



# 酝酿水泥提价，上调公司盈利

## 买入 评级

### 投资要点:

我们跟踪了今年一季度东北地区水泥行业及公司业务发展情况，认为东北地区水泥价格维持高位并且产量稳定，为公司创造了良好的经营环境；公司水泥及房地产业务情况比我们之前预测得还要乐观。我们调高了对公司的业绩预测，并继续维持“买入”评级。

### 报告摘要:

**东北地区水泥价格维持高位，产量保持稳定。**今年以来，东北地区水泥价格继续保持去年高位，截止到4月13日，东北地区水泥价格为457元，较2011年初的340元上涨将近34%，遥遥领先于全国其他地区水泥价格涨幅。同时东北地区水泥产量保持稳定，在受房地产加大调控力、天气寒冷导致开工延迟等不利因素的影响下，东北地区一季度依然实现水泥产量1514万吨，同比增长0.43%。

**公司水泥业务量价齐升推动业绩增长。**根据公司预测，2012年度有望实现水泥熟料销量2300万吨，比2011年提高了约320吨；区域良好的供需结构和强化市场协同预计会使得全年平均售价继续提升34元至426元/吨，水泥业务销售收入增长35%以上，毛利增速接近40%，因此，水泥业务就将为公司EPS贡献0.64元。

**房地产业务完成全国布局，弹性较强。**公司在房地产业务上，采取类似香港和黄集团的低迷期扩张策略，加快完成全国性房地产投资布局，目前在东北、京津和江苏等地区共拥有可售面积391万平方米，业务具有较强弹性，2012年最保守情况也将贡献业绩0.06元。

**股市回暖有望改善金融业务未来盈利。**江海证券转让预计在2季度完成，产生1.3亿元左右的投资收益在半年报确认；东北证券在去年大亏损后，公司进行了治理整顿，随着股市回暖以及证监会力推券商创新业务，预计其盈利能力将得到修复，为母公司再次贡献利润。

**我们分别对公司水泥、地产和金融业务进行了估算，调高2012、2013年公司EPS至0.97和1.11元，按照十倍市盈率计算，预计2012公司股价将会达到9.7元，2013年将会达到11.1元，维持“买入”评级。**

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	8136	9795	13894	15479
营业利润(百万)	557	1029	2654	3038
净利润(百万元)	492	784	1842	2107
每股收益(元)	0.26	0.41	0.97	1.11

### 建材行业研究组

#### 联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hsec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数变化
20110930	222842	8503 股
20110630	222257	8525 股
20110331	231651	8179 股

数据来源: 港澳资讯

### 机构持股汇总



基金持仓家数

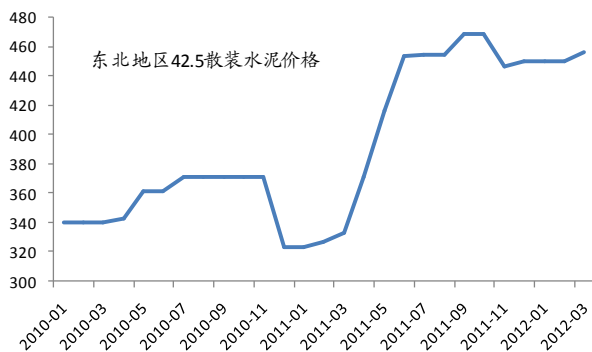
基金持仓比例

数据来源: WIND

2012年4月19日，产经新闻记者披露亚泰集团图门日产4000吨水泥生产线项目涉及违规，对于记者反映的细节，我们一方面和上市公司进行了沟通，一方面和行业内的资深专家进行了咨询。主要信息如下：1、上市公司方面认为，图门项目不涉及侵占农田问题，欠缺的相关程序早已经完成补充，项目不存在重大违规未处理的情况；2、根据我们从水泥业内人士了解来看，09年确实下达了记者所说的发改委批准文件，但是从实际执行操作层面来看，只要是得到了地方政府支持和批准的项目，立项时间设定是有很弹性空间的，而且如果就算有部分的涉农田也会通过地方政府工业用地置换的方法来解决，基本上很少有水泥项目会缺乏经验在侵占农田或批准时间上犯重大失误。我们将密切跟踪后续的情况，及时向投资人汇报。

