

产业发展和金融投资的双轮驱动

谨慎推荐（维持）

亚泰集团（600881）调研简报

公司研究

2009 年 7 月 27 日

调研情况

■ 我们对亚泰集团调研，与董事长宋尚龙、董秘田奎武、各业务板块负责人等，就公司发展战略、各业务板块情况、区域格局等问题进行交流。

调研内容

■ **产业发展与金融投资，双轮驱动的战略构架。**以水泥、地产为核心进行相关多元化，向煤炭、水泥制品行业延伸；金融控股集团基本形成，未来将受益于区域经济与证券市场发展。

■ **水泥业务：**（1）受振兴东北、基建投资进程加快的影响，水泥需求旺盛，而供给压力不大。（2）09 年相继有 3 条生产线、2 个粉磨站新建项目投产；2 月收购通化特水 50.825% 股权后，未来公司的并购目标将集中在 50 万吨规模以上的企业，并以石灰石资源占有为重要目标。（3）向商混的延伸，在有效锁定水泥产品的销路的同时，将把握商混的市场机遇。

■ **金融股权投资：**东北证券拟采用次级债和配股融资两种方式以解决净资本规模不足的问题，有利于打开全新的业务空间，同时扩大承销、自营等传统业务的规模；江海证券在黑龙江地区拥有较大竞争优势，未来存在整合的想象空间；吉林银行是继徽商银行、江苏银行之后的第三家省级股份制银行，初步形成在全省的跨区域经营。

盈利预测与评级：预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.32 元、0.44 元、0.56 元，对应动态市盈率分别为 30 倍、22 倍、18 倍；同时考虑到水泥业务的整合预期、金融股权投资的高弹性，维持“谨慎推荐”评级。

不确定性：区域水泥市场整合进程、国家基建投资的进程、房地产市场启动、证券市场波动影响投资收益。

财务数据摘要：（百万元）

项 目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,507	6,406	8,789	11,294
Growth (%)	11.03%	42.15%	37.20%	28.50%
归属母公司净利润	330	614	838	1,055
Growth (%)	-38.50%	86.19%	36.58%	25.85%
每股收益（元）	0.26	0.32	0.44	0.56
P/E（倍）	37.56	30.26	22.15	17.60

分析师

徐永超 崔娟

Tel.: 010-59355747

Email: xuyc@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 1,894.73 百万股

流通股本： 1,771.56 百万股

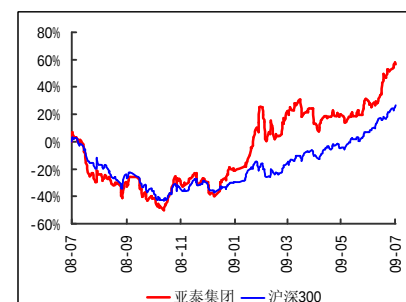
近 12 个月最高价： 12.44 元

近 12 个月最低价： 4.66 元

近 1 个月内涨幅： 23.02%

近 6 个月内涨幅： 97.44%

股价与沪深 300 指数对比



产业发展与金融投资，双轮驱动的战略构架。产业投资方面：以水泥、地产为核心进行相关多元化，向煤炭、水泥制品行业延伸，医药、商贸等业务则择机进行资产重组；金融投资方面：完成了对东北证券、江海证券的“一控一参”和吉林银行的参股，金融控股集团基本形成，未来将受益于区域经济与证券市场发展。

一、产业投资：水泥、地产为核心的相关多元化

在水泥、地产两业务发展的选择上，我们认同公司的发展思路：从原料来看，水泥的原料资源的独占性和市场占有率的不可复制性，决定了水泥业务发展的迫切性；相比较而言，水泥行业为劳动密集型、房地产为资金密集型，通过水泥业务的资金积累，预计未来公司将加大房地产的投资。

同时，龙煤集团在黑龙江煤炭市场处于强势地位，但国有企业在管理上存在一定的弊端；公司对煤炭业务的延伸，有助于保障煤炭供应，并缓解原燃料价格上涨的负面影响。

（一）水泥业务：区域供求关系良好、产能扩张与产业链一体化推进中

1、区域市场供求关系良好

受固定资产投资高增长拉动，水泥需求旺盛

根据规划十一五期间东北三省计划投资 69,500 亿元，是“十五”期间的 2.9 倍，年均投资增长率 20%以上。为落实国家 4 万亿投资政策，东北三省分别提出了 09 年固定资产投资计划：黑龙江省、吉林省、辽宁省计划投资额分别为 5,000 亿元、7,500 亿元、13,000 亿元，黑龙江省和辽宁省 GDP 增长率争取达到 11%以上，吉林省则争取达到 12%以上。受振兴东北老工业基地、基建投资进程加快的影响，预计未来区域固定资产投资将进一步加快，东北水泥市场未来三年将处于需求快速增长时期。

