

亚泰集团（600881）：产业发展、金融投资双轮驱动 增持（维持）

建材行业/水泥

当前股价：7.90 元

报告日期：2009 年 8 月 26 日

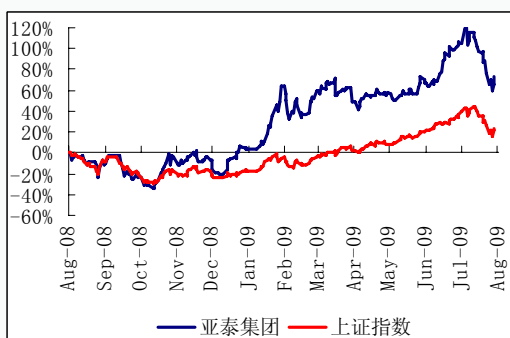
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4059	4507	6211	8324
(+/-)	35.5%	11.0%	37.8%	34.0%
营业利润	458	286	749	985
(+/-)	-	-37.4%	161.6%	31.5%
归属于母公司 的净利润	546	330	720	952
(+/-)	381.3%	-39.7%	118.5%	32.2%
每股收益（元）	0.29	0.17	0.38	0.50
市盈率（倍）	27	45	21	16

公司基本情况（2009 年 8 月 25 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	189,473/177,156
流通市值（亿元）	149.68
每股净资产（元）	4.04
资产负债率（%）	77.94

股价表现（最近一年）



联系人一天相建筑建材组

010-66045546 liujm@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

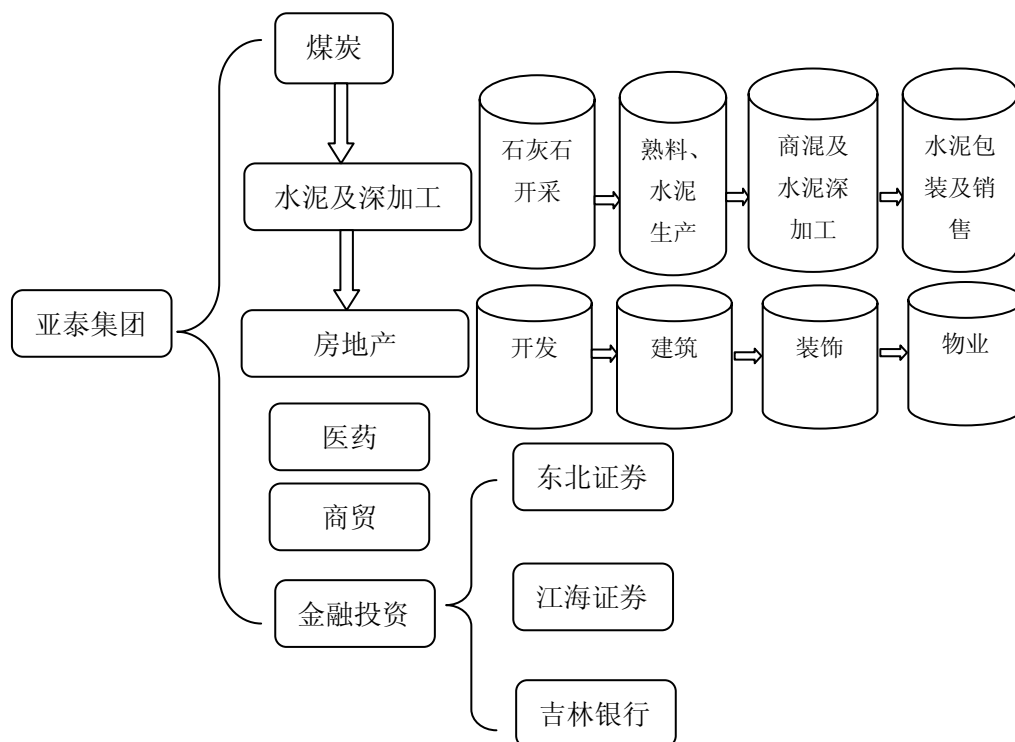
- 区域市场水泥供需状况良好，公司自建、收购并举、产能快速扩张；
- 房地产土地储备丰厚，新项目陆续开工，发展空间广阔；
- 金融股权投资关注旗下券商整合，吉林银行上市进程，对非银行金融机构的投资动作。

