

# 估值优势下，天地人和保增长

## ——亚泰集团（600881）调研快报

2012年4月9日

推荐/维持

亚泰集团

调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

### 事件：

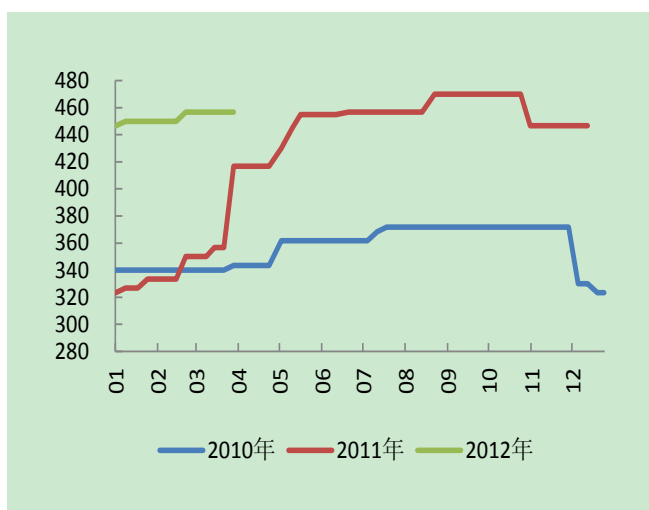
2012年3月30日上午，我对亚泰集团进行了调研，和公司董秘、证券事务代表、建材和房地产等相关部门负责人员进行交流，对公司经营状况、发展规划等情况进行交流和沟通。

### 一、2011年公司水泥业务业绩快速增长，2012年水泥业务继续保持向上态势

#### 1. 2011年水泥业务在全国行业景气度下降的情况下一枝独秀

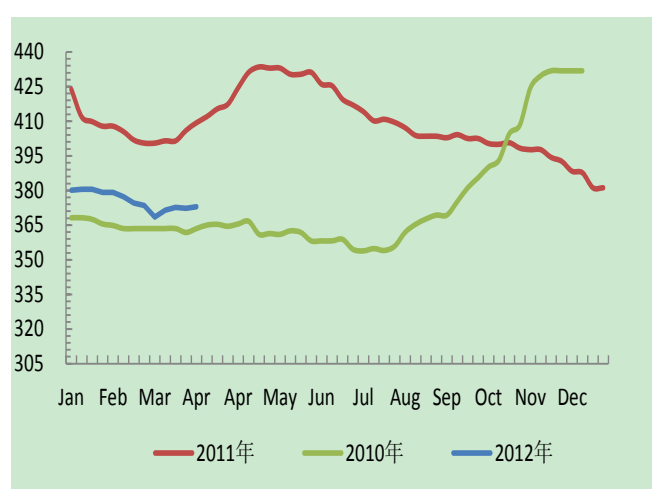
2011年，特别是下半年是水泥行业景气度持续下降的阶段。亚泰集团由于市场区域产能新增较少，在落后产能淘汰和需求稳定增长情况下，水泥业务2011年5月份以后盈利能力快速提升，充分受益于公司龙头地位，并保持在较高水平。公司P.O42.5号水泥和P.O32.5号水泥占比分别为60%和40%，2011年公司水泥均价为410元/吨，销量为1650万吨，熟料销价为360元/吨，销量为585万吨左右。2011年9月份本可以上调价格，也能够保持不错的销量，但公司以长远角度考虑，没有调整。2011年第四季度水泥价格出现回落，回落幅度为50元/吨，但仍保持较高水平。

图1：东北地区P.O42.5号散装水泥价格走势（单位：元/吨）



资料来源：DC, 东兴证券

图2：全国P.O42.5号散装水泥价格走势（单位：元/吨）



资料来源：DC, 东兴证券

#### 2. 2012年水泥业务继续向好

销售均价同比高出115元/吨，水泥销量约为10万吨，熟料销量为90多万吨。公司市场区域内有200多个项目，虽然开始天气转暖，但才开工20个，近期水泥日出货量3.5万吨，略低于去年同期的4万吨；销售价格上，P.O42.5号水泥价格为560元/吨，P.O32.5号水泥价格为350元/吨。2012年3月份

上调了一次，调整幅度为 10 元/吨。

2012 年预计 P.O42.5 号水泥价格要涨 30-50 元/吨，近期有调价的意愿。2012 年估计全年均价将比 2011 年高出 50 元/吨。2012 年水泥熟料销量同比 2011 年预计会增加 200 万吨，其中水泥增加 400 万吨，熟料销量减少 200 万吨。

2012 年公司水泥产品量价齐升的情况下，预计 2012 年水泥销售收入接近约为 90 亿元，吨毛利水平超过 100 元/吨，成为 2012 年公司业绩增长的主要部分。

