

分析师： 苏雪晶 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

联系人： 邹戈 (8621) 68751757 zouge@cjsc.com.cn

双轮驱动带来的高增长——亚泰集团调研点评

事件描述

近期我们调研了亚泰集团，与公司董秘等就公司近期发展状况，公司所在区域水泥市场态势以及公司未来发展战略进行了交流。

事件评论

公司业绩弹性之一：水泥业务持续向好

08年公司水泥业务贡献的收入占比67%，贡献的净利润占比44%，水泥业务是公司最重要的业务。我们认为：公司水泥业务未来3年将引来产品价格和盈利能力双双提升的局面。

产品价格上涨来自区域供需情况向好

需求旺盛

- ✓ 东北三省水泥需求约有一半来自基建；在振兴东北工业基地和国家4万亿投资的推动下，2009年东三省GDP增速计划都在12%以上，东北三省上半年固定资产投资增速高达46.53%，而水泥上半年产量增速达到27.35%；
- ✓ 未来的基建和城市农村建设至少能维持3-4年高增长：从目前待建项目来看，吉林-图们快速铁路（300公里）、靖宇-松江河铁路（100公里）、哈尔滨-齐齐哈尔客运专线（280公里）、哈大铁路西客站（30亿）、辽源-双阳铁路、松原-陶赖昭铁路等大项目，机场4-6个，另外还有风力发电基地（100亿），这些大型项目将保障未来3-4年的高增长。

供给有限

- ✓ 吉林和黑龙江目前除了公司以外没有在建熟料生产线；金刚在建的两条线（2*4000t/d）、宾州水泥在建的一条线（1*5000t/d）由于资金和石灰石资源缺乏均已经停滞；公司在吉林未来有3条生产线投产（合计熟料产能370万吨），在黑龙江有2条线投产（合计熟料产能250万吨），新增供给压力小；
- ✓ 只有公司建线、其他公司不建线的原因：东北三省石灰石资源比较贫乏，其他企业因为缺乏石灰石资源无法建线；而公司在吉林和黑龙江拥有的石灰石储量约25亿吨，占到两省总储量的70%，稀缺资源的排他性占有使得公司具备独特的优势。
- ✓ 落后产能比例很小：主要原因是东北的基建需求占比较大，落后小产能不能满足市场的需要，被市场淘汰。

区域具备独立性：辽宁省虽然产能较多，但主要集中在中部和南部，从沈阳到长春的运费大概为70-80元/吨，在目前

价差水平下（5-10 元/吨），辽宁的水泥对吉林影响不大。

供需偏紧目前已有体现：从全行业来看，东北地区 07-09 价格逐年提升，5 月以后长春和哈尔滨市场价格不断提升，公司目前出货量在 4.5-5 万吨/天，而公司最大日产能约 3.5 万吨/天，缺口靠冬储的水泥弥补；而从季节分布来看，7 月份仍处在相对淡季，随着 8-10 月全年最旺的季节到来，提价空间仍然较大。

盈利能力提升来自公司价格掌控能力和成本控制能力的加强

价格掌控能力的加强

✓ 从产能来看，公司目前是东北地区产能最大的企业，其产能远高于其他企业，随着未来 2 年新增产能的投产，亚泰在吉林和黑龙江两省的产能地位将进一步提高；公司除了新建生产线以外，还将持续整合收购区域内水泥企业，通过做减法提高市场份额，将使得区域控制力进一步加强。

表 1：亚泰在吉林和黑龙江的产能地位逐年提升（不考虑未来可能的并购重组）

	2008 年	占比	2009 年	占比	2010 年	占比
吉林						
亚泰	471.2	34%	781.2	46%	1150.2	56%
冀东	217	16%	217	13%	217	11%
金刚	465	34%	465	28%	465	23%
合计	1379.5	100%	1689.5	100%	2058.5	100%
黑龙江						
亚泰	108.5	12%	232.5	23%	356.5	32%
宾州	155	18%	155	16%	155	14%
合计	871.1	100%	995.1	100%	1119.1	100%

