



Research and
Development Center

多轮驱动，蓄势待发

—— 亚泰集团 (600881.sh)

2012年08月22日

关健鑫
建筑建材行业分析师

证券研究报告

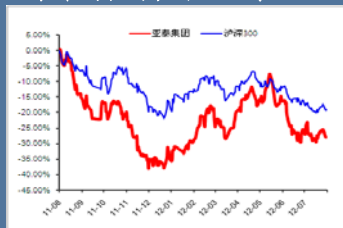
公司研究——投价报告

亚泰集团 (600881.sh)



首次评级

亚泰集团相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-8-21)

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 5.11 |
| 52周内股价波动区间(元) | 4.51-7.36 |
| 最近一月涨跌幅(%) | (3.75) |
| 总股本(亿股) | 18.95 |
| 流通 A 股比例(%) | 100 |
| 总市值(亿元) | 96.82 |

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心

邮编：100031

关健鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

多轮驱动，蓄势待发

亚泰集团深度报告

2012 年 08 月 22 日

目标价：6.58 元

本期内容提要：

- ◆ **东北地区领跑全国水泥市场。**从需求来看，东北地区固定资产投资增速再次加快，上半年同比增长 28.87%，仅次于西北地区，国务院正式批复设立“中国图们江区域（珲春）国际合作示范区”，南往北兴起的四大“黄金经济地带”；从供给来看，新增产能持续放缓，东北地区在 2012 年上半年中是全国唯一无新增熟料产能区域。受益于良好的供求关系，东北地区水泥价格走势一直较好，近期受淡季影响而小幅回落，但依然维持在近三年以来的高位。
- ◆ **东北水泥龙头，深耕纵向产业链。**亚泰集团是东北地区最大的水泥生产企业，占东北三省约 21% 的市场份额。东北地区前五大水泥熟料生产企业大约占了 62% 的市场份额，具备协同的基础。公司深耕“煤炭-水泥-房地产”产业链，与 CRH 实现战略合作，生产水泥下游的高毛利产品，提升盈利能力。近期公司还与先罗市签订合作协议，有利于开拓朝鲜市场
- ◆ **地产再次发力，金融板块投资收益可期。**地产板块方面，2012 年计划推盘会有明显增长，公司已经确定房地产为未来发展重点。东北证券上半年实现净利润 1.23 亿元，实现扭亏为盈；吉林银行已制定上市目标；成功转让江海证券，投资收益 1.44 亿元已经获得确认。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2012—2014 年 EPS 为 0.47 元、0.57 元和 0.68 元，对应 PE 为 10.84 倍、8.95 倍和 7.53 倍。当前 A 股可比上市水泥企业平均 PE 为 13 倍，考虑到公司在东北地区的龙头地位和经营状况，我们认为给予公司 2012 年 14 倍的 PE 是合理的，对应股价为 6.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**东北地区水泥提价；地产推盘顺利进行。
- ◆ **风险因素：**东北地区水泥价格大幅下滑、房地产调控风险。

| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营业务收入(百万元) | 8,136.37 | 11,699.82 | 12,204.56 | 15,323.62 | 17,695.94 |
| 增长率 YoY % | 32.92% | 43.80% | 4.31% | 25.56% | 15.48% |
| 净利润(百万元) | 492.03 | 748.44 | 893.13 | 1,081.64 | 1,286.44 |
| 增长率 YoY% | -34.03% | 52.11% | 19.33% | 21.11% | 18.93% |
| 毛利率% | 26.25% | 32.17% | 32.94% | 32.75% | 32.48% |
| 净资产收益率 ROE% | 6.90% | 9.92% | 10.19% | 10.67% | 11.60% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.26 | 0.40 | 0.47 | 0.57 | 0.68 |
| 市盈率 P/E(倍) | 19.68 | 12.94 | 10.84 | 8.95 | 7.53 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.33 | 1.24 | 1.00 | 0.92 | 0.83 |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 8 月 21 日收盘价

目录

| | |
|--|----|
| 投资聚焦 | 1 |
| 公司概况：以水泥、地产为支柱的多元化集团 | 2 |
| 水泥板块：今年不悲观 | 4 |
| 东北地区领跑全国市场 | 4 |
| 亚泰集团：东北水泥龙头，深耕纵向产业链 | 6 |
| 房地产板块：未来发展重点 | 10 |
| 金融板块：东北证券扭损为盈，吉林银行期待上市 | 11 |
| 盈利预测与估值 | 12 |
| 主要假设与经营预测 | 12 |
| 盈利预测：2012—2014 年 EPS 为 0.47 元、0.57 元和 0.68 元 | 13 |
| 公司估值：“增持”评级 | 14 |
| 风险提示 | 15 |

图目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：公司业务分布情况 | 2 |
| 图 2：公司营业收入及同比增速（单位：百万元） | 3 |
| 图 3：公司收入按行业构成 | 3 |
| 图 4：公司净利润及同比增速（单位：百万元） | 3 |
| 图 5：公司 2011 年各业务毛利率水平 | 3 |
| 图 6：东北地区水泥价格走势（单位：元/吨） | 4 |
| 图 7：全国水泥价格走势（单位：元/吨） | 4 |
| 图 8：东北地区水泥产量当月值及同比增速（单位：万吨） | 4 |
| 图 9：东北地区水泥产量累计值及同比增速（单位：万吨） | 4 |
| 图 10：东北地区 FAI 累计及同比增速（单位：亿元） | 5 |
| 图 11：东北三省 FAI 同比增速情况 | 5 |
| 图 12：东北地区水泥行业 FAI 累计及同比增速（单位：亿元） | 6 |
| 图 13：东北地区水泥熟料产能格局 | 7 |
| 图 14：公司水泥业务吨毛利情况（单位：元/吨） | 9 |
| 图 15：东北地区水泥煤炭价格差（单位：元/吨） | 9 |
| 图 16：公司房地产板块收入及同比增速（单位：百万元） | 10 |
| 图 17：公司金融板块持股情况 | 12 |

表目录

| | |
|------------------------|----|
| 表 1：2012 年上半年分区新增熟料产能 | 6 |
| 表 2：公司水泥销量及销售均价 | 7 |
| 表 3：公司产能情况 | 8 |
| 表 4：公司房地产板块经营主体 | 10 |
| 表 5：公司房地产板块经营情况 | 11 |
| 表 6：公司水泥板块经营预测 | 13 |
| 表 7：公司房地产板块经营预测 | 13 |
| 表 8：公司主要财务指标 | 14 |
| 表 9：EPS 对水泥销量及价格的敏感性分析 | 14 |
| 表 10：可比公司估值情况 | 15 |

投资聚焦

主要内容

亚泰集团以水泥、地产为支柱产业，同时涉足金融、煤炭、医药、商贸等领域的多元化企业，并初步形成了煤炭-水泥-房地产纵向产业链。公司作为东北地区的水泥龙头企业，将是东北地区水泥景气度较好的最大受益者。公司的地产板块和金融板块业务今年表现都较好，进一步提升公司盈利能力。对于医药、商贸领域，公司正在做资产证券化，以达去多元化目的。