## 二、区域水泥产能新增较少，需求旺季加信贷紧缩期结束，成为公司业绩向上的基础

### 1. 2012 年区域产能新增压力小，产能利用率提升和新产能投放提升业绩

2011 年区域水泥产能较少，成就 2011 年下半年以来区域水泥行业的高景气度，在全国水泥行业景气度下降的情况下独树一帜，2012 年将继续延续这个逻辑。2012 年东北地区仅有吉林永吉冀东水泥的一条 4500T/D 的熟料生产线投产，区域内没有新增熟料产能。2012 年公司有 120 万吨的粉磨站要投产。这些保证公司业绩向上。另外公司有一条阿城 4000T/D 和一条图们 4000T/D 的生产线审批手续已经齐全，但是还未动工，主要原因是阿城因运输的问题停建，图们是矿山问题，但这两条线迟早要建成投产。

### 2. 信贷定向宽松期和施工集中中期相契合，保证需求受影响较小

2012 年一季度水泥需求不足，成为水泥行业景气度持续下降的主因。二季度国家信贷定向开始宽松，东北地区刚好进入施工密集期，作为东北区域的龙头水泥公司受益基础设施建设的启动最大。公司水泥销售方向上，房地产、基础设施建设和其他方面占比分别为 30%、40%和 30%，基建和其他占比较大。目前大的工程有吉图昆铁路（消耗水泥约 400 万吨）和中部饮水工程等。随着需求好转，水泥销售将量价齐升。

表 1：亚泰集团投产熟料生产线

熟料生产线	产能
吉林亚泰水泥（双阳公司）一至四期 2*2000t/d+2*2500t/d	369
明城公司一期 5000t/d	182
亚泰哈水 1000t/d+2500t/d	125
吉林亚泰水泥（双阳公司）五期 5000t/d	185
明城水泥二期 5000t/d	185
亚泰哈水（阿城一线）4000t/d	185
吉林亚泰水泥（双阳公司）六期 5000t/d	185
通化特水 500T/D 已经停产	-
通化特水 500T/D 已经停产	-
通化特水 1200T/D	35
通化特水 4000T/D	124
金圆水泥（伊通水泥有限公司）2500T/D	90
图们水泥 5000T/D	170
亚泰哈水（阿城二线）5000t/d	272
铁新水泥 2*2500T/D+5000T/D	365

资料来源：公司公告，东兴证券

### 三、房地产业务潜力大，对长远业绩影响积极

2011 年公司向房地产公司兰海控股增资 11.29 亿元，控股 51%，房地产业务成为公司未来发展的主要业务，从公司规划上，建材和房地产业务是公司未来重点发展的方向。2011 年销售 18 万平方米，确认收入 10 万平方米。其中梧桐公馆销售 10 万平方米，梧桐公馆上市 240 万套，卖出去 190 万套；桂花苑销售 7-8 万平方米。

当前公司房地产的土地储备超过 100 万平方米。项目有天津、沈阳、南京、梧桐公馆、桂花苑等。2012 年计划推盘会大幅增长，新项目是天津和沈阳，蓬莱 3 万平方米、天津兰海 6-7 万平方米。2012 年确认收入面积预计将比 2011 年大幅提升的概率大。

兰海控股公司的土地整理项目会滚动进行，近两年不会贡献太多利润。国家对于房地产的调控对于二线城市影响较小，一旦政策放松，公司会抓住时机，房地产业务将得到迅速发展，成为业绩增长的推力。

### 四、医药和商贸资产证券化进行中，煤炭产能继续拓展

商贸、医药业务保持稳定增长，正在做资产证券化业务，也就是把商贸和医药业务打包转让给其他公司，以股权作为对价取得转让公司的部分股权，以达到业务去多元化的目的。未来医药和商贸业务规划保持稳定增长。公司双鸭山 15 万吨煤矿 2012 年 8 月投产，预计公司煤炭业务 2013 年产能要达到 110-120 万吨，煤炭自用，按照市场价内部销售，2012 年价格为每吨 650 元。医药、商贸和煤炭业务将为公司业绩加分。

### 五、控股证券公司 2011 年亏损严重，2012 年业绩改善保证公司业绩弹性

2011 年东北证券亏损 1.51 亿元，江海证券亏损约 1.3 亿，2011 年两家控股证券公司使得公司投资收益亏损合计近 1 个亿。江海证券股权转让预计 2012 年 5 月份完成，公司可享一季度市场好转带给公司的业绩增长。

公司作为大股东比较扶持东北证券的发展，作为东北证券的大股东，对其进行增资，在 2012 年市场改变 2011 年单边下跌的市场的情况下，将由业绩拖累变为提升业绩的力量。这将增强公司的业绩弹性和股价的弹性。

