

亚泰集团 (600881.SH)

2016 业绩扭亏为盈，拐点初现

● 2016 年扭亏为盈，业绩迎来向上拐点

公司发布业绩预告：预计 2016 年归属净利 1.3 亿-1.6 亿，2015 年亏损 1.90 亿（资产减值 4.4 亿），同比实现扭亏为盈，对应 Q4 归属净利 1291 万-2291 万，同比继续大幅增长（15 年 Q4 亏损 2.4 亿）。盈利同比大幅改善，一是受益于 2016 年地产周期上行，支柱产业水泥、地产行业景气明显回升；二是公司经营改善，初现拐点。

● 产业结构优化开启新成长，优质资产价值凸显

公司已形成了以地产、水泥、金融为主业，同时涉足煤炭、医药、商贸等领域的“5+1”产业体系。公司是东北水泥龙头之一，未来区域供需格局底部改善，受益弹性明显；而地产、煤炭业务更多将以存量收缩为主，有助于公司财务结构改善；公司近年来重点培育发展医药业务，2016 年启动定增，继续聚焦大健康产业战略加速布局，成长可期；另外公司持有东北证券、吉林银行等优质金融资产（公司 16 年三季报披露），具备重估价值。

● 管理层积极参与定增，地方国企真混改标的

公司大股东为长春国资委（持股比例 11.35%），2015 年管理层通过三年期定增成为第二大股东（持股比例 4.98%），2016 年管理层再次积极参与定增（目前已获证监会批文，管理层持股平台金塔投资认购不超过 5%，锁定期三年），一方面彰显对公司长期发展的信心，一方面国企混改的进一步推进（定增完成后，国资委持股比例将下降至 9.08%），有助推动经营效率提升。

● 投资建议：给予“买入”评级

公司是长春国资委控股的大型综合类国企（持股比例 11.35%），有众多优质资产，估值较低。2015 年管理层通过三年期定增成为公司第二大股东，治理结构发生重大变化，公司正在积极做产业结构调整，重点发展大健康产业，预计财务结构和业务有望持续改善。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.06、0.16、0.24 元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济持续下行，水泥价格下跌，原材料价格大幅上涨；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14,455.36	11,011.67	12,385.95	13,623.64	15,357.35
增长率(%)	7.49%	-23.82%	12.48%	9.99%	12.73%
EBITDA(百万元)	1,943.35	834.61	1,442.49	2,084.07	2,448.05
净利润(百万元)	183.59	-189.59	152.84	413.97	624.23
增长率(%)	-15.63%	-203.27%	180.62%	170.85%	50.79%
EPS(元/股)	0.097	-0.073	0.059	0.159	0.240
市盈率(P/E)	77.09		99.00	36.55	24.24
市净率(P/B)	1.76	1.67	1.32	1.28	1.21
EV/EBITDA	21.64	53.51	22.41	15.80	13.49

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 5.82 元

前次评级 买入

报告日期 2017-01-26

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究：

亚泰集团(600881.sh)：东北 2011-05-04

水泥提价已经启动，今年业绩

可能大幅提升！

亚泰集团(600881.sh)：看好 2011-04-19

今年东北水泥市场，公司或因

此受益业绩大增

亚泰集团(600881.SH)：今 2011-01-10

年业绩好转，稳健回报可期

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

2016 年扭亏为盈，业绩迎来向上拐点.....	4
产业结构优化开启新成长，优质资产价值凸显.....	4
管理层积极参与定增，地方国企中的真混改标的	6
风险提示	7

