

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 6.50元

当前股价: 5.54元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2363.60
总股本(百万)	1894
流通股本(百万)	1894
流通市值(亿)	104
EPS	0.26
每股净资产(元)	3.84
资产负债率	67.20%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚泰集团	10.80	3.98	-20.04
建筑建材	11.88	-11.61	-24.33
沪深300指数	8.16	-4.98	-12.44



相关报告

亚泰集团

600881

推荐

水泥高景气进一步提升 金融投资收益扭亏为盈

亚泰集团是以水泥为主、地产为辅，同时涉及医药、商贸、金融、煤炭等领域的多元化企业。从水泥产销来看，公司是东北最大的水泥企业。

投资要点:

- **东北水泥市场是12年唯一景气度提升的区域。**11年东北水泥价格前低后高，基于良好的供求关系，预计12年水泥价格全年维持高位，进入4月施工旺季，水泥价格可能涨至400元/吨以上，是全国唯一景气度提升的区域。
- **水泥板块11年净利润增长3.8倍，12年预计增长20%。**11年水泥板块净利润约6.8亿元，同比增长3.8倍，水泥价格上涨使吨净利从10年的12元提高至11年的45元，同时收购铁新水泥新增超过300万吨产量。12年上半年水泥价格上涨使得全年吨净利提高至50元，兼并收购新增200万吨的产量，全年净利润增长20%。
- **金融板块11年亏损0.9亿元，12年收益1.5亿元。**11年东北证券和江海证券共亏损3亿元，使投资收益亏损0.9亿元。12年一季度完成江海证券股权转让，实现投资收益1.5亿元，同时回笼8.8亿元资金，基本满足东北证券增发认购。
- **地产调控导致地产板块短期增长有限，长期则是增长的重要来源。**房地产调控导致销售面积从10年的20万m²下滑至11年的18万m²，短期来看地产调控放松的可能性不大，公司地产业务增长有限，12年地产板块净利润预计在1亿元左右。但长期来看，由于公司地产业务主要分布在二、三线城市，且土地储备超过300万m²，若政策有所放松，刚性需求释放将使公司地产板块业绩大幅增长。
- **医药商贸等板块提供稳定现金流和增长，未来增速预计20%。**11年医药商贸板块净利润约8500万元，主要由吉林大药房、亚泰制药和亚泰超市等公司贡献，预计未来该板块年均增速20%左右。
- **投资评级“推荐”。**根据我们对公司各项资产分析，预测11-13年公司EPS为0.41、0.58、0.71元，目前股价对应12年PE9.43倍，给予推荐评级。

风险提示:

- 区域市场水泥需求回落、房地产调控继续从紧

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8136	11050	12770	14558
收入同比(%)	33%	36%	16%	14%
归属母公司净利润	492	777	1101	1340
净利润同比(%)	-34%	58%	42%	22%
毛利率(%)	26.2%	33.6%	34.0%	33.5%
ROE(%)	6.8%	9.9%	12.3%	13.0%
每股收益(元)	0.26	0.41	0.58	0.71
P/E	21.10	13.37	9.43	7.75
P/B	1.43	1.32	1.16	1.01
EV/EBITDA	11	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、11 年增长看水泥、12 年增长看金融和水泥	4
二、水泥板块：11 年净利润增长 3.8 倍，预计 12 年增长 20%	4
2.1 东北市场旺季水泥价格 11 年前低后高，预计 12 年全年高位	4
2.1.1 11 年东北水泥需求增速 15%，预计 12 年需求增速 10%以上	5
2.1.2 11 年东北新干产能增速 8.5%，预计 12 年新干产能增速 6.3%	6
2.1.3 东北三省人均水泥熟料产能处于全国较低水平	7
2.1.4 前五大企业水泥熟料产能占比 62%，供给增速较低情况下有利于企业协同	7
2.2 12 年公司新增产能依然靠并购，产量增速可能 10%左右	8
2.3 预计 11 年公司水泥吨毛利 118 元，12 年上升至 123 元	9
三、11 年金融板块亏损 0.9 亿元，12 年预计收益 1.5 亿元	9
四、地产板块短期增长有限，未来将是增长的重要来源	10
3.1 经过多年沉寂之后，近年来房地产板块有所发力	10
3.2 土地储备超过 300 万平米，可以支撑公司 5 年以上的开发	11
五、医药商贸等板块提供稳定现金流和增长，未来几年年均增幅 20%	11
4.1 未来几年医药板块收入和毛利润年均增速约 25%	11
4.2 未来几年商贸板块收入和毛利润年均增速约 20%	12
4.3 煤炭板块是公司一个新的增长点	13
五、盈利预测假设	14
六、投资建议：推荐	15

