

亚泰集团（600881）：振兴东北有望步入“实质”阶段

增持（维持）

建材行业

2009年6月10日

联系人：天相能源与基础设施组、宏观金融房地产组

010-66045555

service@txsec.com

1. 前期推荐回顾

亚泰集团是天相建材行业2009年重点推荐股票，我们先后发布《亚泰集团（600881）：把握拐点与成长的投资机会》（从行业拐点和公司成长性角度挖掘投资价值，推荐时间：2008.12.16）、《亚泰集团（600881）：有望受益于金融股的复苏》（从参股券商角度分析投资机会，推荐时间：2009.2.5）、《亚泰集团（600881）：CRH将助推东北霸主地位》（从与CRH合作角度研判水泥业务发展机会，推荐时间：2009.2.20）等报告予以推荐。按复权价计算，自推荐以来该股2009年至今累计涨幅达102.67%。

2. 东北振兴拉动水泥需求

据《中国经济周刊》6月1日报道，从国家发改委东北振兴司获悉：近期，国务院将召开振兴东北地区等老工业基地领导小组会议，会议将研究老工业基地应对当前金融危机的办法，并将系统研究东北全面振兴的一系列政策措施。届时，该领导小组组长温家宝将亲自出席并主持会议，29个相关部委领导以及东北4省区政府主要负责人都将参会。据悉，这将是本届政府就任以来首次举行的振兴东北地区等老工业基地领导小组会议，对实现整个东北地区的全面振兴意义重大。

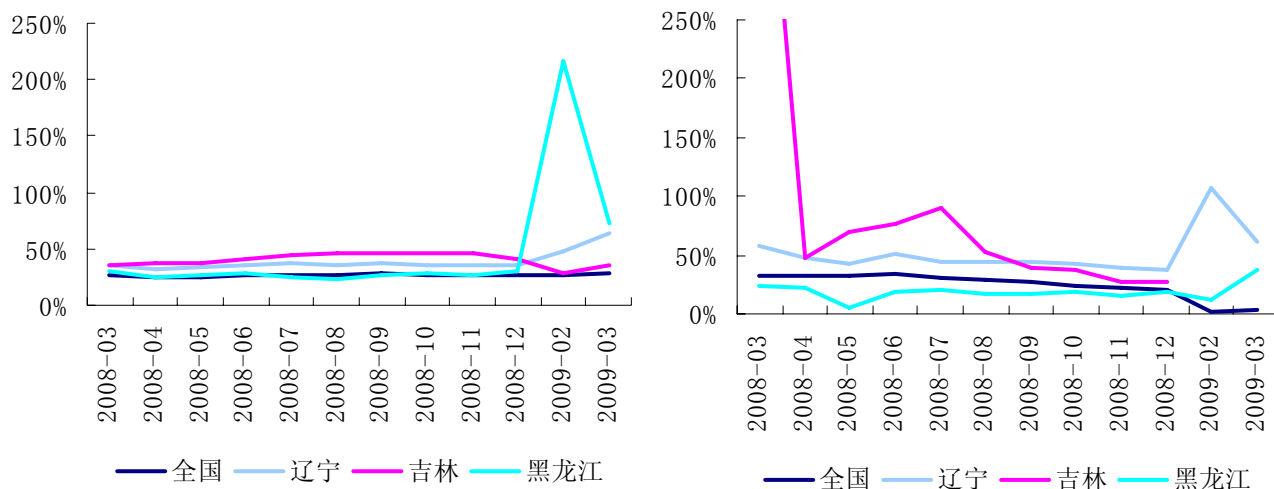
2009年3月20日-22日，温家宝总理调研东北地区，指示相关部门一定要研究出东北振兴的新政策，并强调这不是一般的研究，而是要认真研究。国家发改委东北振兴司司长文振富表示目前已经提出了促进东北地区等老工业基地经济平稳较快发展和全面振兴的政策措施，振兴东北老工业基地的工作将进入推进全面振兴的新阶段。届时大规模的固定资产投资和基建投资必将拉动当地的建材产品尤其是水泥的需求。

在国家发改委目前正在研究的东北老工业基地振兴新政策中，很大一部分是支持老工业基地优势产业集聚区建设。主要包括推动辽宁沿海经济带、沈阳经济区、哈大齐工业走廊、长吉图开发开放先导区等的加快发展。亚泰集团是东北水泥龙头，占据了吉黑两省的“长吉经济带”、“哈大齐经济带”的主要市场和辽宁省的部分市场，是东北振兴受益最大的水泥企业。

东北地区固定资产投资增速和房地产投资增速表现亮丽，2009年以来东北三省上述两项投资增速表现优于全国平均水平。随着东北振兴新政策的陆续推出和落实，投资增速有望持续保持强势增长。