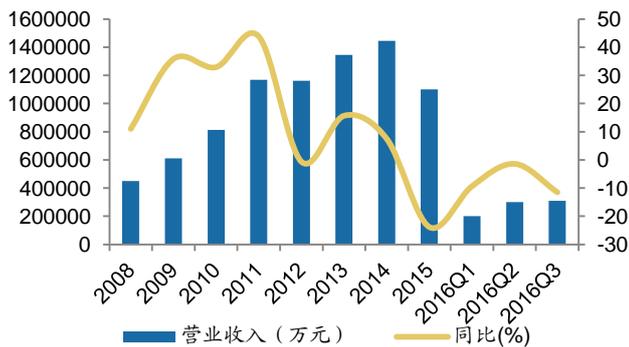
图表索引

图 1: 公司近年营收情况	4
图 2: 公司归属净利润情况.....	4
图 3: 公司整体毛利率情况.....	4
图 4: 分业务毛利率情况	4
图 5: 分产品收入构成情况.....	5
图 6: 分产品毛利构成情况.....	5
图 7: 公司目前各业务板块情况	5
图 8: 公司股权结构情况	6
表 1: 2017 年预计增发募投情况.....	7

2016 年扭亏为盈，业绩迎来向上拐点

公司发布业绩预告：预计2016年归属净利1.3亿-1.6亿，2015年亏损1.90亿（资产减值4.4亿），同比实现扭亏为盈。对应Q4归属净利1291万-2291万，同比继续大幅增长（15年Q4亏损2.4亿）。盈利大幅改善，一是受益于2016年地产周期上行，带动水泥景气回暖，支柱产业水泥、地产业务盈利明显回升；二是公司经营初现拐点。

图1：公司近年营收情况



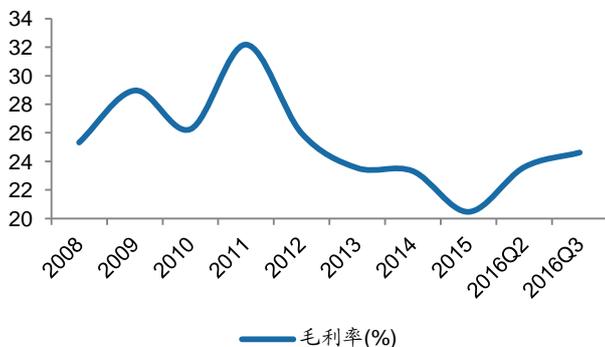
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：公司归属净利润情况



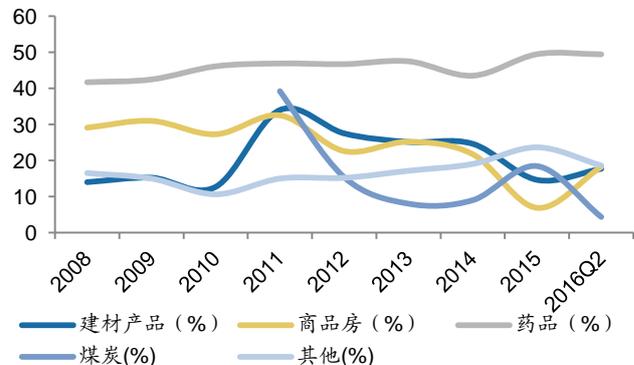
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3：公司整体毛利率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图4：分业务毛利率情况



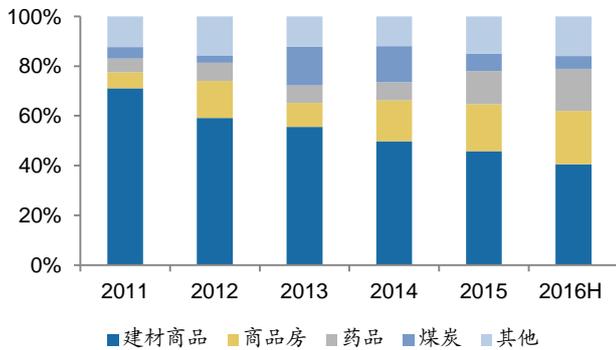
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

产业结构优化开启新成长，优质资产价值凸显

公司目前已经形成了以地产、水泥、金融为主业，同时涉足煤炭、医药、商贸等领域的“5+1”产业体系。截止2016年上半年，公司建材板块收入占比40.52%，收入占比最大；地产板块收入占比21.48%，药品板块收入占比16.86%，煤炭板块收入占比5.25%；毛利润方面，建材板块占比31.71%，地产板块占比17.35%。药品板块占