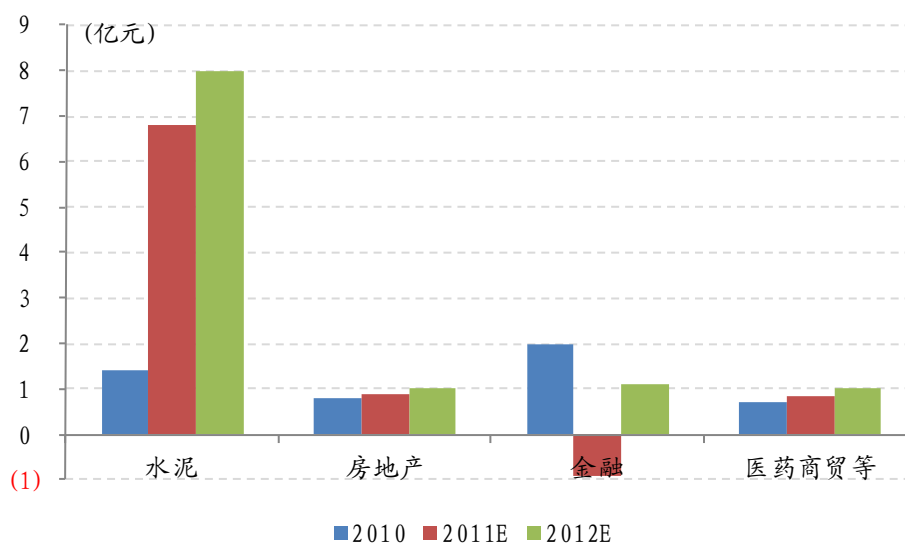
图表目录

图 1 公司各业务板块归属母公司净利润贡献	4
图 2 长春 10、11 年水泥价格情况	5
图 3 哈尔滨 10、11 年水泥价格情况	5
图 4 东北固定资产投资、房地产投资和水泥需求情况	5
图 5 东北三省熟料产能及增速	6
图 6 东北三省水泥投资及增速	6
图 7 11 年底全国各省市人均水泥熟料情况	7
图 8 东北三省各企业水泥熟料产能占比	7
图 9 公司历年水泥和熟料累计销量情况	8
图 10 公司水泥吨毛利情况	9
图 11 公司金融板块子公司股权结构	10
图 12 公司房地产竣工面积和销售面积情况	10
图 13 公司房地产板块营业收入及增速	11
图 14 公司房地产板块毛利润及增速	11
图 15 公司医药板块营业收入及增速	12
图 16 公司医药板块毛利润及增速	12
图 17 公司医药板块子公司股权结构	12
图 18 公司商贸板块营业收入及增速	13
图 19 公司商贸板块毛利润及增速	13
图 20 公司商贸板块子公司股权结构	13
图 21 公司煤炭板块子公司股权结构	14
表 1 11、12 年东北三省新投产水泥熟料生产线情况	6
表 2 公司熟料生产线情况	8
表 3 公司主要土地储备及 12 年计划销量	11
表 4 盈利预测假设	14

一、11年增长看水泥、12年增长看金融和水泥

吉林亚泰集团股份有限公司组建于1993年，1995年在上交所上市，是一家以水泥、地产、金融为主业，同时涉及煤炭、医药、商贸等领域的多元化企业。11年公司净利润增长50%以上，预计其中水泥板块净利润增长3.8倍，金融板块亏损0.9亿元，房地产变化不大，医药商贸等板块增幅20%；12年水泥板块将维持高盈利，但增速将下滑至20%，金融板块则盈利1亿元，房地产能否增长存在不确定性，但从中长期来看，随着公司资源逐步向房地产板块倾斜，未来增长主要看房地产板块。下文我们将对各项资产及盈利情况作详细分析。

图1 公司各业务板块归属母公司净利润贡献



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、水泥板块：11年净利润增长3.8倍，预计12年增长

20%

我们预计11年公司水泥板块归属母公司净利润约6.8亿元，同比增长3.8倍，价量齐升是业绩爆发式增长的主因，11年东北水泥价格大涨导致吨净利从上年的12元增加至45元，同时1月收购的铁新水泥贡献新增产量超过300万吨，全年销量达2000万吨；纵观12年，预计水泥吨净利继续增加至50元，主要是上半年水泥价格将同比上涨，新增产量可能200万吨，通过并购实现，全年板块净利润增长20%。

2.1 东北市场旺季水泥价格11年前低后高，预计12年全年高位

11年5月东北水泥价格从310元/吨连续上涨，6月底至下半年基本稳定在460元/吨以上，同比涨幅约100元/吨，旺季价格前低后高。12年年初，长春市场水泥价格350-360元/吨，同比上涨40-50元/吨，基于东北良好的供求关系，预计进

入4月需求旺季后，水泥价格仍将继续上涨，全年有望维持高位，东北市场12年仍将是全国最好的区域市场。

图 2 长春 10、11 年水泥价格情况

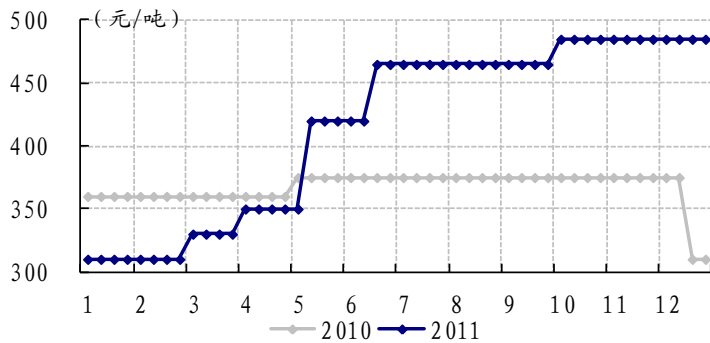
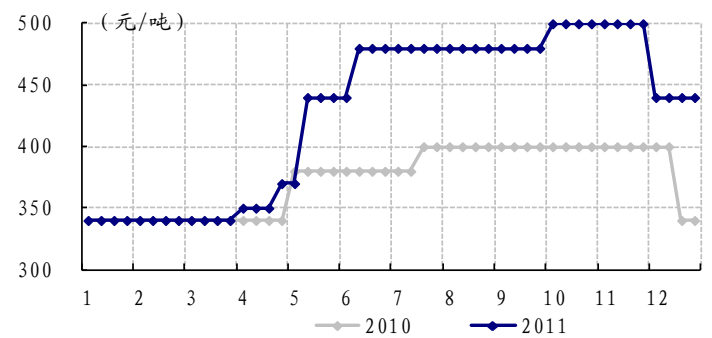


图 3 哈尔滨 10、11 年水泥价格情况



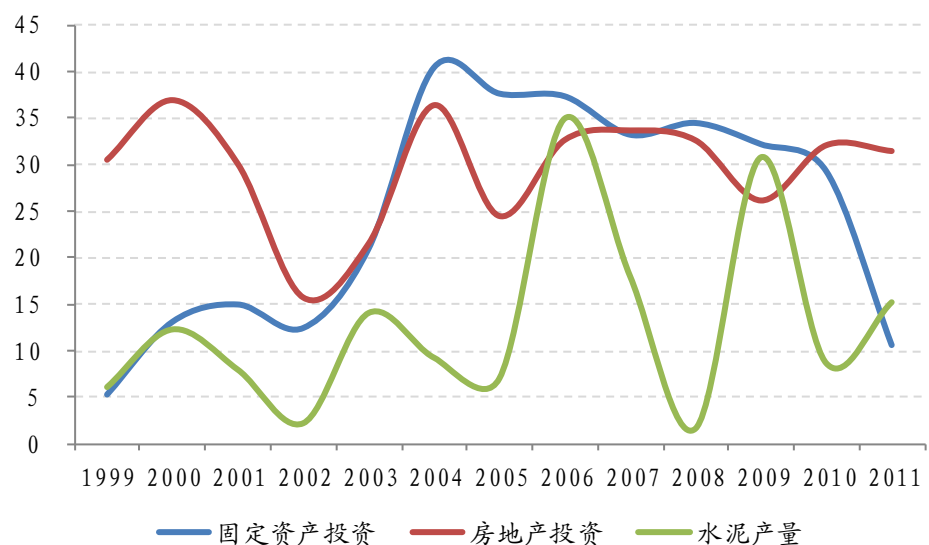
资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