投资逻辑

公司各业务板块均有看点。水泥板块今年不悲观，东北地区领跑全国水泥市场。受益于良好的供求关系，东北地区水泥价格走势一直较好，维持在近三年以来的高位，而公司作为东北水泥龙头，深耕“煤炭-水泥-房地产”产业链，提升盈利能力。地产再次发力，公司房地产业务 2012 年计划推盘会有明显增长，并确定房地产为未来发展重点。金融板块收益可期，东北证券上半年实现净利润 1.23 亿元，实现扭亏为盈；吉林银行已制定上市目标；公司成功转让江海证券，投资收益 1.44 亿元已经获得确认。

有别于大众的认识

东北地区新建水泥生产线的审批较其他地区更为严厉，各大企业主要是通并购整合。这样的结果，一方面新增产能放缓，另一方面行业集中度提到进一步提升。这样能够有利于形成区域的协同效应，稳定价格。

股价催化剂

1、东北地区水泥提价；2、地产推盘顺利进行。

盈利预测与投资评级

公司的主营业务为水泥，占到公司总营业收入的比重在 65%~70%之间，因此我们选取了 A 股可比上市水泥企业。经过计算，行业内可比上市公司 2012 年 PE 均值为 13.04 倍。考虑到公司在东北地区的龙头地位和经营状况，我们认为给予公司 2012 年 14 倍的 PE 是合理的，对应股价为 6.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。

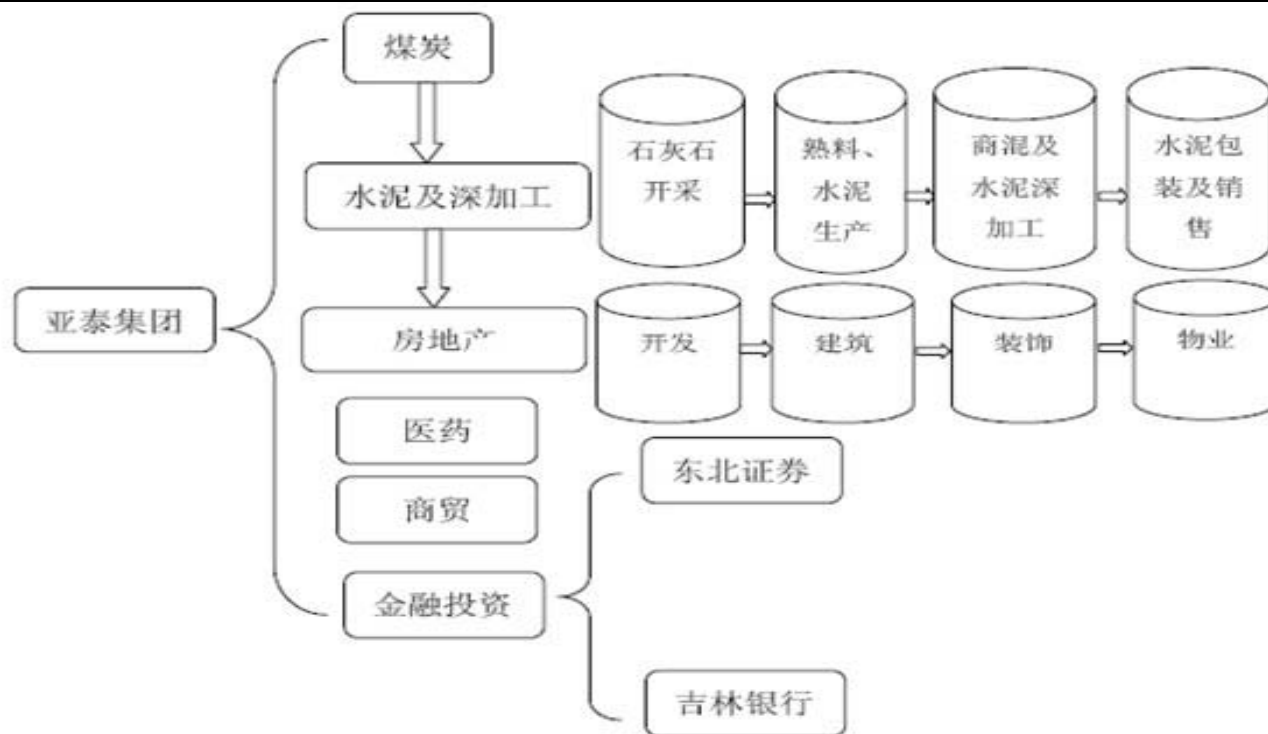
主要风险

1、东北地区水泥价格大幅下滑；2、房地产调控风险。

公司概况：以水泥、地产为支柱的多元化集团

吉林亚泰集团股份有限公司是一家以水泥、地产为支柱产业，同时涉足金融、煤炭、医药、商贸等领域的多元化企业。公司于 1995 年 11 月在上海证券交易所上市，历史较为悠久。公司的主要控股股东和实际控制人为长春市人民政府国有资产监督管理委员会，持股比例为 15.57%。

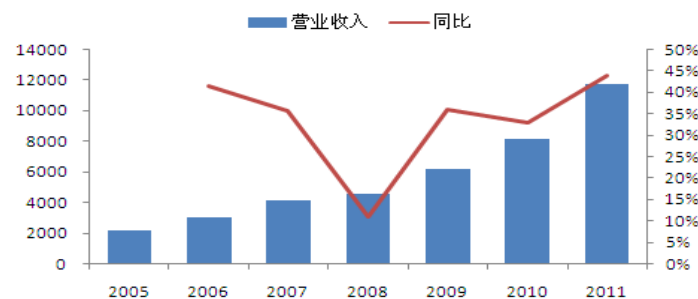
图 1：公司业务分布情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

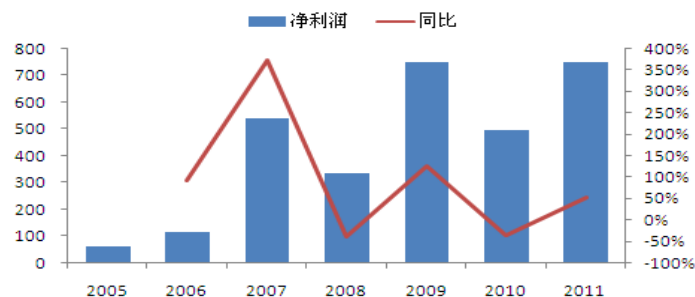
目前，水泥板块和地产板块仍然是公司最主要的业务，收入比例一直在 75%左右，并初步形成了煤炭-水泥-房地产纵向产业链。此外，公司积极涉足其他领域，其中在金融领域，公司参股东北证券和吉林银行。2011 年公司营业收入 117 亿元，同比大幅增长 43.8%。从公司收入的区域分布来看，东北地区占到了绝对对数，基本在 99%左右，其他地区还有待开发。

图 2: 公司营业收入及同比增速 (单位: 百万元)



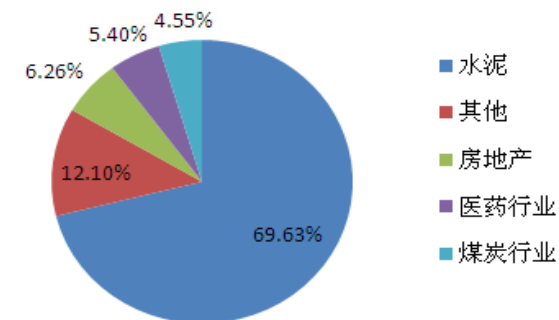
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 公司净利润及同比增速 (单位: 百万元)



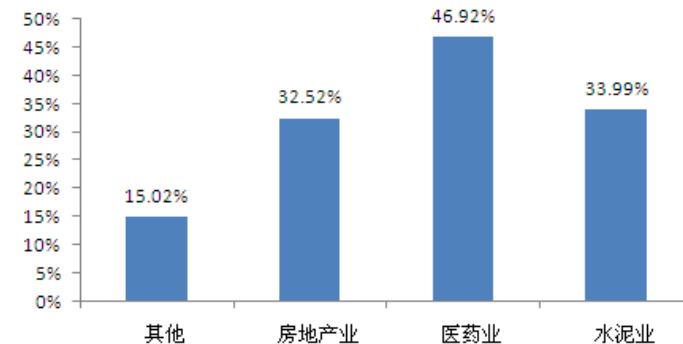
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 公司收入按行业构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 公司 2011 年各业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司的竞争优势。公司是东北地区最大的建材生产企业, 构筑了以石灰石开采、骨料、熟料生产、水泥生产、商品混凝土生产、水泥预制构件、水泥包装制品和水泥销售为一体的完整产业链, 规模效应明显。公司建材产业销售网络遍布吉林、黑龙江、辽宁三省的城市和农村, 按照“统一营销、分区管理”的原则, 销售公司下设 9 个营销部和 41 个销售处, 辐射内蒙古东部地区和朝鲜、俄罗斯等东北亚国际市场, 具有较强的网络优势。公司拥有的“鼎鹿”牌商标、“天鹅”牌商标均为“中国驰名商标”, 具有较高的市场美誉度, 是东北地区的主导品牌。

公司战略规划。未来 5 年, 公司坚持“突出主业, 优化结构, 产业资本和金融资本双轮驱动”的发展策略, 推动建材、地产和金融产业发展, 深化产业结构调整, 推进资本运营和资产证券化, 加大市场拓展和品种开发。公司的规划目标是至 2015 年进入国内大企业集团前 200 位, 成为东北地区最具竞争力、影响力的企业集团。

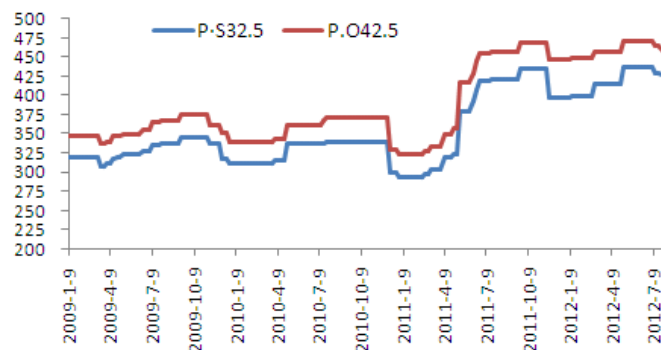
水泥板块：今年不悲观

东北地区领跑全国市场

价格处在近三年以来的高位。今年以来，受益于良好的供求关系，东北地区水泥价格走势一直较好，上半年连续6个月上涨，近期受淡季影响而小幅回落，但依然维持在近三年以来的高位，8月17日，高标P.O42.5水泥报453元/吨，与全国其他市场跌跌不休的走势形成了对比。

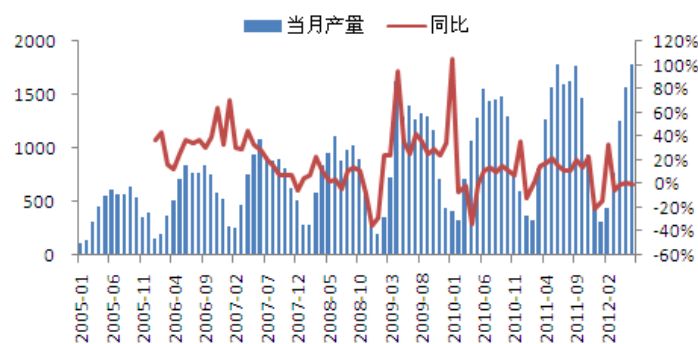
上半年产量与去年同期基本持平。从东北地区的产量来看，今年1-6月水泥产量累计6132万吨，与去年同期基本持平，我们预计下半年水泥产量增速将有所加快，全年同比增长在5%左右。

图 6：东北地区水泥价格走势（单位：元/吨）



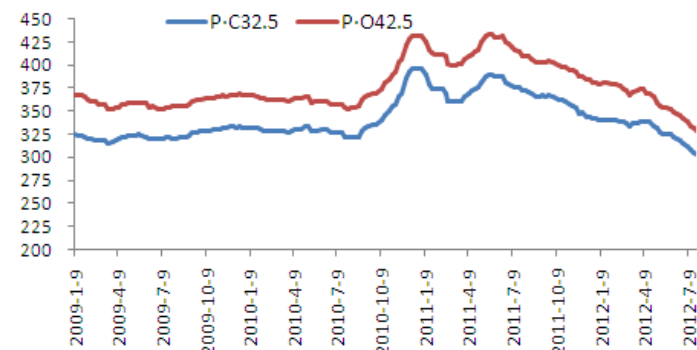
资料来源：数字水泥网，信达证券研发中心

图 8：东北地区水泥产量当月值及同比增速（单位：万吨）



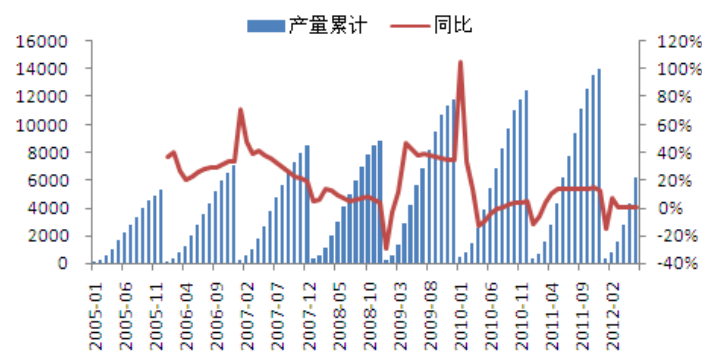
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：全国水泥价格走势（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网，信达证券研发中心

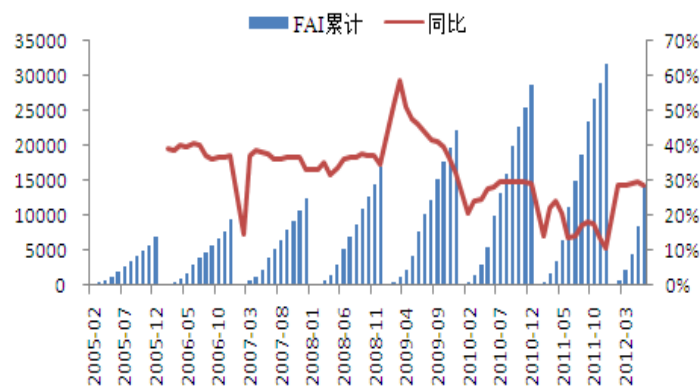
图 9：东北地区水泥产量累计值及同比增速（单位：万吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心

