

区域供需理想提升行业景气度，地产投入力度显著增加

——亚泰集团（600881）

2010年5月9日

强烈推荐/上调

亚泰集团

深度报告

报告摘要:

- 我们建立“10年新增产能占比09年产量百分比”和“09年产量增长率”（因“10年产量增长率”未知，故用09年指标近似替代）指标，通过各区域之间和东北各省之间的比较，我们判断，10年亚泰集团水泥业务所处区域的行业景气度上升是大概率事件。
- 公司自建产能增长速度较快，今明两年将分别有两条日产5000吨的新线达产。10年公司水泥产能将达1800万吨，实际水泥产销量可达1500万吨，同比增长达40%，11年产能可达2200万吨。同时公司远期的发展规划是将重点放在水泥行业的产业链延伸——商品混凝土业务上面，争取在2015年年产商混3000万吨，消耗水泥1000万吨。
- 亚泰集团计划今后大力发展地产业务，项目储备速度加快。公司目前的土地储备约170万平方米。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，该地块的开发将成为公司地产项目的发展重点。
- 我们预计公司10年投资收益与09年（3.59亿，江海证券的投资收益自09年3月起计算）相当。但吉林银行和江海证券在未来几年内强烈的上市预期，令亚泰集团股权投资的大幅升值值得期待。
- 我们通过对公司分项业务的盈利预测进行汇总，预计2010年至2012年，公司EPS分别为0.51元、0.64元和0.79元，对应的PE分别为13.6、10.8和8.7倍。同时我们将公司各项主要业务分别做保守估值，合计亚泰集团每股价值已达10.28元，公司目前股价距离我们的保守估值约有45%的上涨空间，因而上调至“强烈推荐”评级。

财务指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	4,506.71	6,121.09	9,143.90	11,214.27	14,069.84
主营收入增长率	11.03%	35.82%	49.38%	22.64%	25.46%
EBITDA（百万元）	946.31	1,511.55	2,145.93	2,572.75	2,945.99
EBITDA 增长率	-8.57%	59.73%	41.97%	19.89%	14.51%
净利润（百万元）	329.60	745.88	960.42	1,217.00	1,504.40
净利润增长率	-38.50%	126.30%	28.76%	26.72%	23.62%
ROE	6.18%	10.67%	12.88%	15.09%	17.07%
EPS（元）	0.260	0.390	0.507	0.642	0.794
P/E	26.58	17.72	13.63	10.76	8.70
P/B	1.64	1.87	1.76	1.62	1.49
EV/EBITDA	13.81	11.75	10.24	6.94	5.94

银国宏

执业证书编号：S1480207120048

联系人：俞鹏程

非金属建材行业

yupc@dxzq.net.cn

010-66507325

资产负债表数据

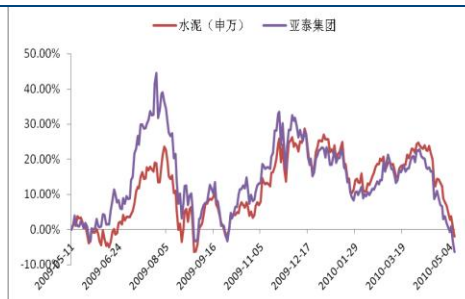
(3.31)

总资产（百万元）	20435
股东权益（百万元）	7097
每股净资产（元）	3.75
市净率（X）	1.84
负债率（%）	60.2

交易数据

52周股价区间（元）	6.89-10.88
总市值（亿元）	130.93
流通市值（亿元）	130.93
总股本/流通A股	100%
流通B股/H股	-
52周日均换手率	1.57

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 亚泰集团：水泥与金融业务并驾齐驱，产业链延伸值得期待
2010.03.27
2. 亚泰集团：东北水泥地产双龙头，业绩有望进一步提升
2010.04.29

目 录

1. 水泥产能迅速扩张，商砼业务成未来发展重点.....	3
1.1 区域水泥供需理想促使行业景气度上行.....	3
1.2、产能扩张步伐加快，新建收购并举.....	6
1.3、公司水泥业务资源和规模优势明显.....	7
2. 项目储备猛增，地产投入加大.....	9
3. 继续深入涉足金融业投资.....	10
3.1 成功涉足银行业——参股吉林银行.....	10
3.2 对控股券商东北证券支持力度加大.....	11
3.3 参股江海证券顺利获批.....	12
4. 辅业动态调整，配套主业，逐步剥离.....	13
5. 盈利预测与估值.....	13
5.1 近期和远期盈利增长看点.....	13
5.2 公司当前股价低估约 45%.....	14
5.3 公司盈利预测.....	15

表格目录

表 1：公司已投产水泥生产线情况.....	6
表 2：公司在建水泥生产线情况.....	7
表 3：公司近三年水泥与熟料产销量变化情况.....	7
表 4：公司石灰石资源分布情况表.....	7
表 5：公司地产业务近三年竣工与销售面积情况.....	10
表 6：公司参股吉林银行历程.....	11
表 7：东北证券对公司贡献盈利情况.....	12
表 8：东北证券主要业务经营情况波动.....	12
表 9：亚泰集团分项业务估值.....	15
表 10：亚泰集团各项业务盈利预测.....	15

插图目录

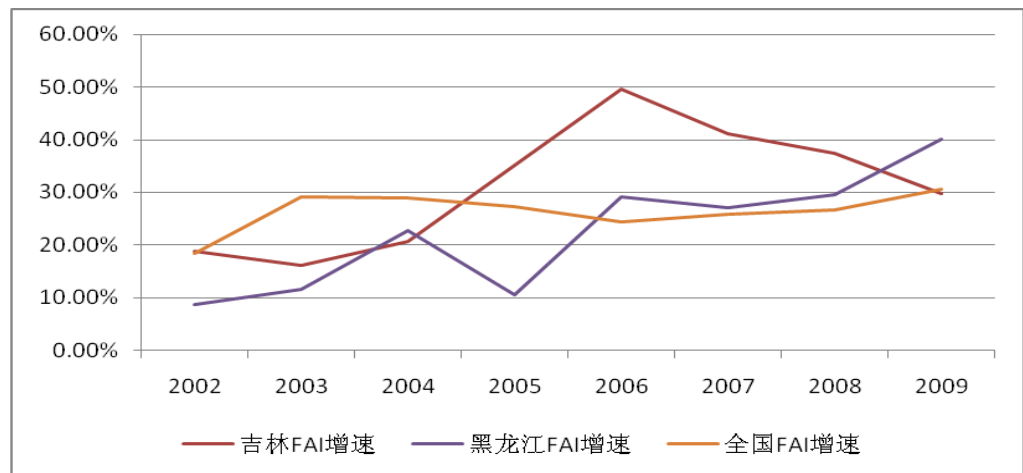
图 1：东北地区 FAI 增速变动情况.....	3
图 2：东北各省水泥产量增速.....	3
图 3：全国各区水泥产量及产能增长情况比较.....	4
图 4：吉林和黑龙江省主要水泥市场价格走势.....	5
图 5：东北各省水泥产量和产能增速情况.....	6
图 6：公司石灰石资源与主要市场分布图.....	8

1. 水泥产能迅速扩张，商砼业务成未来发展重点

1.1 区域水泥供需理想促使行业景气度上行

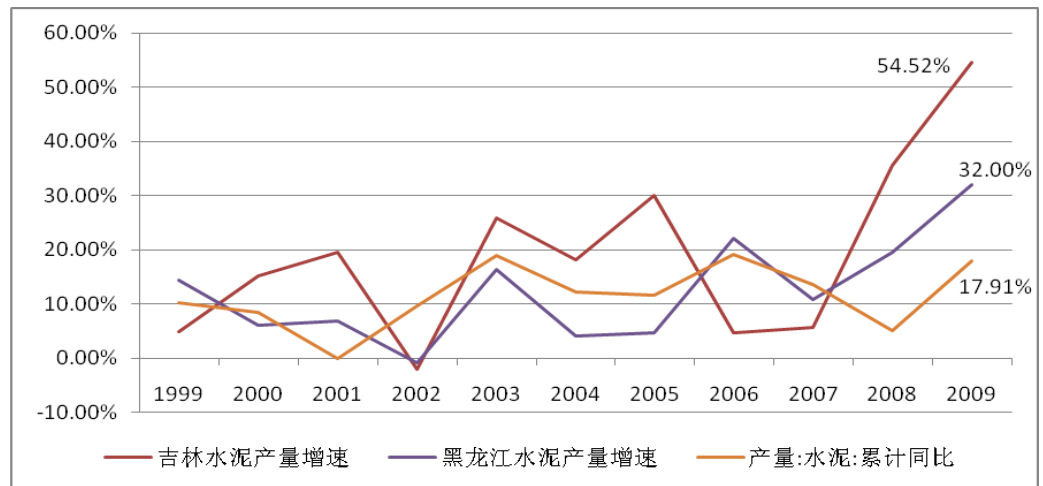
公司业务主要集中在吉林和黑龙江两省,09年公司在吉林地区的收入占比为**80.28%**,黑龙江地区为**17.26%**,两地区收入最近几年合计占比均在**95%**以上,因此,分析东北地区,尤其是吉林和黑龙江地区水泥行业的供需状况对于分析公司主业的投资价值有较大的参考意义。

图 1: 东北地区 FAI 增速变动情况



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 东北各省水泥产量增速



资料来源: wind, 东兴证券整理

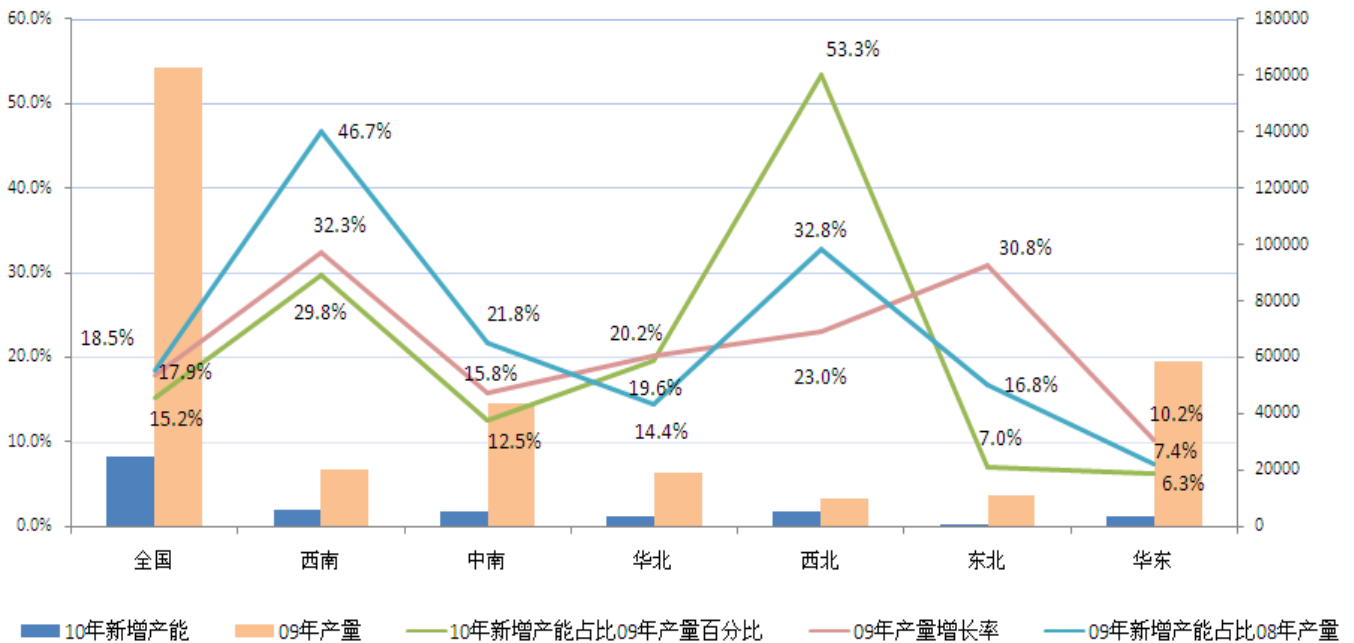
吉林省的固定资产投资增速从 03 年起迅速攀升,至 06 年达到历史高位(50%),06 年起呈逐年下降趋势,目前与全国平均水平相当;吉林省水泥产量增速自 99 年以来在 0 到 30%之间上下波动,总体与全国水泥产量增速相当,但自 07 年起大幅攀升,09 年水泥产量增速达到**54.52%**,远高于全国平均**17.91%**的水平。

黑龙江省的固定资产投资增速自 05 年起振荡上行，09 年超过 40%，较全国平均水平高 10 个百分点；黑龙江省的水泥产量增速自 02 年起振荡走高，进入 07 年后呈现加速攀升趋势，09 年该省水泥产量增速达到 32%，大幅领先于全国平均水平。

通常水泥的产量和销量相差不大，因此，从吉林和黑龙江省近两年的水泥产量增速来看，两省的水泥需求十分旺盛。

08、09 年东北地区相继迎来了“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，预计未来两年，吉林和黑龙江省将继续保持对水泥需求的高增长。