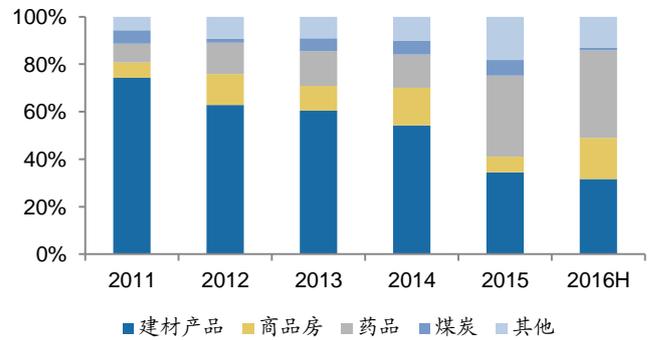
比36.84%。

图5: 分产品收入构成情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

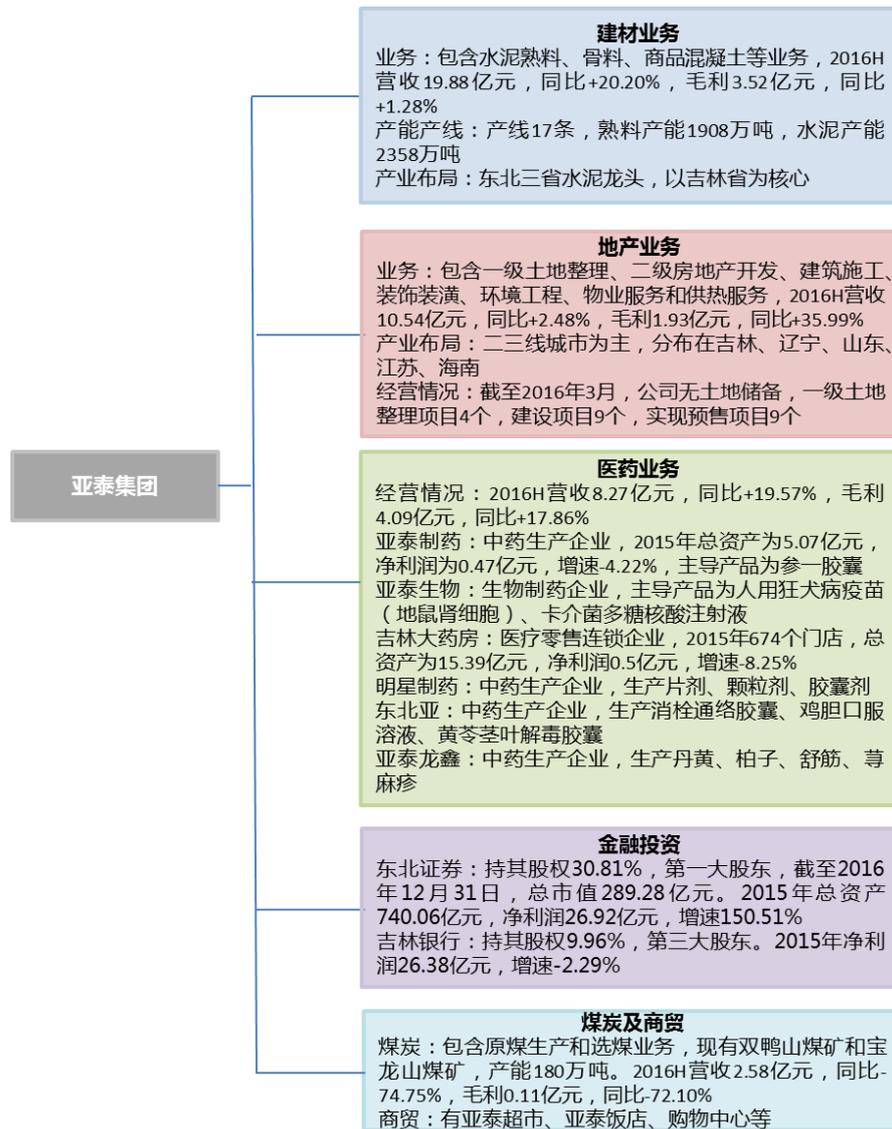
图6: 分产品毛利构成情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