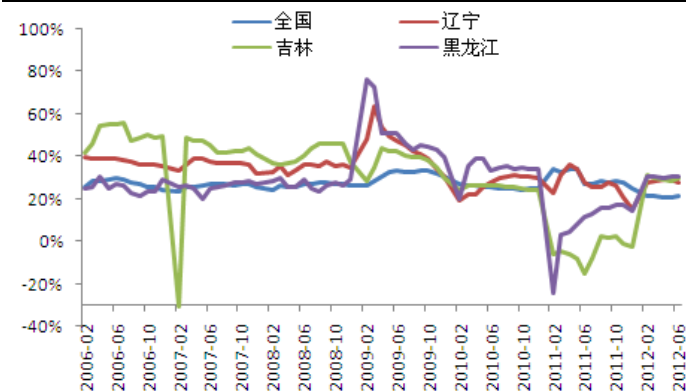
需求依然旺盛。东北地区是我国传统的工业基地，三省市都侧重于重工业的发展。改革开放以后，由于国家战略制定以及体制改革等原因，东北地区的经济发展一直落后于沿海和内地。从2003年起，中央提出了振兴东北战略。2009年，国务院讨论并通过了《关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》，要求进一步加强基础设施建设，为东北地区全面振兴创造条件，重点推进一批能源、交通、水利项目建设。在振兴东北的背景下，一大批重大工程如哈大铁路、吉林-图们铁路、哈尔滨-佳木斯铁路、哈尔滨-牡丹江铁路等已经或即将开工。

图 10: 东北地区 FAI 累计及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 东北三省 FAI 同比增速情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

今年以来，东北地区固定资产投资增速再次加快。2012 年 1-6 月东北三省固定资产投资累计达 14346 亿元，同比增长 28.87%，高于全国 20.99% 的水平，仅次于西北地区，这表明东北地区的固定资产投资依旧保持了旺盛的态势。

近期，国务院下发关于支持中国图们江区域（珲春）国际合作示范区建设的若干意见，正式批复设立“中国图们江区域（珲春）国际合作示范区”，这是中国政府迄今为止批准的唯一一个沿边开发开放区域规划。规划提出要加快建设国际大道畅通工程，推进珲春口岸国际商品交易中心、中俄韩日四国陆海联运等跨境基础设施合作项目建设，积极推进跨境经济合作区和国际产业合作园区建设。规划同时提出，到 2020 年，中国图们江区域对外开放水平实现重大突破，长吉图地区的经济总量翻两番，达到全国先进水平。其中，吉林省长春市、吉林市部分区域和延边州都是中国图们江区域的核心地区。

东北地区由南往北兴起的四大“黄金经济地带”，即辽宁沿海经济带、沈阳经济区、长吉图先导区和哈大齐工业走廊，势必将对水泥的需求持续保持高速增长。

新增产能持续放缓。近年来，我国对水泥行业出台了多项调控政策和措施，加大了对高能耗高污染落后水泥生产企业的淘汰力度和新项目的严格核准，大力推进水泥产业结构调整和优化升级，提高水泥生产集中度。特别是东北地区，新增产能压力至 2010 年以来放缓明显。根据数字水泥网的统计，东北地区在 2012 年上半年中是全国唯一无新增熟料产能区域。

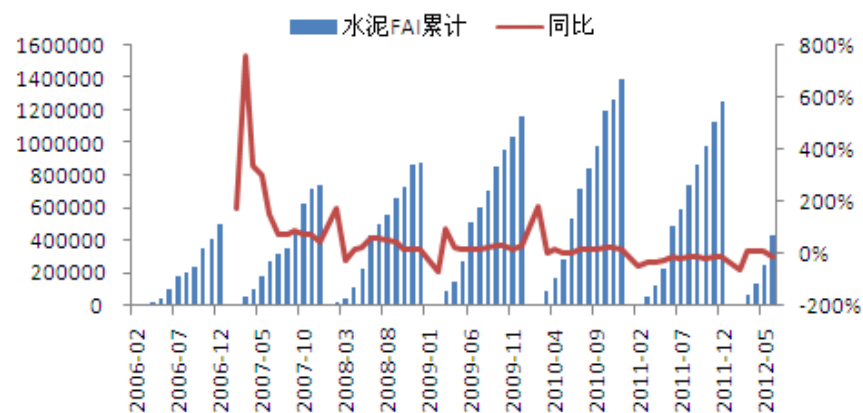
表 1: 2012 年上半年分区新增熟料产能

| 地区 | 生产线(条) | 熟料产能(万吨) | 比重(%) |
|----|--------|----------|-------|
| 全国 | 50 | 7586 | 100 |
| 华北 | 5 | 812 | 11 |
| 东北 | 0 | 0 | 0 |
| 华东 | 13 | 2356 | 31 |
| 中南 | 7 | 1225 | 16 |
| 西南 | 11 | 1194 | 16 |
| 西北 | 14 | 2000 | 26 |

资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

东北地区水泥行业固定资产投资增速自 2010 年以来也明显放缓, 并呈下降趋势。今年 1-6 月水泥行业 FAI 累计为 432504 亿元, 同比下降 12.27%。三省差异较大, 其中辽宁地区大幅下降 43.66%, 这与当地产能严重过剩不无相关; 而吉林地区则同比增长 59.36%, 当地水泥潜在需求较大; 黑龙江同比基本持平。

图 12: 东北地区水泥行业 FAI 累计及同比增速 (单位: 亿元)

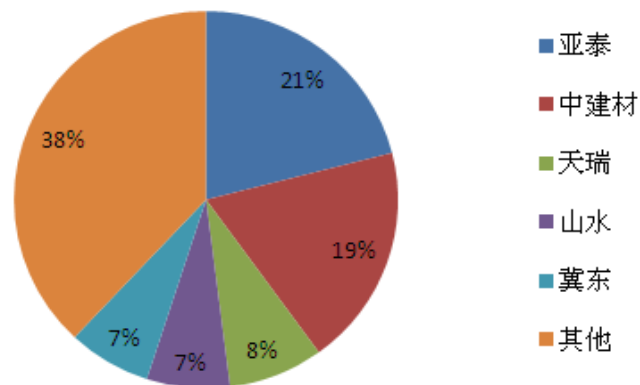


资料来源: wind, 信达证券研发中心

亚泰集团: 东北水泥龙头, 深耕纵向产业链

区域集中度较高。亚泰集团是东北地区最大的水泥生产企业, 同时是国家重点扶持的 12 家全国性水泥企业之一。近几年, 公司以“在资源地建熟料生产线, 在市场地建水泥粉磨站”为指导, 通过自建和收购兼并快速扩大产能和市场占有率。目前, 公司占吉林熟料市场 49% 的市场份额, 占黑龙江 22% 的市场份额, 占辽宁省 7% 的份额, 合计占东北三省约 21% 的市场份额, 而排名第二的中建材约占 19% 的市场份额。