### 六、资本市场融资改善股权结构，非公开增发可能性大

公司负债比率较高，2011 年三季度末为 66.74%，而 2012 年 3 月末对外担保金额达到 72.54 亿元，并且发行中期票据 10 亿元，这两项占三季度末净资产的比例为 69.90%，通过资本市场进行增发融资改善资本结构，成为公司未来的着眼点。

在当前区域水泥行业景气度高，水泥熟料生产线收购估计困难较大，发展下游产业链成为可行的方向。房地产的限制如果放松，加上公司兰海控股的项目，预计这方面项目增发融资的可能性也很大，同时公司医药业务如果有新的好的项目也不失为一个好的方向。

### 七、公司市净率低，激励基金调动管理层提升业绩的积极性

公司当前市净率水平处于上市公司中的较低水平，为 1.34。一旦业务需求回升，业绩回升弹性较大。

表 2: 水泥上市公司 PB 比较

水泥上市公司	PB
亚泰集团	1.34
宁夏建材	1.47
祁连山	1.67
华新水泥	1.70
天山股份	1.73
金隅股份	1.73
同力水泥	1.89
海螺水泥	1.99
冀东水泥	2.14
青松建化	2.26
塔牌集团	2.46
福建水泥	2.53
四川双马	2.69
江西水泥	2.95
巢东股份	3.61

资料来源：东兴证券

公司中长期激励基金获得的条件是年度加权平均净资产收益率达到 10%，提取 3000 万的激励基金，对于增长 10%以上的净利润按照下表提取：

表 3: 管理层中长期激励基金标准

净利润增长率	相应净利润增加额的提取比例
10% < 净利润增长率 ≤ 30%	5%
30% < 净利润增长率 ≤ 50%	7%
净利润增长率 > 50%	9%

资料来源：公司公告

2010 年公司获得 2009 年度奖励基金 5848 万元，用于管理层控股公司金塔投资增持有亚泰集团的股权，2011 年三季度持股 2733 万股，占比 1.44%。2011 年第三季度每股净资产为 4.12 元，按此计算如果 2011 年公司剔除非经常损益后的每股收益超过 0.412 元，公司管理层将会获得约 1 亿元的奖励基金。这种制度激励公司管理层提升业绩，激励管理层在建材业务上改善供给，市场协作来实施，创造利润增长，拓展房地产业务和保持其他业务稳定增长。

## 八、盈利预测和投资评级

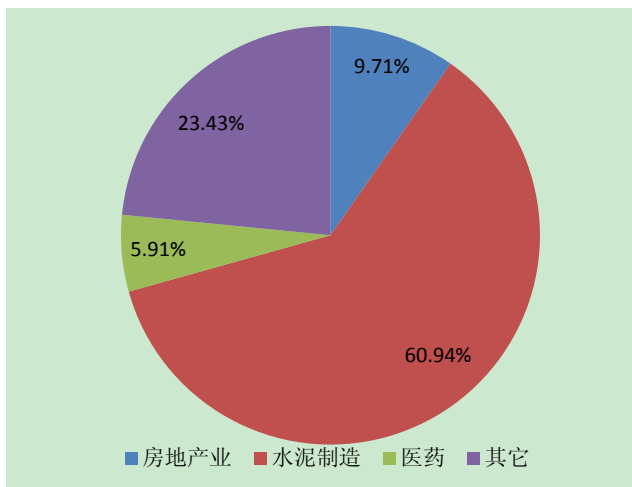
基于以上分析和假设，预计公司 2011 年-2013 年的每股收益为 0.42 元、0.65 元和 1.15 元，以收盘价 5.53 元计算，对应的动态 PE 为 15 倍、9 倍和 5 倍，考虑到公司估值优势明显，管理层的激励制度和水泥业务引领下业绩增长稳定，给予公司“推荐”投资评级，6 个月的目标价为 7.8 元。

**九、风险提示：**国家调控政策对房地产业务影响大于预期的风险。

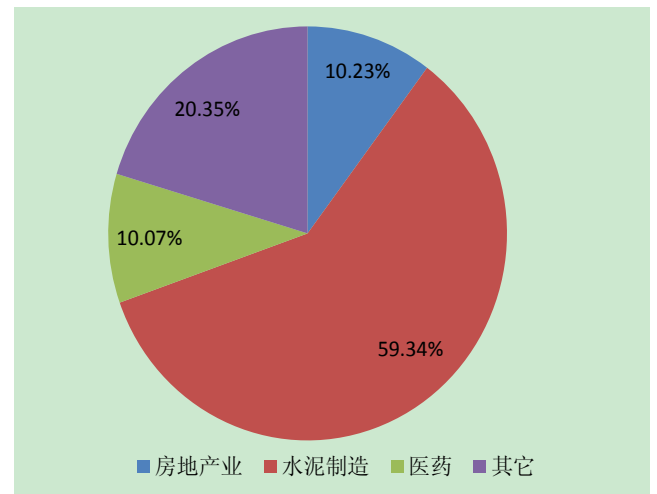
**表 4: 盈利预测及关键指标**

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,136	11,931	14,140	23,295
(+/-)%	32.92%	46.64%	18.51%	64.75%
经营利润 (EBIT)	1,018	1,607	2,382	3,948
(+/-)%	-10.94%	57.93%	48.23%	65.73%
净利润	492	789	1,239	2,171
(+/-)%	-34.03%	60.34%	57.01%	75.27%
每股净收益 (元)	0.260	0.416	0.654	1.146

资料来源: 东兴证券

**图 3: 亚泰集团业务收入占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 4: 亚泰集团业务毛利占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	8,136.37	11,931.05	46.64%	14,139.77	18.51%	23,295.28	64.75%
营业成本	6,000.61	8,241.46	37.34%	9,524.26	15.57%	15,611.97	63.92%
营业费用	467.21	683.65	46.32%	808.79	18.31%	1,330.16	64.46%
管理费用	666.80	977.15	46.54%	1,159.46	18.66%	1,912.54	64.95%
财务费用	460.49	647.87	40.69%	675.59	4.28%	799.64	18.36%
投资收益	262.67	(90.00)	N/A	120.00	N/A	120.00	0.00%
营业利润	557.07	959.15	72.18%	1,706.45	77.91%	3,148.09	84.48%
利润总额	769.70	1,223.15	58.91%	1,920.45	57.01%	3,362.09	75.07%
所得税	193.58	305.79	57.96%	480.11	57.01%	840.52	75.07%
净利润	576.11	917.36	59.23%	1,440.34	57.01%	2,521.57	75.07%
归属母公司所有者的净利润	492.03	788.93	60.34%	1,238.69	57.01%	2,171.07	75.27%
NOPLAT	761.64	1,205.26	58.25%	1,786.53	48.23%	2,960.80	65.73%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	3,285.39	4,772.42	45.26%	5,514.51	15.55%	8,852.21	60.53%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	535.89	787.78	47.00%	945.23	19.99%	1,576.42	66.78%
预付款项	2,023.24	2,105.65	4.07%	2,200.89	4.52%	2,357.01	7.09%
存货	5,157.85	4,967.46	-3.69%	5,740.65	15.57%	9,409.95	63.92%
流动资产合计	11,973.18	14,048.17	17.33%	16,085.82	14.50%	24,983.63	55.31%
非流动资产	14,551.29	14,848.67	2.04%	15,787.36	6.32%	16,655.12	5.50%
资产总计	26,524.47	28,896.83	8.94%	31,873.18	10.30%	41,638.75	30.64%
短期借款	8,093.55	7,317.96	-9.58%	7,103.21	-2.93%	9,692.91	36.46%
应付帐款	1,640.58	2,212.78	34.88%	2,557.20	15.57%	4,191.71	63.92%
预收款项	781.82	841.48	7.63%	912.18	8.40%	1,075.24	17.88%
流动负债合计	13,372.45	13,934.10	4.20%	14,528.10	4.26%	20,783.38	43.06%
非流动负债	4,453.04	5,356.05	20.28%	6,257.15	16.82%	7,161.73	14.46%
少数股东权益	1,425.50	1,553.93	9.01%	1,755.58	12.98%	2,106.08	19.96%
母公司股东权益	7,273.48	7,991.18	9.87%	9,233.16	15.54%	11,289.39	22.27%
净营运资本	(1,399.27)	114.07	N/A	1,557.72	1265.59%	4,200.25	169.64%
投入资本 IC	13,894.31	13,979.83	0.62%	15,366.62	9.92%	20,615.35	34.16%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	576.11	917.36	59.23%	1,440.34	57.01%	2,521.57	75.07%
折旧摊销	486.59	0.00	N/A	811.31	N/A	882.24	8.74%
净营运资金增加	296.92	1,513.34	409.68%	1,443.65	-4.60%	2,642.52	83.04%
经营活动产生现金流	(1,514.29)	3,159.44	N/A	2,350.71	-25.60%	2,219.42	-5.59%
投资活动产生现金流	(1,513.47)	(1,156.74)	N/A	(1,619.39)	N/A	(1,576.36)	N/A

---

融资活动产生现金流	3,862.57	(515.68)	N/A	10.77	N/A	2,694.64	24920.35%
现金净增（减）	834.81	1,487.03	78.13%	742.09	-50.10%	3,337.70	349.77%

---

## 分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，3年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材行业研究。

## 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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我们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。