09 年上半年较高的投资增速很好地诠释这一观点。上半年东北地区累计完成城镇固定资产投资 7642 亿元，同比增长 46.5%，增速远高于全国平均水平 33.6%。其中，辽宁、吉林、黑龙江投资额同比增速分别为 47.5%、42.4%、51.0%。从重点建设工程来看，吉黑两省主要包括哈大铁路、长吉城际铁路、哈尔滨地铁、哈大齐客运专线等。

受大项目拉动，东北地区水泥市场需求旺盛。09 年 1-6 月，东北地区累计实现水泥产量 5611 万吨，同比增长 38.1%，其中辽宁、吉林、黑龙江三省同比增速分别为 10.0%、78.2%、34.1%；同期全国水泥产量同比增速为 14.9%。

区域内供给压力不大

09 年 1-4 月，东北地区累计完成水泥行业固定资产投资 15.33 亿元，同比增长 26.68%，增速远低于全国平均水平 91.72%；其中辽宁、吉林、黑龙江三省名义投资增速分别为 33.4%、18.6%和-5.8%。

2、新建与收购并举的产能扩张之路

09 年是公司募投项目集中投产的一年，将推动公司水泥产能快速提升。双阳五线 5000t/d、明城 5000t/d 水泥熟料生产线于 2 月份投产；龙潭年产 100 万吨水泥粉磨站于 4 月份投产；阿城 4000 t/d 水泥熟料生产线预计 8 月份投产；安达年产 100 万吨水泥粉磨站预计 9 月份投产。自建生产线方面，公司拟建设双阳六线 5000t/d，依托成熟的生产基地预计建设成本有下降；在图们建设 4000t/d 生产线，以打开对朝鲜、俄罗斯的出口市场，而目前因该地区无生产线致使运费吞噬利润。

08 年 5 月，收购农安电联；09 年 2 月，收购通化特水 50.825%股权；目前公司将加大对长春地区意向性水泥企业的兼并重组力度。未来公司的并购目标将集中在 50 万吨规模以上的企业，并以石灰石资源占有为重要目标，预计区域控制能力将进一步增强。

09 年上半年，公司水泥产量约 500 万吨；销售均价约 320 元/吨，同比提高 19 元/吨，略超出公司预期。7 月份公司进行提价，吨水泥价格提高 10 元；往年 7 月份因雨天较多处于传统淡季，而今年雨水对施工影响较小。预计随着 8-10 月份下半年旺季的来临，水泥价格仍具备上涨空间。而根据经验数据，8-10 月份水泥收入的全年占比在 40%左右，利润在 50%左右；我们对公司水泥业务的盈利情况表示乐观。

尽管上半年水泥价格同比提升，但在煤炭价格上涨下，毛利率出现小幅下滑。上半年煤炭价格到场价 615 元/吨，较去年同期 424 元/吨的煤炭价格涨幅较高。预计下半年水泥价格上涨而煤价保持不变，水泥毛利率将有所提升。

3、水泥产业链延伸：骨料-混凝土-水泥构件一体化

与 CRH 的合作为公司未来发展提供了资金和智力支持，我们在前期报告中反复强调了这一观点。其中重要的一点是，CRH 在水泥产业链一体化尤其是商品混凝土、水泥制品方面的经验值得公司借鉴。公司近期在商品混凝土业务的举措符合我们的预期，同时基于对大型水泥构件的需求预期，未来公司可能加快进入该领域的步伐。

根据公司计划，未来将投资 35 亿元，在长春、吉林、哈尔滨和沈阳等中心城市创建 5 个商品混凝土龙头企业，建立 3-5 个占地面积 30 万平方米以上的大型骨料基地。到 2015 年，亚泰集团商品混凝土（含砂浆）总产量将达到 3,000 万立方米，骨料总产量 3,000 万立方米，实现营业收入 100 亿元。5 月，公司拟以收购资产或股权的方式与金世纪商混进行合作，为实现公司商品混凝土发展规划提前做好准备。