投资要点：

- **水泥及下游深加工业务。**（1）受东北振兴、基建投资加快拉动，水泥需求旺盛；而无论从水泥行业投资增速和新建生产线角度，水泥供给压力不大。（2）公司募投“三线两磨”项目于 2009 年相继投产，适逢其时。公司区域整合也进行的如火如荼，除刚刚公告的新时代水泥外，对其它意向并购水泥企业也在考察和洽谈中。预计 2009 年全年水泥销售量为 1200 万吨，同比增加近 50%，2010 年还能实现 30% 左右的销售增量。（3）骨料、商混全部达产后可消费水泥 1000 万吨；发挥产业链协同效应；同时也创造了新的利润增长点。
- **地产业务。**公司土地储备丰富，未来将加快在天津等外埠地区地产项目的建设进度。公司预计今明两年地产结算面积分别为 10 万平米和 15 万平米，未来发展空间巨大。
- **金融股权投资。**未来东北证券和江海证券的整合存在可能，吉林银行的上市工作也在积极推进中。公司还将进一步探索对非银行金融机构的投资，使公司在金融领域的投入和发展实现更大的突破。
- **其他业务。**公司 2009 和 2010 年煤炭产销量预计为 74 万吨和 100 万吨，自给率分别达到 1/3 和 1/2，预计未来自给率将稳定在 60% 以上。对于医药、商贸产业，公司将根据产业发展前景、比较优势和盈利能力，探讨 IPO、资产证券化、资产变现等多种方式，逐步对产业结构进行动态调整。
- **维持“增持”评级。**预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.38 元和 0.50 元，对应最新收盘价 7.90 元的动态 PE 分别为 21 倍和 16 倍。按照分业务测算，公司估值应为 10.80 元，较现价有 30% 以上的空间，维持“增持”评级。

产业发展、金融投资双轮驱动。产业发展：亚泰集团涉足水泥、房地产、煤炭、医药、商贸 5 个产业，以水泥和房地产为主业向水泥上游煤炭、下游水泥制品业拓展，完成煤炭-水泥-水泥制品-房地产一体化产业链布局。医药、商贸业务将择机重组。金融投资：实现对东北证券和江海证券的“一参一控”并探讨两家券商的整合工作，参股吉林银行并积极推进上市工作。

图表 1：公司业务构成



资料来源：天相投资顾问有限公司整理

1. 水泥：区域需求旺盛、水泥深加工推进中

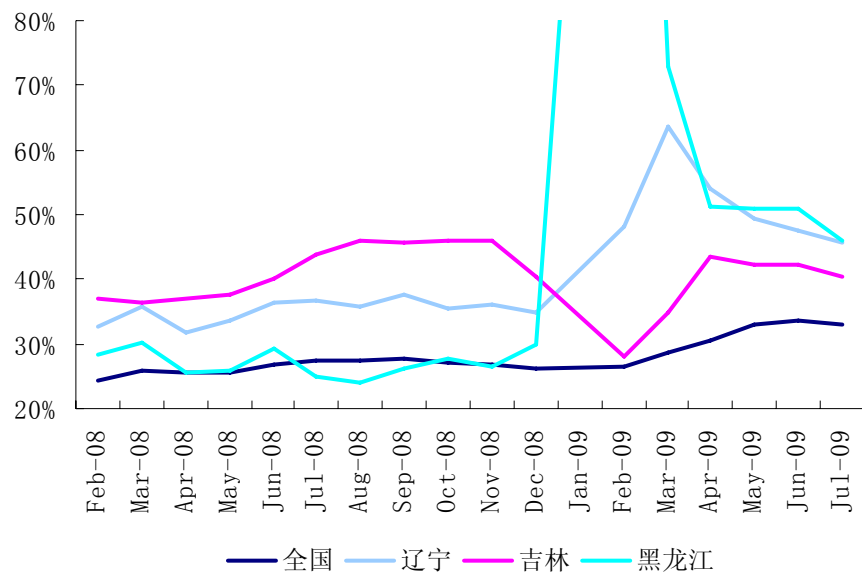
1.1 受益东北振兴、区域需求旺盛

根据国家“十一五”规划，“十一五”期间东北三省计划投资 69500 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 2009 年固定资产投资计划，通过高投资拉动经济快速增长：黑龙江省、吉林省、辽宁省 2009 年的固定资产投资额分别计划达到 5000 亿元、7500 亿元、13000 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。

东北三省城镇固定资产投资保持高速增长，1-7 月，辽宁、吉林、黑龙江城镇固定资产投资增速分别为 45.6%、40.3%和 46.1%，高于 32.9%的同期全国水平。



图表 2：东北三省及全国 FAI 累计完成额增速



资料来源：国家统计局、天相投资顾问有限公司

2009年8月17日，国务院总理、国务院振兴东北地区等老工业基地领导小组组长温家宝主持召开领导小组会议，讨论并原则通过《关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》。会议要求进一步加强基础设施建设，为东北地区全面振兴创造条件。重点推进一批能源、交通、水利项目建设。加快客运专线、煤运专线、沿海疏港等铁路建设。加大对黑龙江、吉林和蒙东地区高速公路和“村村通”公路投资力度。统筹抓好干线和支线机场建设。开工建设一批骨干枢纽和重点水源工程。支持发展东北高寒地区热电联产项目，加快城市集中供热管网改造。进一步加强农村基础设施建设。

在振兴东北的背景下，一大批重点工程即将开工建设。哈大齐铁路获得批复，8月末开始工程招标，吉林-图们铁路9月末招标。哈大铁路配套工程长春西客站、哈尔滨西客站、大庆客运站下半年即将开工，哈尔滨-佳木斯铁路、哈尔滨-牡丹江铁路将于明年开工。重大工程建设周期较长，其陆续开工建设将保证未来几年对水泥的旺盛需求。公司水泥质量稳定且保供能力强，重大工程招标具备优势地位，水泥销量的40-45%为供应重大工程客户。

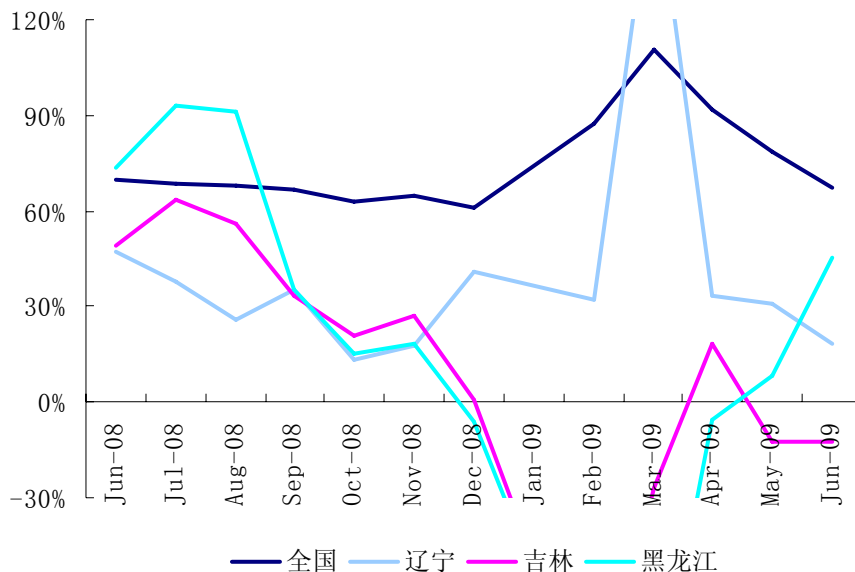
1.2 区域供给压力小

水泥行业投资角度：近一年来，东北地区水泥行业固定资产投资增速低于全国水平。2009年1-6月辽宁、吉林和黑龙江水泥行业固定资产投资增速分别为-12.5%、18.5%和45.6%，远低于67.1%的全国平均水平。

水泥生产线建设角度：吉林省内除公司外暂无其他生产线在建，黑龙江省目前在建生产线除公司一条外，仅有佳木斯鸿基的双鸭山5000t/d、宾州水泥哈尔滨的5000t/d两条生产线，产能投放压力较小。



图表 3：东北三省及全国水泥行业固定资产投资增速



资料来源：数字水泥网、天相投资顾问有限公司

1.3 产能快速扩张

公司募投的“三线两磨”项目于 2009 年集中投放，新增熟料产能 340 万吨，同比提升 50%以上，产能释放恰逢其时。公司上半年销售水泥近 500 万吨，水泥均价同比高 20 元/吨，熟料价格同比高 30-40 元/吨。7-10 月为公司的传统水泥旺季，水泥利润占全年利润的 60%。公司 7 月份水泥销量同比增加 40 多万吨至 127 万吨，价格同比增加 30 元/吨，下半年至少还有 20 元/吨左右的提价空间。目前下游客户需要排队购买水泥，公司整体库存不足正常库存水平 100 万吨的 30%，部分水泥厂甚至接近零库存，公司为保证对重大工程的供应开始控制出货。公司预计 2009 年全年水泥销售量为 1100 万吨，含通化特水为 1200 万吨，同比增加近 50%，预计 2010 年还能实现 30%左右的销售增量。

公司的区域整合也进行的如火如荼，除刚刚公告的新时代水泥外，对其它意向并购水泥企业也在考察和洽谈中。存量整合将配合增量新建，和平瓦解竞争对手，提高市场份额和区域控制能力，进一步提升产业盈利能力。

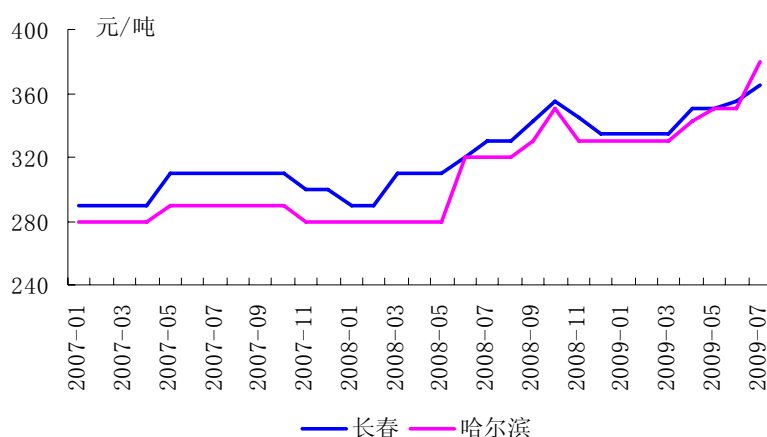
图表 4：公司熟料生产线及产能

2008	项目	生产线	熟料产能（万吨）	
	双阳一至四期	2*2000t/d+2*2500t/d	360	
	明城一期	5000t/d	170	
	哈尔滨	1000t/d+2500t/d	120	
	合计		650	
2009	项目	生产线	熟料产能（万吨）	投产时间
	双阳五期	5000t/d	170	2 月
	明城二期	5000t/d	170	2 月
	新增合计		340	

	合计		990	
	阿城	4000t/d		
2010	项目	生产线	熟料产能（万吨）	投产时间
	双阳六期	5000t/d	170	三季度
	图们	4000t/d	140	规划年底
	新增合计		310	
	合计		1300	

资料来源：天相投资顾问有限公司整理

图表 5：亚泰集团主要市场 P. 042. 5 水泥价格



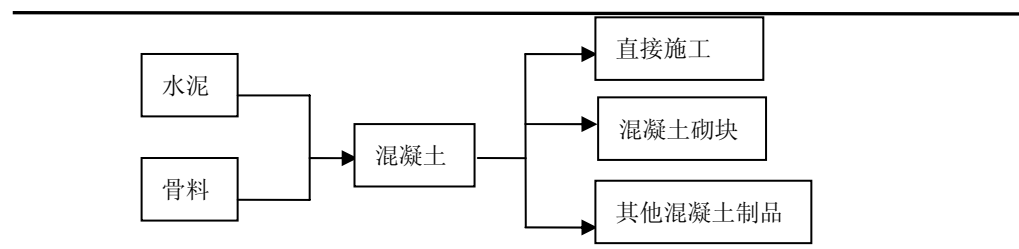
资料来源：数字水泥网、天相投资顾问有限公司

2. 商混及水泥制品：延伸水泥下游产业链

公司拟斥资 35 亿元在东北核心城市创建 5 个商混龙头企业，建立 3-5 个占地 30 万平方米的大型骨料基地。至 2015 年，实现商混和骨料产量分别为 3000 万立方米的规模和营业收入达 100 亿元的效益。公司前期公告拟以收购资产或股权方式与金世纪商混合作拉开了水泥产业链一体化建设的帷幕。商混和水泥构件的发展可以锁定水泥销路，预计全部达产后可消费水泥 1000 万吨；发挥产业链协同效应；同时也创造了新的利润增长点。

