

第一创业研究所

曹 柱 S1080210110001

电 话： 0755-25832960

邮 件： caozhu@fcsc.cn

亚泰集团（600881）

——水泥中的超低估值战斗机 业绩给力 2011

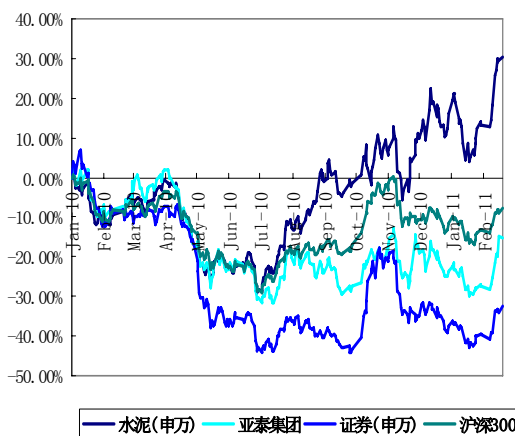
交易数据

52周内股价区间（元）	5.90-9.18
总市值（亿元）	135.47
流通股本（亿股）	18.95
流通股比率（%）	100.0%

资产负债表摘要(06/09)

股东权益（亿元）	72.07
每股净资产（元/股）	3.80
市净率	1.88
资产负债率	63.69%

公司、各行业指数及沪深300指数比较



相关报告

《大企业时代下的投资选择
——水泥行业 2011 年上半年投资策略》

摘要:

◆ **水泥价格预期大幅上涨 区域景气拐点将现。**东北地区未来固定资产投资发展空间还很大,预计十二五期间固定资产投资可以保持年均 20%以上的增速,其中黑龙江以及吉林两省的固定资产投资增速有可能保持在 30%以上。从东北三省各政府工作报告看,11 年黑龙江、吉林、辽宁省分别计划固定资产投资同比增长 30%、25%、20%以上,为此,东北地区的水泥需求有望启动,特别是公司的主要产能区吉林省,预计 11 年新开工建设 9 条高速公路、4 条高铁、一条地铁。而东北地区近年新增产能很少,11 年,辽宁没有,吉林就亚泰 1 条生产线。随着落后产能淘汰,东北地区未来供需关系将好转,价格存在大幅上涨的动力。而东北地区的大企业集中度相对较高,在华东地区水泥企业联盟机制示范的作用下,未来有望形成价格联盟。其中,据我们了解,辽宁省水泥企业已经开始实施限产保价措施。

◆ **房地产业绩有望爆发。**预计公司 11 年房地产结算量有 40 万平方米,同比 10 年将有近 3 倍的增长。而公司预计开盘的主要区域长春、松原、天津,目前房地产的均价同比 10 年都有 10-20%的价格上涨。为此,在量与价的共同作用下,公司发房地产业绩将会爆发式增长。

◆ **公司目前价值严重低估。**我们对公司各业务的分别进行了估值,我们将各业务的估值加总,得到了公司整体估值。我们保守估计公司的合理市值在 225.5 亿元与 276.5 亿元之间,对应公司每股价格为 11.93 元与 14.52 元,为此,我们认为,按照目前的 A 股市场估值情况,公司的价值至少被低估 66%-100%,价值严重低估,为此我们给予“强烈推荐”评级。

◆ **盈利预测与估值:**据我们预测,公司 10 年、11 年、12 年每股收益分别为 0.3、0.68、1.02 元,对应 2 月 22 日收盘价 7.15 元的市盈率分别为 23.83、10.51、7.00。公司 07 年以来历史平均市盈率为 47 倍,考虑到公司 11 年较好的业绩成长性,我们认为可以给予公司 11 年 18-22 倍的市盈率。

主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	6121	8303	13040	18009
收入同比(%)	36%	36%	57%	38%
归属母公司净利润（百万元）	746	562	1296	1931
净利润同比(%)	130%	-25%	131%	49%
毛利率(%)	29.0%	26.0%	31.5%	32.4%
ROE(%)	10.7%	7.6%	15.0%	18.2%
每股收益(元)	0.39	0.30	0.68	1.02
P/E	18.16	24.11	10.45	7.02
P/B	1.94	1.84	1.56	1.28
EV/EBITDA	11	10	5	4



投资要件

投资逻辑:

我们的投资逻辑主要围绕在以下三个方面:首先,我们认为公司目前市值严重低估,公司自身存在着价值回归的动力;其次,公司11年业绩预计将呈现爆发式增长,将刺激公司估值有效反映其自身价值,股价上涨;再次,公司的股权激励计划将保障公司业绩增长得以有效释放。

- 1、**公司价值严重低估,存在着估值修复的过程:**我们对公司所持有的主要业务资产进行了保守估值,我们发现公司的价值至少被低估66%-100%,存在着估值修复的动力!
- 2、**公司业绩11年预期将翻番:**我们预计公司10、11年EPS分别为0.3元与0.68元,11年业绩相对于10年有一倍的增长!其中业绩大幅上涨的主要推动因素有:
 - **东北地区水泥价格预期大幅上涨 盈利能力增强** 东北地区近年价格没有出现大幅上扬,主要因素在于需求增量并没有充分消耗新增供给。我们认为,11年这一情况将会转变。从目前东北三省政府工作报告看,11年,东北地区的水泥需求有望启动,特别是公司的主要产能区吉林省,预计11年新开工建设9条高速公路、4条高铁、一条地铁。而东北地区近年新增产能很少,11年,辽宁没有,吉林就亚泰1条生产线。随着落后产能淘汰,东北地区未来供需关系将好转,价格存在大幅上涨的动力。而东北地区的大企业集中度相对较高,在华东地区水泥企业联盟机制示范的作用下,未来有望形成价格联盟。其中,辽宁省水泥企业已经开始实施限产保价措施。
 - **房地产业绩有望爆发** 公司今年计划房地产结算量预计有40万平方米,同比10年将有近3倍的增长。而公司预计开盘的主要区域长春、松原、天津,目前房地产的均价同比10年都有10-20%的价格上涨。为此,在量与价的共同作用下,公司发房地产业绩将会爆发式增长。
- 3、**公司股权激励将为公司业绩增长提供保障:**公司于2009年发布了中长期资金股权激励计划,实施周期为5年,11年已进入实施的第三个年头。该计划对公司提取激励资金时,公司的净资产收益率以及净利润增幅等条件都做了相应的规定。该计划将促使公司管理层将业绩做大做强,为公司的盈利增长提供保障。

股价上涨驱动因素:

- 随着东北地区施工季节的到来,水泥价格大幅上涨;
- 公司业绩大幅上涨;
- 房地产价格继续上涨;
- 证券行业业绩超预期。

风险提示:

- 东北地区水泥价格上涨幅度小;
- 房地产价格大幅下降;
- A股持续低迷。



目 录

一 公司简介.....	5
二 水泥行业.....	6
1 东北水泥龙头 市场占有率高.....	6
1.1 公司水泥产能近年稳步增长.....	6
1.2 公司区域市场占有率高.....	7
1.3 兼并重组或成为未来公司发展的主旋律.....	8
1.4 低温天气 煤炭价格上涨致使 10 年水泥盈利能力下滑.....	8
2 需求启动 区域景气拐点将现.....	9
2.1 近年固定资产投资高增长带动了水泥消费.....	9
2.2 东北地区发展空间巨大.....	9
2.2 预计区域固定资产投资仍将保持高增速.....	10
2.3 未来水泥需求高速增长可保持.....	13
2.4 产能将步入负增长时代.....	14
2.5 预期价格上涨 盈利能力将大幅提升.....	15
3 公司水泥业务盈利预测与估值.....	16
三 水泥下游深加工业务.....	19
1 公司混凝土与骨料业务将成为公司发展的重点.....	19
2 商混未来发展空间非常广阔.....	19
3 公司混凝土业务的盈利预测与估值.....	20
四 房地产业务.....	21
1 为吉林省最大的房地产开发企业.....	21
2 地产业绩 11 年预计爆发式增长.....	22
3 地产业务盈利预测与估值.....	23
五 金融股权.....	24
1 金融股权为公司近年主要利润来源之一.....	24
2、金融股权估值.....	26
六 煤炭、商贸、医药、及其他业务.....	27
1 煤炭业务.....	27
1.1 公司煤炭储量丰富 赢利能力强.....	27



1.2 公司煤炭业务盈利预测与估值.....	27
2 医药业务.....	28
2.1 两家制药公司 一家医药连锁	28
2.2 医药业务盈利预测与估值	29
3 商贸及其他业务.....	29
七 股权激励促进公司业绩增长.....	30
八 公司盈利预测及评级.....	31



一 公司简介

亚泰集团创立于1986年，组建于1993年，亚泰集团A股995年在上海证券交易所挂牌上市，经过二十多年的发展，亚泰集团已成为以建材、地产、金融为主业，并涉足煤炭、医药、商贸等领域，为国内500强大型企业集团。截至2010年9月30日，公司的总资产达181.35亿元，净资产达67.97元。2010年前三季度，公司共实现销售收入66.84亿元，同比去年增加27.9%；净利润4.12亿元。