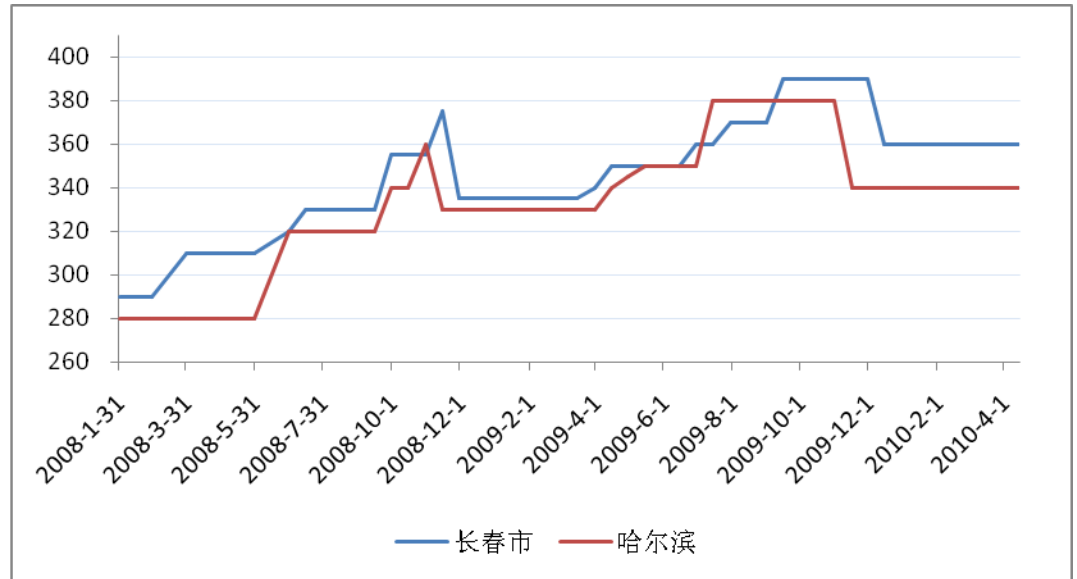
图 3：全国各区水泥产量及产能增长情况比较



资料来源：数字水泥，东兴证券整理

如上图，我们建立“09 年新增产能占比 08 年产量”这个指标，与“09 年产量增长率”相比较，事实证明当前者大幅高于后者时，区域景气度通常有所下降。如西南和中南地区。09 年西南地区“09 年新增产能占比 08 年产量”为 46.7%，远高于该地区 32.3%的“09 年产量增长率”，因此，西南地区 09 年水泥行业景气度下降较为明显。该区域水泥均价从 09 年 7 月份左右开始低于 08 年同期，尤其是产能释放最为严重的重庆和成都地区最为明显。中南地区也存在与西南地区类似的情况。而东北地区的情况恰恰相反，该区域“09 年新增产能占比 08 年产量”指标（16.8%）远低于“09 年产量增长率”指标，因而该区域 09 年水泥行业景气度明显较 08 年有所提升：09 年东北地区各月份水泥售价均明显高于 08 年同期。但是按照上述逻辑，西北地区是个特例，我们认为主要是因为 09 年西北地区新线大部分是在下半年投放（12 月份新投放生产线产能占全年投放产能的 30%），新增产能并未充分释放的原因。

图 4：吉林和黑龙江省主要水泥市场价格走势



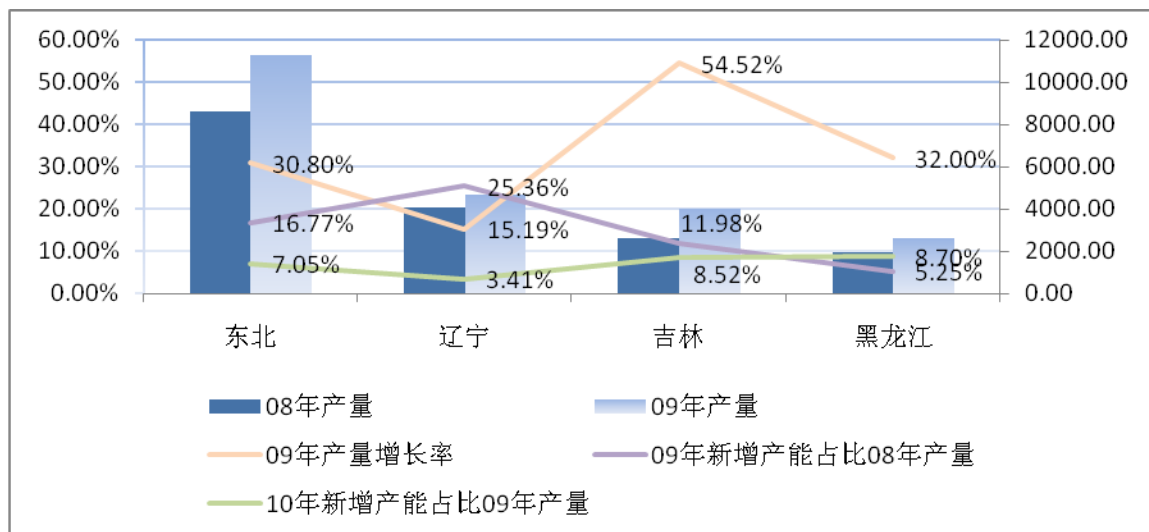
资料来源：数字水泥，东兴证券整理

进而，我们建立“10年新增产能占比09年产量百分比”这个指标，按照上述逻辑，若该指标显著低于“10年产量增长率”，则该区域10年水泥行业景气度呈上升趋势。虽然我们目前无法预知各区域10年产量增长情况，但我们有理由认为，若“10年新增产能占比09年产量百分比”这个指标越低，则区域景气度不降的安全性较高；或者说，若“10年新增产能占比09年产量百分比”这个指标显著低于“09年产量增长率”，则该区域水泥行业景气度上升的概率就越大（通常来说，同一区域内下一年水泥产量增速不会变化特别大）。以此分析，我们可以由上图得到，10年西北地区水泥行业景气度下降的概率很大，因为该区域“10年新增产能占比09年产量百分比”指标（53.3%）远远高于“09年产量增长率”指标（23%）；同理，东北地区水泥行业景气度上升的概率很大，因为该区域“10年新增产能占比09年产量百分比”指标（7.0%）远远高于“09年产量增长率”指标（30.8%）

可见，东北地区理想的供需状况将进一步推升该区域水泥行业景气度上行。

同时，我们将东北地区水泥行业状况细分到各个省，采用上述逻辑进行进一步的判断。通过下图，我们发现，亚泰集团水泥产业的主要经营区域吉林和黑龙江省10年供需状况远好于东北地区平均水平；同时，吉林地区10年新增产能均为亚泰集团释放。因而，亚泰集团水泥业务10年的景气度提升值得期待！