资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

✓ 从销售来看，公司有三个销售大区：吉林大区、长春大区、黑龙江大区（哈尔滨、大庆），均地处两省经济最发达、需求旺盛的中心地区。其中，吉林地区，公司占比约 45%，冀东占比约 40%，市场上基本上被这两家控制，比较稳定；长春地区，目前公司在长春市的占比达到 73%，金刚水泥由于缺乏石灰石资源无法扩张，其市场影响力越来越小，公司接下来将着手收购整合长春市场，进一步提高其价格控制力；黑龙江地区，公司主要竞争对手宾州、游龙、蒙西水泥，其中宾州水泥的主业不是水泥业务，只有 1 条线，未来合作整合的可能性较大，游龙水泥用的是亚泰的熟料，对公司威胁不大，蒙西水泥也缺乏熟料，熟料运费过高导致其水泥生产成本低，市场竞争有力有限。

成本控制能力的加强

我们比较亚泰、海螺和祁连山的经营数据，可以明显看出，公司的盈利水平要低于同行，且其主要原因在于成本大大高于同行。公司成本较高，原因有二：一是公司为了更快的壮大自己，前期主要通过并购重组扩大产能，以前收购的资产质量比较差，而且并购成本较高；二是公司对成本控制力度不够。

表 2：亚泰和海螺、祁连山经营数据比较

	2007			2008		
	亚泰	海螺	祁连山	亚泰	海螺	祁连山
吨收入	244	214	194	316	234	274
吨成本	188	147	142	248	176	168
毛利率	23%	32%	27%	21%	25%	39%
吨毛利	56	67	52	68	59	106
吨净利	11	31	-	16	26	35

资料来源：公司公告，长江证券研究部

未来公司成本控制能力将得到提升：第一，前期并购的资产基本上消化完毕，公司目前产能扩张是通过自建生产线和有选择的收购资产质量较好的企业，整体资产质量不断提升；第二，公司成立专门的物资采购公司，进行集中采购，能减少采购成本；第三，之前东北的煤炭基本上被龙煤集团一家垄断，目前市场上有龙煤、沈煤两家大型煤炭公司竞争，而且公司拥有全资的双鸭山亚泰煤业公司，可以解决亚泰水泥 1/3 的煤炭需求；第四，外资 CRH 进入后将提升公司管理能力，降低公司的三大费用率（华新水泥三的费用率由 1999 年 Holcim 进入时的 27%降低到现在的 12%）

我们认为随着公司的价格掌控能力和成本控制力度的加强，公司的盈利能力将不断得到提升；我们预计 09 年公司产量有望达到 1200 万吨，从上半年区域市场来看，公司产品价格上涨幅度超过煤炭成本的涨幅，09 年水泥贡献 EPS 有望达到 0.16 元。

表 3：09 年亚泰水泥业绩弹性测算（相比去年价格增减变化；假设吨费用和吨折旧保持不变）

EPS	煤炭价格	-50	0	+50	+100	+150
水泥价格	+5	0.193	0.149	0.105	0.061	0.017
	+10	0.225	0.181	0.136	0.092	0.048
	+15	0.256	0.212	0.168	0.124	0.080
	+20	0.288	0.243	0.199	0.155	0.111
	+25	0.319	0.275	0.231	0.187	0.142

资料来源：长江证券研究部

我们认为公司所在区域、公司产能地位和祁连山比较相似，我们比照祁连山过往的盈利水平预测公司 2010 年的业绩，水泥贡献 EPS 有望达到 0.26 元。

表 4：比照祁连山 08 年的盈利水平预测亚泰 2010 水泥业绩

吨净利	20	25	30	35（祁连山 08 年）
EPS	0.174	0.218	0.261	0.305

资料来源：数字水泥网，长江证券研究部

公司业绩弹性之二：金融业务大幅增长

08 年公司金融业务贡献的净利润占比 43%，公司也明确了产业+金融的发展战略。我们认为：09 年公司的金融业务将迎来爆发式的增长。

公司目前持有东北证券 30.17%，07、08 年为公司贡献了可观的投资收益：07 年东北证券净利润 11.14 亿，公司获得投资收益 3.36 亿，贡献 EPS0.29 元；08 年东北证券净利润 4.10 亿，公司获得投资收益 0.93 亿，贡献 EPS0.07 元；受券商 09 年交易量回暖影响，东北证券上半年净利润约为 4.67 亿，预计全年净利润可达 8 亿，折合投资收益 2.41 亿。