图 1：2010 年上半年分行业公司的收入构成

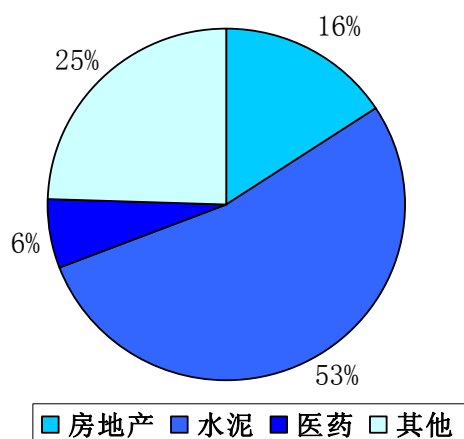
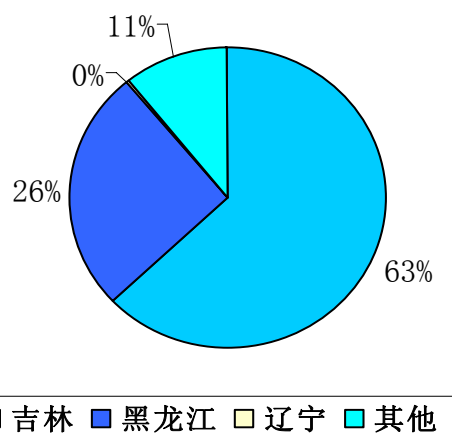
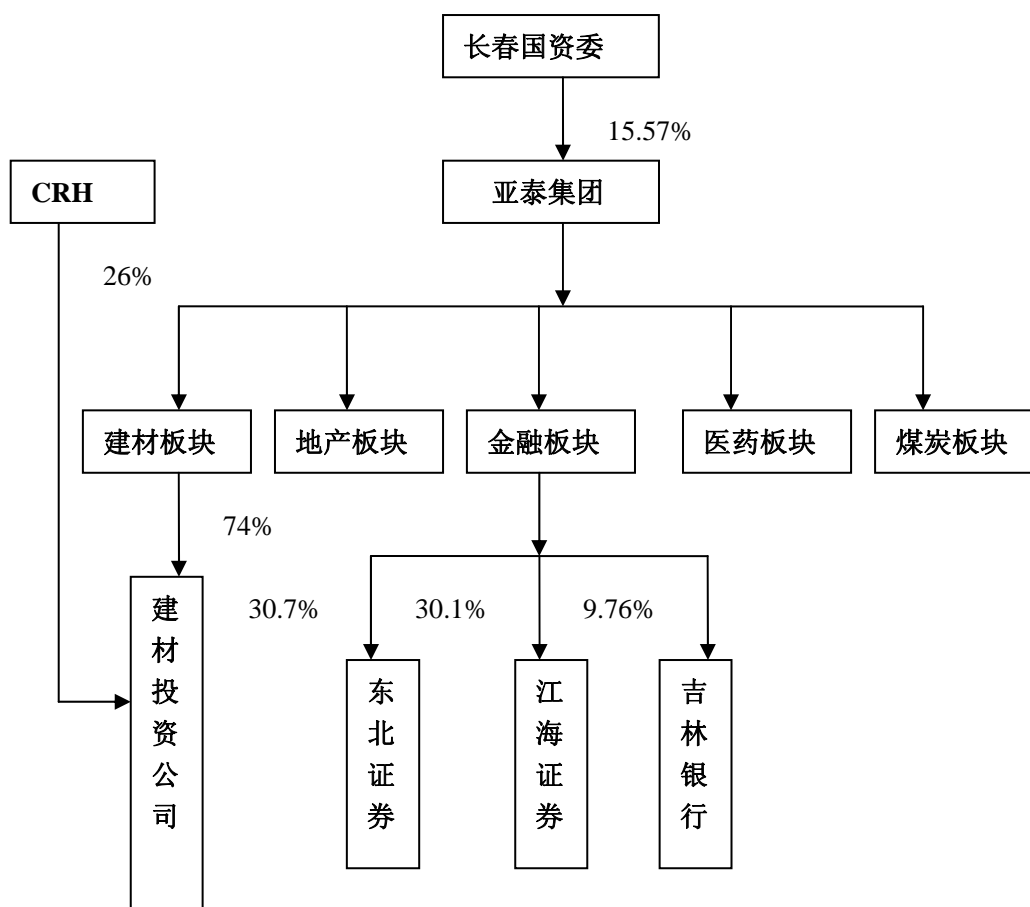


图 2：2010 年上半年分区域公司的收入构成



资料来源：公司半年报，第一创业研究所

图 3: 公司的股权结构



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

二 水泥行业

1 东北水泥龙头 市场占有率高

1.1 公司水泥产能近年稳步增长

亚泰集团作为东北最大的水泥生产企业，现有新型干法熟料生产线 17 条，熟料年产能 1634 万吨，折合水泥产能约为 2125 万吨。公司所有生产线都位于东北三省，在其 17 条生产线中，吉林约 11 条，水泥产能约 1419 万吨；黑龙江 3 条，水泥产能约 302 万吨；辽宁 3 条，水泥产能 403 万吨，为 10 年年底收购铁新水泥生产线，其中，大部分产能用于沈阳建材公司生产混凝土。目前公司在建熟料生产线只有 1 条，为哈尔滨哈水 4000 吨水泥



生产线，预计 11 年 9 月份投产。而公司前期公布的吉林图们 4000 吨熟料生产线暂时没有开工建设，只是先建了 100 万吨粉磨站，预计熟料生产线可能会推迟的 2012 年后开建。到 11 年年底，公司水泥熟料产能将达 1758 万吨，折合水泥产能达 2285 万吨。

表 1: 公司已建及在建水泥生产线情况 (单位: 万吨)

	生产线	权益比例	投产日期	设计产能 (t/d)	年熟料产能	水泥产能
	长春双阳一线	100%	已投产	2,000	62	81
	长春双阳二线	100%	已投产	2,000	62	81
	长春双阳三线	100%	已投产	2,500	78	101
	长春双阳四线	100%	已投产	2,500	78	101
	长春双阳五线	100%	已投产(09.02)	5,000	155	202
	长春双阳六线	100%	已投产(10.08)	5,000	155	202
吉林	伊通	100%	已投产(09.09 月收购)	2,500	78	101
	通化一线	100%	已投产(收购)	1,200	37	48
	通化二线	100%	已投产(10.09)	2,500	78	101
	磐石一线(明城)	100%	已投产	5,000	155	202
	磐石二线(明城)	100%	已投产(09.02)	5,000	155	202
	合计	100%		35,200	1,091	1,419
	哈尔滨一线	100%	已投产	1,000	31	40
	哈尔滨二线	100%	已投产	2,500	78	101
黑龙江	哈尔滨三线	100%	已投产(09.12)	4,000	124	161
	哈尔滨四线	100%	2011 年 9 月	4,000	124	161
	合计			11,500	357	463
辽宁	铁新水泥一线	95%	已收购(10 年年底)	5,000	155	202
	铁新水泥二线	95%	已收购(10 年年底)	2,500	78	101
	铁新水泥三线	95%	已收购(10 年年底)	2,500	78	101
	合计			10,000	310	403
合计				56,700	1,758	2,285

资料来源: 公司公告, 第一创业证券研究所

1.2 公司区域市场占有率高

公司的水泥业务在黑龙江以及吉林市场的市场占有率很高, 1-11 月份, 公司在黑龙江与吉林的市场占有率达 30%, 为区域内市场占有率最高的企业, 占据了吉黑两省的长吉经济带、哈大齐经济带的主要市场。其中, 公司目前在长春市场的占有率达 70%、哈尔滨市场的占有率为 40%。2009 年公司共销售水泥和熟料合计 1279 万吨, 预计 10 年公司可实现水泥和熟料合计



销量 1640 万吨,同比 09 年可增长 28.22%。

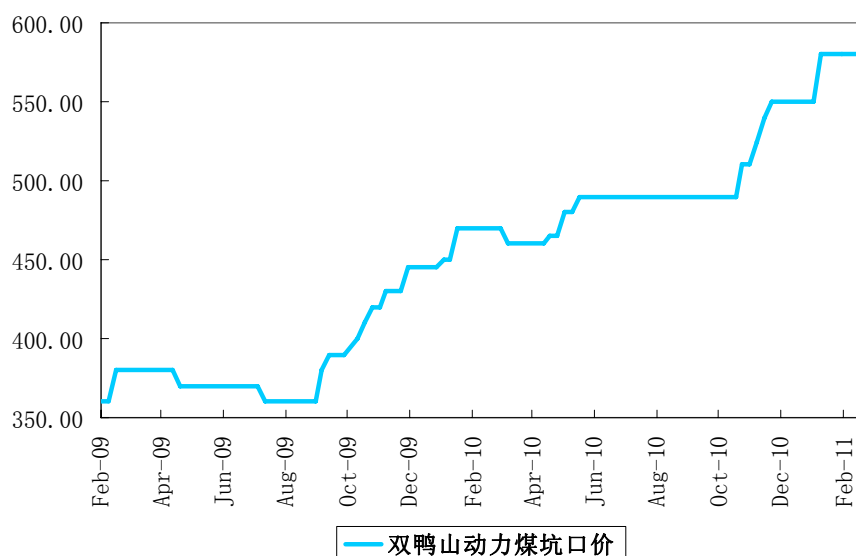
1.3 兼并重组或成为未来公司发展的主旋律

近年,在国家产业政策的支持下,水泥行业的兼并重组风声水起。国务院于 10 年 9 月份发布了 27 号《国务院关于促进企业兼并重组的意见》,《意见》把水泥行业作为国家未来推进兼并重组的重点行业之一。亚泰集团,作为东北地区最大的水泥生产企业,近年已经开始启动了一些收购项目,其中包括收购伊通、通化、铁新等水泥生产线。在国家严格控制生产线新建的情况下,未来亚泰集团为了开拓市场,提高区域控制力,预计将会成为东北地区水泥重组整合的主力军,公司有望整合区域内的宾州水泥等地方性大型水泥生产企业。预计,未来几年重组整合将成为公司自我发展,保持市场竞争力的主要手段之一。

1.4 低温天气 煤炭价格上涨致使 10 年水泥盈利能力下滑

2009 年,公司业务的毛利率为 27%,而 2010 年公司的水泥业务的毛利率预计为 23%,同比下降。我们认为主要原因为,东北地区 10 年上半年雨雪天气频繁、气温偏低,导致当地开工建设晚,从而影响了整个区域全年的施工总量,进而部分影响了水泥行业的需求,从而使得东北地区的景气度受到影响,旺季来临时价格并没有出现上涨。在全年价格与去年同期基本持平的情况下,水泥生产的主要原料煤炭,去年全年价格同比 09 年却大幅上涨,进而使得公司水泥业务的盈利能力下滑。

图 4: 黑龙江主要煤炭产区的 5500 大卡动力煤坑口价格走势图(元/吨)



资料来源: Wind



2 需求启动 区域景气拐点将现

2.1 近年固定资产投资高增长带动了水泥消费

东北三省是我国重工业基地，工业基础雄厚，又是沿海沿边沿江地区，独特的地理位置与工业基础决定了该地区在我国国民经济发展中的重要地位。东北三省物产资源丰富，拥有丰富的矿产资源与林业资源，是我国粮食主产区。2000年以来，东北地区的经济保持了快速稳定的增长，固定资产投资的增速也持续保持高位。截至09年年末，东北三省的GDP总值达3.14万亿，与2000年相比，保持了12.55%的年复合增长率；截至10年底，固定资产投资达2.88万亿元，自2004年以来，保持了30%以上的年均增速。固定资产投资的高速增长，带动了东北地区水泥消费的快速攀升。截止10年底，东北地区水泥产量1.23亿吨，是2004年全年产量的2.5倍，同比增长14.55%，略高于全国水泥13.96%的同比增速。