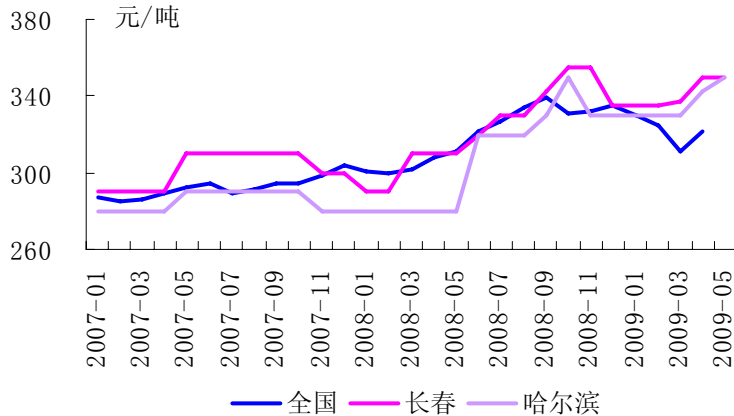
公司水泥主要市场P.O42.5水泥售价从2008年9月高点下滑以来一直保持坚挺，长春和哈尔滨最大跌幅分别为4.93%和5.71%，小于8.20%的全国平均最大跌幅。目前两地水泥售价已恢复至2008年最高水平，水泥业务盈利能力将得到提升。

图表 1 东北各省及全国固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 2 亚泰集团主要市场和全国 P.O42.5 水泥价格



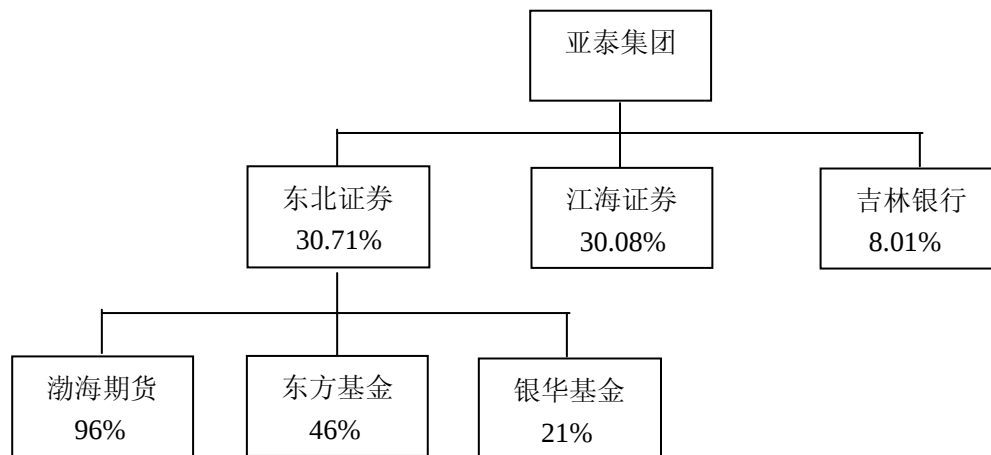
资料来源：数字水泥网，建材总网，天相投顾

3. 参股券商提升投资收益

近年来通过参控股的方式，公司持有多家金融公司股权，金融控股集团战略架构已初步形成。（1）公司是上市券商东北证券的第一大股东，持股比例30.71%；而东北证券又控股东方基金和渤海期货，参股银华基金。（2）公司持有江海证券增资扩股后注册资本的30.076%，为江海证券第二大股东。（3）2009年5月6日，吉林银行收到中国银监会吉林监管局关于公司参股吉林银行事宜的批复。公司受让长春市融兴经济发展有限公司、长春长泰热力经营有限公司、长春吉盛投资有限责任公司合计持有吉林银行3.21亿股权以及公司认购吉林银行增资扩股的2亿股股权事宜已获得批准。公司合计持有吉林银行5.21亿股股份，此次公司获批持有吉林银行股权占吉林银行总股本的8.01%。目前公司受让吉林亚泰生物药业股份有限公司持有的吉林

银行1.21亿股股权事宜仍在审批之中。一旦获得批复，持股比例将提升至9.86%

图表 3 亚泰集团参控股金融公司



资料来源：数字水泥网，建材总网，天相投顾

股市回暖将带动券商交易性金融资产增值，从而提升券商利润。在股市上涨的过程中，仓位重且权益类投资较多的券商将受益较多。2008年末，东北证券交易性金融资产中，全部为股票投资。2009年一季度，东北证券每股权益类投资水平明显大于其它券商，在股票市场上涨相同幅度的情况下，收益更多。

图表 4 2009 年一季度末上市券商每股权益类投资比较（根据 2008 年末投资比例推算）

	东北证券	宏源证券	西南证券	海通证券	太平洋
权益类投资 (元)/股	0.93	0.29	0.27	0.20	0.10
	长江证券	国元证券	国金证券	中信证券	平均
权益类投资 (元)/股	0.13	0.03	0.02	0.01	0.22