商品混凝土的产品拓展，一方面可以有效锁定水泥产品的销路，预计 3000 万立方米商混需要水泥约 1000 万吨；另一方面通过涉足该领域以享受推行商混带来的市场机遇。

（二）地产业务：开发速度加快

亚泰地产是吉林省最大的房地产开发商，年开发能力近 40 万平方米，累计开发面积达到 300 万平方米。近年来，亚泰地产在长春市陆续完成了桃花苑、杏花苑、富苑、豪苑等项目。目前在建的地产业务项目樱花苑项目将于 7 月末全部竣工，南京先锋青年公寓项目预计 8 月份开始销售。随着桂花苑项目、松原项目的陆续开发，未

来三年公司的地产产业将保持良好的发展态势。

08年公司房地产销售面积为6.19万平方米，09年樱花苑和南京先锋青年公寓将是主要的业绩贡献项目，销售面积有望达到16万平方米。

二、金融投资：分享经济增长成果

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。

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。东北证券在吉林省内具有较强的垄断优势，佣金率 and 市场份额较为稳定，是市场向好的最大受益者之一。目前，东北证券拟发行次级债和配股融资双管齐下，将有效解决最大的发展瓶颈净资本规模不足的问题，将打开全新的业务空间，为获得企业债券承销、融资融券、直接投资等创新业务资格提供保障；同时利于扩大承销、自营等传统业务的规模。

江海证券完成增资扩股后，注册资本由原来的5.53亿元增至目前的13.63亿元，公司正式成为其第二大股东，持股比例为30.076%。江海证券在黑龙江地区拥有较大竞争优势，未来在东北证券的带动下，其客户服务能力等将有一定的提升；同时两家证券公司的未来整合的可能性，具有较大的想象空间。

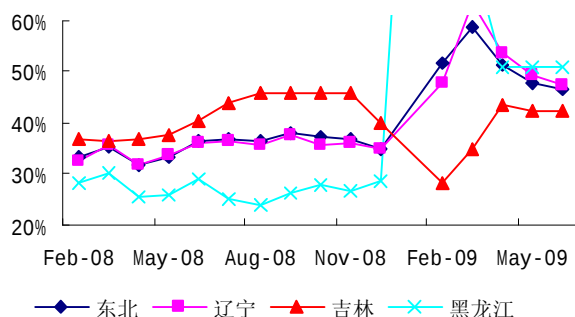
目前，公司持有吉林银行5.21亿股；受让亚泰生物药业持有的1.21亿股事宜，仍在审批之中。受让完成后，公司将合计持有吉林银行6.42亿股，占其增资后总股本的9.86%。吉林银行是继徽商银行、江苏银行之后的第三家省级股份制银行。08年，通过增资扩股，资本实力大幅增强；吸收合并通化、四平、白山、松原等四个地区城市信用社和设立延边、白城分行，09年4月完成了省内机构设置，初步形成在全省的跨区域经营。在战略布局的同时，吉林银行盈利能力快速提升。08年净利润5.3亿元，09年上半年净利润约4-5亿元。根据规划，预计在2011年达到上市要求。

三、盈利预测与评级

盈利预测与评级：预计公司09-11年EPS分别为0.32元、0.44元、0.56元，对应动态市盈率分别为30倍、22倍、18倍；同时考虑到水泥业务的整合预期、金融股权投资的高弹性，仍然维持“谨慎推荐”评级。

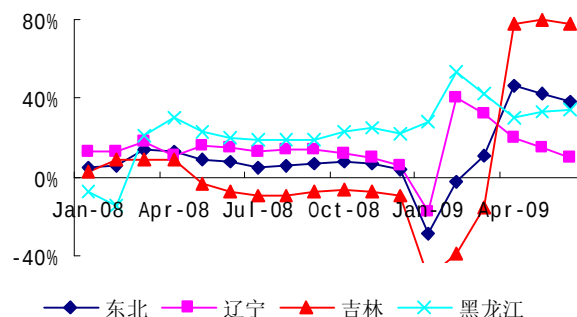
风险提示：区域水泥市场整合进程的不确定性、国家基础设施建设的执行力度与新增规模具有不确定性、房地产市场启动的时间与幅度、证券市场波动影响东北证券及江海证券业绩从而公司投资收益。