图 5: 东地区固定资产投资及同比增速

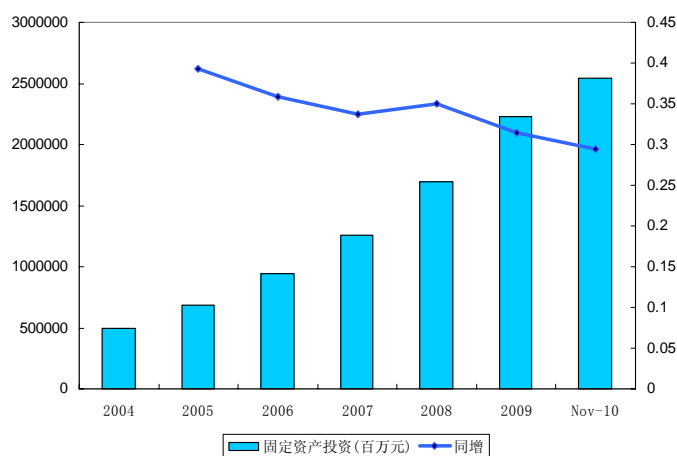
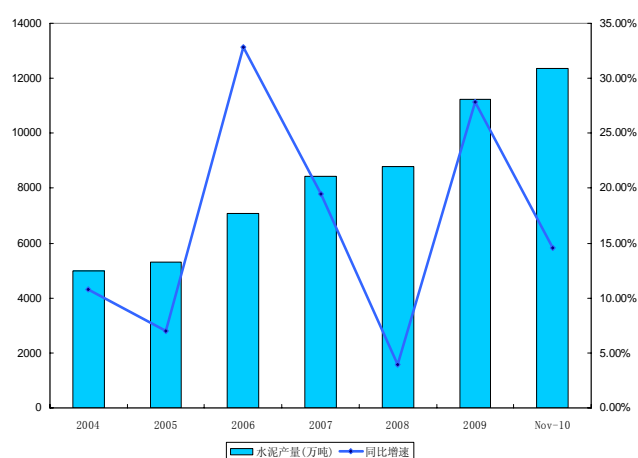


图 6: 东北地区水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局，数字水泥

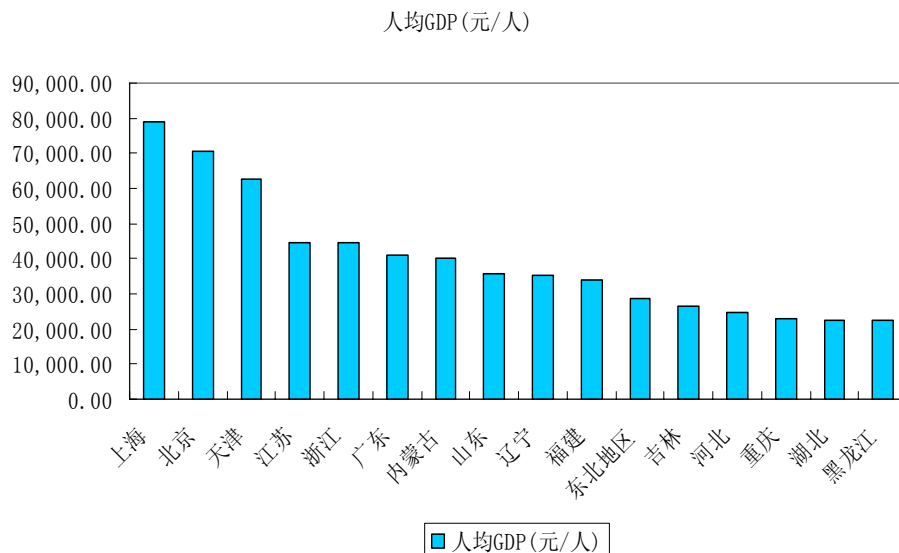
2.2 东北地区发展空间巨大

尽管东北地区近年经济快速增长，但是与东部沿海地区还有一定的差距。截止09年年末，东北地区的人均GDP为2.89万元，而东部沿海地区的江苏、浙江两地的人均GDP为4.46万元与4.47万元。在东北三省当中，辽宁省的人均GDP略高，达3.52万元，吉林与黑龙江略低，分别为2.66



万元与 2.24 万元。为此，东北地区在未来还有很大发展空间，尤其是吉林与黑龙江两省，其经济相对还比较落后。

图 7：东北地区人均 GDP 与全国各省人均 GDP 对比



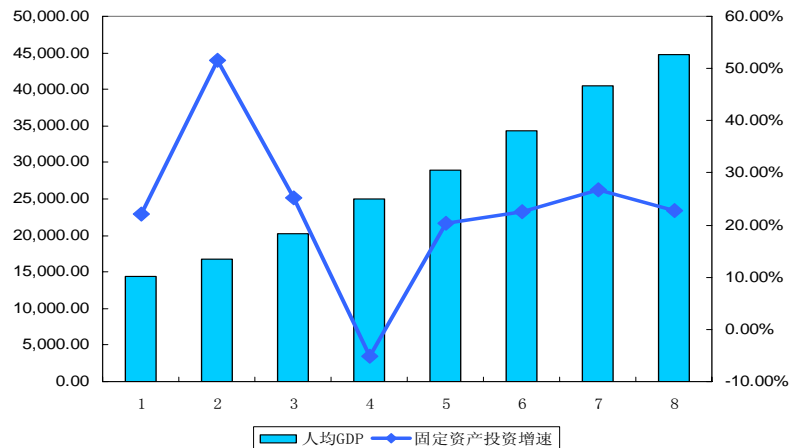
资料来源：国家统计局

2.2 预计区域固定资产投资仍将保持高增速

从江苏省的发展经验来看，其从 2005 年人均 GDP2.5 万元发展到 2009 年 4.47 万元的 5 年时间里，固定资产投资平均保持了 20% 以上的同比增速。目前，东北地区的各项基础设施相对于东部地区还很落后，未来在国家振兴东北老工业基地、图们江区域振兴规划等政策的支持下，基础设施建设还有很大的提升空间。同时，随着东北地区的经济建设推进，以及未来城镇化的发展，特别是伴随辽中南城市密集区、以长春和吉林市为中心的吉中城市群、以哈尔滨为中心的松嫩平原城市群的形成与拓展，势必会产生巨大的客货运输以及住房需求，从而拉动区域固定资产投资的增长。十二五期间，国家将大力投资高铁、水利建设，东北地区作为我国主要工业基地与粮食的主产区之一，预计未来将成为高铁与水利建设投资的重点。为此我们预计，东北地区在整个十二五期间固定资产投资仍将会保持高增速。综合东北地区各级政府的规划以及其他多方面因素，我们预计，东北地区十二五期间可以保持年均 20% 以上的增速，其中黑龙江以及吉林两省的固定资产投资增速有可能保持在 30% 以上。



图 8: 江苏省各年人均 GDP 与固定资产投资增速对比



资料来源: 国家统计局

表 2: 东北地区主要的振兴规划

规划名称	主要内容
《东北老工业基地振兴规划》	为了加快东北地区的经济发展, 充分发挥东北的资源优势与区域优势, 国家于十六大时提出了东北老工业基地振兴规划, 计划用 10 到 15 年的时间实现东北地区的经济振兴。
《中国图们江区域合作开发规划纲要——以长吉图为开发开放先导区》	国务院在 09 年年底批复了此规划, 规划将图们江区域作为我国参与东北亚地区合作的重要平台, 将长吉图开发开放先导区, 标志着长吉图开发开放先导区建设已上升为国家战略。

资料来源: 第一创业证券研究所

表 3: 东北地区主要的振兴规划

省份	主要在建项目与建设规划
吉林	<p>铁路投资未来高增长, 高铁成投资主力: 目前在建设的项目有哈大、通灌、长双烟、平齐复线以及吉林站改造等重点项目, 辽源至长春、东宁至珲春、长春至白城扩能改造等项目前期工作正加快实施。目前吉林省铁路营业里程超过 4000 公里, 按照近期铁道部与吉林省举行高层会谈并签署会议纪要, 到 2012 年铁路营业里程将达到 6800 公里在铁路建设上, 吉林省突出加快高速铁路建设。按照计划, 到 2015 年, 吉林省高速铁路客运专线将达到 1400 公里以上, 占全省铁路运营里程的 21%, 并在九州市州贯通高速铁路; 其中, 按照吉林省省长 2011 年的政府工作报告, 2011 年吉林省计划新建梅河至通化、抚民至白山等 9 条高速公路, 建成吉林至草市、通化至新开岭、汪清至延吉等 4 条高速公路。启动建设长春至白城、四平至松江河高铁, 加快吉林至珲春高铁施工, 确保哈大客运专线、东北东部铁路通道通化至灌水段、和龙至南坪段通车;</p> <p>未来 5 年高速公路里程将翻倍: 截止 2010 年, 吉林省高速公路通车总里程达到 1850 公里。按照吉林</p>



省交通运输厅统计与规划，2011年，将新开工建设高速公路项目9个，在建高速公路里程达到1655公里，新增通车里程320公里，力争完成400公里；到2014年，通化、白山政府所在地实现通高速公路，吉林省会长春到市（州）政府所在地通高速公路目标全部实现；到2015年，高速公路通车总里程达到4500公里；

城镇化将推动房地产投资高增长：按照吉林省住房城乡建设事业编制的“十二五”规划，到2015年，全省城镇化率达到60%（09年末为53.52%），房地产开发投资每年保持在800亿元以上，年施工住宅面积5000万平方米，竣工住宅1000万平方米。到2015年，全省城镇人均建筑面积达到30平方米（目前27平方米），城镇居民居住条件明显改善。建筑业产值达到2700亿元，年均增长15%；建筑业增加值达到900亿元，年均增长10%；

水利投资保持高增长：“十二五”期间，新建松原灌区等3个大型灌区，基本完成14个大型灌区和100个中型灌区续建配套和节水改造，完成24处大中型泵站更新改造，完成54片重点涝区治理。据吉林省水利厅厅长预计，吉林省今后十年全省水利年平均投入比2010年高出1倍。**按照吉林省省长2011年的政府工作报告，计划2011年完成哈达山水利枢纽等三大水利重点工程，前面启动中部城市引松供水干线工程；**

其他：四平、通化、白城、四平、延吉机场、松原港口等。**按照吉林省省长2011年的政府工作报告，11年将开工白城机场以及长春地铁一号线，力争吉林省实现固定资产投资25%以上增速。**

铁路里程未来将增长50%：据哈尔滨铁路局和黑龙江省铁路局公布，今后3-5年黑龙江省将与铁道部共同投资建设铁路项目38个。其中，新建客运专线5条1319公里，提速和扩能改造铁路8条2125公里，连接边境口岸、资源产地、旅游景区和粮食主产区等重要经济区域铁路9条1032公里，完善路网结构的铁路9条813公里，铁路站场7个，总投资约2400亿元。这些项目建成后，黑龙江省铁路运营里程将由现在的5568公里达到8500公里以上。初步打造省会与北京间4小时之内、各主要城市与省会间3小时之内、省内主要城市间3小时之内的铁路经济圈，预计建设将消耗4500万吨水泥；

黑龙江

高速里程未来5年将翻倍：“十一五”期间，黑龙江省建成高速公路高速公路里程突破2000公里。据黑龙江交通厅预计，“十二五”期间，黑龙江省计划建设高速公路2894公里；以国省道改造为重点，建设一、二级公路3662公里；建设农村公路2.6万公里；加快水运和道路运输基础设施建设；

住房投资仍将保持快速增长：按黑龙江省政府的年度工作报告规划，11年将加大廉租住房、公共租赁住房建设力度，投资507亿元，改造各类棚户区43.93万户、4265万平方米。全年投资153亿元，改造农村泥草房22万户、1820万平方米。建设保障性住房15.28万套；

水利投资增长4倍：据黑龙江省公布的水利建设投资规划看，黑龙江省“十二五”水利规划投资1500亿元，是“十一五”累计投资357亿元的4倍以上；

黑龙江省政府11年政府规划：按黑龙江省政府的年度工作报告规划，11年，1、黑龙江省全年完成固定资产投资3500亿元。2、建设14处大型灌区工程、44个重点县农田水利工程，加快推进重点农副产品和山特产品加工项目建设，完成投资360亿元以上。3、公路建设计划完成总投资256亿元，建设重点工程31项，新通车里程4146公里，确保公路建设三年决战目标如期实现；**加快哈大铁路客运专线、前进至抚远铁路等项目建设；**加快推进哈齐铁路客运专线、牡丹江至绥芬河铁路扩能改造工程、哈尔滨西客站、大庆西站等项目建设。积极争取尽快开工齐齐哈尔至漠河铁路既有扩能改造工程；积极争取尽快开工佳木斯至鹤岗、佳木斯至双鸭山铁路等既有扩能改造工程。积极筹备开工**哈尔滨至佳木斯、哈尔滨至牡丹江铁路客运专线等项目。**力争开工建设抚远、加格达奇、五大连池、建三江机场以及哈尔滨机场改扩建工程等项目；4、开工建设富锦东平港区，续建抚远莽吉塔港区等航运工程；固定资产投资50亿元以上工业园区达到10个，在哈大齐工业走廊再建食品、生物、化工、装备制造、物流等五个大园区，这既强化对哈大齐工业走廊的支撑作用。**力争固定资产投资保持30%以上的增速。**

铁路成为辽宁省内建设的重点：2005年以来，铁道部与辽宁省确定实施新建、改建铁路项目26个，新建、改建铁路里程约3800公里，总投资约2025亿元。目前，这些项目已全部启动，其中开工项目



12个，有5个已竣工通车。根据最近铁道部与辽宁省的协议，未来将新增项目11个，新增里程3660公里，总投资规模达到2365亿元。项目全部实施后，辽宁省铁路里程将达到7220公里，其中高速铁路里程2200公里，铁路网密度达到386公里/万平方公里。目前，辽宁在建铁路总里程达到4200公里，哈大、沈丹、盘海营高速铁路，前阳至庄河铁路、通化至灌水铁路以及沈阳站、沈阳北站改扩建工程等一批重点项目正在加快建设；京沈高速铁路，赤峰、通辽至京沈高铁连接线，仙人岛港、绥中港疏港铁路等一批重点项目前期工作加快推进；

辽宁

公路与港口未来仍将保持增长：“十一五”期间，开工建设高速公路2368公里，建成通车1326公里。按照辽宁省交通厅预计，到“十二五”末，辽宁将新增公路两万公里，全省公路总里程达12万公里（目前10万公里），高速公路通车里程确保达到4500公里，力争达到5000公里，改建和大中修农村公路2.5万公里；新建港口生产性泊位137个，综合通过能力达4.8亿吨。港口货物吞吐能力达10.5亿吨；2011年，辽宁将继续加快高速公路建设，重点加强干线公路大修改造，继续推进区间快速通道建设，完成县级以上公路黑色路面改建、大中修3300公里，计划新改建和大中修农村公路5000公里；全面实施长兴岛30万吨级原油码头等一批大型建设项目，全力以赴推进丹东海洋红等一批新港区建设。

房地产与固定资产投资继续保持高增长：按照辽宁省政府规划，十二五辽宁省的城镇化率将达到70%左右，人均住房建筑面积将达到32平方米，全社会固定资产投资年均增长15%。11年，规划房地产开发投资和销售额分别增长15%，全社会固定资产投资增长20%；

其他工程：十二五期间要完成6个机场新建扩建工程，实施10个新港区建设，其中盘锦港等4个港口要力争形成亿吨大港能力。要完成三湾枢纽、锦凌水库、青山水库、猴山水库等水利工程。我们还要稳步推进核电、风电、光伏发电等项目建设。11年，实现沈阳、大连、丹东、锦州、营口和阜新机场新建扩建项目争取早日开工。红沿河核电二期、徐大堡核电一期、桓仁抽水蓄能项目开工建设，扎实做好渤海等输配电工程和新一轮农村电网升级改造。大力发展风电、太阳能光伏发电等清洁能源。继续推进大伙房水库输水应急入连工程、三湾枢纽、锦凌水库、青山水库等重点供水项目建设，开工建设长海县输水工程和猴山水库。

资料来源：第一创业证券研究所

2.3 未来水泥需求高速增长可保持

十一五期间，东北地区水泥产量保持了11.64%的复合增速，其中辽宁、吉林、黑龙江的复合增速分别为8.79%、9.8%、19.44%。而十二五期间，我们预计在东北地区在固定资产保持高速增长的情况下，随着基建投资的快速增长以及城镇化的推进，特别是，高铁、水利等水泥消耗量比较大的投资的力度加大，东北地区水泥需求在十二五期间仍可以保持8%左右的复合增速。而11、12年，随着四万亿项目的收尾，以及十二五开局，各项投资将会集中体现。从相关政府部门的投资规划情况来看，11年，东北地区的水泥需求有望启动，特别是公司的主要产能区吉林省，预计11年新开工建设9条高速公路、4条高铁、一条地铁，我们预计11年与12年东北地区的水泥需求可水泥需求有望保持高速增长。我们估计辽宁水泥需求增长率可以保持在10%左右，吉林预计可以保持在20%、黑龙江可以保持在25%的水平。



图 9: 东北三省固定资产投资增速

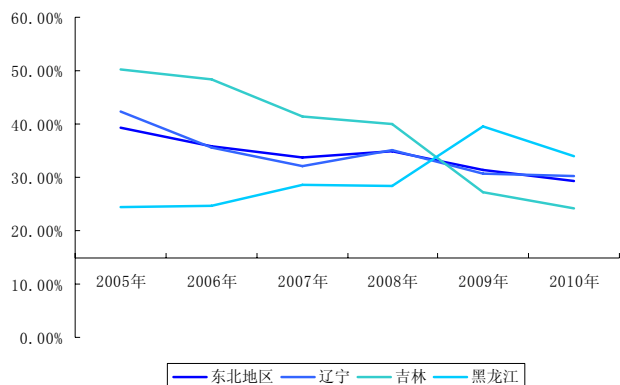
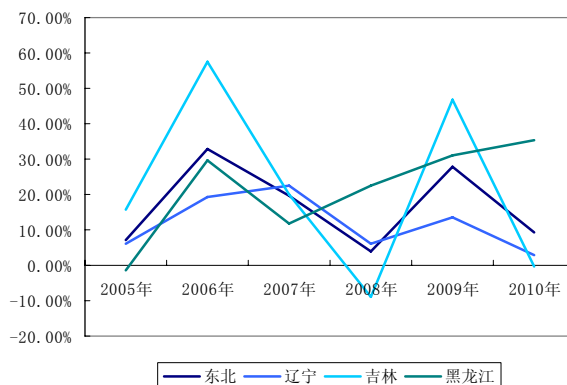


图 10: 东北三省水泥产量同比增速



资料来源: 国家统计局, 数字水泥

2.4 产能将步入负增长时代

受国家在 09 年 10 月出台的 38 号《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的影响, 东北地区近年新增生产线有限。从目前我们统计的生产线建设情况看, 11 年吉林省内仅有 1 条生产线投产、黑龙江省有 3 条线共 500 万吨的新增产能, 而辽宁没有新增生产线投产。而东北三省还存在着一定的落后产能需要淘汰, 为此, 随着国家落后产能政策的落实, 预计 12 年开始东北地区的水泥产能将全面开始进入负增长阶段。我们按照当年新增生产线平均第一年贡献产能 30%的比例计算, 我们认为 10 年与 11 年吉林、黑龙江、辽宁新投产生产线 11 年将比 10 年分别新增产能 272 万吨、433 万吨、536 万吨, 分别占该区域 10 年水泥产量 3975 万吨、3507 万吨、4777 万吨的 6.87%、12.34%、11.22%。若淘汰落后产能可以得到有效的落实, 东北三省 11 年新增产能将非常有限。

表 4: 东北三省新建水泥熟料生产线状况

10 年新增		水泥产能 (万吨)
辽宁	辽宁大鹰水泥集团二线	161
	北方水泥凌源市富源矿业有限公司	161
	大连金州建达水泥有限公司	40
	大连天瑞水泥有限公司三线	202
	辽宁锦州三鸽水泥有限公司	202
合计		766
吉林	吉林亚泰双阳水泥有限公司六线	202



	亚泰集团通化特水 4000t/d 项目	101
	合计	303
	西林钢铁集团浩良河水泥有限公司二线	202
黑龙江	黑龙江宾州水泥有限公司二线	202
	合计	404
11 年预计新增		水泥产能 (万吨)
吉林	河北冀东水泥	202
	合计	202
	亚泰集团	202
黑龙江	北方水泥	202
	黑龙江小岭水泥	101
	合计	505

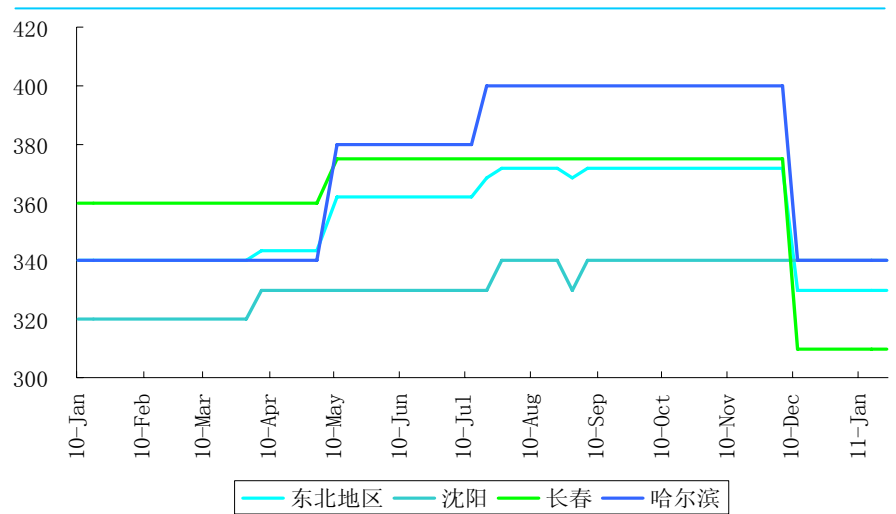
资料来源：数字水泥，第一创业证券研究所

2.5 预期价格上涨 盈利能力将大幅提升

10 年东北地区的水泥价格走势比较平稳，其中，辽宁 P.O42.5 水泥全年的均价为 333 元/吨，同比 09 年全年下降 7%，吉林均价为 362 元/吨，与 09 年持平，黑龙江全年均价 370 元/吨，比 09 年增长 5%。进入 11 年，由于新增供给有限，我们认为东北地区的水泥供求关系在需求开始启动的情况下，水泥价格存在着上涨的动力。而且，东北地区近年水泥行业集中度在不断提升，企业间话语权不断增强，对未来提升区域价格有很大的帮助。据我们了解，辽宁省水泥企业在辽宁省水泥协会的倡导下，将在 11 年实行限产保价措施。在这些因素作用下，我们认为东北三省未来价格上涨将成为大概率事件，尤其是黑龙江、吉林，价格未来有望保持 15% 左右或以上的上涨空间。而 12 年以后，东北区域几乎没有新增产能，而届时在需求保持增长的情况下，水泥价格有望大幅上涨，区域水泥盈利能大幅提升。

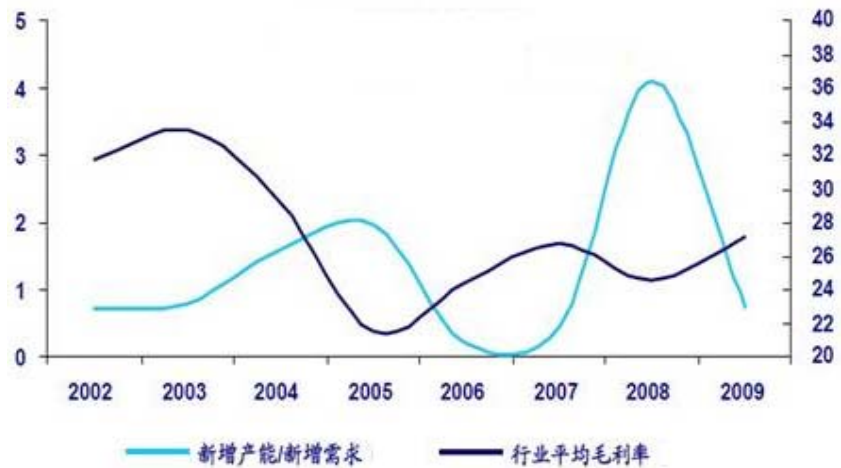


图 11: 东北三省水泥价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥

图 12: 水泥产业供需关系与行业毛利率对比



资料来源: 第一创业证券研究所

3 公司水泥业务盈利预测与估值

公司作为东北地区最大的水泥生产企业, 由于水泥产品质量有保证, 为



此，充分受益东北地区大型基建项目。公司目前已中标的项目有松原高铁、哈尔滨-齐齐哈尔高铁、南水北调、地下引水工程、抚顺水利工程等，正投标的大工程项目包括吉图晖高、哈尔滨-佳木斯高铁、沈阳-北京高铁等。2009年1月，公司将建材板块26%股权转让给CRH，成功引资21.32亿元人民币。公司当时在建与已建水泥产能为1013万吨，目前公司产能合计1758万吨，产能比09年初增长了73.54%。我们预计公司10、11、12年水泥与熟料外销量分别为1640万吨、2340万吨、2540万吨，均价分别为305元/吨、350元/吨、380元/吨。我们按照保守情况进行估计，对公司未来水泥业务的盈利预测情况如下：

表5：公司水泥业务盈利预测（单位：万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
销量(万吨)	1279	1640	2340	2540
价格(元/吨)	300	305	350	380
营业收入	383700	500200	819000	965200
营业成本	280101	385154	565110	637032
营业利润	103599	115046	253890	328168
毛利率	27.00%	23.00%	31.00%	34.00%
期间费用	80577	90036	155610	173736
利润总额	23022	25010	98280	154432
净利润	19039.19	18757.5	78624	123545.6
归属公司的净利润	14089	13880.55	58181.76	91423.74
EPS(元/股)	0.07	0.07	0.31	0.48

资料来源：第一创业证券研究所

据我们统计，06年以来，我国水泥行业的平均估值为30倍PE，目前我国水泥业务对应的10年的市盈率约为22倍。除此之外，我们对资本市场上各家研究机构对水泥板块主要上市公司的盈利预测进行了平均，并根据当前价格进行了相应估值计算。

考虑到公司的区域未来的景气度与成长性，以及目前水泥行业在近年行业估值中所处的位置，我们认为，公司对11年业绩的保守市盈率为20倍。除此之外，我们还根据主要水泥上市公司目前已有及在建设的产能情况，对当前主要水泥企业的吨市值进行了计算。主要如下：

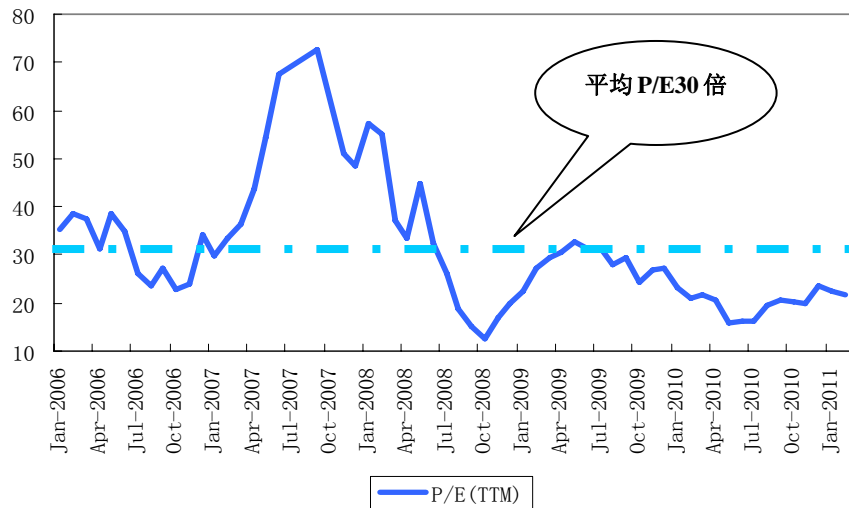


表 6: 主要水泥上市企业的盈利预测及评级

	价格	EPS			P/E			吨市值
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
海螺水泥	34.16	1.58	2.32	2.91	21.62	14.72	11.74	831
冀东水泥	26.5	1.2	1.57	1.98	22.08	16.88	13.38	563
天山股份	37.27	1.56	2.22	2.87	23.89	16.79	12.99	950
均值					22.53	16.13	12.70	781

资料来源: wind, 第一创业证券研究所

图 13: 我国水泥行业近年的动态市盈率估值



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所

我们分别对公司按照如下三种方法对水泥业务进行了估值: 1、以 CRH 购买公司 26% 股权时所出的价格, 同时, 考虑公司水泥产能增长因素, 对公司持有的水泥业务进行估值; 2、按照 11 年业绩对应的合理市盈率进行估值; 3、按照三家公司平均吨市值进行估值。具体估值情况如下:



表 7: 水泥业务估值

	CRH 方法	市盈率法	吨市值法
水泥业务市值	103 亿元	117 亿元	137 亿元

资料来源:第一创业证券研究所

三 水泥下游深加工业务

1 公司混凝土与骨料业务将成为公司发展的重点

近年,公司将向水泥下游深加工拓展作为重点发展方向之一,已经在哈尔滨、长春、沈阳分别建立了建材中心,分别生产预拌混凝土、骨料等产品。目前,公司已有(包括在建)的混凝土产能分别为哈尔滨年产 90 万立方米,长春年产 90 万立方米,沈建材为 60 万立方米。

目前,公司的混凝土业务刚刚处于起步阶段,根据公司未来的远景规划,未来 5 年,公司的商混与骨料年产量达到 3000 万立方米,预计将消耗公司水泥产能 1000 万吨。公司的混凝土业务,不但将成为公司未来新的利润增长点,而且会消耗公司内部水泥,对稳定公司水泥的价格,保持水泥的盈利有积极的作用,未来公司的混凝土业务将迈入快速发展轨道,预计年复合增长率可以达到 50%以上。

2 商混未来发展空间非常广阔

为了保护城市环境,提高混凝土质量,从 2003 年起我国在 124 个城市的城区禁止现场搅拌混凝土,这一政策促进了商品混凝土行业的发展。这使得北京、上海、广州、大连等市城区范围内混凝土商品化率已达 60%以上,但我国从整体上商品混凝土的使用比例仅为 20%,与发达国家 80%的混凝土商品化率相距甚远。由于现场搅拌混凝土严重影响环境质量,限制施工速度等原因,预期随着我国城市化和工业化进程的不断发



混凝土使用率将逐年提高。而从国外水泥生产的巨头的业务结构看，由于混凝土业务不但可以增加收入，而且可以消耗自身的水泥，为此混凝土在国外厂商的收入占比一般都很高。而国内水泥企业目前的商混业务都是处于起步阶段，未来无论从市场容量，还是自身发展来看，都有很大空间。

图 14: Lafarge09 年的收入结构

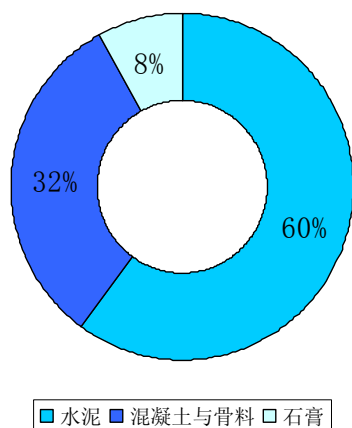
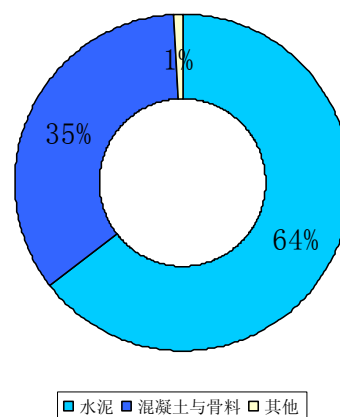


图 15: Heidelberg 09 年的收入结构



资料来源：第一创业证券研究所

3 公司混凝土业务的盈利预测与估值

我们预测公司的混凝土业务 10、11、12 年的生产量分别可达 70 万立方、160 万立方、240 万立方。目前公司混凝土的出厂价格预计为 340 元/立方，公司持有混凝土业务的股权为 74%。我们对公司混凝土业务的盈利预测情况如下：

表 8：公司混凝土业务盈利预测（单位：万元）

	2010E	2011E	2012E
销量(万立方米)	70	160	240
价格(元/立方米)	340	360	360
营业收入	23800	57600	86400
营业成本	19040	46080	69120
营业利润	4760	11520	17280
毛利率	0.2	0.2	0.2



期间费用	4284	10368	15552
利润总额	476	1152	1728
净利润	380.8	921.6	1382.4
归属股东的净利润	281.792	681.984	1022.976
EPS(元/股)	0.001	0.004	0.005

资料来源：第一创业证券研究所

目前，国内唯一一家以混凝土为主营业务的西部建设，当前动态市盈率为 36 倍。而公司混凝土业务正处于快速成长的轨道，未来成长性有望超预期，为此，我们认为公司水泥业务的 11 年的市盈率至少可以给到 30 倍。我们认为此项业务的市值至少可以达 2.27 亿元。

四 房地产业务

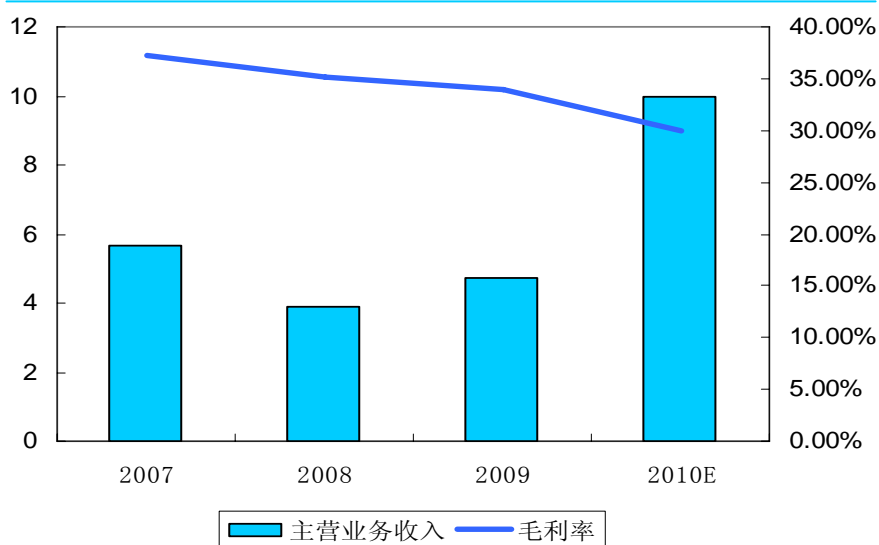
1 为吉林省最大的房地产开发企业

公司目前是吉林省最大的房地产开发公司之一，累计竣工面积超过 300 万平方米，开发项目涉及住宅、商业地产、旅游地产等多个领域，是东北地区知名房地产开发企业。公司 09 年地产开发区域涵盖长春、松原、南京、海南等地，同时开发项目共 5 个，实现销售收入 4.73 亿元，毛利率达 33.94%，约占公司总主营业务收入的 8%。

10 年公司开发的项目主要有 3 个，包括长春桂花苑、松原项目、南京先锋青年公寓，预计全年完成结算面积 15 万平方米，其中不包括樱花苑尾盘项目。我们预测公司地产业务全年可以实现销售收入 9.3 亿元，预计毛利率全年可以达到 30%。公司 10 年的地产项目毛利率同比 09 年略下降的主要原因是公司南京青年先锋公寓项目前期拿地成本较高以及公司松原项目前期配套项目投入过大导致的成本过高造成。



图 16: 公司近年房地产销售额及毛利 (单位: 亿元/%)



资料来源: 公司公告

2 地产业绩 11 年预计爆发式增长

公司 11 年主要计划开发的项目预计有 5 个, 其中桂花苑、松原、梧桐公馆、沈北新区 11 年预计可结算 35 万平方米, 而 13 万平方米的天津 CBD 项目也将于今年开发, 我们预计今年可结算 5 万平方米。目前, 长春市的房地产均价为 6500 元/平方米, 同比去年均价上涨近 1000 元/平方米。而公司在松原地区的地产项目由于定位高端, 目前价格较高, 且一直在上涨, 目前已经达到 4100 元/平方米左右。公司天津响螺湾地区的项目为 CBD 办公楼项目, 目前均价较高, 在 1.5 万元/平方米左右。从我们去当地了解情况看, 长春地区目前的住房需求仍以刚性需求为主, 为此我们认为未来该地区的价格下行的空间有限, 上行的概率较大。公司目前主要地产项目为前期拿地, 拿地成本较低, 为此, 随着公司价格今年的上涨, 以及松原项目恢复正常的毛利区间, 我们认为公司今年的毛利率有将快速回升, 可能达到 40%。

12 年后, 公司仍将有 158 万平米的地产项目储备可开发, 同时, 公司还有占地 25 万平方米的长春亚泰未来村项目、天津地区的军工地产项目在洽谈中以及 12 平方公里的莲花山项目储备, 其中莲花山项目公司预计将开发成集度假与旅游一体的大型旅游度假村。公司目前的所有项目储备, 仍可以支



持公司房地产业务在 12 年以后保持稳定的盈利能力。

表 9: 公司 11 年主要开发项目与项目储备 (单位: 万平方米)

项目名称	地点	开发类型	占地面积	开发面积	11 年 (结算)	12 年以后
长春桂花苑	吉林长春	住宅		25	9	10
松原项目	吉林松原	住宅		31	9	16
梧桐公馆项目	吉林长春	住宅	15	40	8	32
沈北新区	辽宁沈阳	住宅	50	116	9	105
天津 CBD 项目	天津	办公楼	4.7	13	5	8
亚泰未来村项目	吉林长春	住宅	25	40		40
莲花山项目	吉林长春	休闲度假村	1200			1200
合计					40	1425

资料来源: 第一创业证券研究所

3 房地产业务盈利预测与估值

根据公司目前的开发规划以及目前各地的房价, 我们对公司 11 年、12 年的房地产业务的营业收入、盈利情况预测如下:

表 10: 公司 11、12 年主要项目结算面积与收入预测 (单位: 万元)

项目名称	面积	10 年		11 年			12 年		
		售价	收入	面积	售价	收入	面积	售价	收入
长春桂花苑	6	5400	32400	9	6200	55800	10	6200	62000
松原项目	6	3600	21600	9	4000	36000	16	4000	64000
南京先锋公寓	3	13000	39000						
梧桐公馆项目				8	6200	49600	16	6200	99200
沈北新区				9	3000	27000	30	3000	90000
天津 CBD 项目				5	13000	65000	8	13000	104000
亚泰未来村							10	6000	60000
莲花山项目									
合计			93000	40		233400	90		479200

(注释: 面积为当年结算面积 (单位: 万平方米), 售价 (单位: 元/平方米) 根据公司当地当前价格进行的估算)

资料来源: 第一创业证券研究所



表 11: 公司房地产业务的盈利预测 (单位: 万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	47291	93000	233400	479200
营业成本	31212.06	65100	151710	325856
营业利润	16078.94	27900	81690	153344
毛利率	34.00%	30.00%	35.00%	32.00%
期间费用	9931.11	18600	46680	86256
利润总额	6147.83	9300	35010	67088
净利润	5084.25541	7440	26257.5	50316
EPS (元/股)	0.03	0.04	0.14	0.27

资料来源: 第一创业证券研究所

目前, A 股市场房地产行业平均的动态市盈率为 20 倍, 我们按公司 11 年的市盈率为 11 倍计算, 公司房地产的市值为 30 亿元。同时, 我们按照 10% 的贴现率, 对公司房地产业务进行 NAV 增加值计算, 计算得出公司的 NAV 增加值为 18 亿元。为此, 我们保守估计公司地产业务的价值为 20 亿元。

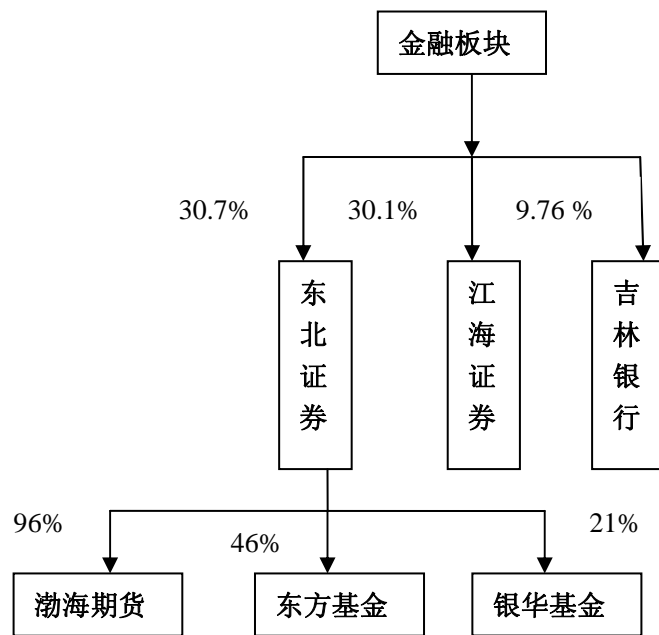
五 金融股权

1 金融股权为公司近年主要利润来源之一

目前, 亚泰集团控股与参股的金融企业包括以下三家: 东北证券、江海证券、吉林银行。其中, 公司持有东北证券股权的 30.7%, 为东北证券的第一大股东。持有江海证券的 30.1%, 为其第二大股东。公司目前持有吉林银行 5.21 亿股, 目前占吉林银行总股本的 1.21%。公司受让吉林亚泰生物药业股份有限公司持有的吉林银行 1.21 亿股股本的事宜仍在审批中, 受让完成后公司合计持有吉林银行 6.42 亿股本。



图 17: 公司金融板块的股权结构



资料来源：公司公告，第一创业研究所

东北证券：公司为东北地区最大证券公司，截止 10 年年末，预计公司净资产达 34.59 亿元，全年将实现净利润 5.3 亿元，截止 2 月 15 日，公司的总市值为 155 亿元。东北证券 07、08、09 年为公司贡献的投资收益为 3.42 亿元、1.26 亿元、2.8 亿元。10 年，我们预计将为公司带来投资收益 1.6 亿元。

江海证券：公司为黑龙江省内唯一一家法人证券公司，公司现有营业网点 40 多家，具有证券经纪、投资咨询、券自营、承销、投资基金代销等业务资格。公司目前的总股本为 13.6 亿股，净资产 24.5 亿元，预计 10 年公司可实现净利润 1.6 亿元，可为公司带来 0.48 亿元的投资收益。

吉林银行：公司为吉林省最大股份制商业银行，截至 2010 年 9 月末，全行资产规模达 1449 亿元，各项存款余额达 1118 亿元，各项贷款余额为 750 亿元，资本充足率为 11.8%，拨备覆盖率达 192%，不良贷款率为 1.23%，成立至今累计实现净利润近 28 亿元，资产规模和盈利能力已跻身全国城商行前列。吉林银行每年的盈利增长率可以保持在 30%左右，吉林银行的每股净资产为 1.5 元，预计 10 年全年可以实现净利润 11 亿，按照目前 65.67 亿的股本测算，每股收益可达 0.17 元，同比 09 年预计增长 33%，预计 10 年为公司带来 0.87 亿元。公司目前正策划相关上市融资事项，若 11 年公司上市成功，将为公司带来资产升值。

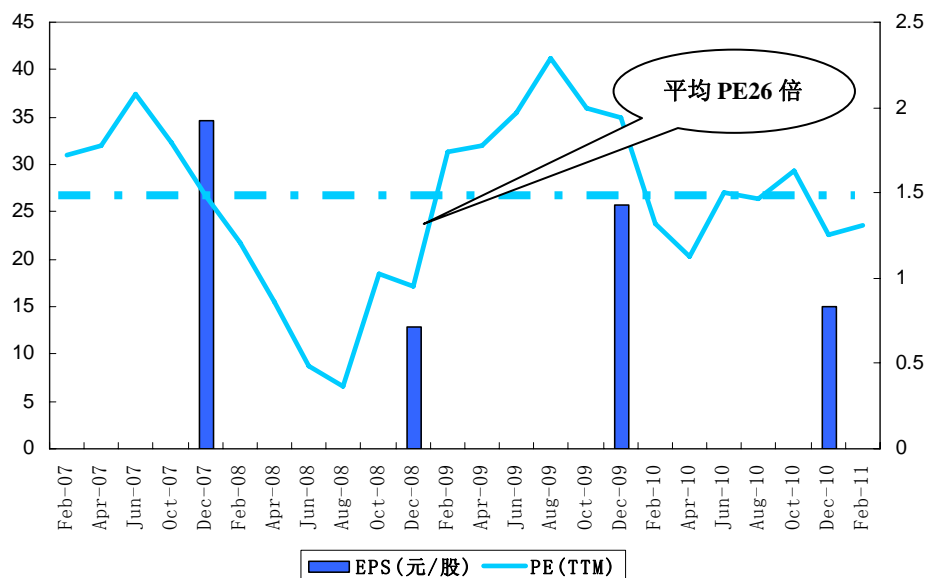


2、金融股权估值

目前A股市场证券公司的平均动态市盈率为25倍，而东北证券目前的市盈率为23倍，与其历史平均26倍的动态市盈率相比略低。目前，东北证券公司的市值为144亿元，对应公司的股权市值为43亿元。除去2008年金融危机特殊时期，公司目前的市盈率处于相对低点。2011年，随着证券行业的不利因素逐步消退，长期来看证券行业仍处于发展的前期，未来成长的空间十分巨大。在宏观经济形势仍呈较好局面的前提下，行业景气度将不断上升。为此，公司的估值目前处于比较安全的边际，未来预计还有一定的上升空间。

我们预计江海证券10年的每股收益为0.12元，每股净资产为1.8元。目前证券行业的平均动态市盈率为25倍，市净率为2.85倍。考虑到公司的规模与盈利能力，我们给予公司10年20倍市盈率与2.2倍市净率，对应的江海证券市值分别为33亿元与54亿元，而对应公司的股权市值为10亿与16亿。我们取两种方法的中间值估计公司的市值为44亿元，保守估计对应公司持有的股权市值为13亿元。

图 18：东北证券的近年动态市盈率及公司的 EPS（单位：元/股）



资料来源：Wind

目前，我国银行业的平均动态市盈率与动态市净率为 9.79 倍与 1.82



倍，而城商行中的南京银行目前的平均市盈率与市净率为 13 倍与 2.3 倍。南京银行资产规模为公司的 1.4 倍。作为城商行，公司目前每年保持着 30% 以上的盈利增长，高于我国银行业 3 年平均 20% 的增长率水平，处于快速发展阶段。为此，我们认为，公司的合理估值应该高于整个银行业平均水平，我们取银行业与南京银行估值的中间值，作为吉林银行的合理市盈率与市净率，对应数值分别为 11 倍与 2 倍，对应吉林银行的市值分别为 123 亿元与 197 亿元，对应公司股权市值为 12 亿与 19 亿。我们同样取两种估值的中间值，作为公司合理的价值，对应吉林银行的市值为 160 亿元，对应公司股权部分的市值为 15 亿元。

六 煤炭、商贸、医药、及其他业务

1 煤炭业务

1.1 公司煤炭储量丰富 赢利能力强

公司的煤炭产业位于黑龙江省双鸭山市，目前公司的煤炭储备达 5000 万吨。公司煤炭年生产能力 90 万吨，随着公司三号井的投产，预计 11 年底生产能力将达到 120 万吨。09 年公司产煤为 79 万吨，10 年预计 85 万吨。目前，公司的煤炭都是发热量在 5500 大卡/吨以上的优质煤炭，公司的煤炭业务可以满足 40% 的内部需求，较好的为公司水泥业务抵制了煤炭价格上涨带来的成本上涨风险。我们预计公司 10 年煤炭业务可以实现销售收入 4.5 亿元，预计将为公司带来净利润 0.85 亿元。进入 11 年，随着国内经济的增长，煤炭下游需求仍将会继续增长，而我们认为在运输瓶颈等因素的限制，未来煤炭供给预计仍将会偏紧。从煤炭目前的价格上看，目前双鸭山动力煤坑口价已达到 580 元/吨，为此我们认为，11 年相对于 10 年仍有上涨空间。

1.2 公司煤炭业务盈利预测与估值

目前，煤炭行业的动态市盈率为 20 倍，考虑到公司煤炭储备丰富，且盈利能力较强，我们保守给予公司煤炭板块业务 11 年 12 倍 PE，对应的市值为 15 亿元。



表 12: 公司煤炭业务盈利预测 (单位: 万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
产量(万吨)	79	85	95	120
价格(元/吨)	440	500	580	580
营业收入	34760	42500	55100	69600
营业成本	19118	23375	27550	34800
营业利润	15642	19125	27550	34800
毛利率	45.00%	45.00%	50.00%	50.00%
期间费用	7299.6	7650	11020	12528
利润总额	8342.4	11475	16530	22272
净利润	6256.8	8606.25	13224	17817.6
EPS(元/股)	0.03	0.05	0.07	0.09

资料来源: 第一创业证券研究所

2 医药业务

2.1 两家制药公司 一家医药连锁

公司目前医药板块主要包括明星制药与亚泰制药两家制药公司以及吉林大药房一家医药连锁商贸企业。公司医药板块自 08 年以来保持 30% 的年均增速, 毛利率水平一直超过 40%, 09 年公司实现 3.93 亿元的销售收入, 10 年预计可实现销售收入 5 亿元。其中, 亚泰制药与大药房盈利能力较强, 预计 11 年可以为公司带来净利润 4000 万元左右。公司亚泰制药的主导产品参一胶囊目前销售状况良好, 一直保持在 30% 以上年均销量增速, 保持着 80% 以上毛利率。而大药房在吉林省内实行加盟制, 扩张速度, 未来有望继续保持高增长。我们预计未来几年公司医药业务仍可以保持在 20% 以上的年均增速。公司拟将此块业务资产证券化, 或打包到其他上市公司进行上市, 未来, 如若成功, 将给公司带来可观的资产增值收益。

表 13: 公司医药企业介绍

公司	简介
明星制药	明星制药产品共涵盖心脑血管系统用药、呼吸系统抗感冒及止咳平喘用药、消化系统用药等七大系列 74 个品种, 其中麝香心脑乐片、速感宁胶囊、醒脑再造胶囊、回春胶囊、痰咳清片、养阴镇静片、降压平片、胃炎宁颗粒八个品种为国家中药保护品种。



亚泰制药

公司主导产品为人参皂甙Rg3及其制剂参一胶囊，该药是经国家药品监督管理局于2001年批准的中药一类单体抗癌新药，是由公司自行研究开发并拥有完全自主知识产权的一类中药单体抗癌新药，该药市场前景十分广阔。人参皂甙Rg3系列产品的开发被国家确定为中药现代化、国际化重点项目。二00六年、二00七年、二00八年参一胶囊连续三年被列入《NCCN非小细胞肺癌临床实践指南（中国版）》一线用药。该药目前在国内除海南和西藏外的30个省、直辖市的二级以上医院均有销售，并在山东、吉林、辽宁、江苏、天津、宁夏六个省区进入省级医保，在吉林、山东地区进入新型农村合作医疗基本药物目录。

吉林大药房

吉林大药房目前为吉林省内最大医药连锁企业，主要零售网点有长春、吉林、通化、四平等地。目前直营店有210家左右，加盟店200家。

资料来源：公司公告

2.2 医药业务盈利预测与估值

目前，整个医药生物板块的动态市盈率为41倍，中药板块的动态市盈率为47倍，医疗服务为97倍。稳妥起见，我们给予公司10年23倍的市盈率，对应的市值为8.5亿元。

表 14：公司医药业务盈利预测（单位：万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	39300	50000	60000	72000
营业成本	22794	28000	34800	41760
营业利润	16506	22000	25200	30240
毛利率	0.42	0.44	0.42	0.42
期间费用	9039	12000	13200	15840
利润总额	7467	10000	12000	14400
净利润	6175	7200	9000	11520
归属股东净利润	3396	3960	4950	6336
EPS（元/股）	0.02	0.02	0.03	0.03

资料来源：第一创业证券研究所

3 商贸及其他业务

公司除了上述业务之外，还包括商贸、热力、建筑、物业等业务。近年来，公司其他业务的收入保持了稳定增长。其中公司的商贸业务包括亚泰饭店、亚泰超市、龙达宾馆、亚泰国际俱乐部、北京亚泰饭店、亚泰富苑购物



中心六家企业。近年公司商贸业务快速发展，其中 08 年公司的商贸业务实现收入 2.84 亿元，毛利率 27.81%；09 年公司的商贸业务实现 6.94 亿元，毛利率 22.31%；10 年预计可以实现销售收入 8.4 亿元。亚泰热力 08 年实现营业收入 2.33 亿元，毛利率 17.79%；09 年实现 2.68 亿元，毛利率达 15.64%；10 年我们预计公司可以实现 3.1 亿元的销售收入。除此之外，公司还包括建筑、装饰、环境、物业等业务，主要是为公司房地产产业配套。公司的商贸、热力、以及其他业务，经营稳定，从其近年的发展情况看，随着自身稳定发展，预计未来几年可以保持年均 15% 的增长速度。

表 15：公司近年房地产销售额及毛利（单位：亿元/%）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	100700	120800	138920	159758
营业成本	79426	94496	107663	123812.45
营业利润	21274	26304	31257	35945.55
毛利率	21.13%	21.77%	22.50%	22.50%
期间费用	21147	24764	27784	31951.6
利润总额	127	1540	3473	3993.95
净利润	105.029	1155	2604.75	3195.16
EPS（元/股）	0.00	0.01	0.01	0.02

资料来源：第一创业证券研究所

目前，商业零售的平均动态市盈率为 40 倍。考虑到公司商贸业务及其它业务的稳定盈利水平，大量的固定资产存量，以及稳定的发展步伐，我们给予公司商贸、集热等其他业务按 11 年 30 倍市盈率计算，得出的市值为 6 亿元。

七 股权激励促进公司业绩增长

公司于 2009 年发布了中长期资金股权激励计划，实施周期为 5 年，激励对象为中高层管理人员。按照该激励计划，公司年度加权平均净资产收益率（扣除非经常性损益后）达到 10% 的情况下，提取中长期激励基金 3,000 万元。在满足净资产收益率要求的情况下，年度净利润增长率达到 10%，则在提取 3,000 万元激励基金的基础上，对增长 10% 以上的净利润，按照以下比例额外提取激励基金，但上限不超过当年净利润的 10%：



表 16: 公司股权激励计划方案

净利润增长率	相应净利润增加额的提取比例
10% < 净利润增长率 < 30%	5%
30% < 净利润增长率 < 50%	7%
净利润增长率 > 50%	9%

资料来源: 公司公告

截至 10 年 3 季度末, 公司的净资产为 71.82 亿元, 若达到 10% 的净资产收益率, 公司需要 8 亿元的净利润。我们认为该计划的实施, 将有效的促进公司管理人员对公司加强管理, 促进公司业绩增长。

八 公司盈利预测及评级

综上所述, 我们对公司各业务的合理价值进行了估计, 我们将各业务的估值加总, 可以得到公司整体估值。由于我们对水泥业务、房地产、金融股权采取了不同的估值方法, 我们取各种方法的最大与最小值, 得出了公司整体业务的以下估值:

表 17: 公司估值

	稳健估值一	稳健估值二
水泥与混凝土市值	105	139
房地产业务市值	20	30
金融股权市值	71	78
煤炭市值	15	15
医药市值	8.5	8.5
商贸及其他市值	6	6
市值合计	225.5	276.5
对应的股价	11.93	14.52
对应现价的折价幅度	67%	100%

资料来源: 第一创业证券研究所

其中, 稳健估值一, 是我们把公司的水泥业务按照 CRH 入股公司水泥业务的成本法计算, 房地产业务按照市盈率法计算、金融股权中江海证券与吉林银行按照市盈率与市净率估值平均法计算; 稳健估值二, 是我们把水泥业务按照



目前市场平均吨市值计算，房地产业务按照我们对公司地产业务进行的 AV 计算、金融股权中江海证券与吉林银行按照市净率估值计算。其中，我们认为按照方法一对公司所做的估值相当于 CRH 进驻公司的成本价，具有很高的安全边际。而方法二，为我们按照目前 A 股对相应资产的定价对公司进行的保守估值。通过估值，我们认为公司的合理市值为 225.5 亿元到 276.5 亿元，公司合理的股价区间至少为 11.93-14.52 元，对应目前价格涨幅至少为 66%—100%，为此，我们给予公司“强烈推荐”评级。

据我们预测，公司 10 年、11 年、12 年分别可以实现净利润 5.62、12.96、19.31 亿元，每股收益分别为 0.3、0.68、1.02 元，对应 2 月 22 日收盘价 7.15 元的市盈率分别为 23.83、10.51、7.00。公司 07 年以来历史平均市盈率为 47 倍，考虑到公司 11 年较好的业绩成长性，我们认为可以给予公司 11 年 18-22 倍的市盈率。

股价上涨驱动因素：

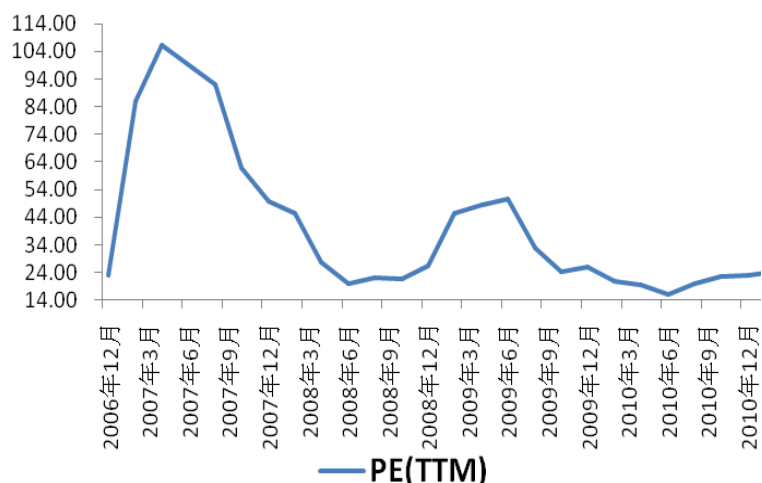
- 1、 随着东北地区施工季节的到来，水泥价格大幅上涨；
- 2、 公司业绩大幅上涨；
- 3、 房地产价格继续上涨；
- 4、 证券行业业绩超预期。

风险提示：

- 1、 东北地区水泥价格上涨幅度小；
- 2、 房地产价格大幅下降；
- 3、 A 股持续低迷。

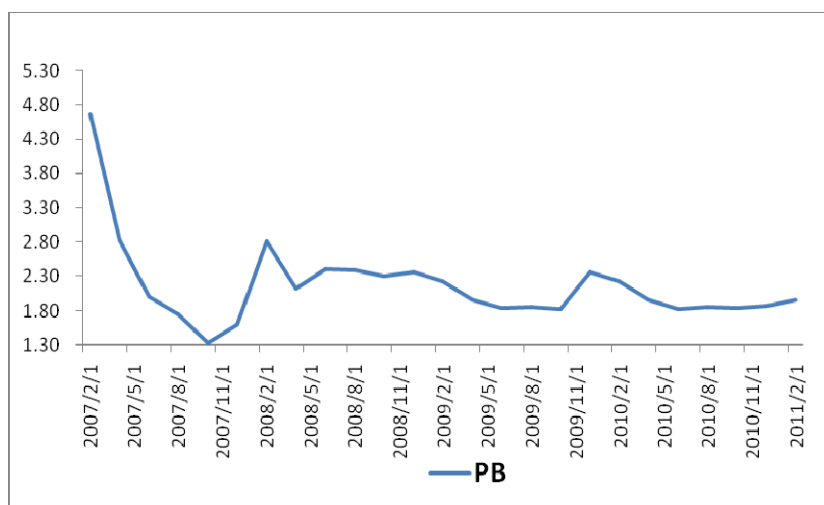


图 19: 公司近年 PE 的走势



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所

图 20: 公司近年 PB 的走势



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7272	13895	24628	30740	营业收入	6121	8303	13040	18009
现金	2457	13895	24628	30740	营业成本	4348	6142	8930	12169
应收账款	238	0	0	0	营业税金及附加	133	176	279	385
其他应收款	378	0	0	0	营业费用	363	475	813	1090
预付账款	1687	0	0	0	管理费用	473	549	857	1044
存货	2465	0	0	0	财务费用	273	462	593	700
其他流动资产	48	0	0	0	资产减值损失	19	0	0	0
非流动资产	11789	7936	7514	7086	公允价值变动收				
长期投资	2566	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	7019	6945	6677	6327	投资净收益	359	294	353	423
无形资产	646	646	646	646	营业利润	870	793	1920	3045
其他非流动资					营业外收入	234	0	0	0
产	1558	345	191	112	营业外支出	53	0	0	0
资产总计	19061	21832	32142	37826	利润总额	1051	793	1920	3045
流动负债	8968	11642	19912	22792	所得税	182	142	379	741
短期借款	4865	11642	19912	22792	净利润	869	651	1541	2304
应付账款	1111	0	0	0	少数股东损益	123	89	245	373
其他流动负债	2992	0	0	0	归属母公司净利润	746	562	1296	1931
非流动负债	2124	1759	2259	2759	EBITDA	1515	1665	2935	4173
长期借款	1559	1759	2259	2759	EPS (元)	0.39	0.30	0.68	1.02
其他非流动负									
债	565	0	0	0					
负债合计	11092	13401	22171	25550					
少数股东权益	981	1070	1315	1688					
股本	1895	1895	1895	1895					
资本公积	3455	3455	3455	3455					
留存收益	1624	1997	3292	5223					
归属母公司股东权益	6988	7361	8657	10587					
负债和股东权益	19061	21832	32142	37826					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	614	2093	2206	3012	成长能力				
净利润	869	651	1541	2304	营业收入	35.8%	35.6%	57.1%	38.1%
折旧摊销	372	409	422	429	营业利润	208.6%	-8.8%	142.2%	58.6%
财务费用	273	462	593	700	归属于母公司净利润	129.5%	-24.7%	130.7%	49.0%
投资损失	-359	-294	-353	-423	获利能力				
营运资金变动	-656	958	3	3	毛利率(%)	29.0%	26.0%	31.5%	32.4%
其他经营现金					净利率(%)	12.2%	6.8%	9.9%	10.7%
流	114	-94	0	0	ROE(%)	10.7%	7.6%	15.0%	18.2%
投资活动现金流	-979	3720	350	420	ROIC(%)	10.0%	13.0%	26.8%	40.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.2%	61.4%	69.0%	67.5%
					净负债比率(%)	64.19%	100.00%	100.00%	100.00%
					流动比率	0.81	1.19	1.24	1.35
					速动比率	0.54	1.19	1.24	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.41	0.48	0.51



资本支出	1180	-0	0	0	应收账款周转率	21	59	-	-
长期投资	1180	-3171	0	0	应付账款周转率	4.04	11.05	-	-
其他投资现金流									
流	1382	549	350	420	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1355	5625	8177	2680	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.30	0.68	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	1.10	1.16	1.59
短期借款	1144	6777	8270	2880	每股净资产(最新摊薄)	3.69	3.88	4.57	5.59
长期借款	-477	200	500	500	估值比率				
普通股增加	632	0	0	0	P/E	18.16	24.11	10.45	7.02
资本公积增加	1042	0	0	0	P/B	1.94	1.84	1.56	1.28
其他筹资现金流					EV/EBITDA	11	10	5	4
流	-985	-1352	-593	-700					
现金净增加额	989	11439	10733	6112					

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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

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