传统周期业务方面，东北地区水泥长期处于底部，未来供需格局有望迎来改善，公司是东北水泥龙头，是区域供给格局整合的重要力量，受益弹性明显；此外地产、煤炭业务更多将以存量收缩为主，有助于公司财务结构改善。公司近年来重点培育发展医药业务，2016年启动定增，继续聚焦大健康产业战略加速布局；另外公司持有东北证券、吉林银行等优质金融资产（公司16年三季报披露），具备重估价值。

图7: 公司目前各业务板块情况

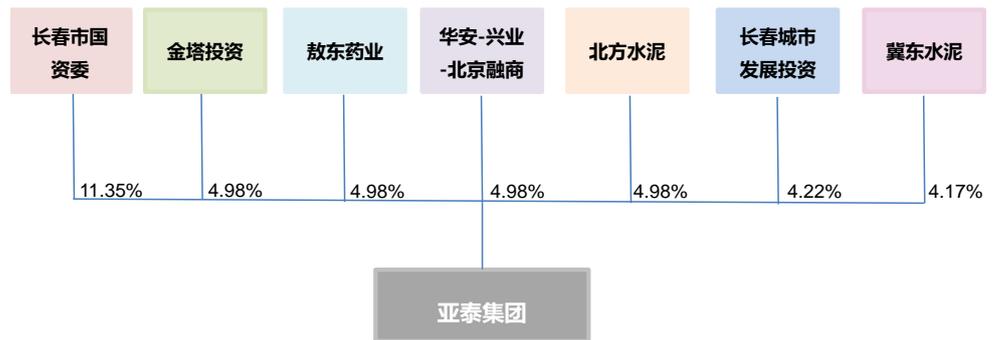


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

管理层积极参与定增，地方国企中的真混改标的

目前公司第一大股东为长春市国资委，持股比例 11.35%，2015 年管理层（管理层持股平台）通过三年期定增成为公司第二大股东（持股比例 4.98%），治理结构发生重大变化；2016 年公司管理层再次积极参与定增（目前已获得证监会批文，发行 6.48 亿股，金塔投资认购不超过 5%，锁定期三年），一方面彰显了对公司长期发展的信心，一方面也是国企混改的进一步推进（此次定增完成后，长春市国资委持股比例将下降为 9.08%），有助于推动经营效率提升。

图 8：公司股权结构情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表1：2017年预计增发募投情况

类别	项目名称	实施主体	项目总投资 (万元)	投入募集资金 (万元)	建设期	年收入(万元)	年净利润(万元)
医药行业	亚泰医药产业园配套设施及 高新技术研发、中试车间项目	亚泰医药产 业园管理	175,501.00	40,781.08			
	亚泰医药产业园B区普药、保 健品生产基地项目	明星制药	46,413.00	37,548.22	2年	55,446.14	9,914.67
	亚泰医药产业园D区生物疫苗 生产基地项目一期		93,215.00	37,504.77	3年	27,952.45	10,543.80
建材行业	亚泰集团长春建材有限公司 建筑工业化制品产业园项目	亚泰长春建 材	134,896.20	114,180.82	2年	90,261.39	13,367.63
	偿还银行贷款			75,000.00			
	合计		450,025.20	305,014.89			