图表 1 东北地区城镇固定资产投资同比增速



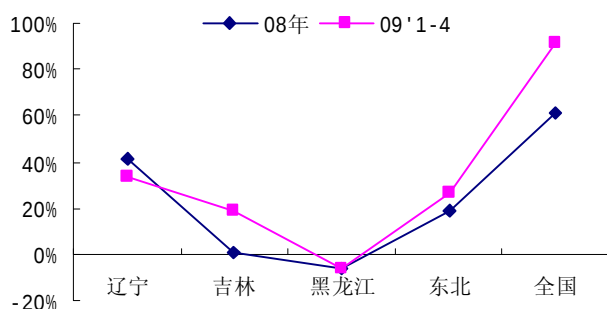
资料来源：国家统计局、民族证券

图表 2 东北地区水泥产量同比增速



资料来源：国家统计局、民族证券

图表 3 水泥行业固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网、民族证券

图表 4 分业务 EPS 分解

	09E	10E	11E
券商	0.14	0.15	0.18
水泥	0.11	0.16	0.19
地产	0.02	0.04	0.06
煤炭	0.03	0.05	0.05
其他	0.02	0.04	0.06
合计	0.32	0.44	0.54

资料来源：民族证券

图表 5 盈利预测 (万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	405,908	450,671	640,628	878,942	1,129,441
增长率	35.47%	11.03%	42.15%	37.20%	28.50%
减：营业成本	304,276	336,571	480,471	650,417	830,139
综合毛利率 (%)	25.04%	25.32%	25.00%	26.00%	26.50%
营业税金及附加	8,756	9,563	13,453	18,458	23,718
销售费用	22,273	29,839	39,719	54,494	70,025
管理费用	26,578	35,506	41,641	57,131	73,414
财务费用	30,019	29,394	35,235	48,342	62,119
期间费用率 (%)	19.43%	21.02%	18.20%	18.20%	18.20%
投资收益	32,770	15,085	30,394	36,360	41,765
二、营业利润	45,744	28,634	60,503	86,460	111,790
增长率 (%)	-	-37.40%	111.30%	42.90%	29.30%

加：营业外净收入	14,660	14,218	17,062	18,768	20,645
三、利润总额	59,605	41,355	77,564	105,227	132,433
增长率(%)	369.01%	-30.62%	87.56%	35.66%	25.85%
减：所得税费用	4,996	6,491	10,859	11,575	14,568
四、净利润	54,609	34,863	66,705	93,652	117,866
归属于母公司所有者的净利润	53,593	32,960	61,369	83,819	105,490
增长率(%)	371.96%	-38.50%	86.19%	36.58%	25.85%
少数股东损益	1,016	1,903	5,336	9,833	12,376
每股收益	0.42	0.26	0.32	0.44	0.56

资料来源：民族证券

图表 6 吉黑两省 08 年新型干法熟料产能

省份	集团	企业名称	生产线	生产线地点	设计产能 (t/d)	年熟料产能 (万吨)		
						生产线	企业	集团
吉林	亚泰	吉林亚泰水泥有限公司	一线	长春双阳	2000	62	434	781
			二线		2000	62		
			三线		2500	78		
			四线		2500	78		
			五线		5000	155		
	冀东	吉林亚泰明城水泥公司	一线	吉林市明城	5000	155	310	217
			二线		5000	155		
		吉林通化特种水泥公司		通化	1200	37	37	
	金刚	辽源金刚水泥有限公司	一线	辽源	5000	155	310	465
			二线		5000	155		
黑龙江	亚泰	哈尔滨水泥厂	一线	哈尔滨	1000	31.00	108.50	108.50
			二线		2500	77.50		
	鸿基	佳木斯鸿基水泥集团公司		佳木斯桦南	2500	77.50	77.50	77.50
	金隅	河北太行兴隆水泥有限公司		哈尔滨	1200	37.20	37.20	37.20

资料来源：数字水泥网、民族证券

图表 7 公司地产项目情况

项目名称	所在地	描述	备注
樱花苑	长春	占地14.7万平方米，规划建筑面积28.63万平方米	7月末全部竣工
先锋青年公寓	南京	占地3.2万平方米，规划建筑面积4.95万平方米	8月份开始销售
桂花苑	长春	占地15.9万平方米，规划建筑面积25万平方米	
松原项目	松原	占地24万平方米，规划建筑面积33万平方米	

资料来源：公司公告、民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	—
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn