

证券研究报告

公司研究——事项点评

亚泰集团（600881.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2012.10.31

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

徐林锋 研究助理

联系电话：+86 10 63080935

邮箱：xulinfeng@cindasc.com

相关研究

《多轮驱动，蓄势待发》2012.8

《业绩低于预期，水泥板块四季度看淡》2012.10

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

横向并购与纵向产业链拓展共举，区域优势提升

2012年12月25日公告点评

2012年12月26日

事件：亚泰集团控股子公司吉林亚泰集团建材投资有限公司通过沈阳联合产权交易所摘牌收购沈阳煤业（集团）有限责任公司持有的辽宁中北水泥有限责任公司 80%股权、辽宁交通水泥有限责任公司 50%股权和沈阳煤业集团黑牛沟采石有限公司 100%股权，收购辽宁能源投资（集团）有限责任公司持有的辽宁交通水泥有限责任公司 30%股权。本次交易尚须提交股东大会批准。

点评：

- **收购概况。**本次收购，中北水泥 80%股权转让价款为人民币 66,748 万元，交通水泥 50%股权转让价款为人民币 29,999 万元，黑牛沟采石 100%股权转让价款为人民币 3,365 万元，交通水泥 30%股权转让价款为人民币 18,000 万元，合计摘牌价格为 118,112 万元。
- **区域龙头优势进一步提升。**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，公司通过收购兼并方式增加产能，这样一方面避免了新增产能带来的压力，另一方面也有利于区域集中度进一步提升。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。通过协同，也是今年东北地区今年水泥价格维持高位的原因。
- **深耕纵向产业链。**公司此次收购的黑牛沟采石有限公司主营业务为水泥用石灰石，其能为公司水泥生产提供所需原材料，有利于降低生产成本。此外，公司深耕“煤炭-水泥-房地产”产业链，并与 CRH 实现战略合作，生产水泥下游的高毛利产品，提升了盈利能力。
- **多元化经营，平衡业绩风险。**今年公司地产板块方面，推盘有所增长，我们认为由于财务结转问题而致使部分销售收入在三季度报表中未能得到确认，目前公司已经确定房地产为未来发展重点。金融板块方面，东北证券前三季度实现净利润 1.43 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。
- **盈利预测及评级：**由于上述收购尚未完成，我们暂不考虑此次收购对公司盈利的影响，维持公司 2012 年-2014 年 EPS0.39 元、0.57 元和 0.68 元。鉴于公司在东北地区水泥龙头的地位，我们认为给予公司 2012 年 14 倍 PE 估值是合理的，对应目标价格为 5.46 元，以 12 月 25 日收盘价（4.91 元）对应 2012 年 PE 为 13 倍。维持“增持”评级。
- **风险因素：**东北地区水泥价格大幅下滑、房地产调控风险。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	8,136.37	11,699.82	11,517.56	16,455.62	18,805.94
增长率 YoY %	32.92%	43.80%	-1.56%	42.87%	14.28%
净利润(百万元)	492.03	748.44	732.73	1,070.63	1,284.52
增长率 YoY%	-34.03%	52.11%	-2.10%	46.12%	19.98%
毛利率%	26.25%	32.17%	31.26%	31.46%	31.53%
净资产收益率 ROE%	6.90%	9.92%	8.44%	10.74%	11.76%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.40	0.39	0.57	0.68
市盈率 P/E(倍)	18.91	12.43	12.70	8.69	7.24
市净率 P/B(倍)	1.28	1.19	0.97	0.90	0.81

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 12 月 25 日收盘价

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	18,004.47	20,471.55	23,016.05
现金	3,285.39	5,442.70	6,040.68	4,810.34	5,597.89
应收账款	78.06	343.08	172.76	246.83	282.09
其它应收款	535.89	625.12	575.88	822.78	940.30
预付账款	2,023.24	2,234.42	2,229.04	3,175.66	3,625.40
存货	5,157.85	5,735.50	5,721.71	8,151.55	9,305.99
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	18,256.40	18,918.18	19,552.72
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	3,130.75	2,671.25	2,715.24
资产总计	26,524.47	33,976.70	36,260.87	39,389.73	42,568.78
流动负债	13,372.45	17,367.65	17,610.85	19,437.62	21,009.00
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	1,915.69	2,729.22	3,115.74
其他	3,638.33	5,893.94	6,141.76	7,154.99	8,339.86
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	23,433.79	25,260.55	26,831.94
少数股东权益	1,425.50	2,966.55	3,280.57	3,739.41	4,289.92
归属母公司股东权益	7,273.48	7,819.57	9,546.51	10,389.77	11,446.92
负债和股东权益	26,524.47	33,976.70	36,260.87	39,389.73	42,568.78

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	11,517.56	16,455.62	18,805.94
同比	32.92%	43.80%	-1.56%	42.87%	14.28%
归属母公司净利润	492.03	748.44	732.73	1,070.63	1,284.52
同比	-34.03%	52.11%	-2.10%	46.12%	19.98%
毛利率	26.25%	32.17%	31.26%	31.46%	31.53%
ROE	6.90%	9.92%	8.44%	10.74%	11.76%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.39	0.57	0.68
P/E	18.91	12.43	12.70	8.69	7.24
P/B	1.28	1.19	0.97	0.90	0.81
EV/EBITDA	12.08	8.41	7.91	6.30	5.64

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	11,517.56	16,455.62	18,805.94
营业成本	6,000.61	7,935.95	7,916.86	11,278.93	12,876.27
营业税金及附加	207.57	218.01	253.01	362.64	392.66
营业费用	467.21	613.19	748.64	905.06	1,034.33
管理费用	666.80	845.89	863.82	1,257.49	1,402.40
财务费用	460.49	767.36	857.75	917.27	914.85
资产减值损失	39.29	36.47	40.79	55.33	61.34
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	1,204.55	1,844.99	2,258.51
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	1,395.67	2,039.29	2,446.70
所得税	193.58	395.92	348.92	509.82	611.68
净利润	576.11	1,072.24	1,046.75	1,529.47	1,835.03
少数股东损益	84.08	323.80	314.03	458.84	550.51
归属母公司净利润	492.03	748.44	732.73	1,070.63	1,284.52
EBITDA	1,745.38	2,899.42	3,082.21	3,865.69	4,320.63
EPS (摊薄)	0.26	0.40	0.39	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	2,860.91	1,326.66	3,396.80
净利润	576.11	1,072.24	1,046.75	1,529.47	1,835.03
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	-6.05	-367.87	-166.09	-134.41
营运资金变动	-2,846.85	-60.94	441.14	-1,926.00	-246.90
其它	43.44	-920.10	54.36	62.88	69.16
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	2,117.31	597.98	-1,230.34	787.55

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
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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。