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

宏观经济持续下行，水泥价格下跌，原材料价格大幅上涨；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	29611	29356	16531	21716	26962
货币资金	6413	7586	2000	6000	9000
应收及预付	6898	5809	6153	6487	7503
存货	9306	8968	8378	9229	10459
其他流动资产	6994	6993	0	0	0
非流动资产	23801	24434	23769	23536	22804
长期股权投资	4594	5835	5835	5835	5835
固定资产	13156	12868	12542	12263	11534
在建工程	655	597	502	173	66
无形资产	4775	4677	4890	5265	5370
其他长期资产	622	458	0	0	0
资产总计	53412	53790	40300	45252	49766
流动负债	29654	34466	21165	25599	29333
短期借款	14482	12848	14622	19224	22320
应付及预收	6104	5056	6543	6375	7013
其他流动负债	9068	16563	0	0	0
非流动负债	11667	4948	4567	4567	4567
长期借款	2580	1641	1641	1641	1641
应付债券	8768	2927	2927	2927	2927
其他非流动负债	319	380	0	0	0
负债合计	41321	39414	25732	30166	33901
股本	1895	2600	2600	2600	2600
资本公积	3417	6140	6140	6140	6140
留存收益	2724	2534	2687	3101	3725
归属母公司股东权益	8036	11274	11427	11841	12465
少数股东权益	3935	2875	2913	3017	3173
负债和股东权益	53412	53790	40300	45252	49766

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-5980	2577	9942	554	697
净利润	166	-521	191	517	780
折旧摊销	1001	1049	1134	1228	1196
营运资金变动	-8093	1438	8175	-1353	-1607
其它	946	611	441	161	328
投资活动现金流	-61	-749	550	409	1045
资本支出	-459	-175	-442	-697	-171
投资变动	392	-574	992	1105	1216
其他	5	0	0	0	0
筹资活动现金流	4194	49	-16078	3037	1257
银行借款	17212	16128	1774	4602	3096
债券融资	-9132	-14108	-16385	0	0
股权融资	0	2897	0	0	0
其他	-3886	-4867	-1468	-1565	-1838
现金净增加额	-1847	1877	-5586	4000	3000
期初现金余额	4807	6413	7586	2000	6000
期末现金余额	2960	8290	2000	6000	9000

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	7.5	-23.8	12.5	10.0	12.7
营业利润增长	-90.8	-4,668.	97.6	3,076.1	65.6
归属母公司净利润增长	-15.6	-203.3	180.6	170.8	50.8
获利能力(%)					
毛利率	23.3	20.5	23.3	24.9	26.2
净利率	1.1	-4.7	1.5	3.8	5.1
ROE	2.3	-1.7	1.3	3.5	5.0
ROIC	1.2	-0.6	0.8	2.0	3.1
偿债能力					
资产负债率(%)	77.4	73.3	63.9	66.7	68.1
净负债比率	2.3	1.8	1.2	1.2	1.1
流动比率	1.00	0.85	0.78	0.85	0.92
速动比率	0.61	0.56	0.28	0.42	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.21	0.26	0.32	0.32
应收账款周转率	6.53	4.02	5.91	5.25	4.93
存货周转率	1.21	0.96	1.16	1.13	1.11
每股指标(元)					
每股收益	0.10	-0.07	0.06	0.16	0.24
每股经营现金流	-3.16	0.99	3.82	0.21	0.27
每股净资产	4.24	4.34	4.40	4.55	4.79
估值比率					
P/E	77.1	-99.3	99.0	36.6	24.2
P/B	1.8	1.7	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.6	53.5	22.4	15.8	13.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	14455	11012	12386	13624	15357
营业成本	11084	8757	9501	10234	11341
营业税金及附加	339	297	248	272	307
销售费用	864	990	1115	1172	1229
管理费用	1227	1181	1214	1090	1229
财务费用	1434	1319	1318	1445	1613
资产减值损失	115	437	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	623	1255	992	1105	1216
营业利润	16	-715	-17	516	855
营业外收入	437	236	388	368	357
营业外支出	87	48	73	69	64
利润总额	366	-527	298	815	1149
所得税	200	-6	107	297	368
净利润	166	-521	191	517	780
少数股东损益	-18	-331	38	103	156
归属母公司净利润	184	-190	153	414	624
EBITDA	1943	835	1442	2084	2448
EPS(元)	0.10	-0.07	0.06	0.16	0.24

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。