图 13: 东北地区水泥熟料产能格局



资料来源: 水泥行业协会, 信达证券研发中心

公司议价能力较强, 产能扩张主要通过兼并收购。从东北地区水泥熟料产能的格局来看, 前五大水泥熟料生产企业大约占了 62% 的市场份额, 具备协同的基础, 特别是在吉林地区, 亚泰集团占到约一半的市场份额, 在当地有较高的话语权。公司水泥、熟料在吉林省和黑龙江省具有明显的竞争优势。在辽宁地区, 公司收购了铁岭铁新水泥、鑫荣昌高性能混凝土等资产, 增强了公司建材产业在辽宁市场的竞争力。

东北地区由于新建水泥生产线的审批严厉, 各大企业为了继续扩大市场份额和维持自身的区域优势, 将会加快并购整合的步伐, 这样的结果, 一方面新增产能放缓, 另一方面行业集中度提到进一步提升。这样能够有利于形成区域的协同效应, 稳定价格。我们预计, 东北地区水泥行业的集中将进一步提升, 并最终形成寡头垄断的格局。

表 2: 公司水泥销量及销售均价

| 年份 | 水泥销量 (万吨) | 熟料外销 (万吨) | 均价 (元/吨) |
|------|-----------|-----------|----------|
| 2008 | 817.79 | 135 | 316 |
| 2009 | 1056.93 | 222 | 317 |
| 2010 | 1316.93 | 309 | 295 |
| 2011 | 1,656.00 | 583 | 364 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 3: 公司产能情况

| 区域 | 生产线 | 规模 (t/d) | 熟料年产能 (万吨) | 持有比例 | 投产/重组时间 |
|-----------|-------------|------------|------------|--------|------------|
| 吉林 | 双阳区_亚泰水泥一线 | 2000 | 62 | 74% | 1993.6 |
| | 双阳区_亚泰水泥二线 | 2000 | 62 | 74% | 1999.8 |
| | 双阳区_亚泰水泥三线 | 2500 | 78 | 74% | 2001.6 |
| | 双阳区_亚泰水泥四线 | 2500 | 78 | 74% | 2005.12 |
| | 双阳区_亚泰水泥五线 | 5000 | 155 | 74% | 2009.2 |
| | 双阳区_亚泰水泥六线 | 5000 | 155 | 74% | 2010.1 |
| | 磐石_明城水泥一线 | 5000 | 155 | 74% | 2003.6 |
| | 磐石_明城水泥二线 | 5000 | 155 | 74% | 2009.2 |
| | 通化水泥 | φ 3.2X 50m | 生产油井水泥 | 74% | 09 年收购 |
| | 通化水泥 | 2500 | 78 | 74% | 10 年收购续建 |
| | 四平_伊通水泥 | 2500 | 78 | 74% | 09 年 9 月收购 |
| | 图们水泥 | 4000 | 125 | 74% | 在建 |
| | 吉林地区当前产能小计 | | | 1056 | |
| 黑龙江 | 哈尔滨水泥一线 | 1000 | 31 | 74% | 05 年 9 月收购 |
| | 哈尔滨水泥二线 | 2500 | 78 | 74% | 05 年 9 月收购 |
| | 哈尔滨水泥(阿城)一线 | 4000 | 125 | 74% | 2009.12 |
| | 哈尔滨水泥(阿城)二线 | 4000 | 125 | 74% | 在建 |
| 黑龙江当前产能小计 | | | 234 | | |
| 辽宁 | 铁岭_铁新水泥一线 | 2500 | 78 | 72.30% | 11 年 1 月收购 |
| | 铁岭_铁新水泥二线 | 2500 | 78 | 72.30% | 11 年 1 月收购 |
| | 铁岭_铁新水泥三线 | 5000 | 155 | 72.30% | 11 年 1 月收购 |
| | 辽宁地区当前产能小计 | | | 311 | |
| 合计 | | | 1601 | | |

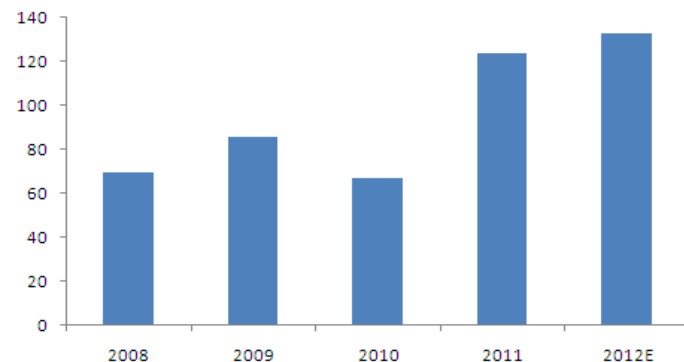
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

深耕“煤炭-水泥-房地产”产业链, 提升盈利能力。从国外水泥企业的发展历程来看, 行业巨头都是通过完善上下游产业链布局, 从而降低生产成本和经营风险, 并进一步提升盈利水平。对于我国水泥行业目前供大于求的局面, 水泥企业要想获得突破, 提升市场竞争力, 必然要向产业链上下游整合。目前, 公司投资的煤炭产业进入收获期, 双鸭山亚泰煤业有限公司产能不断扩大, 总设计产能为 120 万吨。2010 年公司还设立了鸡西亚泰选煤有限公司, 煤炭产业提供的煤炭已经成为公司水泥产

业稳定的燃料主要来源。

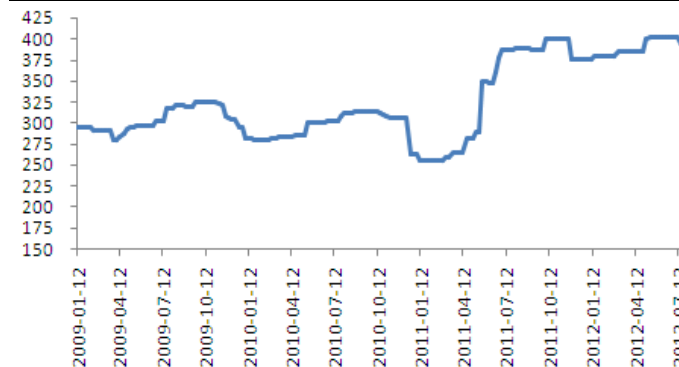
下游产业，公司进一步向房地产发展。目前，房地产板块业务已经成为公司继水泥之后的又一支柱产业。公司深耕纵向产业链，大大提升了盈利水。公司水泥板块业务毛利水平较高，其中，2011年水泥吨毛利达124元，远高于行业平均水平。

图 14: 公司水泥业务吨毛利情况 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 东北地区水泥煤炭价格差 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网, wind, 信达证券研发中心

亚泰集团与 CRH 实现战略合作。 公司与世界 500 强企业、全球建材行业排名前五位的爱尔兰 CRH 公司达成了战略合作共识。公司与爱尔兰 CRH 公司以吉林亚泰集团建材投资有限公司为合作平台，加大意向性水泥目标企业的兼并重组力度，进一步提高水泥产能，扩大市场占有率，巩固在东北水泥市场的龙头地位。同时，吉林亚泰集团建材投资有限公司也将充分吸收借鉴 CRH 公司先进的经营理念、成熟的管理模式，生产水泥下游的高毛利产品，延伸水泥产业链，进一步提升水泥产业的盈利水平，增强持续发展能力。

水泥业务开拓朝鲜市场。 公司 8 月 16 日发布公告，公司将与罗先市人民委员会共同投资建设亚泰（罗先）建材工业园，建材工业园主要包括水泥粉磨生产线、商品混凝土加工生产线、干粉砂浆加工生产线、市政构件生产线、建筑工业化构件生产线及其他建材产品。建材工业园占地面积约为 50 万平方米，位置位于雄尚港周边，合作期限 50 年。水泥粉磨生产线力争 2012 年 9 月动工兴建（在电力供应确保的前提下），预计 12 个月内建成投产。我们认为短期内并不会对公司业绩产生明显影响，但长期来看，有利于将开拓朝鲜市场，扩大需求。

房地产板块：未来发展重点

公司房地产板块已形成了集土地一级整理、城市基础建设、房地产开发、建筑施工、装饰装修、环境工程、物业管理和供热服务为一体，专业分工明确、结构完整的产业链。目前公司的房地产业务仍以长春为主要市场，尤其在长春的东部区域，亚泰地产是近几年该区域内的领头力量。2011年公司向房地产公司兰海控股增资 11.29 亿元，控股 51%。

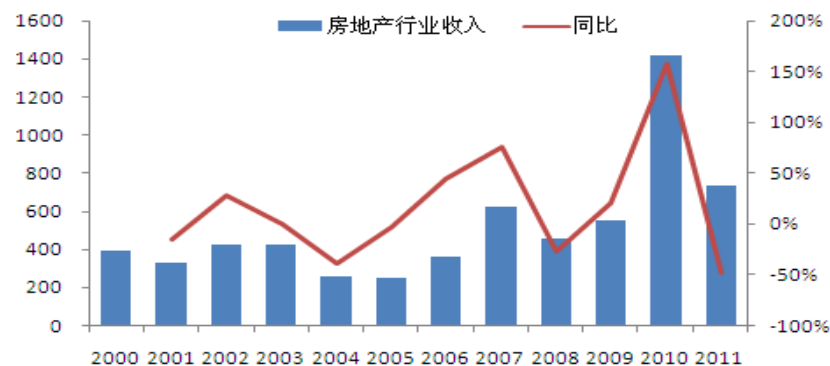
表 4：公司房地产板块经营主体

| 下属公司 | 业务类型 |
|-----------------|-------|
| 吉林亚泰房地产开发有限公司 | 房地产开发 |
| 南京南汽同泰房地产有限公司 | 房地产开发 |
| 天津亚泰吉盛投资有限公司 | 投资管理 |
| 沈阳亚泰吉盛房地产开发有限公司 | 房地产开发 |
| 沈阳亚泰金安房地产开发有限公司 | 房地产开发 |
| 松原亚泰房地产开发有限公司 | 房地产开发 |
| 吉林亚泰莲花山投资管理有限公司 | 投资管理 |
| 抚州世晟房地产有限公司 | 房地产开发 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司房地产板块业务周期明显。2011年，公司房地产行业营业收入为 7.3 亿元，同比大幅下滑了 48.26%。2011 年商品房销售受国家宏观政策调控的影响，商业银行贷款额度紧缩，使得购房者贷款难度明显增加，同时也使得销售回款速度下降。2012 年，国家继续保持对房地产行业的宏观调控，我们认为对公司地产产业的销售进度仍会产生一定影响。

图 16：公司房地产板块收入及同比增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

房地产业务再次发力。在 2007 年以前，房地产业务曾是公司的主业，而之后水泥行业发展相对较好。由于房地产和水泥均属于资金密集型行业，受资金所限，使得房地产业务增长缓慢，之后因资金充足而再次发展地产，在 2010 年时房地产业务达到顶峰。目前，公司房地产业务分布在吉林、辽宁、天津、江苏、山东、海南这五个省市，定位二三线城市。

公司在东北、京津和江苏等地区拥有多个可销售楼盘，2012 年计划推盘会有明显增长，新项目是天津、沈阳以及蓬莱 3 万平方米、天津兰海估计在 6-7 万平方米。此外，兰海控股公司由于土地整理项目会滚动进行，近两年不会贡献太多利润。我们认为，国家对于二线城市房地产调控影响较小，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。公司在手土地储备约为 100 万平米，目标是至 2015 年地产产业进入中国房地产行业五十强。

表 5: 公司房地产板块经营情况

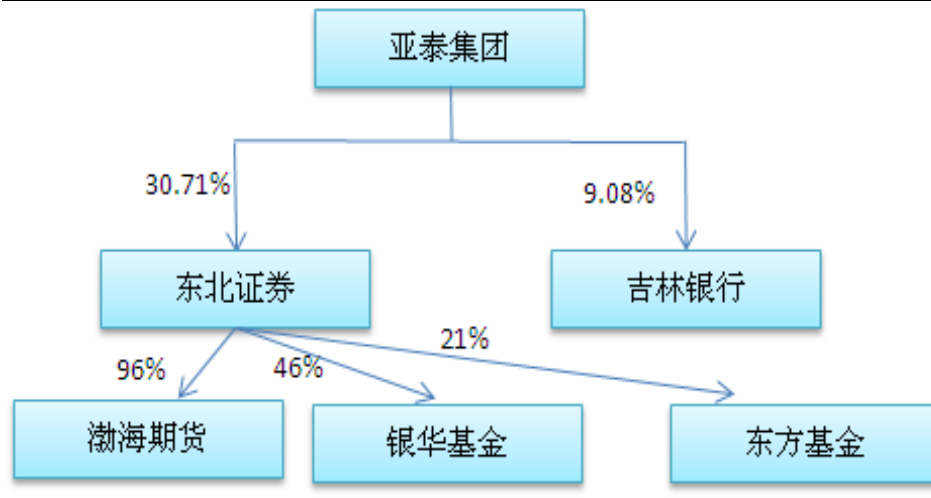
| 年份 | 竣工面积 (万平方米) | 销售面积 (万平方米) | 平均售价 (元/平方米) |
|--------|-------------|-------------|--------------|
| 2008 年 | 18.3 | 6.19 | 5835 |
| 2009 年 | 11.88 | 7 | 6353 |
| 2010 年 | 10.05 | 19.91 | 6853 |
| 2011 年 | 4.95 | 10.45 | 7017 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

金融板块：东北证券扭损为盈，吉林银行期待上市

金融产业是亚泰集团的新兴支柱产业，现已形成了以证券、银行、基金、期货为主的资本运作平台，实现了产业资本与金融资本的相互融合和优势互补，金融产业已经成为亚泰集团新的经济增长点。

图 17: 公司金融板块持股情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

东北证券扭亏为盈。公司是东北证券的第一大股东, 持股比例为 30.71%。2011 年, 东北证券由于自营业务巨亏, 导致净利润亏损 1.5 亿元, 公司相应投资收益计亏损 4654.5 万元, 这也使得公司 2011 年的投资收益降到 605 万元。从今年来看, 尽管证券行业景气度较差, 但根据东北证券今年半年报披露的信息, 上半年实现净利润为 1.23 亿元, 我们预计全年净利润在 2 亿元以上, 将实现扭亏为盈。

吉林银行期待上市。公司通过受让吉林银行股权及参与吉林银行增资扩股, 目前是已经成为其第三大股东, 持股比例为 9.08%。2011 年, 吉林银行实现净利润 1.24 亿元, 我们预计今年其净利润增长在 10~20%之间。此外, 吉林银行已经制定了上市的目标。如果吉林银行能够顺利上市, 那么公司所持的股权价值将会获得大幅升值。

江海证券已经成功转让, 获得投资收益 1.44 亿元。公司将持有的江海证券有限公司 41,000 万元的股权以 88,000 万元的价格转让给中国华融资产管理公司, 目前已经获得证监会批准, 正式转让, 公司获得投资收益 1.44 亿元。

盈利预测与估值

主要假设与经营预测

1. 水泥板块: 依据东北水泥市场的表现, 公司水泥价格能够保持在高位, 但销量将会有所影响, 我们预计 2012-2014 年水泥及熟料销量为 2100 万吨、2500 万吨和 2800 万吨, 吨均价为 365 元、368 元和 370 元, 毛利维持在 130 元/吨左右。

2. 房地产板块：根据公司的房地产发展战略和销售计划，我们预计房地产所占公司总营业收入将有所上升。我们预计2012-2014年公司销量面积将达到15万平方米、25万平方米和28万平米，每平方米销量均价为7400元、7800元和8000元。

表 6: 公司水泥板块经营预测

| 水泥板块 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4054.43 | 4796.7 | 8149.96 | 7665 | 9200 | 10360 |
| YOY(%) | 35.05% | 18.31% | 69.91% | -5.95% | 20.03% | 12.61% |
| 营业成本(百万元) | 2954.49 | 3707.28 | 5373.6 | 4956 | 5950 | 6748 |
| 销量(万吨) | 1279 | 1626 | 2239 | 2100 | 2500 | 2800 |
| 均价(元/吨) | 317 | 295 | 364 | 365 | 368 | 370 |
| 成本(元/吨) | 231 | 228 | 240 | 236 | 238 | 241 |
| 毛利(元/吨) | 86 | 67 | 124 | 129 | 130 | 129 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 7: 公司房地产板块经营预测

| 房地产 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|----------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 549.63 | 1417.26 | 733.24 | 1110 | 1950 | 2240 |
| YOY(%) | 20.17% | 157.86% | -48.26% | 51.38% | 75.68% | 14.87% |
| 营业成本(百万元) | 392.06 | 1,045.74 | 494.76 | 821.40 | 1443.00 | 1657.60 |
| 销售面积(万平方米) | 7 | 19.91 | 10.45 | 15 | 25 | 28 |
| 单位价格(元/平方米) | 6353 | 6853 | 7017 | 7400 | 7800 | 8000 |
| 毛利率 | 28.67% | 26.21% | 32.52% | 26% | 26% | 26% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测：2012—2014年EPS为0.47元、0.57元和0.68元

通过对公司各板块业务的经营分析，我们预测公司2012-2014年对应的EPS为0.47元、0.57元和0.68元。

表 8: 公司主要财务指标

| 主要财务指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 8,136.37 | 11,699.82 | 12,204.56 | 15,323.62 | 17,695.94 |
| 同比(%) | 32.92% | 43.80% | 4.31% | 25.56% | 15.48% |
| 归属母公司净利润 | 492.03 | 748.44 | 893.13 | 1,081.64 | 1,286.44 |
| 同比(%) | -34.03% | 52.11% | 19.33% | 21.11% | 18.93% |
| 毛利率(%) | 26.25% | 32.17% | 32.94% | 32.75% | 32.48% |
| ROE(%) | 6.90% | 9.92% | 10.19% | 10.67% | 11.60% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.40 | 0.47 | 0.57 | 0.68 |
| P/E | 19.68 | 12.94 | 10.84 | 8.95 | 7.53 |
| P/B | 1.33 | 1.24 | 1.00 | 0.92 | 0.83 |
| EV/EBITDA | 12.41 | 8.61 | 7.37 | 6.42 | 5.77 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 9: EPS 对水泥销量有及价格的敏感性分析

| 销量均价(元/吨) | 水泥及熟料销量(万吨) | | | | |
|-----------|-------------|------|------|------|------|
| | 1800 | 2000 | 2100 | 2200 | 2400 |
| 355 | 0.37 | 0.41 | 0.42 | 0.44 | 0.47 |
| 360 | 0.39 | 0.43 | 0.45 | 0.46 | 0.50 |
| 365 | 0.41 | 0.45 | 0.47 | 0.49 | 0.53 |
| 370 | 0.44 | 0.48 | 0.50 | 0.52 | 0.56 |
| 380 | 0.48 | 0.52 | 0.54 | 0.57 | 0.61 |

资料来源: 信达证券研发中心

公司估值：“增持”评级

PE 相对估值法。公司的主营业务为水泥，占到公司总营业收入的比重在 65%~70%之间，因此我们选取了 A 股可比上市水泥企业。经过计算，行业内可比上市公司 2012 年 PE 均值为 13.04 倍。考虑到公司在东北地区的龙头地位和经营状况，我们认为给予公司 2012 年 14 倍的 PE 是合理的，对应股价为 6.58 元。**首次覆盖给予“增持”评级。**

表 10: 可比公司估值情况

| 证券代码 | 证券简称 | 2012PE | 2013PE | 2014PE |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 10.98 | 8.17 | 6.82 |
| 000789.SZ | 江西水泥 | 12.71 | 9.36 | 7.85 |
| 000877.SZ | 天山股份 | 8.65 | 6.55 | 5.30 |
| 002233.SZ | 塔牌集团 | 18.98 | 14.24 | 11.77 |
| 600217.SH | ST 秦岭 | 12.53 | 7.73 | 6.56 |
| 600318.SH | 巢东股份 | 13.18 | 9.70 | 7.96 |
| 600425.SH | 青松建化 | 15.80 | 12.12 | 9.65 |
| 600449.SH | 宁夏建材 | 10.29 | 7.97 | 6.24 |
| 600585.SH | 海螺水泥 | 10.87 | 8.67 | 7.17 |
| 600720.SH | 祁连山 | 17.53 | 11.99 | 9.19 |
| 600801.SH | 华新水泥 | 11.95 | 8.91 | 7.20 |
| 平均 | | 13.04 | 9.59 | 7.79 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心

