

水泥业务量价齐升，地产销售进度低于预期

2011年8月26日

强烈推荐/维持

亚泰集团

财报点评

——亚泰集团（600881）半年度财报点评

俞鹏程 建筑建材行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

010-66507325

事件：

公司今日公布 11 年半年报，实现销售收入 51.78 亿，同比增长 38.60%，实现营业利润 5.2 亿元，同比增长 57.11%，实现归属于母公司的净利润为 3.21 亿，同比增长 33.31%，实现每股收益 0.17 元，同比增长 33.31%，略低于我们之前的预期。

公司分季度财务指标

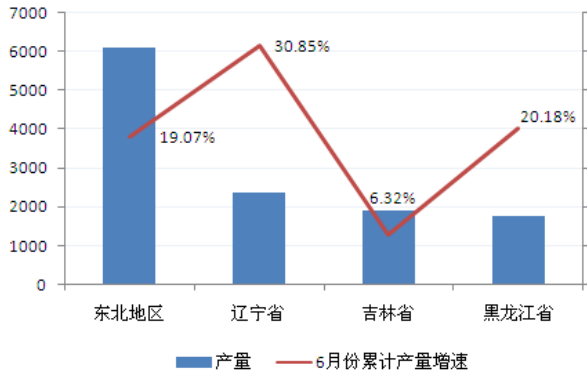
指标	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	10H2	11H1
营业收入（百万元）	2478.88	2027.83	3381.99	2739.10	3736.17	4400.20	5178.17
(+/-,%)	39.74%	-11.26%	36.43%	35.08%	10.47%	60.64%	38.60%
毛利率（%）	23.09%	28.04%	21.75%	37.87%	26.57%	25.98%	27.57%
期间费用率（%）	18.34%	24.30%	13.75%	23.53%	17.31%	21.54%	17.08%
销售费用率（%）	6.61%	6.63%	4.68%	7.49%	5.26%	6.15%	4.98%
管理费用（%）	5.59%	10.67%	5.43%	10.57%	6.55%	9.59%	6.38%
财务费用（%）	6.14%	6.99%	3.64%	5.47%	5.50%	5.80%	5.72%
营业利润率（%）	6.88%	5.70%	11.08%	18.07%	8.86%	5.14%	10.04%
实际税率	6.22%	25.77%	6.63%	24.03%	20.76%	29.00%	20.95%
净利润（百万元）	194.29	135.31	342.28	403.59	241.15	250.88	321.48
(+/-,%)	-36.03%	-41.73%	76.17%	198.28%	-29.55%	-37.84%	33.31%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.11	0.18	0.21	0.13	0.13	0.17
资产负债率（%）	55.84%	61.70%	56.67%	58.19%	62.49%	67.20%	68.51%
净资产收益率（%）	3.75%	2.73%	5.04%	6.16%	3.49%	3.35%	4.51%
总资产收益率（%）	1.66%	1.05%	2.18%	2.58%	1.31%	1.10%	1.42%

评论：

积极因素：

- 公司上半年水泥业务实现销售收入 31.55 亿元，同比增长 58.31%，毛利率提升至 26.84%，同比提升 1.04 个百分点，总体表现为量价齐升态势。产能方面，公司去年下半年新增的哈水二线（技改 150 万吨），通化特水日产 2500 吨和铁新水泥的一条日产 2500 吨生产线陆续转化为公司实际产量，同时得益于东北地区良好的供需格局，区域水泥价格从二季度开始迅速走出低谷，截至 4 月底已超出去年同期水平，目前已大幅超出去年同期价格水平，并维持高位。

图 1、东北三省上半年水泥产量及增速



资料来源：DC，东兴证券研究所

图 2、沈阳地区价格变化情况

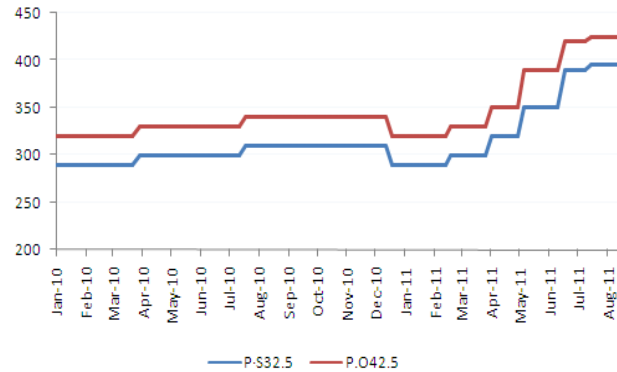
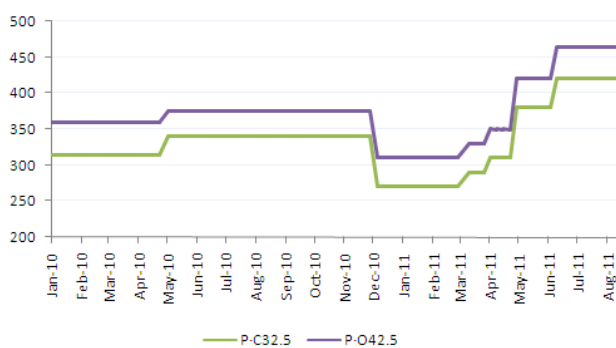
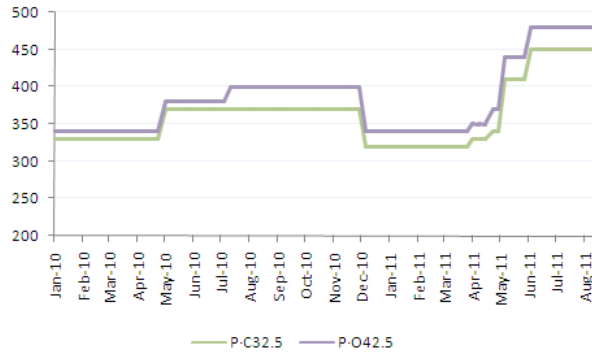


图 3、长春地区价格变化情况



资料来源：DC，东兴证券研究所

图 4、哈尔滨地区价格情况



- 由于东三省目前水泥价格相比一季度末提升 105 元至 155 元，相比 6 月底普遍提升 35 元至 45 元不等，预计三季度公司水泥业务毛利率将获明显提升。公司 5 月以来日出货量 8 万吨至 9 万吨左右（水泥约 6 到 7 万吨，熟料 2 万吨左右），随着 9 月份全年最大的旺季到来，预计公司出货量将进一步升。
- 公司往年投资收益的主要来源，东北证券和江海证券投资收益出现明显下降，但公司由于其参股企业亚泰生物药业出售 1.2 亿股吉林银行股份而获得大额投资收益，导致公司上半年投资收益出现约 7.4% 的增长。东北证券 11 年上半年实现归属于母公司股东的净利润仅 8887 万元，较去年同期的 11040 万大幅下降约 80%，按公司对东北证券的持股比例，仅获 2729 万元投资收益，较上年同期减少 661 万元；公司所持江海证券股权投资收益也出现一定下降，但公司已与华融资产管理公司签订股权转让协议，以 8.8 亿的价格出售其所持 30.08% 的江海证券全部股权，若该股权转让协议下半年获通过，则公司可一次性获得约 1.52 亿元的投资收益，增厚 11 年 EPS 0.08 元。

表 1、公司投资收益明细

	2011H1	2010H1	备注
权益法投资收益	4466.3	4158	东北证券+江海证券+亚泰生物药业
持有至到期投资应计利息	1260	1260	东北证券次级债
分红	2567.8	2567.8	吉林银行
合计	8294.1	7985.8	贡献 EPS 0.04 元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

消极因素：

- 公司地产业务方面销售进度相对较慢。由于公司今年计划销售的数个楼盘开盘日期安排在7、8月份，同时个别项目进展低于预期（天津响螺湾项目），因而公司上半年实现销售收入约4.88亿，距离全年30多亿的收入目标尚有较大距离

表1、公司上半年地产业务销售明细

性质	项目	收入（万元）	毛利	毛利率	计划结算面积	备注
续建	亚泰桂花苑	32635	8900	27.3%	90000	
	松原澜熙郡	5080	2389	47.0%	90000	7月开始预售
	南京先锋青年公寓	1218	384	31.5%		
	亚泰樱花苑	4448.5				
	物业管理收入	3124				
	亚泰豪苑	955				
	亚泰花园杏花苑	872.6				
	亚泰广场商品房	510				
	其它收入	-48.8				
新建	梧桐公馆	-			90000	8月开盘，根据前期蓄客量预计首次开盘即可实现5.5亿的销售额
	沈阳亚泰城（沈北新区）	-			80000	8月开始蓄客
	天津响螺湾	-				预计8月预售，但目前看项目会延期开盘
	合计	48794.3				

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业务展望与盈利预测

我们公司目前的股价相对其内在价值具有较高的安全边际。金融投资方面，公司目前控东北证券持股比例为30.71%，以目前东北证券19.8元的股价计算，亚泰集团持股市值约38.85亿，可为亚泰集团贡献每股价值2.05元；公司出售其参股的30.08%的江海证券股权，协议价为8.8亿，折算公司每股价值约0.46元；公司参股吉林银行9.77%，参考韩亚银行10年6月份收购吉林银行18%股份所给出的21.6亿的收购价，则公司持有的吉林银行价值约每股0.62元。公司合计持有上述金融股权价值每股3.13元。

水泥业务方面，公司现有及在建产能约2650万吨，74%的权益比例，以350元/吨的建设成本计算，贡献市值约68.6亿元，每股价值约3.62元。另外，煤炭，制药及商业零售等业务大致价值每股1.5元以上。因此不计地产业务，公司各业务合计股权价值达8.25元，相比目前7.28的股价，具有较高的安全边际。

我们预计公司 11 年至 12 年公司每股收益分别为 0.47 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 15.42 和 11.52 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 4、亚泰集团盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入（百万元）	6,121.09	8,136.37	11,100.00	13,050.00
主营收入增长率	35.82%	32.92%	36.42%	17.57%
EBITDA（百万元）	1,511.55	1,504.16	2,593.44	3,026.64
EBITDA 增长率	59.73%	-0.49%	72.42%	16.70%
净利润（百万元）	745.88	492.03	894.72	1,197.86
净利润增长率	126.30%	-34.03%	81.84%	33.88%
ROE	10.67%	6.76%	11.21%	13.40%
EPS（元）	0.390	0.260	0.472	0.632
P/E	18.67	28.00	15.42	11.52
P/B	1.97	1.90	1.73	1.54

资料来源：东兴证券

风险提示：

宏观经济大幅波动风险

东北天气异常，影响工程施工进度

房地产价格在政策调控下销售困难

股市出现较大的系统性风险

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。