2.1.1 11 年东北水泥需求增速 15%，预计 12 年需求增速 10%以上

11 年东北水泥产量 1.4 亿吨，同比增长 15.2%，虽然与西北、西南等区域相比增速并不快，但与历史相比，除 06、09 年少数年份外，11 年增速属于较高水平。从投资情况看，11 年水泥需求主要靠房地产拉动，因为固定资产投资增速已经从 10 年的 30% 大幅下滑至 11 年的 10%，房地产投资增速却依然在 30% 以上，因此房地产投资是导致东北地区水泥需求旺盛的关键因素。

预计 12 年东北水泥需求增速 10% 以上。虽然房地产持续调控将会导致 12 年房地产投资增速回落，但 11 年下半年由于宏观调控已经导致固定资产投资增速下滑至 10%，创十年来的新低，预计 12 年继续下滑的可能性不大，且不排除反弹的可能。从过去十年来看，除宏观调控时水泥需求增速低于 10% 以外，其余年份基本在 10% 以上，因此我们预计 12 年东北水泥需求增速将在 10% 以上。

图 4 东北固定资产投资、房地产投资和水泥需求情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.1.2 11年东北新干产能增速8.5%，预计12年新干产能增速6.3%

11年东北三省新增新型干法熟料产能630万吨，增速8.5%，若考虑落后产能淘汰，产能增速则更低；12年，从我们跟踪数据来看，预计全年新增新干熟料产能500万吨，增速6.3%。由于近两年需求增速均高于供给增速，我们预计12年区域市场景气度有望维持。

此外，从投资数据看，10年将是东北三省水泥投资的高峰，11年已经开始下降，预计12年水泥投资仍将继续下滑。从历史上看，由于东北地区水泥需求增速较低，企业水泥投资的积极性不高，近五年来区域水泥投资增速均小于30%，因此相对较低的水泥投资增速造就了区域市场相对良好的供给环境。

表 1 11、12年东北三省新投产水泥熟料生产线情况

时间	省份	生产线	年产能(万吨)
11年	辽宁	三鸽水泥辽宁凌海 5000t/d	155
		大连水泥特种水泥 1500t/d	46.5
	吉林	吉林金刚白山水泥 4500t/d	139.5
		佳木斯北方水泥 4500t/d	139.5
	黑龙江	鹤岗鑫塔水泥 2500t/d	77.5
		齐齐哈尔浩源水泥 2200t/d	68.2
合计			626.2
12年	辽宁	朝阳兰凌水泥有限公司 5000t/d	155
	吉林	冀东水泥永吉有限公司 4500t/d	139.5
		山水水泥白山 4000t/d	124
	黑龙江	黑河海豹水泥有限公司 2500t/d	77.5
合计			496

资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

图 5 东北三省熟料产能及增速

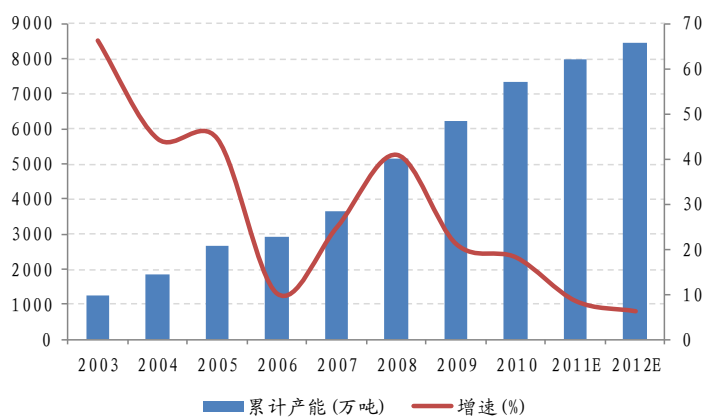
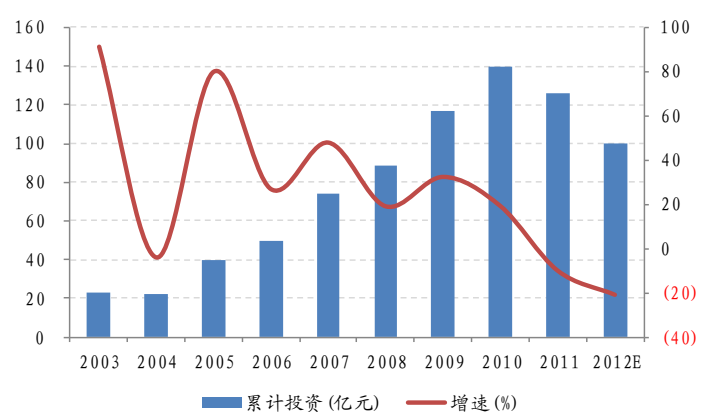


图 6 东北三省水泥投资及增速

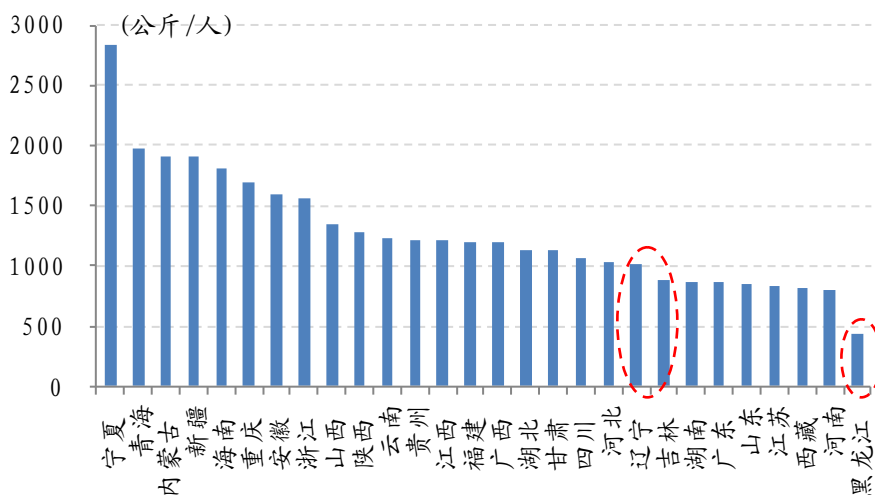


资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

2.1.3 东北三省人均水泥熟料产能处于全国较低水平

截至 11 年底东北三省中，辽宁人均熟料产能为 1 吨，吉林为 880 公斤，黑龙江为 440 公斤，除辽宁略高之外，吉林和黑龙江基本处于全国最低水平。东北三省较低的人均熟料产能也从另一个侧面反映了区域市场供给压力不大。

图 7 11 年底全国各省市人均水泥熟料情况

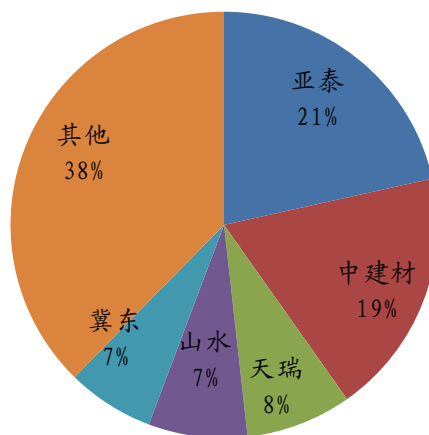


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.1.4 前五大企业水泥熟料产能占比 62%，供给增速较低情况下有利于企业协同

东北水泥市场除供给增速较低之外，另一大特点是市场集中度较高，目前前五大企业水泥熟料产能占比为 62%，其中亚泰水泥和中国建材分别约占 20%，较高的市场集中度主要得益于龙头企业产能扩展主要靠收购兼并，在没有大规模新增产能冲击的情况下，较高市场集中度有利于企业协同，这也是有别于其他区域市场的一大特征，一般情况下，其他区域市场集中度的提高主要靠龙头企业大规模新建生产线，这势必造成供给大量增加，增加企业协同的难度。

图 8 东北三省各企业水泥熟料产能占比



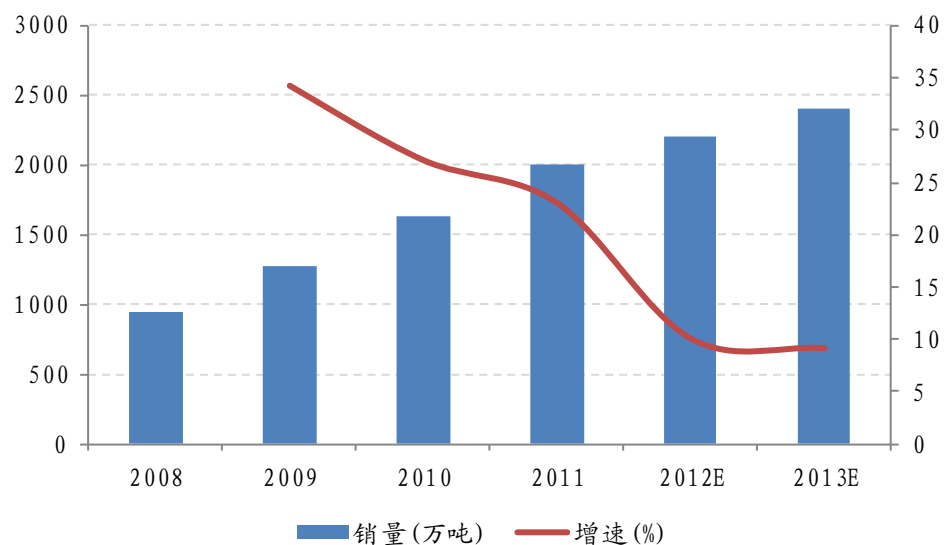
资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

2.2 12年公司新增产能依然靠并购，产量增速可能10%左右

从产能布局看，公司所有产能均分布在吉林、黑龙江和辽宁三省；从产能扩张进程看，公司主要靠收购兼并，这不仅包括早期收购的亚泰水泥，也包括近年来收购的通化水泥和伊通水泥，而且公司也是靠收购哈尔滨水泥和铁新水泥后才进入黑龙江和辽宁市场。

从12年来看，我们预计公司新增产能依然靠并购，不过区域市场高景气可能会增加并购成本；在建生产线方面，虽然目前有吉林图们水泥4000t/d和哈尔滨阿城二线4000t/d在建，但由于种种原因，12年投产可能性不大。整体上看，由于收购标的、价格以及时间上的不确定性，全年公司水泥产量增速可能在10%左右。

图9 公司历年水泥和熟料累计销量情况



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

表2 公司熟料生产线情况

区域	熟料生产线	权益	2007	2008	2009	2010	2011	2012	投产或重组时间
吉林	双阳区-亚泰水泥一线 2000t/d	74%	62	62	62	62	62	62	93年6月
	双阳区-亚泰水泥二线 2000t/d		62	62	62	62	62	99年8月	
	双阳区-亚泰水泥三线 2500t/d		78	78	78	78	78	01年6月	
	双阳区-亚泰水泥四线 2500t/d		78	78	78	78	78	05年12月	
	双阳区-亚泰水泥五线 5000t/d	-	-	155	155	155	155	09年2月	
	双阳区-亚泰水泥六线 5000t/d	-	-	-	155	155	155	10年10月	
	磐石-明城水泥一线 5000t/d	74%	155	155	155	155	155	155	03年6月
	磐石-明城水泥二线 5000t/d		-	-	155	155	155	155	09年2月
	通化水泥 φ3.2 X 50m	74%	-	-	生产油井水泥			-	09年收购
	通化水泥 2500t/d		-	-	-	78	78	78	10年收购续建
	四平-伊通水泥 2500t/d	74%	-	-	78	78	78	78	09年9月收购
	图们水泥 4000t/d	74%	-	-	-	-	-	-	-
黑龙江	哈尔滨水泥一线 1000t/d	74%	31	31	31	31	31	31	05年9月收购
	哈尔滨水泥二线 2500t/d		78	78	78	78	78	78	
	哈尔滨水泥(阿城)一线 4000t/d	74%	-	-	125	125	125	125	09年12月

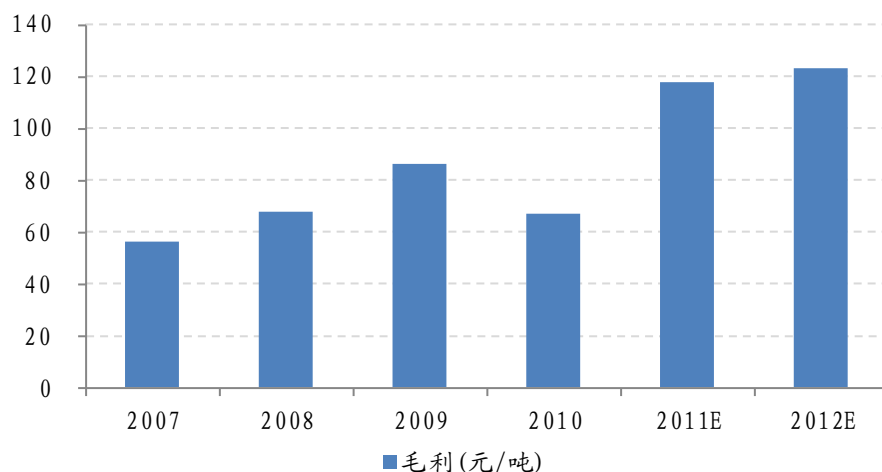
	哈尔滨水泥(阿城)二线 4000t/d		-	-	-	-	-	-
	铁岭-铁新水泥一线 2500t/d		-	-	-	-	78	78
辽宁	铁岭-铁新水泥二线 2500t/d	72.3%	-	-	-	-	78	78
	铁岭-铁新水泥三线 5000t/d		-	-	-	-	155	155
	累计		544	544	1057	1057	1601	1601

资料来源:公司公告、中投证券研究所

2.3 预计 11 年公司水泥吨毛利 118 元, 12 年上升至 123 元

11 年公司水泥吨销售均价同比增加约 60 元, 考虑原材料成本以及人工成本增加等因素, 预计吨毛利增加约 50 元, 11 年公司水泥吨毛利约 118 元。12 年区域市场仍将高景气, 旺季价格全年维持高位, 水泥吨毛利上升至 123 元。

图 10 公司水泥吨毛利情况



资料来源:公司公告、中投证券研究所

三、11 年金融板块亏损 0.9 亿元, 12 年预计收益 1.5 亿元

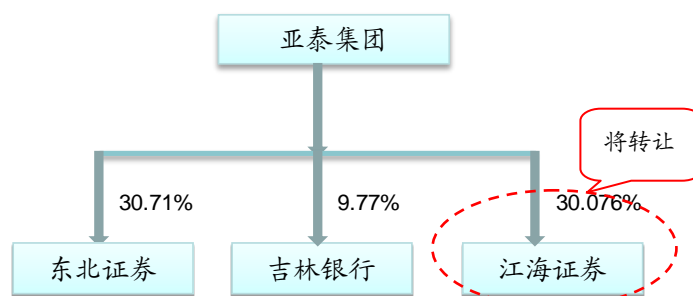
亚泰金融产业涉及证券和银行, 控股和参股三家公司: 东北证券、江海证券和吉林银行, 其中证券按权益法记账、银行按成本法记账, 因此证券收益进当期利润表, 银行收益不进当期利润表。11 年东北证券和江海证券亏损, 投资收益亏损 0.9 亿元, 12 年江海证券完成股权转让, 投资收益 1.5 亿元, 东北证券可能扭亏。

(1) 公司是东北证券控股股东, 持股 30.71%, 11 年该公司亏损 1.6 亿元, 预计 12 年可能扭亏。东北证券近期计划非公开发行股票, 公司拟出资 10-12 亿元认购, 由于江海证券股权转让可以回收约 9 亿元资金, 因此认购东北证券非公开发行股份的资金问题基本解决。

(2) 公司持股江海证券 30.076%, 11 年该公司亏损 1.5 亿元, 公司将在 12 年一季度完成江海证券股权转让, 实现投资收益 1.5 亿元。

(3) 公司持股吉林银行 9.77%, 11 年该行资产规模突破 1800 亿元, 存款总额达到 1370 亿元, 贷款总额达到 938 亿元, 各项指标增速 20%左右, 增速较 10 年的 30-40%有所回落。10 年该行净利润 11.8 亿元, 预计 11 年净利润增速 20%左右, 未来几年可能回落至 10-20%。

图 11 公司金融板块子公司股权结构



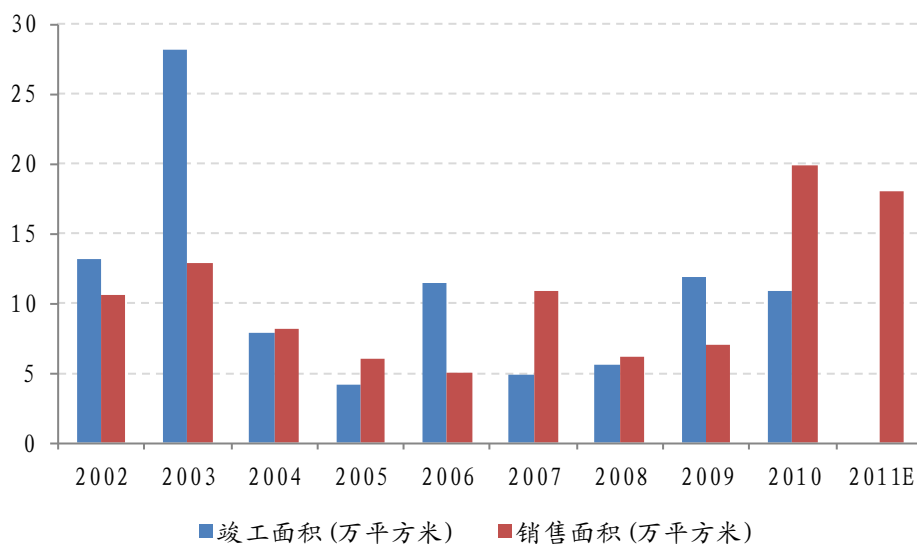
数据来源：公司公告、中投证券研究所

四、地产板块短期增长有限，未来将是增长的重要来源

3.1 经过多年沉寂之后，近年来房地产板块有所发力

近十年公司地产板块发展可以分为三个阶段，02-03 年公司年竣工面积和销售面积均超过 10 万平方米，是长春房地产行业的龙头企业；04-09 年公司房地产业务有所倒退，年竣工面积和销售面积基本在 5-10 万平方米之间；10 年至今，公司房地产业务实现复苏发展，近两年销售面积均接近 20 万平方米。房地产业务长期沉寂，是公司战略使然，由于房地产和水泥均是资金密集型行业，受资金所限，过去几年公司资源主要向水泥板块倾斜，从而使得房地产业务出现了一定萎缩。水泥板块经过多年发展后，已基本完成东北三省布局，公司未来资源将会向房地产板块倾斜，因此我们认为房地产业务将成为公司未来重要的增长点。

图 12 公司房地产竣工面积和销售面积情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 公司房地产板块营业收入及增速

