

水泥与金融业务并驾齐驱，产业链延伸值得期待

2010年3月27日

推荐/维持

亚泰集团

财报点评

——亚泰集团（600881）09年财报点评

俞鹏程 非金属建材行业，执业证书编号：S1480109050668
yupc@dxzq.net.cn 010-66507325

事件：

3月26日晚间，亚泰集团发布2009年年度报告。报告显示，公司09年实现营业收入61.21亿元，较上年增长35.82%；归属于上市公司股东的净利润为7.46亿元，比08年同期增长129.50%。每股收益0.39元，较上年增长50%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.00元（含税）

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	862.67	1616.21	1599.91	427.92	1087.33	2294.67	1843.77	895.33
增长率（%）	29.85%	45.66%	17.24%	-53.51%	26.04%	41.98%	15.24%	109.23%
毛利率（%）	24.84%	22.16%	22.33%	49.39%	24.81%	20.30%	35.67%	42.40%
期间费用率（%）	19.89%	17.52%	16.99%	51.63%	24.08%	8.86%	17.18%	36.62%
营业利润率（%）	9.37%	5.56%	5.17%	7.71%	5.74%	13.61%	19.31%	15.51%
净利润（百万元）	81.72	118.17	69.53	79.21	63.57	314.49	317.02	173.93
增长率（%）	-20.63%	-43.01%	-57.09%	7.42%	-22.21%	166.14%	355.93%	119.58%
每股盈利（季度，元）	0.062	0.091	0.052	0.055	0.045	0.151	0.123	0.090
资产负债率（%）	57.77%	55.84%	56.80%	61.70%	57.61%	56.67%	57.23%	58.19%
净资产收益率（%）	1.57%	2.22%	1.29%	1.46%	0.87%	4.19%	4.09%	2.18%
总资产收益率（%）	0.66%	0.98%	0.56%	0.56%	0.37%	1.82%	1.75%	0.91%

评论：

积极因素：

- **09年公司受益经济刺激计划及业务区域内良好的供需环境，主营水泥业务实现量价齐升的局面。**公司09年销售水泥1056.9万吨，水泥业务实现营业收入40.6亿元，较08年增长35.05%，营业利润率达到27.16%，较08年增长了5.71个百分点，在公司的利润总额中占比达63.5%，较08年上升了5.7个百分点，贡献了09年净利润增长的60%以上，净利润率超过10%，水泥业务作为公司的主业对利润的贡献更加突出。
- **加大区域内产业并购重组力度，进一步提高市场集中度。**公司通过出售26%的股权获得了充足的资金，加大了对东北地区意向性水泥目标企业的重组力度，收购了通化特水和伊通金圆水泥，建材产业的发展规模进一步得到壮大，市场占有率和盈利能力进一步得到提升。
- **深入涉足金融行业，投资回报明显。**公司在09年顺利参股了江海证券，参股吉林银行业取得阶段性进展，

公司金融产业的发展规模进一步壮大。随着公司着力加强参股公司管理，09年取得了较好的投资收益，公司09年由于控股东北证券，参股江海证券，共获得投资收益达**3.59亿**，较08年增长**37.82%**，占公司09年营业利润的41.2%。随着参股公司盈利能力的稳步提升，公司的投资收益将相应增加。而公司入股吉林银行虽采用成本法，但料想为公司将来在产业并购中申请贷款提供帮助，且未来若吉林银行最终上市成功，将为公司带来股价价值的大幅升值。

- **涉足商品混凝土和骨料业务，进一步完善水泥产业链。**亚泰集团09年拟分别出资2亿元，2亿元和5000万元在沈阳沈北新区设立亚泰集团沈阳金安预制构件有限公司，亚泰集团沈阳金泰商品混凝土有限公司和哈尔滨建材有限公司，借助合资伙伴CRH的优势水泥产业向水泥制品产业升级，同时由公司传统的主导市场吉林，黑龙江开始向东北最大的城市沈阳市场挺进。可见，产业升级，完善水泥产业链将是公司未来几年水泥产业发展的主旋律。

消极因素：

- 公司房地产业务主要目标市场为长春市和松原市，公司将在2010年全力推进亚泰桂花苑及松原项目的开发和销售进程，同时加快外部拓展步伐。但长春地区因外埠地产商加大投入力度导致竞争加剧，未来公司在该地区的业务将面临更大的竞争风险。
- 公司控股东北证券及大幅参股江海证券09年为公司带来大笔的投资收益，然而证券行业波动性较大，公司在证券行业的大量投资也面临着投资收益大幅波动的风险。

业务展望：

公司主要业务集中东北地区，08、09年东北相继迎来了“振兴东北老工业基地”、“十一五规划”、“图们江区域合作开发规划”、“长吉图开发开放先导区规划”以及“建材下乡”等国家及区域政策，对于以建材为主业的公司业务带来加大的推动。未来随着公司加快东北地区目标企业的兼并重组进程，将进一步提高水泥市场覆盖率和市场占有率；而随着公司加快商品混凝土发展规划的实施进程，为水泥打造稳定的销售渠道，将为公司培育新的利润增长点。

公司涉足金融产业的步伐在不停地深入，预计长期将为公司带来巨大的投资收益，促进产业与金融的相互配合与平衡。

盈利预测及投资建议

我们预计2010年至2012年，公司EPS分别为0.511，0.653和0.855元，对应的PE分别为17.26，13.53和10.33倍，首次给予公司“推荐”评级。

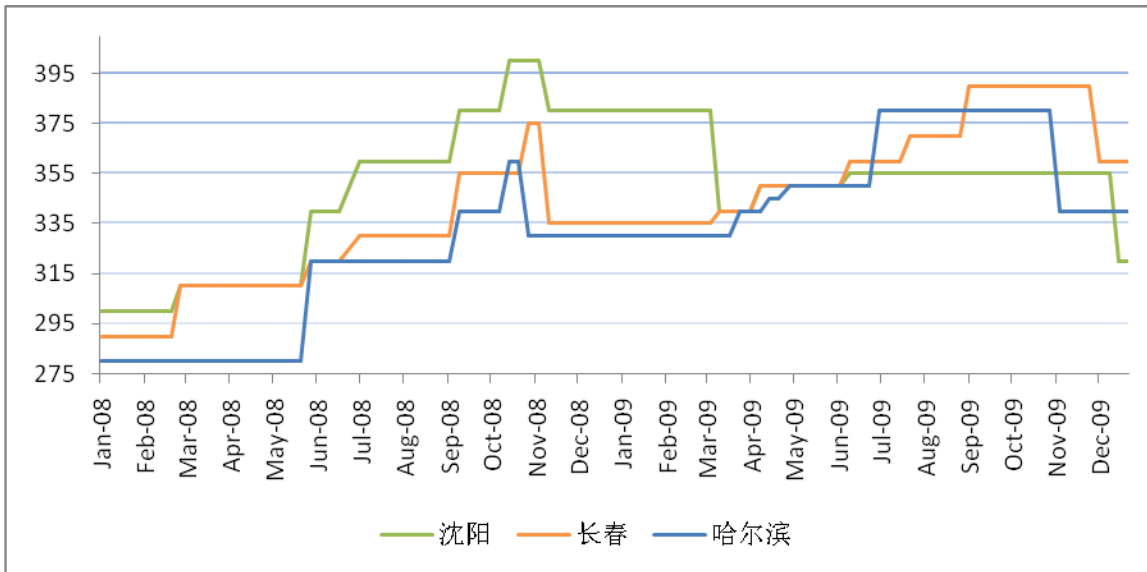
表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	4,506.71	6,121.09	9,100.00	12,000.00	15,000.00
主营收入增长率	11.03%	35.82%	48.67%	31.87%	25.00%
EBITDA（百万元）	946.31	1,511.55	2,155.14	2,607.15	3,111.75
EBITDA 增长率	-8.57%	59.73%	42.58%	20.97%	19.35%
净利润（百万元）	329.60	745.88	969.05	1,236.96	1,620.23
净利润增长率	-38.50%	126.30%	29.92%	27.65%	30.99%

ROE	6.18%	10.67%	12.99%	15.31%	18.23%
EPS (元)	0.260	0.390	0.511	0.653	0.855
P/E	33.96	22.64	17.26	13.53	10.33

资料来源：东兴证券

图 1：东北三省水泥（42.5）价格走势



资料来源：东兴证券

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事非金属建材行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。