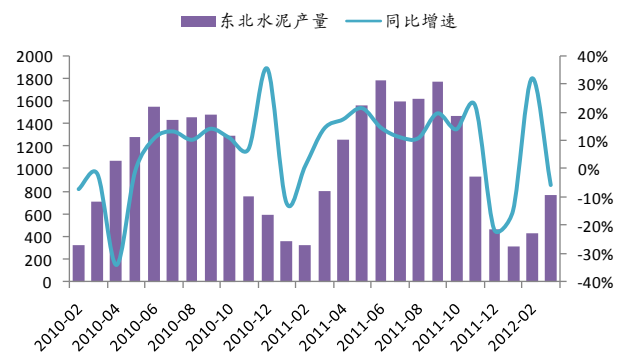
今年以来，东北地区水泥价格继续保持去年高位，截止到4月13日，东北地区42.5级散装水泥价格为457元，较2011年初的340元上涨将近34%，遥遥领先于全国其他地区水泥价格涨幅。同时东北地区水泥产量保持稳定，在受房地产加大调控力度、天气寒冷导致开工延迟等不利因素的影响下，东北地区一季度依然实现水泥产量1514万吨，同比增长0.43%。东北地区水泥价高、量稳的局面为亚泰集团创造了良好的经营环境。不考虑其他业务，仅水泥业务全年将使得亚泰集团利润保持40%的增长。

图 1：东北地区水泥价格走势（单位：元/吨）



数据来源：WIND，宏源证券研究所

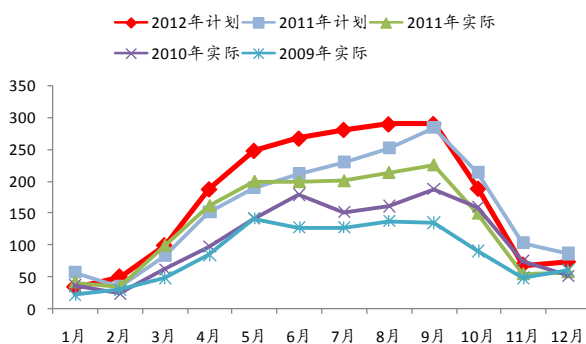
图 2：东北地区水泥产量（单位：万吨）



数据来源：WIND，宏源证券研究所

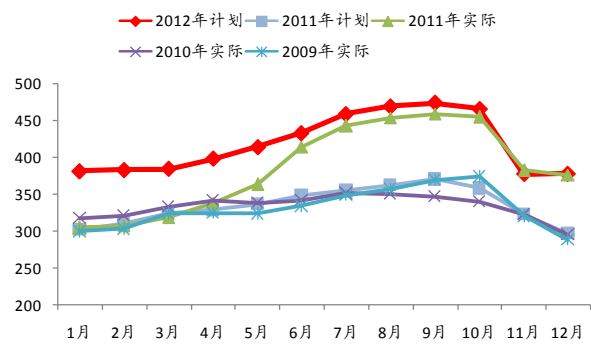
公司2011年新增水泥产能约为200万吨，2012年公司新增水泥产能约300万吨，这样今年年底水泥产能累计为2500万吨左右。公司计划2012年销售水泥熟料总计约2300万吨，比2011年提高了320吨；预计全年平均售价更是大幅提升34元至426元/吨，共同推动水泥业务销售收入增长25%以上，毛利增速更是接近35%；同时水泥吨费用率有望从2011年的76元降低到63元，仅水泥业务2012和2013年就将分别为公司创造EPS 0.64元和0.75元，超过我们之前的预测。

图 3：公司 2009-2012 年水泥销量（单位：万吨）



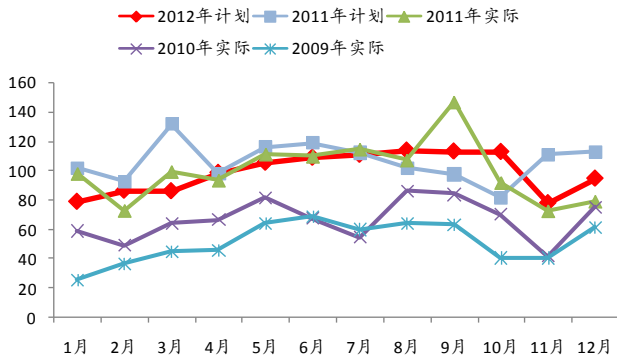
数据来源：宏源证券研究所

图 4：公司 2009-2012 年水泥价格（单位：元/吨）



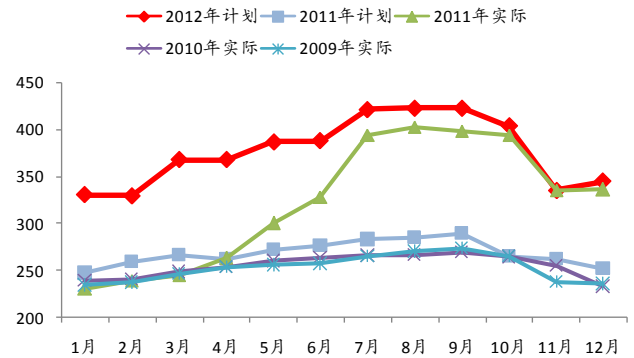
数据来源：宏源证券研究所

图 5：公司 2009-2012 年熟料销量 (单位：万吨)



数据来源：宏源证券研究所

图 6：公司 2009-2012 年熟料价格 (单位：元/吨)



数据来源：宏源证券研究所

东北地区房地产开发投资完成额保持较快增长，黑龙江地区房地产投资增速更是达到 47.5%。东北地区房地产投资保持较高景气一方面有利于亚泰集团继续开发房地产经营业务，另一方面，地产对水泥的消耗量较大，对公司的水泥业务也构成了较大利好。公司在房地产业务上，采取类似香港和黄集团的低迷期扩张策略，加快完成全国性房地产投资布局，目前在东北、京津和江苏等地区共拥有可售面积391万平方米，具有较强潜力。

图 7：公司房地产项目情况

项 目		2012年	2012年	计划售 价	销售收 入	2012年可确认收 入项目		2011年可确认收 入项目		确认收入合计	
		可售面积	销售量计划			销量	收入	销量	收入	销量	收入
存量房源	合计	47,162	47,162	7,602	35,852	47,162	35,852	75,623	54,853	122,785	90,705
	住宅(小计)	261,505	153,236	7,325	112,246					-	-
	商铺(小计)	6,491	6,491	18,000	11,683					-	-
	车库(小计)	30,000	20,000	2,750	5,500					-	-
亚泰梧桐公馆	合计	297,995	179,727	7,201	129,429					-	-
	住宅(小计)	106,765	73,112	4,682	34,228	18,868	7,981	23,928	10,515	42,796	18,496
	商铺(小计)	15,869	11,108	8,000	8,887	9,700	7,860	697	777	10,397	8,637
	车库(小计)	7,100	7,100	8,951	6,355			3,402	2,786	3,402	2,786
松原亚泰澜熙郡	合计	129,734	91,320	5,417	49,469	28,568	15,841	28,027	14,078	56,595	29,919
	住宅(小计)	217,583	162,759	5,747	93,530					-	-
	商铺(小计)	1,798	1,798	10,087	1,814					-	-
	车库(小计)	48,208	10,000	4,080	4,080					-	-
沈阳亚泰城	合计	267,590	174,558	5,696	99,424					-	-
	住宅(小计)	-	-	-	-	-	-	811	1,095	811	1,095
	商铺(小计)	1,857	1,857	18,000	3,343	1,857	3,343	1,017	2,534	2,874	5,877
	车库(小计)	4,771	4,771	1,500	716	4,771	716	1,372	207	6,143	923
南京亚泰先锋青年公寓	合计	6,629	6,629	6,123	4,059	6,629	4,059	3,200	3,836	9,829	7,895
	住宅(小计)	143,000	110,000	6,500	71,500					-	-
	商铺(小计)	3,000	-	-	-					-	-
	车库(小计)	56,000	-	-	-					-	-
南京亚泰六合项目	合计	202,000	110,000	6,500	71,500					-	-
	住宅(小计)	106,784	51,606	14,517	74,915					-	-
	商铺(小计)	-	-	-	-					-	-
	车库(小计)	-	-	-	-					-	-
天津亚泰津澜	合计	106,784	51,606	14,517	74,915					-	-
	住宅(小计)	20,058	20,058	9,500	19,055					-	-
	商铺(小计)	80,000	67,241	7,567	50,883					-	-
	车库(小计)	38,000	30,400	6,500	19,760					-	-
长春亚泰兰海公馆	合计	1,195,952	778,700	7,119	554,347	82,359	55,752	106,850	72,767	189,209	128,519
	住宅(小计)	1,020,857	715,574	7,155	511,969	66,030	43,833	100,362	66,463	166,392	110,296
	商铺(小计)	29,015	21,255	12,104	25,727	11,557	11,203	1,714	3,311	13,271	14,514
	车库(小计)	146,079	41,871	3,977	16,651	4,771	716	4,774	2,993	9,545	3,709

资料来源：宏源证券研究所

公司房地产业务2011年尚有7.3亿元销售收入将于今年确认；同时2012年计划销量78万平方米，折合销售收入约55.4亿元，其中5.6亿元为确定收入。分别假设2012年剩余的49.8亿元销售收入实现0%、50%和100%，房地产业务将分别为公司贡献EPS 0.06、0.17和0.29元。

**图 7: 公司 2012 年房地产板块的情景分析**

情景假设	基本收入 (亿元)	增量收入实现比例	增量收入 (亿元)	总收入 (亿元)	贡献EPS (亿元)
很乐观	12.85	100%	49.86	62.71	0.29
乐观	12.85	50%	24.93	37.78	0.17
中性	12.85	0%	0.00	12.85	0.06

资料来源: 宏源证券研究所

处于谨慎考虑, 我们选取中性情景作为房地产业务盈利预测。

公司2011年末通过受让亚泰生物公司和亚泰制药公司的股权取得了两家生物医药公司的绝对控股权。转让交易完成后, 公司对亚泰生物公司股份由33.33%上升到74%, 对亚泰制药公司股份由36.43%上升到61.36%, 子公司收入并入合并报表, 将大幅提高公司医药业务的盈利。综合考虑公司其他业务情况, 我们对公司未来盈利做出如下预测:

**表 1: 公司分类业务 EPS 预测**

EPS 分析	2011E	2012E	2013E
水泥	0.320	0.644	0.752
医药	0.040	0.090	0.110
房地产	0.028	0.060	0.090
其他	0.020	0.026	0.034
投资收益		0.047	
东北证券	-0.040	0.027	0.041
营业外收入	0.050	0.077	0.087
EPS	0.42	0.97	1.11

数据来源: 宏源证券研究所

通过上述分析, 我们预测公司 2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.97 和 1.11 元, 给予公司 10 倍市盈率, 预计 2012 公司股价将会达到 9.7 元.2013 年将会达到 11.1 元。

表 2 公司 2012、2013 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	8136	9795	13894	15479	<b>流动资产</b>	11973	12747	16934	19825
营业成本	6001	6338	8508	9586	现金	3285	4878	6359	7374
营业税金及附加	208	250	306	310	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	467	588	875	882	应收票据	78	94	133	149
管理费用	667	882	1112	1084	应收款项	536	643	912	1016
财务费用	460	570	606	643	其它应收款	880	769	1150	1390
资产减值损失	39	49	54	57	存货	5158	4232	5939	7111
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	2036	2131	2440	2786
投资收益	263	(90)	220	120	<b>非流动资产</b>	14551	13719	14165	14682
<b>营业利润</b>	557	1029	2654	3038	长期股权投资	2698	2698	2698	2698
营业外收入	251	243	280	317	投资	8814	10186	10709	11296
营业外支出	38	45	53	60	固定资产	841	757	682	613
<b>利润总额</b>	770	1226	2881	3295	无形资产	2198	78	76	75
所得税	194	308	725	829	<b>其他</b>	2198	78	76	75
净利润	576	918	2157	2467	<b>资产总计</b>	<b>26524</b>	<b>26466</b>	<b>31099</b>	<b>34507</b>
少数股东损益	84	134	315	360	<b>流动负债</b>	13372	13288	15297	15813
<b>归属于母公司净利润</b>	492	784	1842	2107	短期借款	8094	8094	8094	8094
<b>EPS (元)</b>	0.26	0.41	0.97	1.11	应付账款	1641	1733	2326	2621
<b>年成长率</b>					预收账款	782	949	1392	1418
营业收入	33%	20%	42%	11%	其他	2857	2513	3484	3680
营业利润	-36%	85%	158%	14%	<b>长期负债</b>	4453	3678	4423	5165
净利润	-34%	59%	135%	14%	长期借款	2488	3238	3988	4738
<b>获利能力</b>					其他	1965	440	435	427
毛利率	26.2%	35.3%	38.8%	38.1%	<b>负债合计</b>	<b>17825</b>	<b>16967</b>	<b>19719</b>	<b>20977</b>
净利率	6.0%	8.0%	13.3%	13.6%	股本	1895	1895	1895	1895
ROE	6.8%	9.9%	19.4%	18.6%	资本公积	3466	3466	3466	3466
<b>偿债能力</b>					留存收益	1913	2579	4145	5935
资产负债率	67.2%	64.1%	63.4%	60.8%	少数股东权益	1426	1559	1874	2234
					归属于母公司所有者权益	7273	7940	9505	11296

净负债比率	39.9%	42.8%	38.8%	37.2%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.6	1.3	1.7	1.5
应收帐款周转率	21.0	16.6	17.9	16.1
应付帐款周转率	4.4	3.8	4.2	3.9
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.26	0.41	0.97	1.11
每股经营现金	-0.80	1.86	1.58	1.43
每股净资产	3.84	4.19	5.02	5.96
每股股利	0.08	0.06	0.15	0.17

**负债及权益**

合计	<b>26524</b>	<b>26466</b>	<b>31099</b>	<b>34507</b>
----	--------------	--------------	--------------	--------------

<b>现金流量表</b>				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现</b>				
<b>现金流</b>	<b>-1514</b>	<b>3515</b>	<b>2998</b>	<b>2713</b>
<b>投资活动现</b>				
<b>现金流</b>	<b>-1513</b>	<b>-370</b>	<b>-1600</b>	<b>-1600</b>
<b>筹资活动现</b>				
<b>现金流</b>	<b>3863</b>	<b>-1553</b>	<b>83</b>	<b>-98</b>
<b>现金净增加</b>				
<b>额</b>	<b>835</b>	<b>1593</b>	<b>1481</b>	<b>1015</b>

**分析师简介:**

**邓海清:** 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

华北区域	<b>郭振举</b>	<b>牟晓凤</b>	<b>孙利群</b>	<b>赵胤</b>
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	<b>张珺</b>	<b>赵佳</b>	<b>奚曦</b>	<b>王燕妮</b>
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	<b>曾利洁</b>	<b>贾浩森</b>	<b>罗云</b>	<b>孙婉莹</b>
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	<b>方芳</b>	<b>胡玉峰</b>		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。