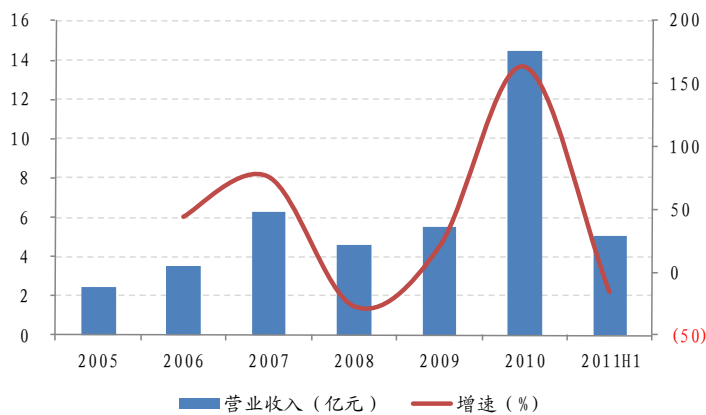
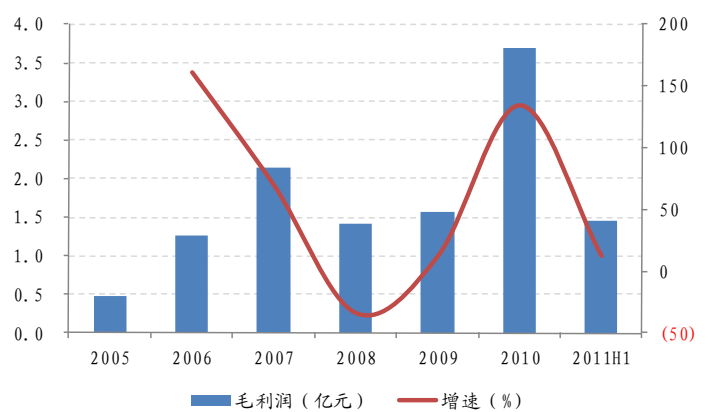


图 14 公司房地产板块毛利润及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 土地储备超过 300 万平米，可以支撑公司 5 年以上的开发

公司土地储备超过 300 万平米，主要分布在长春、松原、南京、沈阳、天津、海南等二、三线城市，即使未来几年公司重点发展房地产，开发量大幅增加，预计现有土地储备也可以支撑公司至少 5 年以上的开发。由于房地产宏观调控，核心问题是地产销售，12 年公司制定了积极的销售目标，在目前情况下实现目标可能有压力，但若未来国家首先放开二、三线城市的调控，公司将是优先受益的品种。

表 3 公司主要土地储备及 12 年计划销量

项目	建筑面积 (万平米)	12 年计划销量 (万平米)	均价 (元/平米)
亚泰未来村	酒店改造，项目分为三期。住宅未动		
松原澜熙郡项目	40	去年卖北区，今年卖南区	
沈阳项目	150	25	5000-6000
天津观澜项目	14	6	15000 以上
亚泰梧桐公馆	44.56	24	6000-7000
南京六合	38	20	
天津兰海	28	8	6000 以上
蓬莱兰海	7	4	4000-5000

资料来源：公司、中投证券研究所

五、医药商贸等板块提供稳定现金流和增长，未来几年年

均增幅 20%

4.1 未来几年医药板块收入和毛利润年均增速约 25%

亚泰医药产业拥有一个药物研发中心、三个生产基地、一个药品连锁零售网络，形成集研发、生产、销售于一体的完整产业链。08 年以来，公司医药板块收入年均增速约 25%，毛利润年均增速约 30%，增长主要来自吉林大药房，由于管理水

平提升，毛利率在过去几年有所上升，但未来几年医药板块毛利率继续上升的可能性不大，因此预计未来几年医药板块收入和毛利润年均增速约 25%。

图 15 公司医药板块营业收入及增速

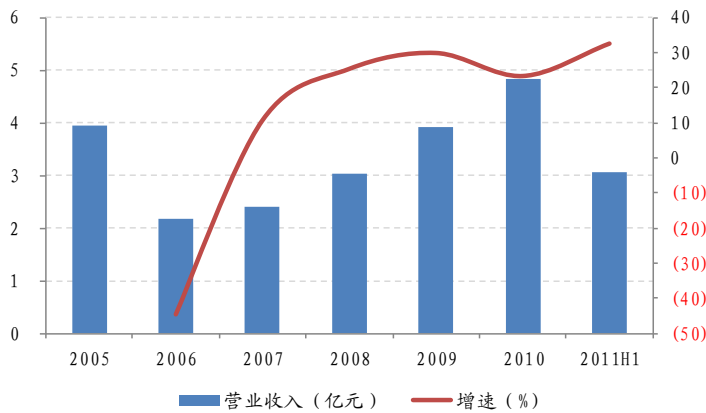
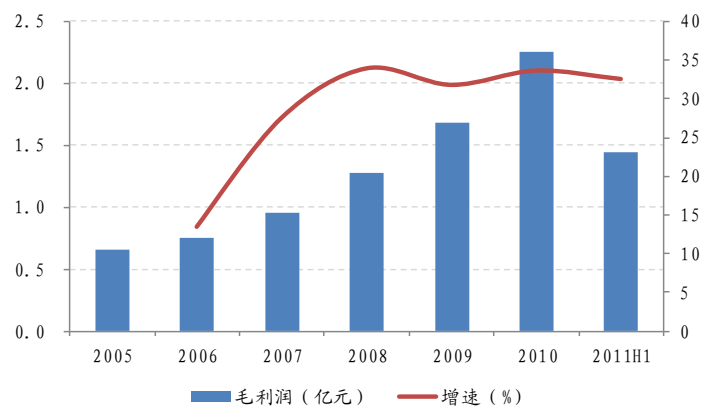


图 16 公司医药板块毛利润及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

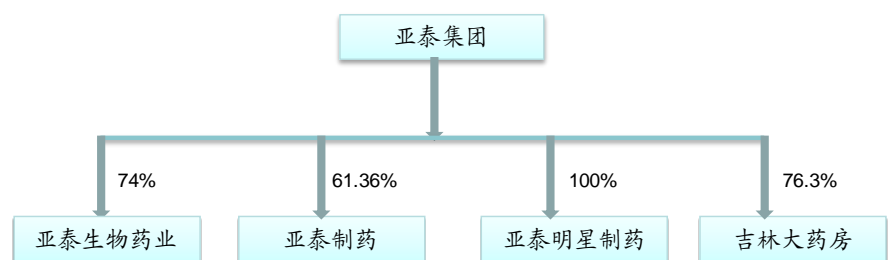
(1) 吉林大药房成立于 1995 年，是国家医药零售连锁 20 强企业，近 500 家连锁门店。09 年公司营业收入 2.8 亿元，净利润 2200 万元；10 年上半年营业收入 1.7 亿元，净利润 1800 万元，预计近年来利润增速 40% 以上。

