

评级：强烈推荐（首次）
建材行业
调研报告

亚泰集团（600881）调研报告

——水泥产能快速释放，地产项目储备猛增

第一创业证券研究所

李志锐 S1080210030001

电话：0755-82485036

邮件：lizhirui@fscs.cn

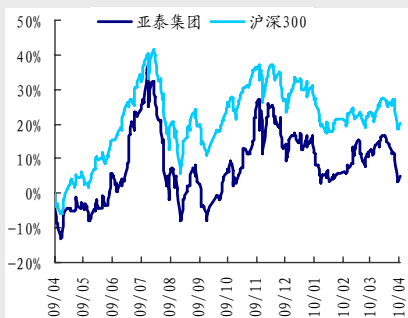
公司信息

当前股价(元)	8.08
52周股价交易区间(元)	6.70/10.88
总市值(百万元)	6,971
流通市值(百万元)	6,971
流通股占比	100%
主要股东	长春市国资委

交易数据

公司股价一年来累计涨幅	4.76%
沪深300一年来累计涨幅	20.2%
公司股价相对于沪深300涨跌	-15.5%
日均成交额(百万元)	263
市盈率(倍)	14.0
市净率(倍)	1.8

公司股价与沪深300指数比较



相关报告

要点：

- **水泥业务稳步发展，未来两年产能快速释放。**公司通过收购金圆水泥和双鸭山水泥，以及在双阳、通化、图们以及阿城自建四条生产线，预计到10年底总水泥产能将超过2300万吨，较09年末增长61%，公司计划5年内水泥产能增长至3000万吨。10年公司预计外销熟料约330万吨，销售水泥1520万吨，综合销量较09年增长约45%。考虑到吉林、黑龙江未来两年水泥产能供给压力较小，预计公司水泥销售毛利率将稳中有升。目前公司计划大力发展商业混凝土业务，规划在5年内做到3000万立方的销量，并逐步发展骨料以及水泥预制件业务。
- **持有多家金融公司股权，其投资收益占营业利润约40%。**目前公司持有东北证券30.7%的股权，为其第一大股东，由于东北证券是东北唯一的综合类券商，公司计划积极参与其配股，并表示轻易不会放弃大股东地位。公司还持有江海证券30.1%的股权，为其第二大股东；持有吉林银行9.77%的股权，目前吉林银行正积极筹划上市。
- **公司计划将地产业务做大，项目储备大幅增长。**公司近两年开始着力发展地产业务，目前南京项目基本售完，仅剩车库和商业部分；樱花苑已售完90%，计划年底清盘；桂花苑计划6月份推盘10万平方米，预计11年中售完；松原项目6月上市，计划推盘7万平方米。目前公司在北京、天津、海口、吉林市约有115万平方米土地储备已基本拿下，仅剩过户手续，建筑面积约180万平方米，加上公司目前约120万平方米项目储备，总储备将超过300万平方米。此外，公司很可能取得在长春市莲花山附近约12平方公里土地的开发权，可开发的土地面积约720万平方米，准备做成旅游地产项目，目前正在与政府进行沟通。
- **商贸、医药盈利稳定，未来计划将其分拆上市。**目前公司拥有四家三星级以上的酒店，一家超市和一家百货购物中心，盈利状况稳定，但对公司利润贡献有限。此外，公司还持有亚泰制药、明星制药和吉林大药房三家医药公司的股权，每年贡献净利润约3000-5000万。公司未来不再对商贸和医药大力投资，而是计划将其逐步剥离，并分拆上市。
- **给予强烈推荐评级。**公司计划未来几年将地产业务做大，形成建材、金融投资和地产三大主业。基于水泥产销量快速增长，金融投资收益稳定，以及地产业务规模快速扩大的预期，预计公司10、11年EPS分别为0.58元和0.76元，目前股价对应的PE仅为14倍和10.7倍，低于建材板块的平均水平，再考虑到公司土地储备有望大幅增长等事件刺激，我们认为公司合理价值区间为12-13元，给予强烈推荐评级。

