

2009. 07. 22

更换车头，继续前行

——亚泰集团跟踪报告

唐笑

86-10-5836-2159

tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 公司各项业务均处于上升期
- 公司盈利将不再受制于参股券商

我们于近日赴公司调研，与管理层就未来公司发展进行了讨论

投资要点:

● 公司各项业务均处于上升期

公司主要业务包括参股金融、水泥制造、房地产等，各项业务均处于上升期。

公司参股东北证券、江海证券和吉林银行，我们预计东北证券上半年利润为 5 亿元，下半年保守假设为 2.5 亿元，全年实现利润 7.5 亿元，和江海证券一起，全年为亚泰集团贡献 3.5 亿元的投资收益。

公司水泥制造受益于区域内基建拉动，量价齐升，8-10 月份是公司水泥销售传统旺季，下半年水泥销售将代替参股券商将公司的盈利水平维持在高位。我们非常看好公司的水泥业务，预计 10 年水泥业务进一步做大，新建生产线投产以及市场整合将使公司的产销量和毛利率快速增长，因此，即使 10 年参股券商收益下降，水泥业务的利润将大幅上升，从而使公司利润稳中有升。

房地产销售情况较好，08 年公司实现房地产销售面积 6.19 万平米，我们预计 09 年全年可实现 11 万平米的销售面积，毛利率也同比上升。公司的房地产业务进入快速增长期。

资本市场不敢给亚泰以高倍估值，在于对其参股券商收益不稳定的忧虑，我们认为，随着其水泥制造、房地产等业务的盈利逐渐壮大，业绩不再受制于参股券商的收益（比如公司的煤炭销售已经开始产生丰厚利润），公司应该享受高倍估值。

● 投资建议

模型显示，公司 09-11 年 EPS 为 0.45（稀释每股收益为 0.39）、0.47、0.53 元，我们将目标价由 9.15 元上调为 11 元，维持“买入”评级。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	4,059	4,507	5,750	6,956	8,460
(+/-)%	35%	11%	28%	21%	22%
经营利润(EBIT)	440	392	682	912	1204
(+/-)%	154%	-11%	74%	34%	32%
净利润	536	330	734	881	1001
(+/-)%	372%	-38%	123%	20%	14%
每股净收益(元)	0.46	0.26	0.45	0.47	0.53
每股股利(元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11
利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售毛利率(%)	25.04%	25.32%	27.22%	28.19%	29.34%
ROE(%)	10.44%	6.06%	14.19%	14.38%	13.87%
ROIC(%)	4.41%	2.93%	6.37%	7.45%	8.02%
PE	21.69	38.44	22.29	21.56	18.98
PB	0.28	0.27	3.16	2.67	2.27
EV/EBITDA	6.24	7.76	16.06	12.02	8.92

评级:

买入

维持评级

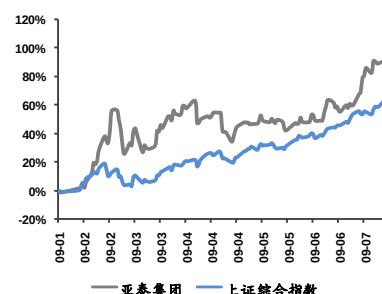
目标价格:

¥ 11.00

当前价格:

¥ 9.69

亚泰集团近半年来走势



公司简介

公司总部地处吉林长春，主要业务分为两块，一块是水泥制造，一块是参股金融。此外，还从事房地产开发销售、医药销售、商贸等多项业务。

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.04
2Q/2009	0.18
3Q/2009	0.16
4Q/2009	0.07

最近报告

《水泥和券商都能涨——亚泰集团内部投资建议书——渤海证券研究所》-----2009.6
《亚泰集团近况介绍——渤海证券研究所》-----2009.6
《水泥业务脱胎换骨，参股金融投资正酣——亚泰集团调研报告——渤海证券研究所》-----2009.7

三大表

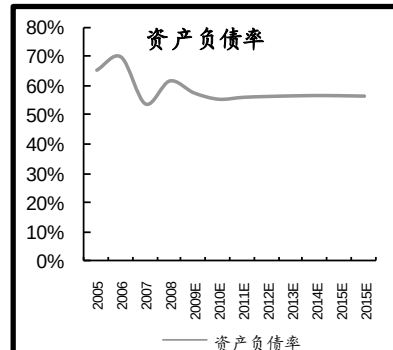
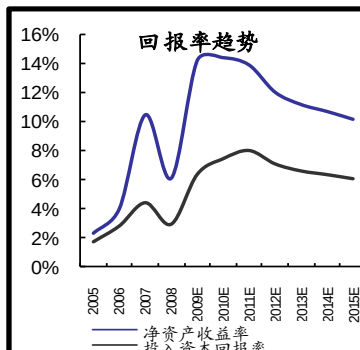
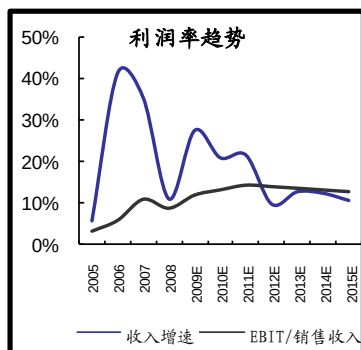
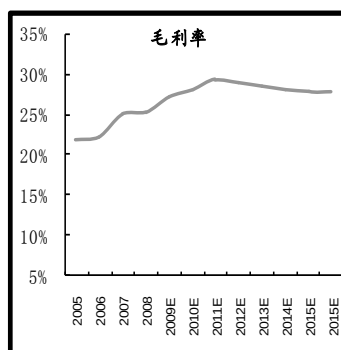
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1053	1468	1491	2900	5438	营业收入	4059	4507	5750	6956	8460
应收票据	17	19	23	28	34	营业成本	3043	3366	4185	4995	5978
应收账款	429	303	315	381	464	营业税金及附加	88	96	119	145	178
预付款项	1155	2184	2184	2184	2184	销售费用	223	298	345	417	508
其他应收款	700	295	377	456	554	管理费用	266	355	420	487	592
存货	1602	1940	172	205	246	财务费用	300	294	273	226	225
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	10	-38	0	0	0
长期股权投资	794	852	852	852	852	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	3632	5744	6365	6643	6732	投资收益	328	151	151	350	250
在建工程	600	861	1080	790	645	汇兑收益	0	0	46	0	0
工程物资	68	55	55	55	55	营业利润	457	286	805	1036	1230
无形资产	205	375	338	300	263	营业外收支净额	139	127	127	127	127
长期待摊费用	0	7	6	5	5	税前利润	596	414	932	1163	1357
资产总计	11098	14204	13260	14801	17472	减：所得税	50	65	140	209	271
短期借款	3242	3722	915	0	0	净利润	546	349	792	954	1085
						归属于母公司的净					
应付票据	449	1032	1032	1231	1473	利润	536	330	734	881	1001
应付账款	702	1040	1182	1411	1640	少数股东损益	10	19	58	72	84
预收款项	337	364	349	488	657	基本每股收益	0.46	0.26	0.45	0.47	0.53
应付职工薪酬	37	55	55	55	55	稀释每股收益	0.46	0.26	0.39	0.47	0.53
应交税费	-83	-70	-70	-70	-70	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	420	417	417	417	417	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	35.5%	11.0%	27.6%	21.0%	21.6%
长期借款	528	2036	2936	3836	4736	EBIT 增长率	154.2%	-11.0%	73.9%	33.8%	32.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	372.0%	-38.5%	122.8%	20.1%	13.6%
负债合计	5964	8764	7017	7605	9190	盈利性					
股东权益合计	5134	5440	5176	6129	7215	销售毛利率	25.0%	25.3%	27.2%	28.2%	29.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	13.2%	7.3%	12.8%	12.7%	11.8%
净利润	546	349	792	954	1085	ROE	10.4%	6.1%	14.2%	14.4%	13.9%
折旧与摊销	278	368	498	551	594	ROIC	4.41%	2.93%	6.37%	7.45%	8.02%
经营活动现金流	-246	800	3289	1800	2112	估值倍数					
投资活动现金流	-723	-1830	-1149	-150	-250	PE	21.7	38.4	22.3	21.6	19.0
融资活动现金流	1579	1445	-2117	-241	675	P/S	0.4	0.3	2.8	2.4	1.9
现金净变动	610	415	23	1409	2537	P/B	0.3	0.3	3.2	2.7	2.3
期初现金余额	443	1053	1468	1491	2900	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1053	1468	1491	2900	5438	EV/EBITDA	6.2	7.8	16.1	12.0	8.9

DCF—WACC 输出

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	39191	68161	91180	120418	128908	141352	154075	165219	183665	201598	201598
所得税	6152	10224	16412	24084	29649	35338	38519	41305	45916	50400	50400
NOPLAT	40335	33039	57937	74767	96334	99259	106014	115556	123914	137749	137749
营运资金净变动	-157406	13836	179256	38423	41284	45684	46136	54660	56577	63962	63962
资本支出	-235929	-130000	-50000	-50000	-50000	-50000	-50000	-50000	-50000	-50000	-50000
自由现金流	-152266	156957	118274	147045	158224	169041	190595	204298	228914	245000	245000

WACC	7.5%	Ke	8.8%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	51000.7	t	25%
企业价值	2180234.4	Rf	2%
非核心资产价值	234256.3	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	403335.37	Rf	8%
股权价值	1776899.0	D/A	24.1%
股本	163157.17	E/A	75.9%
每股价值	10.89072	Beta	0.79

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	11.73	12.18	12.72	13.37	14.16
	6.90%	10.97	11.34	11.78	12.29	12.91
	7.40%	10.31	10.62	10.97	11.39	11.88
	7.90%	9.73	9.98	10.28	10.62	11.01
	8.40%	9.21	9.42	9.67	9.95	10.28
	8.90%	8.74	8.92	9.13	9.37	9.64
	9.40%	8.32	8.48	8.65	8.85	9.08



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘差别在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：行业股票指数落后大盘 10%以上。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重点负责公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、亚泰集团、赛马实业、祁连山、金晶科技、南玻A、中国中铁、中国铁建、中国建筑、北新建材、东方雨虹、海螺型材、葛洲坝、中铁二局、中材国际等

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	IT 行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	电力设备行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808		
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn