



业绩稳定，估值低

——亚泰集团（600881）2012 年中报点评

2012 年 8 月 15 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	执业证书编号: S1480512070003

事件:

亚泰集团发布 2012 年半年报, 2012 年上半年公司实现营业收入 48.89 亿元, 同比下降 5.58%; 实现归属于母公司所有者的净利润为 3.34 亿元, 同比增长 3.98%。实现每股收益为 0.18 元。

公司分季度财务指标评论:

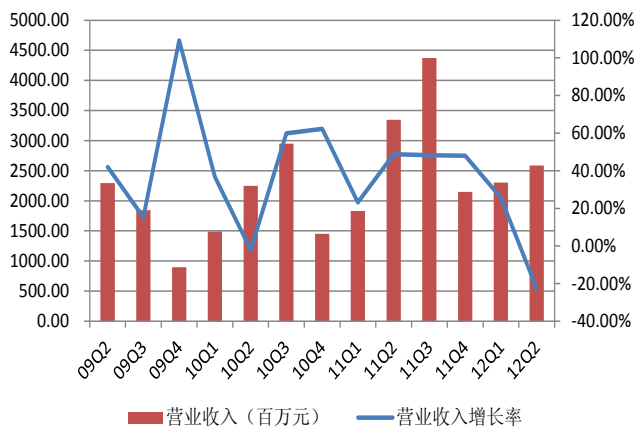
指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入 (百万元)	2947.75	1452.45	1832.85	3345.32	4371.83	2149.82	2303.34	2585.82
增长率 (%)	59.88%	62.23%	23.20%	48.79%	48.31%	48.01%	25.67%	-22.70%
毛利率 (%)	22.66%	32.71%	26.89%	27.94%	38.88%	29.62%	31.13%	35.64%
期间费用率 (%)	14.08%	36.68%	18.29%	16.42%	17.93%	25.97%	19.53%	28.61%
营业利润率 (%)	9.45%	-3.61%	7.99%	11.17%	17.38%	0.41%	8.78%	13.63%
净利润 (百万元)	209.00	82.25	111.48	298.68	596.11	65.97	144.91	304.86
增长率 (%)	-34.07%	-52.71%	-7.90%	82.33%	185.22%	-19.79%	29.99%	2.07%
每股盈利 (季度, 元)	0.090	0.042	0.048	0.121	0.205	0.021	0.057	0.120
资产负债率 (%)	63.69%	67.20%	67.55%	68.51%	66.74%	68.25%	66.94%	69.00%
净资产收益率 (%)	2.49%	0.95%	1.27%	3.28%	5.74%	0.61%	1.30%	2.60%
总资产收益率 (%)	0.90%	0.31%	0.41%	1.03%	1.91%	0.19%	0.43%	0.80%

评论:

- **2012 年上半年水泥业务受益区域高景气。** 2012 年水泥行业受需求较弱和产能过剩的双重压力, 行业景气度下降幅度较大, 但东北地区水泥价格具全国首位, 保持较高水平, 主要是区域新增产能少。虽然需求不振影响收入增长, 2012 年上半年水泥建材营业收入 29.28 亿元, 同比下降 7.21%。但公司作为区域的龙头企业, 仍受益较大, 盈利能力保持较高水平, 2012 年上半年公司水泥建材业务毛利率仍高达 34.46%, 同比增加 6.92 个百分点。
- **地产销售收入继续增长, 医药业务稳定发展。** 2012 年上半年公司地产销售收入为 6.16 亿元, 同比增长 22.39%, 但盈利能力略有下降, 上半年毛利率为 25.36%, 同比下降 1.56 个百分点。2011 年上半年公司医药业务实现营业收入 3.80 亿元, 同比增长 24.22%, 毛利率为 47.31%, 同比提高 0.28 个百分点, 总体保持稳定的向上态势。
- **处置长期股权投资大幅提升投资收益。** 2012 年上半年公司投资收益为 2.43 亿元, 同比增长 193%。其中处置江海证券有限公司股权确认投资收益 1.44 亿元, 控股子公司东北证券上半年扭亏为盈, 贡献投资收益 3781.15 万元, 由 2011 年的业绩拖累开始实现正收益。

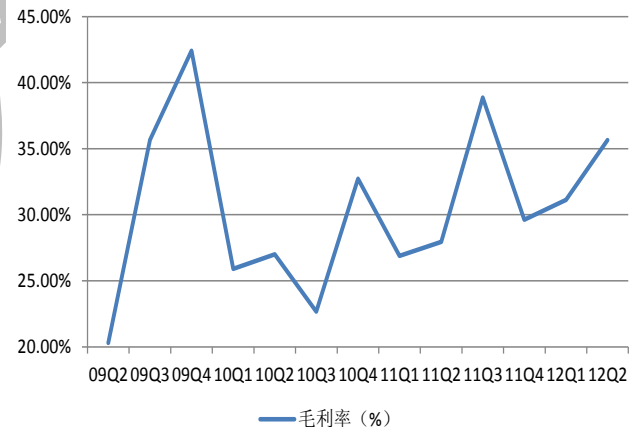
- **需求不振提升费用率。**2012年第二季度公司费用率为28.61%，同比提高12.20个百分点。其中销售费用率提高3.98个百分点，管理费用率提高4.14个百分点，财务费用率提高4.08个百分点。第二季度营业收入同比下降较多，达到22.7%，而且营销投入、广告费、业务费等增加，付息债务同比增加，职工工资福利等费用的增长等都是导致费用率提升的主要原因。
- **随着周边负面影响逐渐探底，未来业绩稳定是大概率事件。**东北地区由于河北等地区外界水泥的冲击，价格上涨受到影响，未来随着华北地区水泥价格的见底，对于东北地区的影响将会改善。同时区域需求的环比改善也会提升公司销售水平。水泥业绩保持高景气度的稳定状态，仍是大概率事件。

图 1：亚泰集团单季度营业收入和增速



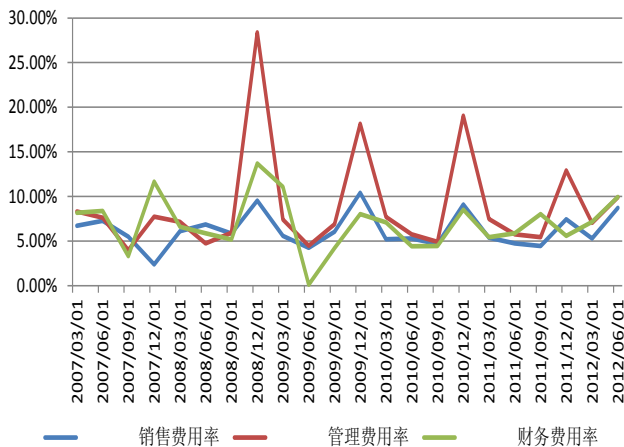
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：亚泰集团单季度毛利率变化



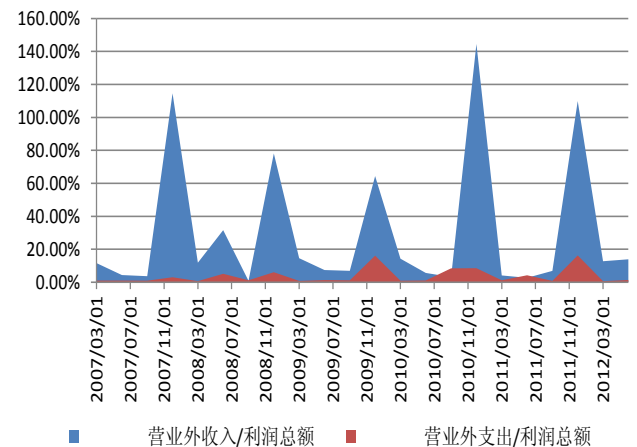
资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：亚泰集团单季度费用率变化



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：亚泰集团营业外收支变化



资料来源：wind，东兴证券整理

- **房地产业务着眼自主性产品，未来业绩增长可期。**公司兰海投资集团在蓬莱、三亚、天津等正在拆迁、施工准备和规划设计等工作。未来将成为公司房地产业务增长的主力。另外兰海公司的项目有长春亚泰兰海公馆和蓬莱亚泰兰海公馆等项目已分别开始销售前期准备和主体施工。这些将会在未来贡献房地产业务的业绩。

盈利预测与投资建议:

- 假设2013年公司阿城和图们熟料线投产，我们预计公司2012年到2014年的每股收益为0.47元、0.89元和1.02元，以收盘价5.22元计算，对应的动态PE为11倍、6倍和5倍。预计下半年随着需求的改善，公司建材业务收入会环比向好，从而提升公司业绩水平。考虑到在整体行业景气度大幅下滑的情况下，公司仍能够表现稳定以及较低的估值水平，维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 1) 房地产业务进展不达预期的风险。2) 水泥需求改善低于预期的风险。

表 1: 盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,700	12,833	19,332	23,067
(+/-)%	43.80%	9.69%	50.64%	19.32%
经营利润 (EBIT)	2,056	2,133	3,409	4,073
(+/-)%	102.09%	3.73%	59.83%	19.47%
净利润	748	889	1,677	1,925
(+/-)%	52.11%	18.84%	88.58%	14.75%
每股净收益 (元)	0.400	0.469	0.885	1.016

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	8,136.37	11,699.82	12,833.37	9.69%	19,332.33	50.64%	23,067.18
营业成本	6,000.61	7,935.95	8,792.47	10.79%	12,754.25	45.06%	15,264.76
营业费用	467.21	613.19	770.00	25.57%	1,130.94	46.88%	1,268.69
管理费用	666.80	845.89	1,061.32	25.47%	1,618.70	52.52%	1,954.71
财务费用	460.49	767.36	628.75	-18.06%	761.01	21.04%	974.48
投资收益	262.67	6.05	270.00	4359.49%	80.00	-70.37%	81.00
营业利润	557.07	1,289.01	1,504.25	16.70%	2,648.13	76.04%	3,098.44
利润总额	769.70	1,468.16	1,729.25	17.78%	2,838.13	64.13%	3,248.44
所得税	193.58	395.92	493.87	24.74%	709.53	43.67%	812.11
净利润	576.11	1,072.24	1,235.37	15.21%	2,128.60	72.30%	2,436.33
归属母公司所有者的净利润	492.03	748.44	889.47	18.84%	1,677.33	88.58%	1,924.70
NOPLAT	761.64	1,501.83	1,523.81	1.46%	2,556.85	67.79%	3,054.70
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	3,285.39	5,442.70	6,031.69	10.82%	9,086.20	50.64%	10,841.57
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00
应收帐款	535.89	625.12	678.59	8.55%	1,022.23	50.64%	1,219.72
预付款项	2,023.24	2,234.42	2,454.23	9.84%	2,773.09	12.99%	3,154.70
存货	5,157.85	5,735.50	6,263.13	9.20%	8,910.50	42.27%	10,538.96
流动资产合计	11,973.18	17,645.22	17,050.07	-3.37%	24,236.08	42.15%	28,607.99
非流动资产	14,551.29	16,331.49	16,871.83	3.31%	18,076.59	7.14%	19,685.96
资产总计	26,524.47	33,976.70	33,921.90	-0.16%	42,312.66	24.74%	48,293.95
短期借款	8,093.55	9,553.40	8,095.09	-15.26%	11,932.34	47.40%	13,278.38
应付帐款	1,640.58	1,920.31	2,083.69	8.51%	3,022.58	45.06%	3,617.54
预收款项	781.82	1,383.32	1,447.49	4.64%	1,544.15	6.68%	1,705.62
流动负债合计	13,372.45	17,367.65	16,041.88	-7.63%	22,086.93	37.68%	24,932.24
非流动负债	4,453.04	5,822.94	7,075.30	21.51%	8,078.54	14.18%	9,080.41
少数股东权益	1,425.50	2,966.55	3,312.45	11.66%	3,763.71	13.62%	4,275.34
母公司股东权益	7,273.48	7,819.57	7,981.59	2.07%	9,215.95	15.47%	11,233.46
净营运资本	(1,399.27)	277.56	1,008.19	263.23%	2,149.14	113.17%	3,675.75
投入资本 IC	13,894.31	17,120.54	17,095.76	-0.14%	20,564.14	20.29%	26,373.93
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	576.11	1,072.24	1,235.37	15.21%	2,128.60	72.30%	2,436.33
折旧摊销	486.59	677.76	0.00	N/A	945.24	N/A	1,040.63
净营运资金增加	296.92	1,676.83	730.63	-56.43%	1,140.95	56.16%	1,526.61
经营活动产生现金流	(1,514.29)	1,516.42	2,054.78	35.50%	1,876.15	-8.69%	3,298.17
投资活动产生现金流	(1,513.47)	(1,500.46)	(256.08)	N/A	(2,901.14)	N/A	(2,916.22)

融资活动产生现金流	3,862.57	2,101.36	(1,209.72)	N/A	4,079.49	N/A	1,373.42
现金净增(减)	834.81	2,117.32	588.99	-72.18%	3,054.51	418.60%	1,755.38

东兴证券

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。

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，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。

东兴证券