资料来源：公司年报、季报，天相投顾

股市成交活跃带动券商经纪业务利润率增加。券商经纪业务成本主要为固定成本，交易佣金覆盖成本后都转化为税前利润。东北证券净手续费率高于上市券商均值，在市场份额变动不大的情况下，受益较高。东北证券每股税前经纪业务毛利在上市券商中最高，显示了经纪业务的高杠杆。

图表 5 上市券商 2009 年一季度净手续费率（经纪业务净收入/代理成交金额）比较

	太平洋	东北证券	宏源证券	西南证券	海通证券
综合手续费率	0.1629%	0.1546%	0.1245%	0.1150%	0.1078%
	中信证券	国元证券	国金证券	长江证券	平均
综合手续费率	0.1065%	0.1010%	0.0829%	0.0811%	0.1108%

资料来源：公司季报、交易所数据，天相投顾

图表 6 上市券商 2009 年一季度每股税前经纪业务毛利比较

	东北证券	宏源证券	中信证券	海通证券	国元证券
每股税前经纪业务毛利 (元)	0.31	0.19	0.16	0.13	0.12
	长江证券	国金证券	太平洋	西南证券	平均
每股税前经纪业务毛利 (元)	0.10	0.06	0.04	0.03	0.13

资料来源：公司季报、交易所数据，天相投顾

二季度股市成交额较一季度继续提高，券商经纪业务收入或将再创新高。同时，随着股市上涨，券商自营业务收入也有望增加。创业板即将推出以及IPO即将重启，都对券商承销业务收入提高有利。做为持股券商概念股，公司投资收益有望提升。

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；随着创业板推出，融资融券业务和股指期货业务等金融创新业务的陆续推出，这一战略布局有望促成公司业绩实现爆发式增长。

4. 维持“增持”评级

公司持有东北证券30.71%股权，按当前总市值计算**每股贡献价值2.87元**。预计江海证券2009年贡献每股收益0.048元，参照上市券商30倍的动态PE水平，给予20倍PE计算**贡献每股价值0.96元**。吉林银行2008年底净资产为68.99亿元，假设2009年净资产增长率为15%，参照上市城商行2.63倍PB水平，给予1.8倍PB估值计算**贡献每股价值0.60元**。预计亚泰集团房地产业务2009年贡献每股收益0.020元，参照上市房地产公司25倍的动态PE水平，给予20倍PE计算**贡献每股价值0.50元**。预计公司水泥业务2009年贡献每股收益0.143元，按照天相水泥行业重点跟踪公司平均20倍PE计算**贡献每股价值2.86元**。预计公司其他业务（主要包括医药、商贸）2009年贡献每股收益0.047元，按照25倍PE计算**贡献每股价值1.18元**。综合判断公司价值为8.97元，较昨日收盘价7.45元有20.40%的溢价空间，维持“增持”评级。

图表 7 各分业务 EPS 贡献拆解

	2009E	2010E
水泥	0.143	0.201
房地产	0.020	0.032
其他	0.047	0.060
东北证券投资收益	0.108	0.119
江海证券投资收益	0.048	0.054
合计	0.366	0.466

资料来源：天相投顾

图表 8 亚泰集团盈利预测表（单位：万元）



	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	405,908	450,671	617,472	792,921
增长率	35.47%	11.03%	37.01%	28.41%
减：营业成本	304,345	336,571	453,673	578,898
毛利	101,562	114,099	163,799	214,023
增长率（%）	52.03%	12.34%	43.56%	30.66%
综合毛利率（%）	25.02%	25.32%	26.53%	26.99%
营业税金及附加	8,756	9,563	12,349	15,858
销售费用	22,273	29,839	38,839	48,877
管理费用	26,578	35,506	46,215	58,160
财务费用	30,019	29,394	30,959	39,681
期间费用率（%）	19.43%	21.02%	18.79%	18.50%
投资收益	32,863	15,085	37,793	41,981
资产减值损失	1,032	-3,752	1,753	2,251
二、营业利润	45,767	28,634	71,478	91,177
增长率（%）	-	-37.44%	149.63%	27.56%
加：营业外收入	14,660	14,218	19,775	24,377
减：营业外支出	799	1,497	2,186	2,334
三、利润总额	59,629	41,355	89,067	113,220
增长率（%）	369.19%	-30.65%	115.37%	27.12%
减：所得税费用	4,996	6,491	11,855	14,623
四、净利润	55,665	34,863	77,212	98,597
归属于母公司所有者的净利润	54,649	32,960	69,418	88,339
增长率（%）	381.26%	-39.69%	110.61%	27.26%
按最新股本摊薄每股收益	0.29	0.17	0.37	0.47

资料来源：公司年报、天相投顾

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：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100