图 1、亚泰 09 年 62%的毛利润来自水泥业务

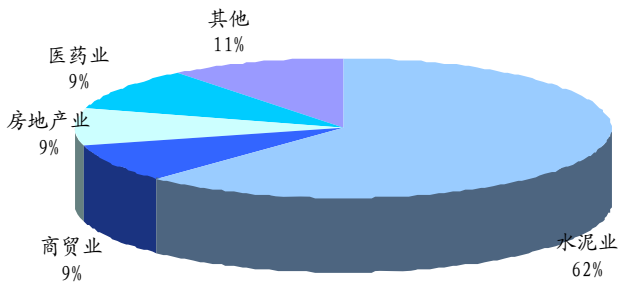
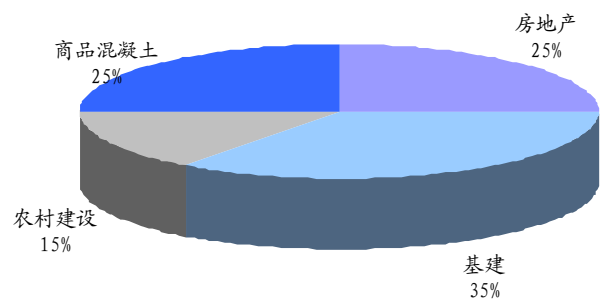


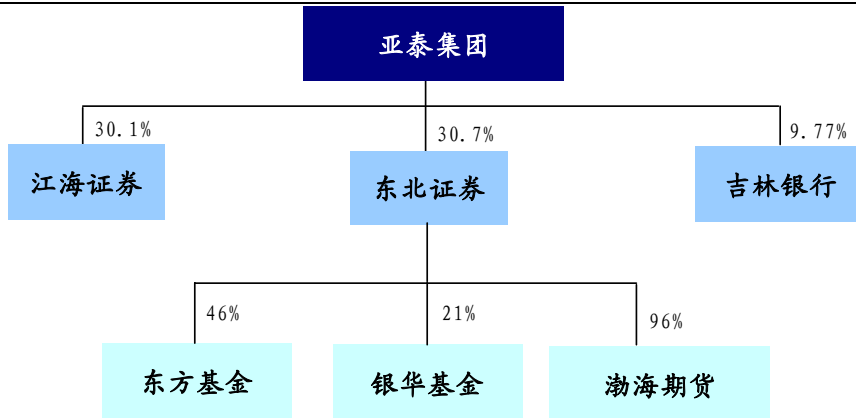
图 2、亚泰的水泥下游需求主要分布于基建、地产和商混



资料来源：公司公告

资料来源：公司数据

图 3、亚泰持有东北证券、江海证券和吉林银行等三家金融公司的股权



资料来源：公司公告

表 1、预计亚泰集团 10 年水泥熟料综合销量同比增长 44.7%

水泥业务	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水泥熟料综合销量	591	923	1,031	953	1,279	1,850	2,503	2,878
yoy		56.2%	11.7%	-7.6%	34.2%	44.7%	35.3%	15.0%
水泥熟料平均售价	354	322	245	315	317	349	349	349
yoy		-9.1%	-24.1%	29.0%	0.6%	10%	0%	0%
营业收入	2,095	2,972	2,521	3,006	4,060	6,460	8,739	10,049
yoy		41.9%	-15.2%	19.2%	35.0%	59.1%	35.3%	15.0%
水泥熟料平均成本	302	283	189	248	231	252	252	252
yoy		-6.2%	-33.5%	31.4%	-6.7%	9%	0%	0%
营业成本	1,786	2,616	1,944	2,361	2,957	4,662	6,307	7,253
yoy		46.5%	-25.7%	21.5%	25.2%	57.7%	35.3%	15.0%
吨水泥毛利	52	39	56	68	86	97	97	97
毛利率	14.7%	12.0%	22.9%	21.4%	27.2%	27.8%	27.8%	27.8%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所