风险提示

1. 东北地区水泥价格大幅下滑。
2. 房地产调控风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 流动资产 | 11,973.18 | 17,645.22 | 18,382.32 | 20,277.99 | 22,596.27 |
| 现金 | 3,285.39 | 5,442.70 | 6,104.96 | 5,668.86 | 6,183.08 |
| 应收账款 | 78.06 | 343.08 | 183.07 | 229.85 | 265.44 |
| 其它应收款 | 535.89 | 625.12 | 610.23 | 766.18 | 884.80 |
| 预付账款 | 2,023.24 | 2,234.42 | 2,304.43 | 2,901.32 | 3,363.87 |
| 存货 | 5,157.85 | 5,735.50 | 5,915.22 | 7,447.37 | 8,634.68 |
| 其他 | 892.76 | 3,264.40 | 3,264.40 | 3,264.40 | 3,264.40 |
| 非流动资产 | 14,551.29 | 16,331.49 | 18,257.01 | 18,917.83 | 19,551.47 |
| 长期投资 | 2,697.82 | 2,648.14 | 2,648.14 | 2,648.14 | 2,648.14 |
| 固定资产 | 8,814.48 | 10,034.30 | 10,135.50 | 11,262.85 | 11,859.47 |
| 无形资产 | 841.40 | 1,126.52 | 2,342.01 | 2,335.94 | 2,329.88 |
| 其他 | 2,197.59 | 2,522.53 | 3,131.36 | 2,670.91 | 2,713.99 |
| 资产总计 | 26,524.47 | 33,976.70 | 36,639.33 | 39,195.82 | 42,147.74 |
| 流动负债 | 13,372.45 | 17,367.65 | 17,760.16 | 18,998.81 | 20,340.33 |
| 短期借款 | 8,093.55 | 9,553.40 | 9,553.40 | 9,553.40 | 9,553.40 |
| 应付账款 | 1,640.58 | 1,920.31 | 1,980.48 | 2,493.46 | 2,890.98 |
| 其他 | 3,638.33 | 5,893.94 | 6,226.28 | 6,951.95 | 7,895.95 |
| 非流动负债 | 4,453.04 | 5,822.94 | 5,822.94 | 5,822.94 | 5,822.94 |
| 长期借款 | 2,488.17 | 1,328.32 | 1,328.32 | 1,328.32 | 1,328.32 |
| 其他 | 1,964.87 | 4,494.61 | 4,494.61 | 4,494.61 | 4,494.61 |
| 负债合计 | 17,825.49 | 23,190.59 | 23,583.09 | 24,821.75 | 26,163.27 |
| 少数股东权益 | 1,425.50 | 2,966.55 | 3,349.32 | 3,812.88 | 4,364.21 |
| 归属母公司股东权益 | 7,273.48 | 7,819.57 | 9,706.92 | 10,561.19 | 11,620.26 |
| 负债和股东权益 | 26,524.47 | 33,976.70 | 36,639.33 | 39,195.82 | 42,147.74 |

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 8,136.37 | 11,699.82 | 12,204.56 | 15,323.62 | 17,695.94 |
| 同比 | 32.92% | 43.80% | 4.31% | 25.56% | 15.48% |
| 归属母公司净利润 | 492.03 | 748.44 | 893.13 | 1,081.64 | 1,286.44 |
| 同比 | -34.03% | 52.11% | 19.33% | 21.11% | 18.93% |
| 毛利率 | 26.25% | 32.17% | 32.94% | 32.75% | 32.48% |
| ROE | 6.90% | 9.92% | 10.19% | 10.67% | 11.60% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.40 | 0.47 | 0.57 | 0.68 |
| P/E | 19.68 | 12.94 | 10.84 | 8.95 | 7.53 |
| P/B | 1.33 | 1.24 | 1.00 | 0.92 | 0.83 |
| EV/EBITDA | 12.41 | 8.61 | 7.37 | 6.42 | 5.77 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 8,136.37 | 11,699.82 | 12,204.56 | 15,323.62 | 17,695.94 |
| 营业成本 | 6,000.61 | 7,935.95 | 8,184.63 | 10,304.58 | 11,947.42 |
| 营业税金及附加 | 207.57 | 218.01 | 268.10 | 337.70 | 369.48 |
| 营业费用 | 467.21 | 613.19 | 793.30 | 842.80 | 973.28 |
| 管理费用 | 666.80 | 845.89 | 915.34 | 1,170.99 | 1,319.63 |
| 财务费用 | 460.49 | 767.36 | 857.75 | 916.15 | 900.66 |
| 资产减值损失 | 39.29 | 36.47 | 43.22 | 51.53 | 57.71 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 262.67 | 6.05 | 367.87 | 166.09 | 134.41 |
| 营业利润 | 557.07 | 1,289.01 | 1,510.08 | 1,865.97 | 2,262.17 |
| 营业外收入 | 250.92 | 225.80 | 236.97 | 237.90 | 233.55 |
| 营业外支出 | 38.30 | 46.65 | 45.84 | 43.60 | 45.36 |
| 利润总额 | 769.70 | 1,468.16 | 1,701.21 | 2,060.27 | 2,450.36 |
| 所得税 | 193.58 | 395.92 | 425.30 | 515.07 | 612.59 |
| 净利润 | 576.11 | 1,072.24 | 1,275.91 | 1,545.21 | 1,837.77 |
| 少数股东损益 | 84.08 | 323.80 | 382.77 | 463.56 | 551.33 |
| 归属母公司净利润 | 492.03 | 748.44 | 893.13 | 1,081.64 | 1,286.44 |
| EBITDA | 1,745.38 | 2,899.42 | 3,387.74 | 3,886.68 | 4,324.29 |
| EPS (摊薄) | 0.26 | 0.40 | 0.47 | 0.57 | 0.68 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流 | -1,514.29 | 1,516.42 | 2,925.20 | 2,120.90 | 3,123.46 |
| 净利润 | 576.11 | 1,072.24 | 1,275.91 | 1,545.21 | 1,837.77 |
| 折旧摊销 | 493.78 | 685.71 | 766.63 | 832.87 | 915.21 |
| 财务费用 | 481.90 | 745.55 | 919.91 | 993.53 | 958.72 |
| 投资损失 | -262.67 | -262.67 | -6.05 | -367.87 | -166.09 |
| 营运资金变动 | -2,846.85 | -60.94 | 274.45 | -1,144.64 | -520.27 |
| 其它 | 43.44 | -920.10 | 56.18 | 60.02 | 66.44 |
| 投资活动现金流 | -1,513.47 | -1,500.46 | -1,115.66 | -1,336.10 | -1,423.15 |
| 资本支出 | -1,419.33 | -1,662.32 | -1,483.53 | -1,502.19 | -1,557.57 |
| 长期投资 | -94.15 | 279.12 | 367.87 | 166.09 | 134.41 |
| 其他 | 0.00 | -117.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 3,862.57 | 2,101.36 | -1,161.69 | -1,225.06 | -1,193.37 |
| 短期借款 | 359.39 | 134.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 3,858.90 | 786.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 700.39 | 962.61 | 1,161.69 | 1,225.06 | 1,193.37 |
| 现金净增加额 | 828.75 | 2117.31 | 662.26 | -436.10 | 514.21 |

分析师简介

关健鑫，经济学硕士，证券从业 5 年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过 2010 年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011 年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

重点覆盖公司

| | | |
|---------------|---------------|---------------|
| 亚泰集团 (600881) | 冀东水泥 (000401) | 海螺水泥 (600585) |
| 海螺型材 (000619) | 中国玻纤 (600176) | 北新建材 (000786) |
| 围海股份 (002586) | 东方园林 (002310) | 江河幕墙 (601886) |

机构销售联系人

| 姓名 | 电话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|--------------|-------------|-------------------------|
| 袁泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 张华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 文襄琳 | 021-63570071 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 单丹 | 010-63081079 | 18611990152 | shandan@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。