公司水泥业务合作伙伴 CRH 在全球建材 500 强中排名第五，但创利能力排名第一，主要原因即 CRH 集基础原料—建材产品—分销一体化于一身，水泥业务目前已经形成了水泥、集料—预拌混凝土—混凝土制品生产及销售一体化的产业链。CRH 在集料/预拌混凝土、混凝土制品领域处于全球领先地位，将全力支持公司在水泥深加工领域实现品种、技术、质量和国际水平接轨。

图表 6：水泥及下游深加工产业链



资料来源：天相投资顾问有限公司

3. 房地产

公司是吉林省最大的房地产开发商，年开发能力 40 万平米，累计开发面积近 300 万平米。公司曾经开发过富苑、豪苑、桃花苑、杏花苑项目。在建项目樱花园全部竣工，目前正在进行尾盘销售，预计 09 年结算 7-8 万平米；建筑面积 4.95 万平米的南京先锋公寓项目开始销售，预计 09 年结算 2 万平米。建筑面积分别为 25 万平米和 33 万平米的桂花苑和松原项目即将陆续开工，明年开始销售。公司预计今明两年地产结算面积分别为 10 万平米和 15 万平米。

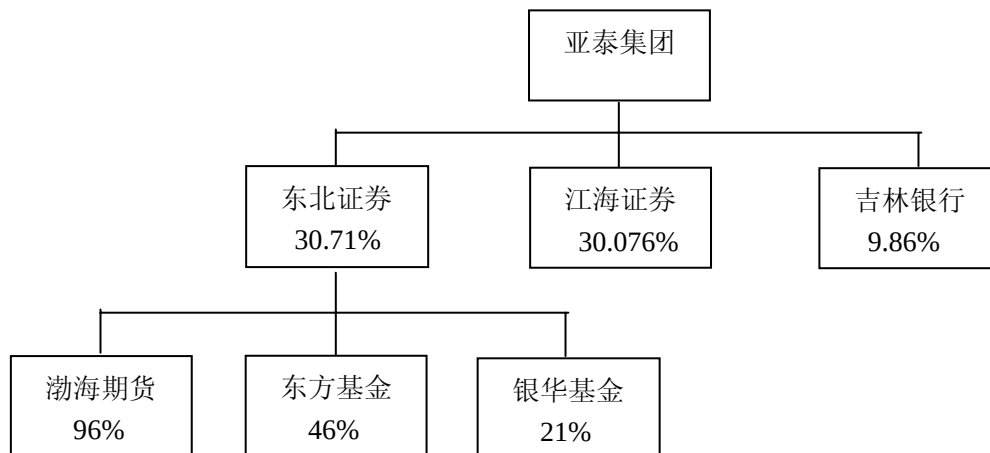
公司地产业务主要在长春发展，虽然是省会城市和中心城市，以前房地产发展较为缓慢。近 10 年来，长春市的人均住房建筑面积平均每年提高近 1 平方米，消费者对住房的需求持续高涨。“十一五”期间，长春市房地产需求净增量约为 2,500 万平方米，每年增量约 500 万平方米，房地产需求增长明显。长春地产业务市场以自住需求为主，刚性较大，价格波动较小。公司建造的楼盘以中高档为主，长春樱花苑项目上半年销售均价为 5270 元/平米，高于长春房地产市场 3500 元/平米左右的销售均价。未来公司将加快在天津等外埠地区地产项目的建设进度，地产业务发展空间巨大。