主要财务指标预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7,260	8,405	10,145	12,121
货币资金	2,457	1,858	2,018	2,727
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	651	716	859	1,031
预付款项	1,687	1,855	2,041	2,449
存货	2,465	3,976	5,227	5,914
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	11,789	13,281	14,974	16,896
长期投资及金融资产	3,171	3,488	3,837	4,221
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	7,019	8,071	9,282	10,674
在建工程	643	707	778	855
无形资产	646	698	754	814
其他非流动资产	302	308	314	321
资产总计	19,049	21,686	25,119	29,016
流动负债	8,968	10,377	12,515	14,424
短期借款	4,865	6,516	8,331	10,327
应付账款	1,111	1,223	1,345	1,479
预收帐款	917	963	1,011	1,062
其他	664	839	913	554
长期负债	2,106	2,689	2,819	3,474
长期借款	1,559	2,087	2,669	3,308
其他	547	602	151	166
负债合计	11,074	13,066	15,334	17,898
少数股东权益	981	1,098	1,230	1,378
股本	1,895	1,895	1,895	1,895
资本公积	3,455	3,455	3,455	3,455
留存收益	246	270	297	327
股东权益合计	7,955	8,619	9,784	11,119
负债和股东权益	19,029	21,686	25,119	29,016

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	614	58	615	1,397
净利润	869	1,091	1,437	1,653
折旧摊销	369	462	528	605
财务费用	-230	-65	-143	-172
投资损失	64	111	122	134
存货减少	-489	-1,510	-1,251	-687
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	-979	-2,413	-2,272	-2,603
资本支出	-1,180	-944	-1,039	-1,247
长期投资	-434	-347	0	0
其他	635	-1,121	-1,234	-1,357
筹资活动现金流	1,355	1,757	1,818	1,916
债务融资	1,653	2,179	2,397	2,636
权益融资	233	0	0	0
其它	-530	-421	-578	-721
汇率变动影响	-1	-1	-1	-1
现金净增加额	989	-599	160	709

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,121	9,871	12,977	14,683
减:营业成本	4,348	6,991	9,173	10,372
营业税金及附加	133	215	282	319
销售费用	363	586	770	872
管理费用	473	763	1,003	1,135
财务费用	273	300	330	367
资产减值损失	19	19	19	19
加:公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	359	431	517	621
营业利润	1,051	1,427	1,915	2,219
加:营业外收入	234	160	170	180
减:营业外支出	53	50	60	70
利润总额	1,051	1,537	2,025	2,329
减:所得税费用	182	266	351	404
净利润	869	1,271	1,674	1,926
归属母公司净利润	746	1,091	1,437	1,653
少数股东损益与调整	123	180	237	273
EPS (元)	0.39	0.58	0.76	0.87

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	35.8%	61.3%	31.5%	13.1%
营业毛利	55.4%	62.4%	32.1%	13.3%
EBIT	87.2%	38.7%	28.2%	14.4%
净利润	149.3%	46.2%	31.8%	15.0%
获利能力				
毛利率	29.0%	29.2%	29.3%	29.4%
EBIT/收入	21.6%	18.6%	18.2%	18.4%
净利率	14.2%	12.9%	12.9%	13.1%
ROE	10.9%	14.7%	17.1%	17.3%
ROIC	7.6%	8.8%	9.4%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	58.2%	60.3%	61.0%	61.7%
利息保障倍数	4.85	6.12	7.13	7.35
速动比率	0.53	0.43	0.39	0.43
经营现金流/当期债务	0.06	0.00	0.04	0.08
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.46	0.52	0.51
应收账款天数	38.8	26.5	24.2	25.6
存货天数	207.0	207.6	208.0	208.1
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.70	0.97	1.24	1.42
每股经营现金流	0.32	0.03	0.32	0.74
每股净资产	4.20	4.55	5.16	5.87
估值比率				
P/E	20.5	14.0	10.7	9.3
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4
P/S	2.5	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.4	9.6	8.4	7.9

资料来源:公司公告,第一创业证券研究所



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120