公司持有江海证券 30.08%的股权，投资收益自 09 年 3 月份起开始计算，预计江海证券上半年净利润约为 1.2 亿，全年净利润约为 2 亿，折合投资收益 0.50 亿。

公司目前持有吉林银行 9.86%的股权，截至到 08 年 12 月 31 日，吉林银行净资产为 68.99 亿元，每股净资产 1.30 元，净利润 5.32 亿元。公司采用成本法计量，预计 09 年的投资收益为 0。

综合来看，预计 09 年公司金融业务可获得投资收益约 2.91 亿，贡献 EPS0.18 元。

预计 10 年东北证券和江海证券业绩都下滑 50%，预计 10 年公司金融业务可获得投资收益约 2.11 亿，贡献 EPS0.11 元。

表 5：09 年亚泰参股金融业绩弹性测算

EPS	江海证券(亿)	1.50	1.75	2	2.25	2.50
东北证券(亿)	6	0.17	0.18	0.18	0.19	0.19

7	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22
8	0.22	0.23	0.23	0.24	0.24
9	0.24	0.25	0.25	0.26	0.26
10	0.27	0.27	0.28	0.28	0.29

资料来源：长江证券研究部

房地产和其他业务稳步增长

吉林房地产市场以刚性需求为主，波动较小，一直保持稳定增长；以销售价格为例，07 年市场销售均价约为 3900 元/平米，08 年提高到 4900 元/平米，09 年上半年约为 5300 元/平米，价格稳步提升；目前公司土地储备充足，在建的地产项目有亚泰樱花苑、亚泰桂花苑、南京先锋青年公寓项目、松原项目；预计未来 3 年公司的地产业务能保持稳步增长，预计 09、10 年能贡献 EPS0.05、0.07 元。

公司的双鸭山煤矿去年产煤 38 万吨，预计今年产煤能达到 80 万吨左右，公司其他业务预计 09、10 年能贡献 EPS0.06、0.08 元。

公司业绩长期增长点

长期来看，我们认为公司业绩增长点来自：

- ✓ **建材上下游产业链一体化：**公司在发展上游煤炭的同时，加快水泥下游商砼的建立，计划在长春、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，并建立 3-5 个占地面积 30 万平方米以上的大型骨料基地。规划到 2015 年达到 3000 万立方米的商砼产量（对应水泥 1000 万吨），3000 万立方的骨料产量，年营业收入 100 亿，使最后水泥与商砼的产能比重大概达到 2-3: 1。我们认为，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，这将有利于公司在混凝土制品等下游产品中的拓展，通过水泥产业一体化的协同效应，将会进一步提高亚泰集团整体盈利能力。
- ✓ **吉林银行上市：**吉林银行是东三省最大的城商行，目前资产规模和盈利能力也已跻身全国城商行前列，08 年吉林银行加快整合，目的是希望快速建设成为具有一定规模和影响力的区域性上市银行，有望用三年左右的时间实现上市目标。以此推算，根据计划 2011 年吉林银行或将上市，将为公司带来丰厚的获利空间。
- ✓ **医药和商贸业务资产证券化：**公司的医药和商贸业务寻求资产证券化，在创业板上市，也将为公司带来丰厚的获利空间。

盈利预测和估值

核心假设及估值结果

根据公司 2008 年报披露以及我们对公司的分析，对未来做如下假设：

- ◇ 预期 09~11 年公司水泥和熟料产量分别为 1200 万吨、1650 万吨和 2000 万吨；09-11 年销售均价 335 元/吨、350 元/吨、360 元/吨；
- ◇ 预期今年房地产销售面积达到 12 万平米，销售均价 5500 元/平米；
- ◇ 预期东北证券 09 年业绩约 8 亿元，10 业绩 4 亿元；江海证券 09 年业绩 2 亿元，10 年业绩 1 亿元；公司 09 年投资收益 2.91 亿元，10 年 2.11 亿元；
- ◇ 公司 09 年汇兑收益 4607 万；公司继续享受增值税退税政策；