(2) 吉林亚泰制药成立于 1999 年 9 月，主导产品为参一胶囊，10 年净利润 2460 万元，11 年前 10 月营业收入 1.2 亿元，净利润 2200 万元，预计净利润年均增速约 10%。

(3) 吉林亚泰生物药业成立于 1994 年 3 月，主导产品为卡介菌多糖核酸注射液、人用狂犬病疫苗，11 年前 10 月营业收入 3500 万元，利润总额 9800 万元（其中股权转让投资收益 9000 万元），扣除非经常性损益的营业利润 800 万元。

(4) 吉林亚泰明星制药主要生产心脑血管用药系列、抗感冒及止咳喘用药系列、消化系统用药系列三大系列品种，从少数公开数据看，07 年该公司净利润 54 万元，近年来亚泰集团对该公司并没有增资行为，因此即使近年来公司快速发展，净利润对整个集团合并报表影响不大。

图 17 公司医药板块子公司股权结构



数据来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 未来几年商贸板块收入和毛利润年均增速约 20%

亚泰商贸产业包括宾馆和零售百货，其中宾馆为长春亚泰饭店、龙达宾馆、北京亚泰饭店，零售为亚泰超市、亚泰富苑购物中心、亚泰参茸贸易。商贸板块业绩增长主要来自亚泰超市和亚泰富苑购物中心，07 年以来，除 09 年增速较快之外，

其余年份收入和毛利润增速基本在 20-40%之间，09 年增速较高的原因是有新门店开业，同时原有门店度过培育期后进入收获期，未来公司商贸板块增长主要靠现有门店挖掘潜力，将进入一个平衡增长期，年均增速约 20%。

(1) 亚泰超市目前共有 6 家门店，营业面积 3 万多平方米，其中 5 家门店是 06 年以来陆续开设。(2) 亚泰富苑购物中心 04 年开业，营业面积 3.5 万平方米，09 年又新开业富苑金育运动城。

图 18 公司商贸板块营业收入及增速

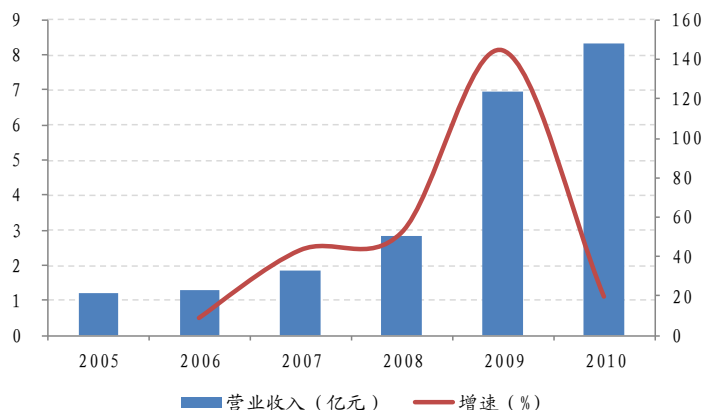
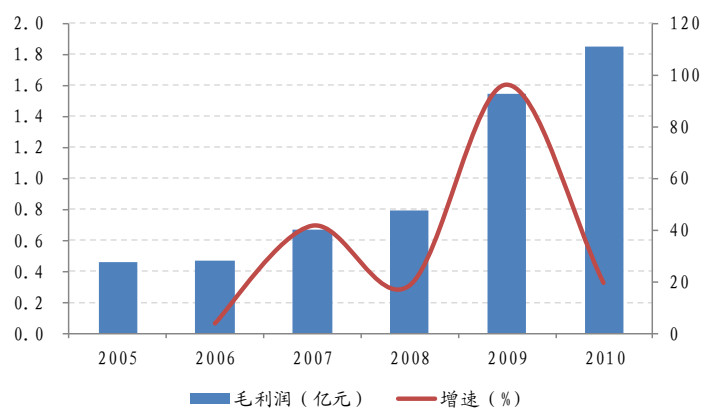
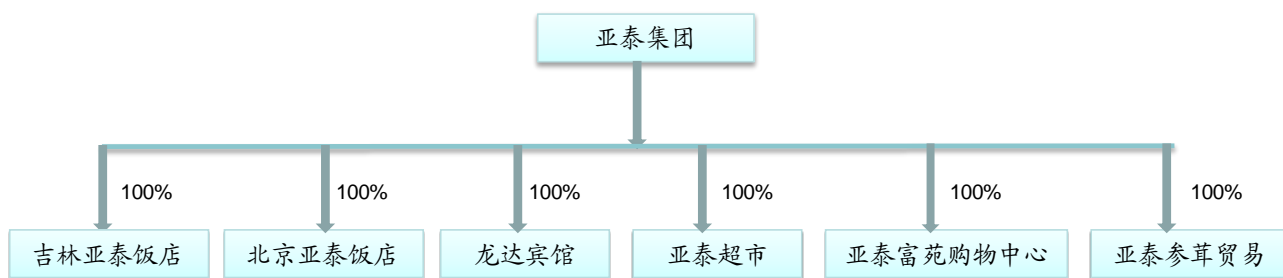


图 19 公司商贸板块毛利润及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 20 公司商贸板块子公司股权结构

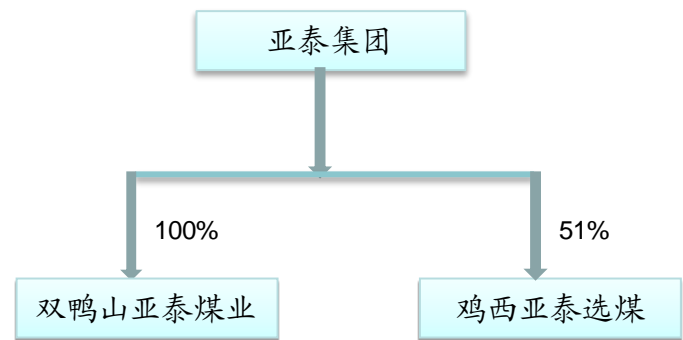


数据来源：公司公告、中投证券研究所

4.3 煤炭板块是公司一个新的增长点

公司煤炭板块有两个公司：双鸭山亚泰煤业公司和鸡西亚泰选煤公司。双鸭山煤业组建于 04 年 9 月，三座煤矿已经投产两座，12 年三矿投产后，原煤生产能力将从 90 万吨提升至 120 万吨。鸡西选煤厂 10 年 7 月开工建设，11 年 8 月正式投产，设计筛选能力 120 万吨/年，洗选能力 90 万吨/年，合计 210 万吨/年。