4. 金融股权投资

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%。东北证券控股东方基金和渤海期货，参股银华基金，是吉林省最大券商，市场份额和佣金率比较稳定，享有垄断优势。东北证券发行次级债和配股融资将提升净资本规模，为申请开展直接投资和 IB 业务创造条件，并有利于扩大承销、自营业务规模。（2）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，公司成为其第二大股东，持股比例为 30.076%。江海证券是黑龙江省唯一一家法人证券公司，在省内具备较大竞争优势。（3）目前，公司合计持有吉林银行 5.21 亿股股份。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，受让完成后，公司将合计持有吉林银行 6.42 亿股股权，占吉林银行增资后总股本 65.07 亿股的 9.86%。

未来东北证券和江海证券的整合存在可能，吉林银行的上市工作也在积极推进中。公司还将进一步探索对非银行金融机构的投资，使公司在证券金融领域的投入和发展实现更大的突破。

图表 7：亚泰集团参控股金融公司



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

5. 煤炭

煤炭是水泥制备的主要燃料，占总成本的近 40%，煤炭价格波动对水泥利润影响很大。公司发展煤炭产业主要为规避煤炭供应不足和价格波动风险，去年周边水泥企业就曾经出现因煤炭供应不足而停产的事件。公司目前的煤炭供应结构是 1/3 自给，1/3 来自龙煤集团，1/3 来自地煤（小煤矿），目前含税到厂价为 620 元/吨，较年初的 700 元/吨有所回落。公司在黑龙江双鸭山煤炭储量为 5000-8000 万吨，煤质发热量为 5200-5500 大卡。公司 2009 和 2010 年煤炭产销量预计为 74 万吨和 100 万吨，自给率分别达到 1/3 和 1/2，预计未来自给率将稳定在 60%以上。

6. 医药、商贸

对于医药、商贸产业，公司将根据产业发展前景、比较优势和盈利能力，探讨 IPO、资产证券化、资产变现等多种方式，逐步对产业结构进行动态调整。公司未来将跨越产业部和事业部的模式直接设立投资公司对旗下各业务资产分别管理，前期设立的吉林亚泰投资有限公司主要负责金融产业股权管理和对外投资业务。未来还将设立药业投资公司，统一管理医药业务。

7. 盈利预测

预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.38 元和 0.50 元，对应最新收盘价 7.90 元的动态 PE 分别为 21 倍和 16 倍。按照分业务测算，公司估值应为 10.80 元，较现价有 30%以上的空间，维持“增持”评级。



图表 8：亚泰集团分业务 EPS 测算（元）

	2009E	2010E
水泥	0.13	0.18
房地产	0.02	0.04
投资收益	0.18	0.21
煤炭	0.03	0.05
其他	0.02	0.03
合计	0.38	0.50

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 9：亚泰集团盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	405,908	450,671	621,110	832,405
增长率	35.47%	11.03%	37.82%	34.02%
减：营业成本	304,345	336,571	450,743	602,532
毛利	101,562	114,099	170,367	229,873
增长率（%）	52.03%	12.34%	49.31%	34.93%
综合毛利率（%）	25.02%	25.32%	27.43%	27.62%
营业税金及附加	8,756	9,563	12,422	16,648
销售费用	22,273	29,839	39,068	51,311
管理费用	26,578	35,506	46,487	61,056
财务费用	30,019	29,394	31,148	41,782
期间费用率（%）	19.43%	21.02%	18.79%	18.52%
投资收益	32,863	15,085	35,423	41,779
二、营业利润	45,767	28,634	74,902	98,493
增长率（%）	-	-37.44%	161.59%	31.50%
加：营业外收入	14,660	14,218	19,865	25,591
减：营业外支出	799	1,497	2,199	2,450
三、利润总额	59,629	41,355	92,568	121,633
增长率（%）	369.19%	-30.65%	123.84%	31.40%
减：所得税费用	4,996	6,491	12,378	15,786
四、净利润	55,665	34,863	80,190	105,847
归属于母公司所有者的净利润	54,649	32,960	72,031	95,212
增长率（%）	381.26%	-39.69%	118.54%	32.18%
少数股东损益	1,016	1,903	8,159	10,635
按最新股本摊薄每股收益（元）	0.29	0.17	0.38	0.50

资料来源：天相投资顾问有限公司

8. 风险揭示

龙煤集团在当地煤炭市场具备垄断地位，存在煤炭价格波动风险；房地产市场回暖的持续性存在不确定性；证券市场波动影响东北证券和江海证券业绩从而影响公司投资收益。

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