首次“推荐”评级

我们对亚泰集团进行盈利预测，预计 2009~2011 年 EPS 分别为 0.418, 0.532 和 0.651 元，对应 PE 分别为 24.98、19.62 和 16.04；按照分业务盈利预测，预计 2009、2010 年 EPS 分别为 0.45, 0.52 元，对应 PE 分别为 23.20、20.08；鉴于公司目前良好的业绩弹性和长期成长性，我们给予其、10 年 25 倍 PE，对应股价 13.3，给与“推荐”的投资评级。

风险提示

- ✓ 基建投资增速的下滑带来区域需求低于预期或是外地投资者进入吉林、黑龙江，带来区域市场竞争加剧；
- ✓ 股票市场出现趋势性逆转，带来券商类公司业绩急剧下滑；
- ✓ 区域房地产市场低迷；

附表：公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4507	6071	8520	#####	货币资金	1468	607	852	1028
营业成本	3366	4394	6097	7361	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1141	1677	2423	2917	应收账款	598	775	1087	1312
% 营业收入	25.3%	27.6%	28.4%	#####	存货	1940	2337	3242	3914
营业税金及附加	96	129	181	218	预付账款	2184	2849	3952	4771
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	298	364	469	565	流动资产合计	6209	6594	9198	11097
% 营业收入	6.6%	6.0%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	2	2	2	2
管理费用	355	425	511	617	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	7.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	852	1143	1324	1524
财务费用	294	313	375	383	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	6.5%	5.2%	4.4%	3.7%	固定资产合计	8455	9729	9584	10207
资产减值损失	-38	5	9	6	无形资产	375	556	730	799
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	52	52	52	52
投资收益	151	291	211	200	递延所得税资产	48	1	1	1
营业利润	286	732	1089	1328	其他非流动资产	-1788	-1788	-1788	-1788
% 营业收入	6.4%	12.1%	12.8%	#####	资产总计	14204	16288	19104	21893
营业外收支	127	161	231	288	短期贷款	3772	4037	4166	4455
利润总额	414	893	1320	1616	应付款项	2072	2690	3732	4505
% 营业收入	9.2%	14.7%	15.5%	#####	预收账款	364	486	682	822
所得税费用	65	140	207	254	应付职工薪酬	55	72	100	121
净利润	349	753	1113	1362	应交税费	-70	108	213	259
归属于母公司所有者的净利润	329.6	681.2	1007.3	1232.9	其他流动负债	422	556	759	916
少数股东损益	19	71	106	129	流动负债合计	6615	7948	9651	11079
EPS（元/股）	0.26	0.42	0.53	0.65	长期借款	2036	2036	2036	2036
现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	800	1048	986	1472	递延所得税负债	3	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	111	111	111	111
收回现金	1	0	0	0	负债合计	8764	10095	11798	13225
长期股权投资	25	0	0	0	归属于母公司	5333	6014	7021	8254
无形资产投资	0	-200	-200	-100	所有者权益				
固定资产投资	-1287	-1661	-295	-1103	少数股东权益	107	179	284	414
其他	-567	0	0	0	股东权益	5440	6193	7306	8668
投资活动现金流净额	-1830	-1861	-495	-1203	负债及股东权益	14204	16288	19104	21893
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.261	0.418	0.532	0.651
银行贷款增加（减少）	2126	265	129	289	BVPS	4.22	4.76	5.56	6.53
筹资成本	369	-313	-375	-383	PE	40.01	25.00	19.64	16.04
其他	-1050	0	0	0	PEG	0.72	0.45	0.36	0.29
筹资活动现金流净额	1445	-48	-246	-94	PB	2.47	2.19	1.88	1.60
现金净流量	415	-860	245	176	EV/EBITDA	22.59	15.51	11.59	10.12
					ROE	6.2%	11.3%	14.3%	14.9%

资料来源：长江证券研究所

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。