图 21 公司煤炭板块子公司股权结构



数据来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测假设

表 4 盈利预测假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥						
产能 (万吨)	1000	1350	1750	2050	2350	2550
销量 (万吨)	952.43	1278.9	1625.81	2000	2200	2400
+/-	-7.7%	34.3%	27.1%	23.0%	10.0%	9.1%
单位价格 (元/吨)	315.63	317.44	295.04	355.00	360.00	360
+/-	29.1%	0.6%	-7.1%	20.3%	1.4%	0.0%
单位成本 (元/吨)	247.94	231.21	228.25	237	237	237
+/-	31.6%	-6.7%	-1.3%	3.8%	0.0%	0.0%
吨毛利 (元/吨)	67.7	86.2	66.8	118	123	123
毛利率 (%)	21.4%	27.2%	22.6%	33.2%	34.2%	34.2%
房地产						
销量面积 (万平方米)	6.19	7	19.91	20	25	30
+/-	-43.3%	13.1%	184.4%	0.5%	25.0%	20.0%
单位价格 (元/方)	7388.46	7851.89	7279.75	8000	8000	8200
+/-	29.3%	6.3%	-7.3%	9.9%	0.0%	2.5%
单位成本 (元/方)	5108.86	5600.82	5428.72	5500.0	5600.0	6000.0
+/-	36.3%	9.6%	-3.1%	1.3%	1.8%	7.1%
单位毛利 (元/方)	2279.60	2251.06	1851.03	2500.00	2400.00	2200.00
毛利率 (%)	30.9%	28.7%	25.4%	31.3%	30.0%	26.8%
医药						
营业收入 (万元)	30311.89	39335.25	48466.59	60583.24	75729.05	94661.31
+/-	25.2%	29.8%	23.2%	25.0%	25.0%	25.0%
营业成本 (万元)	17534.74	22492.59	25954.85	32443.57	40554.46	50693.07
+/-	19.6%	28.3%	15.4%	25.0%	25.0%	25.0%
商贸						
营业收入 (万元)	28412.66	69438.30	83238.04	99886	119863	143835
+/-	52.2%	144.4%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%

营业成本(万元)	20510.24	53948.51	64745.28	77694	93233	111880
+/-	71.1%	163.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他						
营业收入(万元)	45598.67	42397.38	57309.23	74502	89402	107283
+/-	-6.0%	-7.0%	35.2%	30.0%	20.0%	20.0%
营业成本(万元)	30761.44	23472.01	30181.10	39235	47083	56499
+/-	-27.4%	-23.7%	28.6%	30.0%	20.0%	20.0%

资料来源:公司公告、中投证券研究所

六、投资建议: 推荐

根据我们对公司各项资产分析,预测 11-13 年公司 EPS 为 0.41、0.58、0.71 元,目前股价对应 12 年 PE9.43 倍,给予推荐评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11973	14871	15379	17246
现金	3285	5000	4000	4000
应收账款	536	627	723	847
其他应收款	880	943	1135	1323
预付账款	2023	2977	3201	3692
存货	5158	5242	6220	7266
其他流动资产	91	82	100	117
非流动资产	14551	15066	15494	15621
长期投资	2698	2654	2669	2664
固定资产	8814	9727	10146	10210
无形资产	841	1039	1228	1419
其他非流动资产	2198	1646	1452	1328
资产总计	26524	29937	30873	32866
流动负债	13372	17211	16530	16723
短期借款	8094	10974	9444	8809
应付账款	1641	2004	2277	2631
其他流动负债	3638	4233	4808	5283
非流动负债	4453	3140	3316	3426
长期借款	2488	2488	2588	2688
其他非流动负债	1965	652	728	737
负债合计	17825	20351	19846	20149
少数股东权益	1426	1726	2066	2416
股本	1895	1895	1895	1895
资本公积	3455	3455	3455	3455
留存收益	1913	2500	3602	4941
归属母公司股东权益	7273	7861	8962	10302
负债和股东权益	26524	29937	30873	32866

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1514	1618	2100	1782
净利润	576	1077	1441	1690
折旧摊销	494	559	629	677
财务费用	460	622	655	612
投资损失	-263	90	-110	-150
营运资金变动	-2847	-708	-565	-1071
其他经营现金流	65	-20	50	25
投资活动现金流	-1513	-1144	-961	-653
资本支出	1425	999	800	600
长期投资	0	-43	14	-5
其他投资现金流	-89	-188	-147	-58
筹资活动现金流	3863	1240	-2139	-1129
短期借款	3228	2880	-1529	-635
长期借款	930	0	100	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-294	-1640	-710	-594
现金净增加额	829	1715	-1000	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8136	11050	12770	14558
营业成本	6001	7334	8423	9679
营业税金及附加	208	260	305	350
营业费用	467	597	728	830
管理费用	667	906	1047	1194
财务费用	460	622	655	612
资产减值损失	39	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	263	-90	110	150
营业利润	557	1211	1692	2013
营业外收入	251	264	280	300
营业外支出	38	40	50	60
利润总额	770	1435	1922	2253
所得税	194	359	480	563
净利润	576	1077	1441	1690
少数股东损益	84	300	340	350
归属母公司净利润	492	777	1101	1340
EBITDA	1511	2392	2976	3302
EPS (元)	0.26	0.41	0.58	0.71

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	32.9%	35.8%	15.6%	14.0%
营业利润	-35.9%	117.5%	39.7%	19.0%
归属于母公司净利润	-34.0%	57.8%	41.8%	21.6%
获利能力				
毛利率	26.2%	33.6%	34.0%	33.5%
净利率	6.0%	7.0%	8.6%	9.2%
ROE	6.8%	9.9%	12.3%	13.0%
ROIC	5.5%	9.1%	11.0%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	67.2%	68.0%	64.3%	61.3%
净负债比率	60.49	67.94%	62.20	58.69%
流动比率	0.90	0.86	0.93	1.03
速动比率	0.51	0.56	0.55	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.39	0.42	0.46
应收账款周转率	18	17	17	16
应付账款周转率	4.36	4.02	3.93	3.94
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.41	0.58	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.80	0.85	1.11	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.15	4.73	5.44
估值比率				
P/E	21.10	13.37	9.43	7.75
P/B	1.43	1.32	1.16	1.01
EV/EBITDA	11	7	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验, 2 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434