



# 业绩符合预期，2012年继续向好

——亚泰集团（600881）业绩点评

2012年5月2日

推荐/维持

亚泰集团

财报点评

王明德

执业证书编号：S1480511100001

赵军胜

zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088

## 事件：

亚泰集团发布2011年年报和2012年1季报，2011年公司实现营业收入为117.00亿元，同比增长43.8%；归属于母公司所有者的净利润为7.48亿元，同比增长52.11%；实现每股收益0.40元，每10股派发现金红利1元。2012年1季度实现营业收入23.03亿元，同比增长25.67%；归属于母公司所有者的净利润为1.08亿元，同比增长18.04%，每股收益为0.06元。

## 公司分季度财务指标评论：

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
营业收入（百万元）	2248.41	2947.75	1452.45	1832.85	3345.32	4371.83	2149.82	2303.34
增长率（%）	-2.02%	59.88%	62.23%	23.20%	48.79%	48.31%	48.01%	25.67%
毛利率（%）	27.00%	22.66%	32.71%	26.89%	27.94%	38.88%	29.62%	31.13%
期间费用率（%）	15.50%	14.08%	36.68%	18.29%	16.42%	17.93%	25.97%	19.53%
营业利润率（%）	9.46%	9.45%	-3.61%	7.99%	11.17%	17.38%	0.41%	8.78%
净利润（百万元）	163.81	209.00	82.25	111.48	298.68	596.11	65.97	144.91
增长率（%）	-47.91%	-34.07%	-52.71%	-7.90%	82.33%	185.22%	-19.79%	29.99%
每股盈利（季度，元）	0.070	0.090	0.042	0.048	0.121	0.205	0.021	0.057
资产负债率（%）	62.49%	63.69%	67.20%	67.55%	68.51%	66.74%	68.25%	66.94%
净资产收益率（%）	2.01%	2.49%	0.95%	1.27%	3.28%	5.74%	0.61%	1.30%
总资产收益率（%）	0.75%	0.90%	0.31%	0.41%	1.03%	1.91%	0.19%	0.43%

## 积极因素：

- **2011年水泥销售量价齐升，拉动公司业绩的提升。**2011年公司水泥及熟料销量为2239万吨，同比增长37.71%；销售综合价格为364元/吨，同比提高23.34%；吨毛利为124元/吨，同比提高67元/吨，增幅达到100%。主要原因是东北地区2011年新增产能较少约为605万吨，而落后产能淘汰熟料量为888万吨，水泥及熟料淘汰量为2283万吨，区域产能为负增长。
- **2012年水泥建材业务将继续保持高景气度。**2012年东北区域仅有吉林永吉一条4500T/D的熟料生产线投产，熟料产能仅增加155万吨，在区域需求保持稳定增长的情况下，公司的水泥建材业务将继续保持良好的发展态势。2012年一季度水泥及熟料销量约为105万吨左右，净利润约为7000万元，继续保持较高的盈利水平。
- **医药、煤炭和其他业务保持稳定增长。**2011年公司医药营业收入为6.33亿元，同比增长31.27%，毛利率

为 46.92%，同比提高 0.79 个百分点。煤炭业务营业收入为 5.33 亿元，同比增长 104.83%，主要是扩产所致，2012 年双鸭山煤矿 15 万吨/年项目预计 8 月投产，公司煤炭业务将继续拓展，预计年煤矿产能将达到 120 万吨。公司以商贸为主的其他业务 2011 年营业收入为 14.16 亿元，同比增长 17.07%，毛利率为 15.02%，同比下降 7.62 个百分点，基本保持稳定的状态。

- **公司房地产未来发展潜力大。**公司现有土地储备 105 万平方米，并且计划购置的土地面积达到 546 万平方米，这些项目均为公司子公司兰海投资的土地整理项目，所以拿地把握大，其中像亚泰兰海公馆项目已经在办理土地手续及设计，蓬莱亚泰兰海公馆项目正在进行土方及基础施工。这些成为公司房地产业务发展的潜力基础。
- **子公司东北证券 2012 年 1 季度业绩同比下降，但环比改善。**2011 年子公司东北证券和江海证券亏损较大，拖累了公司业绩的提升，其中东北证券亏损 1.51 亿元，江海证券亏损 1.38 亿元，这两项的投资收益约为-9000 万元，使得公司证券业务由业绩拉动的主要力量（以前金融证券业务的利润占比约 40%）变成业绩拖累，导致 2011 年公司业绩受到较大影响，预计 2012 年会有较好改善。

#### 消极因素：

- **房地产收入 2012 年预计负增长，短期不能成为业绩主推力。**公司 2011 年房地产业务营业收入为 7.33 亿元，同比下降 47.29%，2011 年确认收入的销售面积为 10.69 万平方米，单价为 6769 元/平方米，虽然毛利率提升 7.71 个百分点，达到 32.52%，但不能成为 2011 年的业绩亮点，预计 2012 年房地产业务的营业收入将继续下降，达到 5.58 亿元。

#### 业务展望：

- **建材业务支撑下业绩增长亮眼，长期看房地产和证券业务发展。**公司水泥建材业务在行业景气度下行的情况下，格外亮眼。2012 年业绩将保持向好态势，成为公司业绩提升的主要力量。在房地产调控期公司房地产业务短期收缩，虽然不能成为公司业绩的主推力，但是发展潜力大。在东北证券不再拖累业绩，并再度成为提升业绩主力的情况下，公司业绩将较快增长。

#### 盈利预测与投资建议：

- 假设 2013 年第 4 季度公司图们和哈水熟料生产线投产，我们预计公司 2012 年~2014 年的 EPS 分别为：0.65 元、1.15 元、1.26 元，以最新收盘价 6.23 元计算，对应的动态 PE 分别为 9.5、5.4 和 4.9 倍，6 个月目标价为 7.8 元，维持公司“推荐”投资评级。

#### 风险提示：

- 1) 房地产业务进展不达预期的风险。2) 子公司东北证券业绩改善不达预期的风险。

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,700	14,782	22,211	26,340
(+/-)%	43.80%	26.35%	50.26%	18.59%
经营利润 (EBIT)	2,056	2,881	4,365	4,953
(+/-)%	102.09%	40.09%	51.51%	13.48%
净利润	748	1,238	2,170	2,393
(+/-)%	52.11%	65.44%	75.28%	10.24%
每股净收益 (元)	0.400	0.654	1.146	1.263

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	11,699.82	14,782.21	26.35%	22,211.15	50.26%	26,339.98	18.59%
营业成本	7,935.95	9,834.19	23.92%	14,709.02	49.57%	17,654.43	20.02%
营业费用	613.19	773.11	26.08%	1,159.42	49.97%	1,374.95	18.59%
管理费用	845.89	1,071.71	26.70%	1,610.31	50.26%	1,914.92	18.92%
财务费用	767.36	645.16	-15.93%	794.08	23.08%	993.16	25.07%
投资收益	6.05	90.00	1386.50%	80.00	-11.11%	81.00	1.25%
营业利润	1,289.01	2,235.58	73.43%	3,570.64	59.72%	3,959.87	10.90%
利润总额	1,468.16	2,375.58	61.81%	3,705.64	55.99%	4,094.87	10.50%
所得税	395.92	702.22	77.37%	926.41	31.93%	1,023.72	10.50%
净利润	1,072.24	1,673.36	56.06%	2,779.23	66.09%	3,071.15	10.50%
归属母公司所有者的净利润	748.44	1,238.28	65.45%	2,170.58	75.29%	2,395.50	10.36%
NOPLAT	1,501.83	2,029.19	35.11%	3,273.54	61.32%	3,714.77	13.48%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	5,442.70	6,947.64	27.65%	10,439.24	50.26%	12,379.79	18.59%
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	625.12	781.63	25.04%	1,174.45	50.26%	1,392.77	18.59%
预付款项	2,234.42	2,480.27	11.00%	2,848.00	14.83%	3,289.36	15.50%
存货	5,735.50	7,005.17	22.14%	10,276.16	46.69%	12,188.81	18.61%
流动资产合计	17,645.22	19,043.04	7.92%	27,545.86	44.65%	32,508.57	18.02%
非流动资产	16,331.49	16,671.83	2.08%	17,636.59	5.79%	19,007.46	7.77%
资产总计	33,976.70	35,714.87	5.12%	45,182.45	26.51%	51,516.03	14.02%
短期借款	9,553.40	8,834.91	-7.52%	12,833.81	45.26%	13,707.15	6.81%
应付帐款	1,920.31	2,330.57	21.36%	3,485.84	49.57%	4,183.86	20.02%
预收款项	1,383.32	1,457.23	5.34%	1,568.29	7.62%	1,752.67	11.76%
流动负债合计	17,367.65	17,346.56	-0.12%	24,054.19	38.67%	26,681.46	10.92%
非流动负债	5,822.94	6,976.27	19.81%	7,879.98	12.95%	8,882.05	12.72%
少数股东权益	2,966.55	3,401.62	14.67%	4,010.27	17.89%	4,685.92	16.85%
母公司股东权益	7,819.57	7,990.31	2.18%	9,237.00	15.60%	11,266.28	21.97%
净营运资本	277.56	1,696.48	511.20%	3,491.67	105.82%	5,827.11	66.89%
投入资本 IC	17,120.54	16,917.53	-1.19%	20,180.17	19.29%	25,507.89	26.40%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	1,072.24	1,673.36	56.06%	2,779.23	66.09%	3,071.15	10.50%
折旧摊销	677.76	0.00	N/A	935.24	N/A	1,029.13	10.04%
净营运资金增加	1,676.83	1,418.92	-15.38%	1,795.19	26.52%	2,335.44	30.09%
经营活动产生现金流	1,516.42	2,171.01	43.17%	2,165.06	-0.27%	3,783.22	74.74%
投资活动产生现金流	(1,500.46)	(80.75)	N/A	(2,781.99)	N/A	(2,724.91)	N/A

---

融资活动产生现金流	2,101.36	(585.32)	N/A	4,108.53	N/A	882.24	-78.53%
现金净增(减)	2,117.32	1,504.94	-28.92%	3,491.60	132.01%	1,940.55	-44.42%

---

## 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，4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。