

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@china-invs.cn

6-12个月目标价: 7.00元

当前股价: 6.23元

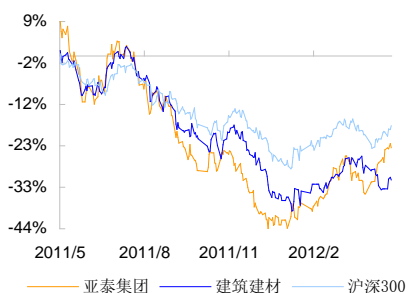
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2396.32 |
| 总股本(百万) | 1894 |
| 流通股本(百万) | 1894 |
| 流通市值(亿) | 118 |
| EPS | 0.40 |
| 每股净资产(元) | 4.13 |
| 资产负债率 | 68.25% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|-------|-------|-------|
| 亚泰集团 | 18.44 | 23.56 | 6.20 |
| 建筑建材 | 3.08 | 8.74 | -8.65 |
| 沪深300指数 | 2.77 | 4.87 | -0.96 |



相关报告

亚泰集团 - 水泥高景气进一步提升 金融投资收益扭亏为盈 2012-02-21

亚泰集团

600881

推荐

水泥维持高盈利 地产、金融和煤炭提供弹性

公司公告 11 年年报和 12 年一季报, 11 年实现营业收入 117 亿元, 同比增长 43.8%; 归属上市公司股东净利润 7.48 亿元, 同比增长 52.1%; EPS0.40 元。利润分配预案为每 10 股派现 1 元 (含税)。一季度实现营业收入 23.03 亿元, 同比增长 25.67%; 归属上市公司股东净利润 1.08 亿元, 同比增长 18.04%; EPS0.06 元。

投资要点:

- 水泥板块净利润从 10 年的 1.93 亿元增加至 11 年的 10.67 亿元, 增长 4.5 倍; 12 年仍将增长。价量齐升带来业绩大幅增长: (1) 11 年吨水泥销售均价 364 元, 同比增加 69 元; 吨毛利高达 124 元, 同比增加 57 元。由于 11 年行业景气度提升主要在下半年, 而 12 年预计全年维持高景气度, 因此全年售价和毛利将进一步提升。(2) 11 年水泥和熟料累计销量 2239 万吨, 同比增长 37.7%, 产销量的增长主要来自去年年初收购的铁岭铁新水泥, 12 年公司产销量增长依然主要依靠并购。
- 地产和金融板块利润同比下滑, 但 12 年预计可实现增长。10 年地产板块净利润约 8000 万元, 而 11 年仅 2200 万元, 下滑明显, 但基于公司的开发和销售情况, 预计 12 年将增长。由于证券行业不景气, 金融板块贡献的投资收益从 10 年的 2.15 亿元大幅下滑至 11 年的亏损 4654 万元 (江海证券拟出售, 亏损未计入 11 年投资收益), 12 年江海证券转让以及东北证券实现盈利 (12Q1 净利润 5900 万元), 12 年金融板块利润将实现增长。
- 煤炭成为新的利润增长点。11 年由于鸡西煤矿投产, 公司煤炭板块收入实现翻番, 12 年预计双鸭山三矿也将投产, 我们认为煤炭板块将成为公司新的利润增长点。
- 投资评级“推荐”。根据我们对公司各项资产分析, 预测 12-14 年公司 EPS 为 0.63、0.73、0.87 元, 目前股价对应 12 年 PE9.91 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 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 11700 | 13321 | 15079 | 16669 |
| 收入同比(%) | 44% | 14% | 13% | 11% |
| 归属母公司净利润 | 748 | 1191 | 1387 | 1657 |
| 净利润同比(%) | 52% | 59% | 16% | 19% |
| 毛利率(%) | 32.2% | 33.4% | 33.5% | 33.4% |
| ROE(%) | 9.6% | 13.2% | 13.3% | 13.7% |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.63 | 0.73 | 0.87 |
| P/E | 15.77 | 9.91 | 8.51 | 7.12 |
| P/B | 1.51 | 1.31 | 1.14 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 8 | 7 | 6 | 5 |

资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司年度经营情况

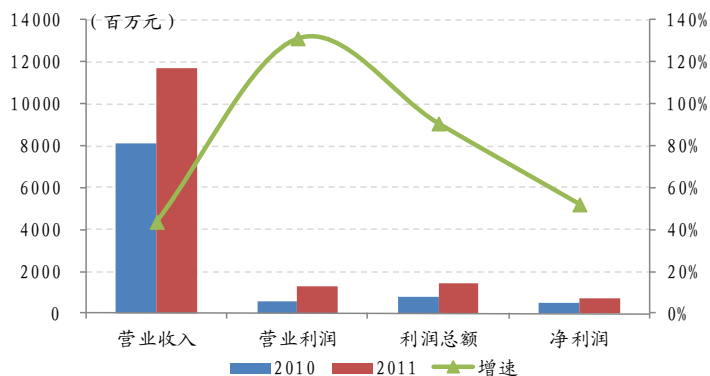
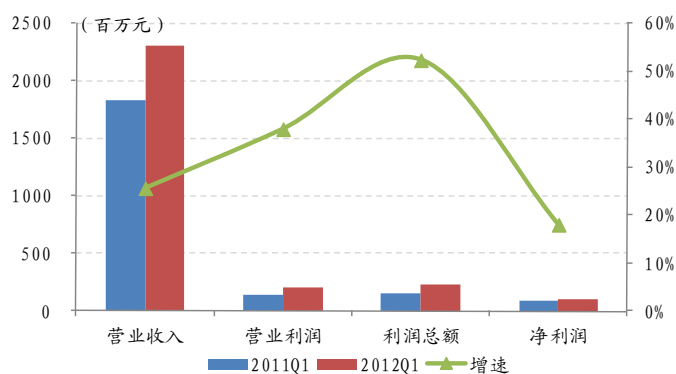


图 2 公司及度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司水泥吨毛利情况

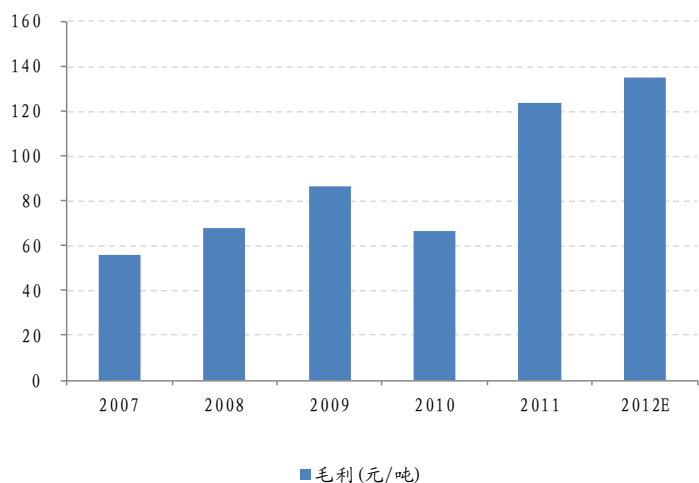
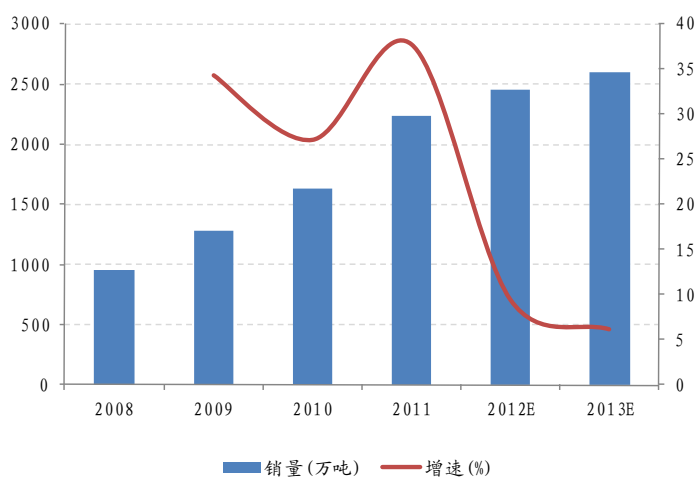


图 4 公司历年水泥销量及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 长春 11、12 年水泥价格情况

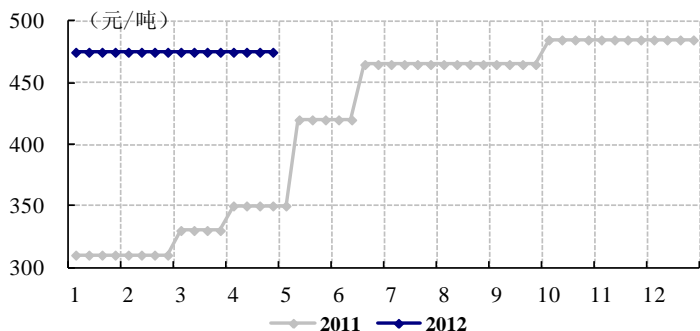
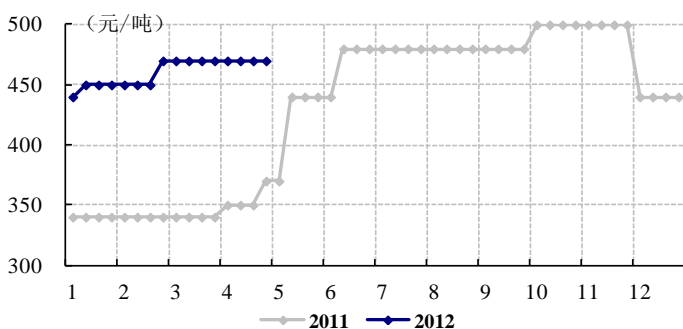


图 6 哈尔滨 11、12 年水泥价格情况



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

图 7 公司房地产竣工面积和销售面积情况

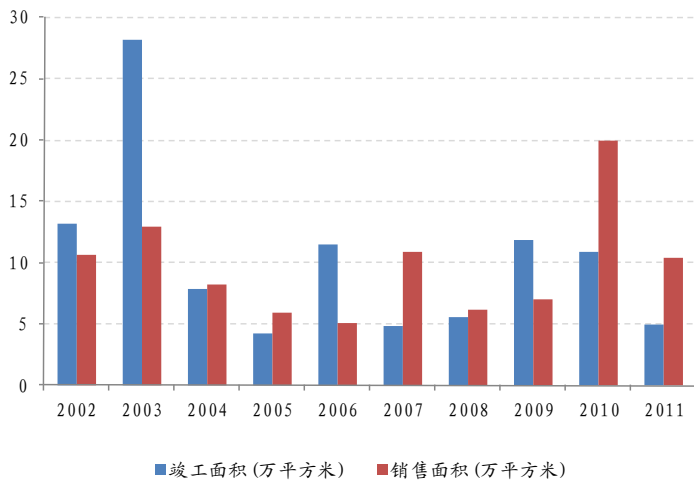
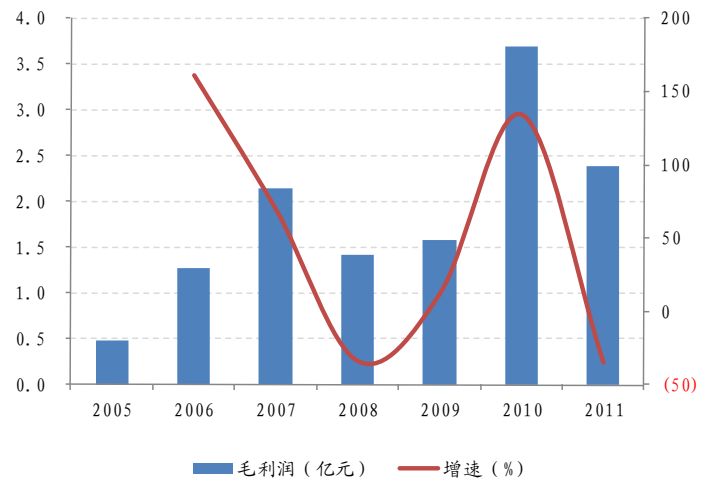


图 8 公司房地产毛利润及增速



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 1 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 φ 3.2 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 | | - | - | - | - | - | - | |
| 辽宁 | 铁岭-铁新水泥一线 2500t/d | 72.3% | - | - | - | - | 78 | 78 | 11年1月收购 |
| | 铁岭-铁新水泥二线 2500t/d | | - | - | - | - | 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

表 2 盈利预测假设

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 水泥 | | | | | | |
| 产能 (万吨) | 1350 | 1750 | 2050 | 2350 | 2550 | 2700 |
| 销量 (万吨) | 1278.9 | 1625.81 | 2239 | 2450 | 2600 | 2700 |
| +/- | 34.3% | 27.1% | 37.7% | 9.4% | 6.1% | 3.8% |
| 单位价格 (元/吨) | 317.44 | 295.04 | 363.90 | 380.00 | 380.00 | 380.00 |
| +/- | 0.6% | -7.1% | 23.3% | 4.4% | 0.0% | 0.0% |
| 单位成本 (元/吨) | 231.21 | 228.25 | 240 | 245 | 245 | 245 |
| +/- | -6.7% | -1.3% | 5.2% | 2.0% | 0.0% | 0.0% |
| 吨毛利 (元/吨) | 86.2 | 66.8 | 123.68 | 135 | 135 | 135 |
| 毛利率 (%) | 27.2% | 22.6% | 34.0% | 35.5% | 35.5% | 35.5% |
| 房地产 | | | | | | |
| 销量面积(万平方米) | 7 | 19.91 | 10.45 | 10 | 15 | 20 |
| +/- | 13.1% | 184.4% | -47.5% | -4.3% | 50.0% | 33.3% |
| 单位价格 (元/方) | 7851.89 | 7279.75 | 7016.63 | 7500 | 8000 | 8000 |
| +/- | 6.3% | -7.3% | -3.6% | 6.9% | 6.7% | 0.0% |
| 单位成本 (元/方) | 5600.82 | 5428.72 | 4734.51 | 5500.0 | 5500.0 | 5500.0 |
| +/- | 9.6% | -3.1% | -12.8% | 16.2% | 0.0% | 0.0% |
| 单位毛利 (元/方) | 2251.06 | 1851.03 | 2282.12 | 2000.00 | 2500.00 | 2500.00 |
| 毛利率 (%) | 28.7% | 25.4% | 32.5% | 26.7% | 31.3% | 31.3% |
| 医药 | | | | | | |
| 营业收入 (万元) | 39335.25 | 48466.59 | 63256.10 | 79070.13 | 98837.66 | 123547.07 |
| +/- | 29.8% | 23.2% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 营业成本(万元) | 22492.59 | 25954.85 | 33573.58 | 41966.97 | 52458.72 | 65573.40 |
| +/- | 28.3% | 15.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 煤炭 | | | | | | |
| 营业收入 (万元) | | | 53291.51 | 79937.26 | 103918.44 | 124702.13 |
| +/- | | | 104.8% | 50.0% | 30.0% | 20.0% |
| 营业成本(万元) | | | 32362.17 | 48543 | 63106 | 75727 |
| +/- | | | 129.1% | 50.0% | 30.0% | 20.0% |
| 其他 | | | | | | |
| 营业收入 (万元) | | | 141606.36 | 167096 | 197173 | 232664 |
| +/- | | | 17.1% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 营业成本(万元) | | | 120336.17 | 141997 | 167556 | 197716 |
| +/- | | | 28.6% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 17645 | 16883 | 18492 | 19788 |
| 现金 | 5443 | 5500 | 5500 | 5500 |
| 应收账款 | 625 | 733 | 849 | 923 |
| 其他应收款 | 1094 | 1239 | 1443 | 1574 |
| 预付账款 | 2234 | 2821 | 3098 | 3413 |
| 存货 | 5735 | 6340 | 7290 | 8018 |
| 其他流动资产 | 2513 | 251 | 313 | 359 |
| 非流动资产 | 16331 | 17079 | 17648 | 18148 |
| 长期投资 | 2648 | 2665 | 2659 | 2661 |
| 固定资产 | 10034 | 11122 | 11692 | 12075 |
| 无形资产 | 1127 | 1352 | 1587 | 1819 |
| 其他非流动资产 | 2523 | 1940 | 1709 | 1592 |
| 资产总计 | 33977 | 33962 | 36141 | 37935 |
| 流动负债 | 17368 | 19357 | 19641 | 19314 |
| 短期借款 | 9553 | 11176 | 10577 | 9460 |
| 应付账款 | 1920 | 2261 | 2543 | 2799 |
| 其他流动负债 | 5894 | 5919 | 6521 | 7056 |
| 非流动负债 | 5823 | 2264 | 2409 | 2508 |
| 长期借款 | 1328 | 1328 | 1428 | 1528 |
| 其他非流动负债 | 4495 | 936 | 980 | 980 |
| 负债合计 | 23191 | 21621 | 22049 | 21823 |
| 少数股东权益 | 2967 | 3331 | 3695 | 4059 |
| 股本 | 1895 | 1895 | 1895 | 1895 |
| 资本公积 | 3446 | 3446 | 3446 | 3446 |
| 留存收益 | 2472 | 3663 | 5049 | 6706 |
| 归属母公司股东权益 | 7820 | 9010 | 10397 | 12054 |
| 负债和股东权益 | 33977 | 33962 | 36141 | 37935 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1516 | 3955 | 2291 | 2857 |
| 净利润 | 1072 | 1555 | 1751 | 2021 |
| 折旧摊销 | 686 | 631 | 712 | 776 |
| 财务费用 | 767 | 659 | 691 | 650 |
| 投资损失 | -6 | -170 | -100 | -100 |
| 营运资金变动 | -61 | 1233 | -790 | -515 |
| 其他经营现金流 | -942 | 47 | 28 | 25 |
| 投资活动现金流 | -1500 | -1260 | -1175 | -1169 |
| 资本支出 | 1679 | 1187 | 1000 | 1000 |
| 长期投资 | -117 | 17 | -6 | 2 |
| 其他投资现金流 | 61 | -56 | -181 | -167 |
| 筹资活动现金流 | 2101 | -2638 | -1116 | -1689 |
| 短期借款 | 1460 | 1623 | -599 | -1118 |
| 长期借款 | -1160 | 0 | 100 | 100 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 1810 | -4261 | -617 | -671 |
| 现金净增加额 | 2117 | 57 | 0 | 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 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 11700 | 13321 | 15079 | 16669 |
| 营业成本 | 7936 | 8878 | 10026 | 11105 |
| 营业税金及附加 | 218 | 286 | 319 | 348 |
| 营业费用 | 613 | 751 | 836 | 912 |
| 管理费用 | 846 | 1028 | 1163 | 1259 |
| 财务费用 | 767 | 659 | 691 | 650 |
| 资产减值损失 | 36 | 30 | 30 | 30 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 6 | 170 | 100 | 100 |
| 营业利润 | 1289 | 1859 | 2114 | 2465 |
| 营业外收入 | 226 | 264 | 280 | 300 |
| 营业外支出 | 47 | 50 | 60 | 70 |
| 利润总额 | 1468 | 2073 | 2334 | 2695 |
| 所得税 | 396 | 518 | 584 | 674 |
| 净利润 | 1072 | 1555 | 1751 | 2021 |
| 少数股东损益 | 324 | 364 | 364 | 364 |
| 归属母公司净利润 | 748 | 1191 | 1387 | 1657 |
| EBITDA | 2742 | 3149 | 3516 | 3891 |
| EPS (元) | 0.40 | 0.63 | 0.73 | 0.87 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 43.8% | 13.9% | 13.2% | 10.5% |
| 营业利润 | 131.4 | 44.2% | 13.7% | 16.6% |
| 归属于母公司净利润 | 52.1% | 59.1% | 16.5% | 19.5% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 32.2% | 33.4% | 33.5% | 33.4% |
| 净利率 | 6.4% | 8.9% | 9.2% | 9.9% |
| ROE | 9.6% | 13.2% | 13.3% | 13.7% |
| ROIC | 8.8% | 11.4% | 11.7% | 12.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 68.3% | 63.7% | 61.0% | 57.5% |
| 净负债比率 | 50.46 | 60.68% | 57.55 | 53.38% |
| 流动比率 | 1.02 | 0.87 | 0.94 | 1.02 |
| 速动比率 | 0.69 | 0.54 | 0.57 | 0.61 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.39 | 0.43 | 0.45 |
| 应收账款周转率 | 18 | 17 | 17 | 17 |
| 应付账款周转率 | 4.46 | 4.25 | 4.17 | 4.16 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.40 | 0.63 | 0.73 | 0.87 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.80 | 2.09 | 1.21 | 1.51 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.13 | 4.76 | 5.49 | 6.36 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 15.77 | 9.91 | 8.51 | 7.12 |
| P/B | 1.51 | 1.31 | 1.14 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 8 | 7 | 6 | 5 |

相关报告

报告日期 **报告标题**

2012-02-21 亚泰集团 - 水泥高景气进一步提升 金融投资收益扭亏为盈

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, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士, 4 年行业从业经验, 2 年证券从业经验。

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