



# 东北水泥地产双龙头，业绩有望进一步提升

——亚泰集团（600881）09 年年度暨 10 年一季度业绩说明会纪要

2010 年 4 月 29 日

推荐/维持

水泥行业

调研快报

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：

2010 年 4 月 28 日上午，亚泰集团在北京举行了 2009 年年度暨 2010 年一季度业绩说明会，期间常务副总裁孙晓峰，董秘田奎武等公司高管与投资者就亚泰集团的现状和发展趋势进行了广泛交流。

## 公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入（百万元）	862.67	1616.21	1599.91	427.92	1087.33	2294.67	1843.77	895.33	1487.76
增长率（%）	29.85%	45.66%	17.24%	-53.51%	26.04%	41.98%	15.24%	109.23%	36.83%
毛利率（%）	24.84%	22.16%	22.33%	49.39%	24.81%	20.30%	35.67%	42.40%	25.90%
期间费用率（%）	19.89%	17.52%	16.99%	51.63%	24.08%	8.86%	17.18%	36.62%	20.05%
营业利润率（%）	9.37%	5.56%	5.17%	7.71%	5.74%	13.61%	19.31%	15.51%	7.96%
净利润（百万元）	81.72	118.17	69.53	79.21	63.57	314.49	317.02	173.93	121.05
增长率（%，同比）	-20.63%	-43.01%	-57.09%	7.42%	-22.21%	166.14%	355.93%	119.58%	90.42%
每股盈利（季度，元）	0.062	0.091	0.052	0.055	0.045	0.151	0.123	0.090	0.058
资产负债率（%）	57.77%	55.84%	56.80%	61.70%	57.61%	56.67%	57.23%	58.19%	60.20%
净资产收益率（%）	1.57%	2.22%	1.29%	1.46%	0.87%	4.19%	4.09%	2.18%	1.49%
总资产收益率（%）	0.66%	0.98%	0.56%	0.56%	0.37%	1.82%	1.75%	0.91%	0.59%

## 点评：

### 1、公司上市以来的发展情况

公司上市 14 年来，股本增长了 37 倍，总资产增长了 44 倍，股东权益增长了 69 倍，发展速度十分迅速。公司以房地产起家，逐渐发展成以建材和房地产业为主业，煤炭和商业作为配套，同时深入涉足金融业的产业加金融双轮驱动的大型综合性集团。公司已成为东北水泥行业的绝对龙头（长春市场占有率 70%，哈尔滨市场占有率 40%），同时也是东北地区最大的房地产开发企业，并且控股东北证券，参股江海证券和吉林银行。

### 2、巩固区域水泥业龙头地位，重点发展商品混凝土业务

公司生产的水泥 60%以上供应基建项目。东北地区两年前大项目陆续开工，且持续时间较长，为公司水泥业务的发展提供了良好的需求。公司 08, 09 年连续中标哈大和长吉铁路，这些大型项目均为高架铁路，要求供应的水泥质优，量大（施工旺季日用量达十万吨，小企业根本无法供应），公司的行业龙头地位凸显。同样的逻辑，公司下一步对东北地区大型项目的中标机率很高。

公司主要市场吉林和黑龙江省以小水泥厂为主，而水泥行业属资金密集型行业（建设一条日产 5000 吨的水泥生产需要大概 5 到 6 亿元），同时东北地区石灰石资源较少（越往北越少），因此这些小型水泥企业几乎没有什么扩张。公司在主要市场吉林和黑龙江省的主要竞争对手包括冀东水泥（3 条线），哈尔滨滨西水泥（一条日产 5000 吨生产线）和中国建材控股的金刚水泥（2 条 5000 吨生产线）。冀东水泥近几年产能扩展较快，但发展重点不在东北；滨西水泥属浙江民营企业，资金不够雄厚，且缺乏石灰石资源；中国建材主要依赖收购当地原有产能的模式进行扩张，但东北地区不比华东，由于其良好的供需形势，水泥价格逐年提高，整合起来很难，同时忙于其他地区的内部已收购企业的内部整合，没有动力在东北地区新建生产线。因此近两年除了公司，吉林和黑龙江地区很少新建水泥生产线，供给增长较慢，公司新增产能占据了上述两省新增产能的绝大部分份额。辽宁省近年来渐有产能过剩趋势，但由于离公司主要目标市场较远，吨运输成本比公司高出 40 元以上，因此威胁不大。

公司目前拥有 14 条新型干法生产线，6 个年产百万吨的粉磨站，年产能超过 2000 万吨。由于 07 年增发募集资金兴建的“三线两磨”在 09 年底相继完工，因此 10 年这些新增产能将集中释放，预计 10 年产销量将较 09 年有 40%增长。

公司未来的水泥产能的扩张主要是围绕公司中心市场（吉林省和黑龙江省）向外围（辽宁北部和内蒙古东部）扩展，并且以自建为主，并购为辅。目前公司在建生产线两条，分别为双阳六线（5000 吨/日）和通化特种水泥生产线（106 万吨），将在 10 年 9 月投产；同时公司准备新建的阿城和图们生产线（均为 5000 吨/日）预计明年 11 月份投产。公司有雄厚的资金实力和积极的态度推行区域内的兼并重组，但区域内以小水泥厂为主，大都已经卖给了个人，规模较小，数量众多，且因东北地区水泥景气度较好，企业主通常要价很高，收购难度大，公司预计每年可以收购一到两家小型水泥企业。

