

证券研究报告

公司研究——季报点评

亚泰集团（600881.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.08.30

关键鑫 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

《横向并购与纵向产业链拓展并举，区域优势提升》2012.12

《主营业务低迷拖累业绩，2013年有望改善》

2013.4

《投资收益大幅增长，水泥等待需求回暖》2013.5

《主营业务低迷，业绩大幅下滑》2013.8

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

主营业务持续低迷，投资收益贡献主要利润

2013 年三季度报点评

2013 年 10 月 28 日

事件：10月25日晚间，亚泰集团发布2013年三季度报。2013年前三季度，公司实现营业收入102.96亿元，较2012年同期上升24.28%；归属于上市公司股东的净利润2.54亿元，较2012年同期下滑35.71%；基本每股收益0.13元。

点评：

- **三季度业绩仍未有起色。**公司三季度单季营业收入为40.74亿元，同比增长19.98%，营业收入同比实现较好的增长主要是合并范围变化增加子公司所致，但公司的盈利的状况则并不乐观。从毛利率来看，公司前三季度毛利率为29.07%，同比下降1.99个百分点，其中三季度单季毛利率为28.25%。另外，公司前三季度期间费用率同比上升1.05个百分点至24.75%，其中财务费用率高达9.77%，同比上升0.63个百分点，主要是公司增加长期借款和非公开发行定向融资工具使利息支出增加所致。此外，公司应收账款同比大幅增长179.02%至20.57亿元，主要是公司为提升销量，增加了对大客户的赊销。
- **主营业务持续低迷，投资收益贡献主要利润。**从公司水泥板块来看，由于下游需求低迷，高标水泥均价同比下降了约28元/吨。受此影响，公司水泥板块盈收均出现了不同比程度的下滑。而进入四季度以后，东北地区受天气变冷影响，施工减少明显，公司水泥板块不容乐观。煤炭板块方面，受煤炭价格大幅下滑的影响，公司煤炭基本处在亏损状态。而公司投资收益则同比增长33.93%至3.4亿元，对公司利润贡献较大，这主要是由于东北证券收益大幅增加以及吉林银行权益法核算收益增加所致。其中，东北证券今年前三季度实现净利润4.45亿元，已经大幅超过2012年全年1.51亿元的水平。
- **东北水泥龙头地位巩固。**公司于今年初完成了对辽宁中北水泥80%股权、辽宁交通水泥80%股权和黑牛沟采石公司100%股权的收购。目前，公司在辽宁的熟料产能占有率提升至12.6%，区域影响力进一步扩大。在“水泥全产业链”战略指导下，公司已经形成了“熟料水泥、骨料机砂、商品混凝土、水泥构件”为主的产业链，是区域内具有绝对优势的水泥龙头企业。另外，通过公司内部整合，水泥板块与上游煤炭板块和下游房地产板块形成了纵向产业链，进一步提升公司的盈利能力。此外，公司在2012年与罗先市签订了合作协议，朝鲜市场有望逐步打开。
- **盈利预测及评级：**受下游需求低迷影响，公司主营业务毛利率出现较大的降幅，我们下调公司2013~2015年每股收益至0.31元（-16.18%）、0.38元（-15.38%）和0.48元（-15.56%）考虑到公司在东北地区的龙头地位以及较大的业绩弹性，我们维持对其“增持”评级。

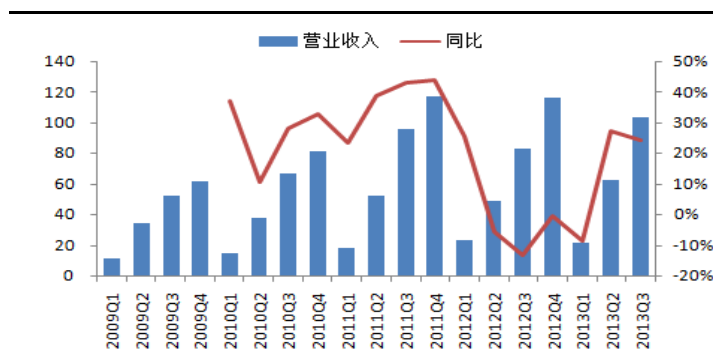
➤ **风险因素:** 东北地区水泥价格大幅下滑; 煤炭价格大幅下滑; 房地产调控深入导致地产投资大幅回落。

表 1 : 公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	11,699.82	11,625.27	14,118.26	16,579.16	19,099.86
增长率 YoY %	43.80%	-0.64%	21.44%	17.43%	15.20%
归属母公司净利润(百万元)	748.44	395.32	591.86	727.86	913.67
增长率 YoY%	52.11%	-47.18%	49.72%	22.98%	25.53%
毛利率%	32.17%	25.97%	29.15%	29.53%	29.38%
净资产收益率 ROE%	9.92%	4.99%	7.20%	8.41%	9.88%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.21	0.31	0.38	0.48
市盈率 P/E(倍)	9.85	18.64	12.45	10.13	8.07
市净率 P/B(倍)	0.94	0.92	0.88	0.83	0.77

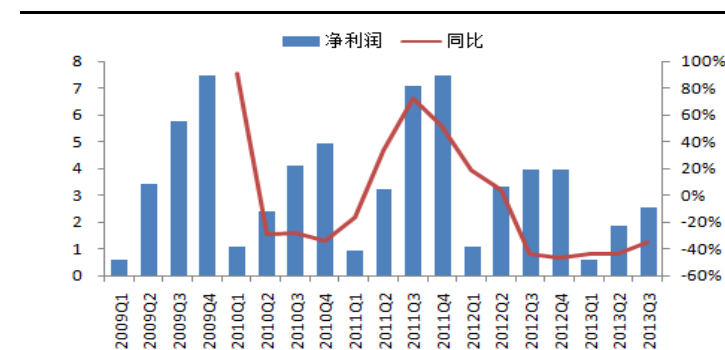
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 10 月 25 日收盘价

图 1: 亚泰集团收入情况 (单位: 亿元)



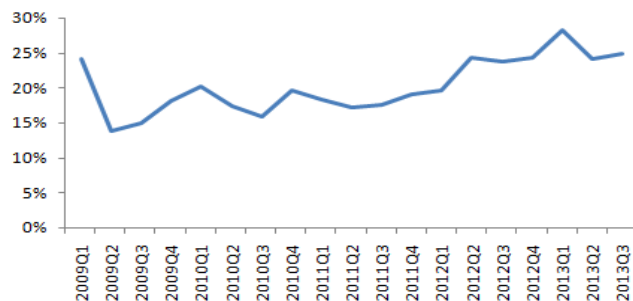
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 亚泰集团净利润情况 (单位: 亿元)



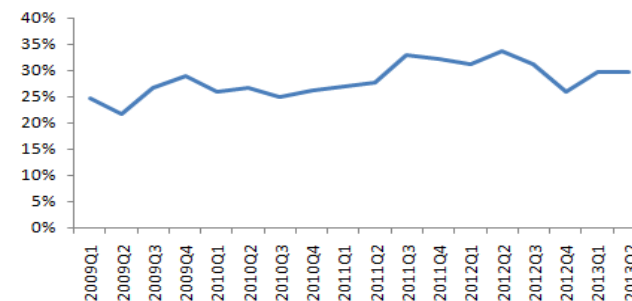
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 亚泰集团期间费用率情况



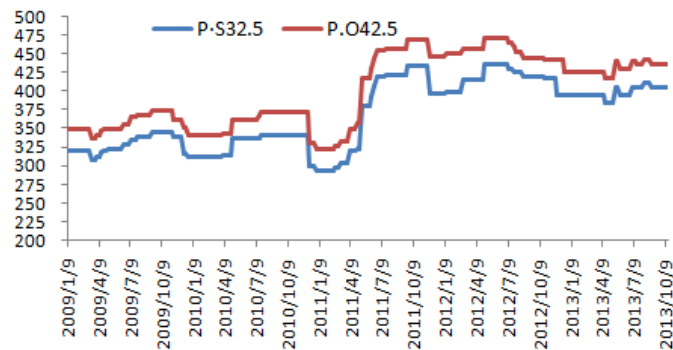
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 亚泰集团毛利率走势



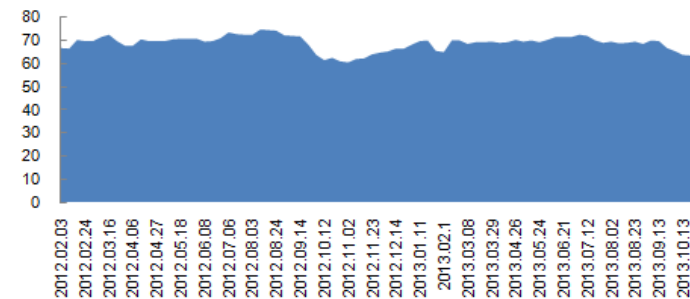
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 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 6: 东北地区水泥库存情况 (%)



资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	17,645.22	22,733.92	24,387.93	26,030.79	28,010.97
现金	5,442.70	6,301.16	6,685.71	5,935.30	5,352.62
应收账款	343.08	430.22	211.77	248.69	286.50
其它应收款	625.12	1,072.83	705.91	828.96	954.99
预付账款	2,234.42	3,840.60	4,463.40	5,213.29	6,018.81
存货	5,735.50	7,597.49	8,829.52	10,312.95	11,906.44
其他	3,264.40	3,491.61	3,491.61	3,491.61	3,491.61
非流动资产	16,331.49	20,516.56	21,195.98	21,823.78	22,428.84
长期投资	2,648.14	4,814.45	4,814.45	4,814.45	4,814.45
固定资产	10,034.30	10,368.99	10,853.23	12,362.73	12,923.95
无形资产	1,126.52	2,091.01	2,089.22	2,087.35	2,085.41
其他	2,522.53	3,242.12	3,439.08	2,559.26	2,605.04
资产总计	33,976.70	43,250.48	45,583.91	47,854.58	50,439.82
流动负债	17,367.65	23,520.13	25,359.14	26,969.54	28,667.92
短期借款	9,553.40	14,444.64	14,444.64	14,444.64	14,444.64
应付账款	1,920.31	1,911.42	2,221.38	2,594.59	2,995.48
其他	5,893.94	7,164.07	8,693.13	9,930.32	11,227.80
非流动负债	5,822.94	8,131.22	8,131.22	8,131.22	8,131.22
长期借款	1,328.32	3,743.82	3,743.82	3,743.82	3,743.82
其他	4,494.61	4,387.40	4,387.40	4,387.40	4,387.40
负债合计	23,190.59	31,651.35	33,490.36	35,100.77	36,799.15
少数股东权益	2,966.55	3,559.78	3,689.70	3,849.47	4,050.03
归属母公司股东权益	7,819.57	8,039.35	8,403.84	8,904.33	9,590.63
负债和股东权益	33,976.70	43,250.48	45,583.91	47,854.58	50,439.82

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,699.82	11,625.27	14,118.26	16,579.16	19,099.86
同比	43.80%	-0.64%	21.44%	17.43%	15.20%
归属母公司净利润	748.44	395.32	591.86	727.86	913.67
同比	52.11%	-47.18%	49.72%	22.98%	25.53%
毛利率	32.17%	25.97%	29.15%	29.53%	29.38%
ROE	9.92%	4.99%	7.20%	8.41%	9.88%
每股收益(元)	0.40	0.21	0.31	0.38	0.48
P/E	9.85	18.64	12.45	10.13	8.07
P/B	0.94	0.92	0.88	0.83	0.77
EV/EBITDA	7.74	11.63	8.80	8.09	7.30

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,699.82	11,625.27	14,118.26	16,579.16	19,099.86
营业成本	7,935.95	8,606.75	10,002.44	11,682.92	13,488.09
营业税金及附加	218.01	280.64	296.48	352.44	422.74
营业费用	613.19	718.51	847.10	911.85	1,050.49
管理费用	845.89	1,109.64	1,129.46	1,369.16	1,642.81
财务费用	767.36	983.66	1,497.62	1,484.97	1,505.33
资产减值损失	36.47	99.46	47.18	53.62	64.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.05	451.00	387.13	160.51	220.55
营业利润	1,289.01	277.61	685.11	884.70	1,146.95
营业外收入	225.80	470.27	315.66	337.24	374.39
营业外支出	46.65	30.26	38.40	38.44	35.70
利润总额	1,468.16	717.62	962.37	1,183.51	1,485.64
所得税	395.92	238.92	240.59	295.88	371.41
净利润	1,072.24	478.70	721.78	887.63	1,114.23
少数股东损益	323.80	83.39	129.92	159.77	200.56
归属母公司净利润	748.44	395.32	591.86	727.86	913.67
EBITDA	2,899.42	2,551.05	3,368.82	3,664.17	4,065.03
EPS (加权)	0.40	0.21	0.31	0.38	0.48

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1,516.42	-4,243.21	3,308.45	2,418.97	2,594.42
净利润	1,072.24	478.70	721.78	887.63	1,114.23
折旧摊销	685.71	781.65	822.62	909.72	1,002.00
财务费用	745.55	1,051.78	1,583.83	1,570.95	1,577.39
投资损失	-6.05	-451.00	-387.13	-160.51	-220.55
营运资金变动	-60.94	-3,854.36	522.36	-836.48	-928.48
其它	-920.10	-2,249.97	44.99	47.67	49.83
投资活动现金流	-1,500.46	-2,835.02	-1,112.71	-1,371.07	-1,372.34
资本支出	-1,662.32	-1,082.66	-1,499.84	-1,531.57	-1,592.89
长期投资	279.12	1,058.15	387.13	160.51	220.55
其他	-117.26	-2,810.52	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,101.36	5,631.46	-1,810.60	-1,799.26	-1,804.93
吸收投资	134.62	156.80	0.00	0.00	0.00
借款	786.66	7,198.15	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	962.61	1,413.50	1,810.60	1,799.26	1,804.93
现金净增加额	2117.31	-1446.94	384.54	-750.41	-582.68

建材小组简介

关键鑫，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。

徐林锋，浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士，2012年2月加盟信达证券研发中心，现从事建材行业研究。

重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	海螺水泥	600585
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏交科	300284	广田股份	002482

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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了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。