的 43.27%。
- **毛利率微升，费用率提高。**报告期内，受煤炭成本大幅上涨和房地产行业衰退影响，公司水泥和商品房毛利率分别同比减少 1.45 个百分点至 21.45% 和同比减少 3.56 个百分点至 30.85%，产品综合毛利率微幅增加 0.30 个百分点至 25.32%。公司期间费用率同比提升 1.59 个百分点至 21.02%，实际税负率同比提升 7.32 个百分点至 15.70%。
- **东北水泥龙头，优势明显。**公司是东北地区最大的水泥企业，拥有双阳、明城、哈尔滨三大熟料基地和“长春大区、吉林大区、龙江大区”三大主要目标市场，在长春和哈尔滨的市场占有率超过 70% 和 40%，具备明显竞争优势：（1）政策优势：公司是国家重点支持的全国 12 家水泥企业之一，在项目审批、信贷等方面享受政策扶持；（2）资源优势：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%，为公司提供了充足的资源保障；（3）品牌优势：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。公司产品得到广泛认可，并使得公司水泥产品享受一定的溢价。
- **09 年进入水泥产能高速扩张期。**截止 08 年底，公司拥有 7 条新型干法生产线，熟料和水泥设计产能分别达到 595 万吨和 800 万吨。通过成功收购通化特水和 09 年将先后有 3 条

熟料生产线和2个水泥粉磨站投产,分别增加熟料和水泥产能556万吨和380万吨至1151万吨和1180万吨,为水泥业务增长提供支撑。

- **CRH 合作将是水泥业务发展的催化剂。**公司联手全球水泥巨头 CRH 开拓东北水泥市场, 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整合提供资金支持;(2) CRH 在产业链一体化等方面的丰富经验, 将推动公司在混凝土制品等下游行业的拓展。
- **金融控股集团战略架构形成。**公司通过参控股方式持有多家金融公司股权:(1) 上市券商东北证券的第一大股东, 持股比例 30.71%;(2) 江海证券第二大股东, 持股比例 30.076%;(3) 增持受让吉林银行股权事宜完成后, 公司将持有吉林银行 9.86%的股权, 目前已获股东大会通过, 尚需监管层批准。在金融股权投资战略的稳步推进下, 未来公司将实现对券商、银行、基金、期货的参控股格局; 随着融资融券和股指期货等金融创新业务的推出, 这一战略布局有望促成公司业绩实现爆发式增长。
- **盈利预测与评级:** 预测公司2009-2010年EPS分别为1.19元和0.52元, 对应3月26日收盘价11.87元的动态市盈率分别为10倍和23倍; 考虑到基础设施建设加快对东北水泥需求的拉动, 公司对区域市场的整合预期, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 房地产业务和证券业务短期业绩面临不确定性。

图表1 亚泰集团主要市场P.042.5水泥价格(万元)



资料来源: 数字水泥网, 天相投资顾问有限公司

图表2 09年投产和在建水泥项目情况

项目	生产线情况	熟料产能 (万吨)	水泥产能 (万吨)	预计 投产时间	状态
双阳五期	5000t/d 生产线 + 80 万吨/年粉磨站	170	80	2009.2	投产
明城二期	5000t/d 生产线	170	-	2009.2	投产
哈水三期	4000t/d 生产线	136	-	2009.6	在建
龙潭粉磨站	100 万吨/年粉磨站	-	100	2009.3	在建
安达粉磨站	100 万吨/年粉磨站	-	100	2009.6	在建
双阳六期	5000t/d 生产线 + 80 万吨/年粉磨站	170	80	2010.2	在建
合计		646	360		

资料来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

图表3 亚泰集团盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	405,908	450,671	667,606	856,880
增长率	35.47%	11.03%	48.14%	28.35%
减：营业成本	304,345	336,571	493,267	637,949
毛利	101,562	114,099	174,339	218,931
增长率（%）	52.03%	12.34%	52.80%	25.58%
综合毛利率（%）	25.02%	25.32%	26.11%	25.55%
营业税金及附加	8,756	9,563	13,352	17,138
销售费用	22,273	29,839	40,666	49,586
管理费用	26,578	35,506	46,286	55,844
财务费用	30,019	29,394	32,812	47,577
期间费用率（%）	19.43%	21.02%	17.94%	17.86%
二、营业利润	45,767	28,634	170,666	65,984
三、利润总额	59,629	41,355	190,360	91,262
增长率（%）	369.19%	-30.65%	360.31%	-52.06%
减：所得税费用	4,996	6,491	27,697	12,880
四、净利润	54,609	34,863	162,663	78,382
归属于母公司所有者的净利润	53,593	32,960	150,199	65,366
增长率（%）	371.96%	-38.50%	355.70%	-56.48%
少数股东损益	1,016	1,903	12,464	13,016
摊薄每股收益(元)	0.42	0.26	1.19	0.52

资料来源：天相投资顾问有限公司

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