公司商品混凝土业务目前处于起步阶段，目前相当于搭起了一个架子，但是将成为公司未来业务发展的重点。持有公司 26%股权的 CRH 在水泥深加工方面盈利能力很强，经验丰富，对于公司在商混业务方面的发展会有很大帮助。公司未来的发展目标是在 2015 年商混年产量达到 3000 万立方米，消耗水泥产量 1000 万吨，成为公司新的盈利增长点。

### 3、房地产业投入将加大

公司房地产业务主要目标市场为长春市，市场内房价低（目前在 4000 多元每平方米），波动小（在 07 年房地产市场的火爆和 08 年房市的低迷阶段，房价起伏都不大）基本上以自主为主，投资需求较小，投机性需求几乎没有。因而 10 年房地产政策的调控对公司的房地产业务影响不大。

公司的樱花苑项目和南京青年先锋公寓项目将在 10 年销售完毕，11 年将以松原项目为主。

公司目前的土地储备包括天津滨海新区 15 万平米（竣工 5.5 万平米），沈北新区 50 万平米，长春市 70 万平米，南京 15 万平米和吉林 20 万平米，合计 170 万平米。同时公司与长春市二道区政府在一个月前就一块 12 平方公里（开发面积约 700 万平方米）的土地项目签订了合作框架协议。该地块为离长春市区仅 15 分钟车程的丘陵地，包含一个大水库（国家每年拨款 100 万进行维护，将来由亚泰集团进行具体维护）和大片的林区（包括私有林和国有林，私有林由亚泰集团收购，同时公司享有国有林的使用权），二道区政府承

诺整块地只交由亚泰集团进行滚动式开发。由于离长春市较近，区内自然环境优越，公司打算将该地块开发成高端旅游项目，市场潜力较大。现阶段公司已聘请国际著名机构对该地块进行整体规划，预计今年完成，全部开发完成可能需要 5 到 6 年。

#### 4、其它产业以完善对主业的配套为主，并逐渐进行剥离

公司在哈尔滨东北处拥有双鸭山煤矿，储量在 5000 到 8000 万吨，发热量为 5200-5500 大卡，基本上以公司水泥生产配套用，09 年自给率达到三分之一，10 年在公司现有水泥产能 40% 增长的情况下预计依然可以维持三分之一的自给率（预计 10 年产量达到 100 万吨），可有效抵御煤价波动给公司生产成本带来的影响。

公司的医药板块包含三个药厂和一个连锁终端，三年前已完成股份制改造，目前公司计划将其进行剥离，在创业板上市。但三个药厂生产的药品不同，整体上市是否涉及到同业竞争问题，公司目前仍在积极探索中。若不涉及同业竞争，公司将希望将医药板块的业务整体打包在创业板上市，否则将单独拿出一块上市，其余部分分拆出来进行资产证券化或以定向增发的形式注入到医药类上市公司。

公司的商贸业务主要是为公司的房地产业务进行配套（公司为其开发的大型社区配套连锁超市可有效提升房产价值），未来也以资产证券化为主。

#### 5、东北地区一季度的雨雪天气对公司主营业务的影响

公司水泥销售的旺季主要在第三季度，7、8 月份公司产品基本上供不应求，其次是二季度，四季度销量很少，一季度销量最差。4 月份东北地区寒冷天气的延续影响到基建和房地产项目的施工，在一定程度上影响到公司全年水泥的销量，但占比不大。

#### 6、2010 年公司利润的主要增长点

公司 10 年利润增长点主要还是在在于水泥产能的扩张，规模效应的凸显。07 年计划兴建的“三线两磨”于 09 年底相继建成投产，其产能在 10 年将集中释放，公司水泥产销量预计有 40% 的增长。

#### 7、公司在发展资金方面是否充裕

公司在 07 年和 09 年分别通过增发和出售部分股权获得了 40 亿的资金，按照 50% 的负债率配套银行贷款合计有八九十亿；同时作为东北地区的龙头企业，包括工行，建行，兴业和浦发等银行主动提供贷款，对公司支持力度较大。目前，公司在申请发行总额为 20 亿元的 5 年期央票，申请材料在审批中（公司评级为 AA+，发行利率估计在 5% 左右）。综上所述，公司在现金上是比较充裕的，未来资金需求较大的是地产项目。

#### 总结：

公司近期盈利增长点在于水泥产能的大幅释放。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，公司凭借其东北地区水泥行业的龙头地位，将充分受益东北地区固定资产投资的高增长，其产能的及时、大幅释放将有效提升公司盈利水平。

公司的远期盈利增长源包括商品混凝土业务，房地产业投入力度加大以及参股金融企业未来的可能的上市。商品混凝土业务毛利率明显高于水泥业务，公司借助 CRH 在水泥深加工业务上的丰富经验，进一步培育水泥深加工业务，根据公司未来的规划，到 2015 年商混年产量达 3000 万立方米，成为公司新的盈利增长点。公

司进两年对房地产业务的投入力度明显加大，土地储备规模增加，资金投入加大，鉴于公司地产业务主要市场以自主为主，基价低，波动小，受房地产调控政策较小，未来盈利预期较为明确。公司参股的江海证券和吉林银行均有近几年上市的明确计划，未来上市将实现公司股权投资的大幅升值。

我们我们预计 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 15，11.7 和 8.95 倍，维持公司“推荐”评级。



## 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。