图 5: 东北各省水泥产量和产能增速情况



资料来源: 数字水泥, 东兴证券整理

1.2、产能扩张步伐加快，新建收购并举

亚泰集团目前是东北地区最大的水泥生产基地。公司建材产业占据了吉黑两省的长吉图经济带、哈大齐经济带的主要市场和辽宁省的部分市场，其中水泥产品在长春市场的占有率达到 70%、哈尔滨市场的占有率达到 40%。同时是国家重点支持的 12 家全国性水泥企业之一（东北地区唯一一家），在项目核准、土地审批和贷款投放上享受优先支持。

公司目前拥有 14 条新型干法水泥熟料生产线（4 条在建），6 座年产 100 万吨大型粉磨站，4 个商品混凝土生产基地。公司产销量逐年扩大，预计 2010 年产能可以增加至 **1800 万吨**，实际水泥产销量可达 **1500 万吨**，同比增长达 **40%**。

表 1: 公司已投产水泥生产线情况

区域	名称	规模 (t/d)	年产能 (万吨)
长春市双阳区	双阳一线	2500	107
	双阳二线	2500	107
	双阳三线	2500	107
	双阳四线	2500	107
	双阳五线	5000	215
磐石市明城镇	明城一线	5000	215
	明城二线	5000	215
哈尔滨市	哈尔滨一线	1200	51
	哈尔滨二线	2500	107
哈尔滨阿城区	阿城一期	5000	215
现有产能合计			1446

资料来源：公司公告，东兴证券整理

表 2：公司在建水泥生产线情况

区域	名称	规模 (t/d)	年产能 (万吨)	预计投产时间
长春市双阳区	双阳六线	5000	215	10.9
吉林省通化市	通化特水	2500	107	10.9
哈尔滨阿城区	阿城二期	5000	215	11.11
吉林省图们市	图们线	5000	215	11.11
在建产能合计			752	

资料来源：公司公告，东兴证券整理

表 3：公司近三年水泥与熟料产销量变化情况

(万吨)	2007 年	2008 年	2009 年
熟料产量	712.91	715.91	1025.4
熟料销量	197.29	134.64	222
水泥产量	650.09	825.1	1083.9
水泥销量	647.38	817.79	1056.9
水泥产销率	99.58%	99.11%	97.50%

资料来源：公司公告，东兴证券整理

同时，公司通过一系列的兼并重组进一步扩大建材产业的生产规模：2005 年收购哈尔滨水泥厂并成立了亚泰集团哈尔滨水泥有限公司，2008 年收购了农安电联水泥，2009 年收购了通化特水和伊通金圆水泥，公司对区域内水泥企业收购步伐在加快。

1.3、公司水泥业务资源和规模优势明显

2.3.1、石灰石和煤炭资源优势明显

石灰石资源是水泥生产的主要原料，每生产一吨水泥大概需要 1 到 1.1 吨石灰石，因此，水泥生产企业只有拥有丰富的石灰石资源，大规模生产才有保证。东北地区的石灰石资源相对来说较为贫乏，且越往北越少。公司在东北拥有“羊圈顶”、“杨木顶子”、“元宝山”和“新明”四座石灰石矿山，资源储量 17.9 亿吨，占东北已探明储量的 32%；在吉林省拥有的可采石灰石储量占吉林省的 58%，在黑龙江拥有的可采石灰石储量占黑龙江省的 23%。公司拥有的石灰石矿山储量品味好，离生产线近，且靠近销售市场，这些成为公司在东北地区发展水泥业务的得天独厚的优势

表 4：公司石灰石资源分布情况表

省	市	区/镇	石灰石矿	可采储量	远景储量
吉林	长春市	双阳区	羊圈顶	1.8	10.6
	磐石市	明城镇	杨木顶、元宝山	4	
黑龙江	哈尔滨市	阿城	新明	1.5	
合计				7.3	10.6

资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 6：公司石灰石资源与主要市场分布图



资料来源：百度，东兴证券整理

公司在哈尔滨东北处拥有双鸭山煤矿，储量在 4500 万吨左右，发热量为 5500 大卡左右，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销量 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 95 万吨），可有效抵御煤价波动给公司生产成本带来的影响。

2.3.2、规模优势凸显东北水泥龙头地位

公司在东北，尤其是在吉林和黑龙江省的水泥龙头地位较为稳固。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，因此辽宁地区的过剩产能目前对公司威胁不大。

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（施工旺季日用量近十万吨，且对产品质量要求较高，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，公司凭借其规模优势在下一步东北地区大型基建项目招标中中标机率很高。目前，公司生产的水泥 60% 以上供应基建项目。

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（年产 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。

2. 项目储备猛增，地产投入加大

房地产业是公司除建材外的另一项主营业务。亚泰地产是长春市最早成立的房地产开发企业之一，同时也是吉林省本土最大的房地产企业，累计开发城市住宅近 300 万平方米，以良好的信誉（亚泰花园被评为“中国名盘”，连续多次被评为长春市“消费者心目中最满意社区”。亚泰建筑承建的多项工程荣获“沈、哈、长”三市样板工程及省、市优质工程等殊荣。）积累了众多的业主资源。

亚泰地产以城市中、高档住宅开发为核心业务，以城市化、消费升级和家庭小型化为契机，确立“大规划、小开发、多点式、快周转”的发展策略。同时公司的地产产业形成了集开发、物业、建筑、装饰和环境工程为一体的，对同一终端产品实施开发、建设、管理的产业链，具备以项目开发为先导，以工程建设为支撑，以物业管理为保障的众向一体化产业链优势。

公司房地产业务主要目标市场为吉林省，市场内房价低（目前在 4000—5000 元每平方米左右），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。

2007年取得了较好的经营业绩,2008年受整体经济环境影响,销售量有所萎缩,但销售价格比较平稳。2009年公司继续推进亚泰花园三期—樱花苑及南京先锋青年公寓的开发进程,加强销售管理工作,销售价格稳步提升。预计10年樱花苑、南京项目结算贡献较高的盈利。

表 5: 公司房地产业务近三年竣工与销售面积情况

年度	2009	2008	2007
竣工面积	11.88	5.61	4.89
销售面积	7	6.19	10.92

资料来源:公司公告,东兴证券整理

公司10年主要销售项目为亚泰花园四期——桂花苑项目(最新售价在5400元/平米左右,总建筑面积14.133万平米)和松原项目。桂花苑项目总投资投入约7.8亿,项目5栋高层共6.05万平米已竣工,预计11年7月全部竣工。松原项目总投资投入10.32亿,项目一期工程7.77万平米,主体工程完工。

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。由于离长春市区较近,区内自然环境优越,公司打算将该地块开发成高端旅游地产项目,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。该地块的开发将成为公司地产项目的发展重点。

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)。未来随着公司在房地产项目投入的加大,公司充裕的现金将为资金需求量较大的地产项目提供有力的支持。

3. 继续深入涉足金融业投资

3.1 成功涉足银行业——参股吉林银行

08年1月10日亚泰集团(600881)董事会决定斥资1.836亿元受让吉林银行股份有限公司1.8亿股股权,转让价格为每股1.02元,转让总价款为18,360万元,双方同时签署了相关合同书。事隔五月后,亚泰集团再次决定出资3.6亿元认购吉林银行2

亿股股份，较早前的出资额增加近一倍。而公司斥资收购吉林银行股份的单价也从 1.02 元增至 1.8 元，增幅达 76.47%。08 年 11 月公司再次公告决定受让吉林亚泰生物药业股份有限公司持有的吉林银行 120,974,935.4 股股权，转让价格为每股 1.5 元，转让总价款为 181,462,403.1 元；受让长春长泰热力经营有限公司持有的吉林银行 50,892,486.3 股股权，转让价格为每股 1.5 元，转让总价款为 76,338,729.45 元；受让长春吉盛投资有限责任公司持有的吉林银行 90,000,000 股股权，转让价格为每股 1.5 元，转让总价款为 135,000,000 元。目前，亚泰集团共持有吉林银行约 6.4 亿股，占增资扩股后吉林银行注册资本的 9.86%

表 6：公司参股吉林银行历程

时间	股数(亿股)	每股转让价(元)	总价款(万元)	转让方	状态
08.1	1.8	1.02	18,360	长春融兴	已批
08.6	2	1.8	36,000	吉林银行增资扩股	待批
08.11	1.2	1.5	18,146	吉林亚泰生物药业	已批
08.11	0.5	1.5	7,634	长春长泰热力	已批
08.11	0.9	1.5	13,500	长春吉盛投资	已批
合计	6.4	1.46	93,640		

资料来源：公司公告，东兴证券整理

亚泰集团在一年多的时间里多次增持吉林银行，并采用成本法核算，不计投资收益，公司积极参股吉林银行主要目的在于谋求未来吉林银行上市时，所持股权可以获得大幅升值。2007 年，东北证券通过借壳锦州六陆，成功实现借壳上市，因持东北证券 30.63% 而成为其第一大股东的亚泰集团，曾因此实现股权投资的大幅升值（东北证券上市当日收盘价 51.7 元，远远高于亚泰集团 1.3 元不到的持股成本）。据吉林银行内部人士表示，吉林银行在 07 年 10 月成立时，就定下了 3 年左右实现上市的目标。

吉林银行成立至今，获得了吉林省政府的较大支持。包括资产注入，税费返还，股份红利留存以及对吉林银行已置换和未置换资产的核销力度方面等，省政府都给予了较大的支持。截至 2009 年末，吉林银行总资产达 1081.38 亿元，较 08 年底增长了 26.2%；09 年全年实现净利润 10.3 亿，较 08 年同比增长 93.58%。各项存款余额 871.75 亿元，较 07 年 10 月成立时增长了 94.04%；各项贷款余额为 640.18 亿元，较成立时增长了 100.99%；资本充足率为 11%，拨备覆盖率达 150.94%，不良贷款率为 1.44%；成立两年多累计实现净利润 15.64 亿元，资产规模和盈利能力已跻身全国城商行前列。未来几年成功上市，无疑可以为公司带来巨额投资收益。

3.2 对控股券商东北证券支持力度加大

作为东北地区最大的规范类和 B 类 BBB 级券商，东北证券具有较明显的区域优势。截至 2009 年 12 月 31 日，公司拥有 57 家证券营业部（包括处于筹建中的 6 家）；其中：吉林省内共 26 家，占比达 45.61%，长春市内 12 家，占总营业部数量的 21.05%。公司作为东北证券控股股东，目前持有东北证券 1.96 亿股，占其股本 30.71%。公司持有的东北证券股份为限售股，10 年 8 月将可上市交易。

为提高东北证券资本实力，申请开展直接投资业务、IB 业务等新业务创造必备条件，公司决定向东北证券借出次级债务 6 亿元，期限为 5 年，年利率为 4.2%，并于 2009 年 6 月 19 日向东北证券划付次级债务 6 亿元。同时，公司召开临时股东大会审议通过了以现金全额认购东北证券可配股份的方案，目前配股工作尚在进展中。东北证券日前已获得期货中间介绍业务（IB）资格，同时吉林省内首批 10 家 IB 营业部可正式开展期货中间介绍业务。

公司在给予东北证券大力支持的同时，获得了可观的投资回报：

表 7：东北证券对公司贡献盈利情况

东北证券	净利润(亿元)	贡献投资收益(亿元)	占比亚泰利润总额
09 年	9.13	2.8	26.64%
08 年	4.1	0.93	22.49%
07 年	11.14	3.36	56.35%

资料来源：公司公告，东兴证券

东北证券经纪和自营等传统业务占比较高，09 年该两项业务合计收入占东北证券全年收入的 93.73%，两项业务合计营业利润占比东北证券全年营业利润超过 113%，因此公司控股东北证券的投资收益主要来源于东北证券的这两项业务。然而，根据最近三年两项业务的表现来看，波动较大，因而公司控股东北证券带来的投资收益弹性较大。

表 8：东北证券主要业务经营情况波动

	09 年	08 年	07 年
经纪业务收入(元)	1,504,970,303.94	967,049,200.00	1,714,905,848.97
增减(+/-%)	55.62%	-43.61%	-
自营收入(元)	363,044,002.98	-26,024,000.00	583,607,015.92
增减(+/-%)	-	-104.46%	-

资料来源：公司公告，东兴证券整理

公司的高管中很多都有较为丰富的投研经验（在公司高管中占比超过 26%），且公司采取“董事会、投决会、投资部”三级直线型投资决策模式，加大了高层对投资决策的影响，因而公司整体自营能力较强。这从 08 年公司按证券投资决策小组的投资策略，成功减少股票仓位，全年仅略有亏损，而 09 年上半年公司又积极加仓，捕捉到这一阶段的牛市行情，获得了较高的自营收益可以得到证明。

但与 09 年的大牛市行情相比，市场普遍认为 10 年股市将以宽幅震荡为主，且进入 10 年以来股市几个月的表现也符合此前市场的预期。因此，我们认为 10 年东北证券的自营业务不会为公司带来较大的贡献。鉴于 2010 年股改限售股和新股的解禁，以及创业板新增交易额推动股市成交进一步放大，我们预计 10 年东北证券代理买卖证券业务收入有大概 15%左右的增长。另外，东北证券的投行，资管和 IB 业务利润占比较小，预计 10 年上述几项业务对东北证券并无太大影响。

3.3 参股江海证券顺利获批

2009年1月，江海证券收到了中国证监会关于核准亚泰集团参股江海证券的批复。截至09年末，公司共投资7.269亿元（权益法），持有江海证券41,000万元的股权，占江海证券增资扩股完成后注册资本的30.076%，成为其第二大股东，自09年3月起计算投资收益。09年投资江海证券为公司带来投资收益7095万元。目前，江海证券注册资本总额为13.6亿元人民币，哈尔滨投资集团有限责任公司、吉林亚泰（集团）股份有限公司、黑龙江省大正投资集团有限责任公司将分别持股31.5%、30.1%和29.6%。

江海证券03年成立以来，稳步发展，2008年9月取得基金代销资格，2009年1月取得自营业务资格。09年12月又取得了证券投资咨询和证券承销业务资格。随着江海证券业务范围的多元化，盈利能力的增强，参股江海证券将为公司带来更为丰厚的投资收益。

4. 辅业动态调整，配套主业，逐步剥离

亚泰集团其他业务如医药、商贸、热力供应等对公司影响较小，公司前期对这些业务的发展主要出发点还是出于对主业（建材和房地产）的配套。未来公司考虑逐渐将这些辅业剥离。

公司的医药业务包含三个药厂（亚泰制药、明星制药和吉林大药房）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。但三个药厂生产的产品不同，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. 盈利预测与估值

5.1 近期和远期盈利增长看点

公司近期盈利增长点在于水泥产能的进一步释放。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投资的高增长；同时区域新增产能较少，公司新增产能占据了吉林黑龙江两省新增产能的绝大部分。随着区域水泥行业景气度的提升和公司产能的及时释放，将有效提升公司10年盈利水平。

公司的中远期盈利增长源包括房地产业投入力度加大,商品混凝土业务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。公司近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,资金投资加大,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确切计划,未来上市将实现公司股权投资的大幅升值。

5.2 公司当前股价低估约 45%

金融投资方面,公司持有东北证券 30.71%的股权,按最新收盘价(24.42 元)计算,公司持有东北证券的股权价值约为 47.94 亿元,每股约 2.53 元,因 10 年 8 月占东北证券总股本 69.61%的限售股将解禁,给予其 10%的折价,调整后约每股价值约 **2.28 元**;公司持有江海证券 30.076%,江海证券目前净资产约 23 亿元,按目前上市券商的平均市净率 3.05 计算,公司持有的江海证券股权价值约 21.1 亿元,每股约 1.11 元,因江海证券尚未上市,给予其 20%的折价,调整后每股价值约 **0.89 元**;公司持有吉林银行 9.86%的股权,截至 08 年底其净资产约 69 亿元(非上市银行,未公开披露 09 年净资产状况),参照目前上市银行整体 2 倍的市净率,则公司持有的吉林银行股权价值为 11.57 亿元,合每股 0.61 元,考虑到吉林银行近一年多的发展但尚未上市,银行整体市净率处于相对底部以及商业银行市净率较银行总体偏高,给予 15%的折价,调整后约每股 **0.52 元**。综上,公司金融投资价值约**每股 3.69 元**。

公司地产业务方面,除与二道区政府签订的 12 平方公里整体开发协议外,合计土地储备约 170 万平方米,保守估计以 2000 元/平米的地价折现计算,公司的地产业务价值在 34 亿元左右,合每股约 **1.79 元**。

公司水泥业务方面,按照 2010 年水泥产能 1800 万吨,吨建设成本 350 元计算,公司水泥产能价值 63 亿元,合每股 **3.33 元**。

公司煤炭业务虽以自供为主,但经过与公司沟通,公司自有煤矿业务均以市场价计算,09 年实现盈利 6000 万元左右,我们给予 19 倍 PE,则公司煤矿业务价值约 11.4 亿元,合每股 **0.6 元**。

公司制药业务 09 年实现净利润 2271 万元,我们保守的给予 30 倍 PE,则制药业务价值 68130 万元,合每股 **0.36 元**。

公司商业零售这块 09 年总收入约 6.94 亿元,毛利率 22.31%,高于申万百货零售类行业 19.63%的整体毛利率(整体法,剔除亏损),我们保守的给予其 3.5%的净利率和 40 倍的市盈率(申万百货类 09 年整体净利率为 3.55%,5 月 7 日对应的整体市盈率为 43.72 倍),则公司商业零售业务估值约 9.72 亿元,合每股约 **0.51 元**。

表 9：亚泰集团分项业务估值

分项业务	每股价值（元）
金融投资	3.69
其中：	
东北证券	2.28
江海证券	0.89
吉林银行	0.52
水泥业务	3.33
房地产业务	1.79
煤炭	0.6
医药	0.36
商贸	0.51
合计	10.28

资料来源：公司公告，东兴证券

其它业务不计价值，上述各项业务估值合计已达每股**10.28元**，较5月7日收盘价6.91元，距离我们的保守估值约有**45%**的上涨空间，公司目前股价明显低估。

5.3 公司盈利预测

由于亚泰集团业务较多，我们分别对各项业务未来几年的经营状况进行了预测。预测结果如下：

表 10：亚泰集团各项业务盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
水泥制造	4059.8	6130.3	7540.3	9726.9
+/- (%)		51%	23%	29%
毛利率	27.16%	27.40%	27.60%	27.60%
房地产业	549.6	1369	1969	2560
+/- (%)		149%	44%	30%
毛利率	28.67%	29%	28.70%	28.20%
医药	393.4	456.4	477.2	496.7
+/- (%)		16%	5%	4%
毛利率	42.82%	42%	41.80%	41%
商贸	694.4	735.2	750.8	780.2
+/- (%)		6%	2%	4%
毛利率	22.31%	22.50%	22.90%	22.90%
其它	424	453	477	506
+/- (%)		7%	5%	6%
毛利率	44.64%	44%	43.50%	43.50%
合计营业收入	6121.1	9143.9	11214.3	14069.8
+/- (%)		49%	23%	25%

综合毛利率	28.96%	28.80%	28.76%	28.49%
-------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，东兴证券

另外，我们估计 10 至 12 年公司的投资收益分别为 3.59 亿，4.5 亿和 4.7 亿元，联系以上分项业务未来的盈利预测进行汇总，我们预计 2010 年至 2012 年，公司 EPS 分别为 0.51 元，0.64 元和 0.79 元，对应的 PE 分别为 13.55，10.80 和 8.75 倍，上调至“强烈推荐”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。