

2010-01-05

房地产经营公司

海印股份 000861.SZ

产品高毛利 业绩高增长

- ◇ 调研地点：广州
◇ 拜访对象：海印股份高管层

◆造纸用高岭土是稀缺资源，公司拥资源者为王：

目前全球高岭土年总产量约为 5000 万吨，其中加工高岭土约为 3500 万吨。长期以来，世界一些发达国家高岭土的消费在稳定增长，尤其是造纸填料级高岭土在世界范围内短缺。

在中国，高岭土绝大多数为管状高岭土，粘度大，不能用于造纸涂布，只有广东茂名、广西北海、河北沙河的高岭土资源可以开发用于造纸涂料，资源十分宝贵。中国高岭土的总消费量约 600 万吨，其中造纸用涂布级高岭土的需求约 50~60 万吨，每年仍需从国外进口约 40 万吨。

最近国办发通知要求对耐火粘土萤石开采生产进行控制，这将有利于规范耐火粘土行业的规范开采和应用，提高耐火粘土的长期价值，利好掌握资源的规模企业。

而公司已在茂名和北海获得大量资源，是国内产品品质最好，规模最大的造纸高岭土供应商。预计随着北海 1 期 30 万吨/年高岭土项目（其中 10 万吨/年造纸高岭土，规模同茂名工厂一样）于 2010 年 5 月达产，预计能年新增净利约 3250 万元。

◆商业运营模式将不断复制，高速增长可期：

公司的商业运营主要有 4 种形式：主题商场、专业批发、购物中心、城市综合体。目前自有和租用的比例为 3: 7，未来将提高到 5: 5。目前公司 12 家主题商场的经营面积约 15.7 万平方，毛利率高达 70%，净利润约 1.4 亿。随着 1 万平方总数码港的收购，5.83 万平方中华广场的租用，海印又一城 25 万平方物业的逐步完成，公司商业运营板块的利润将迎来高速增长。

预计公司将在广州不断复制这些成功的商业模式，从而带来经营面积的不断增加以及利润的高速增长。考虑到公司的既往成功经验，我们看好公司该板块的发展。

◆炭黑业务处于盈亏平衡附近，未来可能剥离：

公司炭黑产能约 6 万吨，销量 5 万吨。由于同原料商和客户的谈判能力有限，目前炭黑业务处于盈亏平衡附近，未来有可能剥离。

◆首次给予“买入”评级：

我们预计公司 09、10、11 年每股收益分别为 0.30、0.57 和 0.87 元，考虑到公司商业模式独特，占有的高岭土矿是稀缺资源，首次给予公司“买入”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	413	845	907	1,266	1,701
营业收入增长率	18.75%	104.81%	7.31%	39.67%	34.28%
净利润（百万元）	29	143	147	282	428
净利润增长率	68.49%	390.26%	2.58%	92.23%	51.51%
EPS（元）	0.06	0.29	0.30	0.57	0.87
ROE	10.29%	20.18%	17.40%	25.60%	28.62%
P/E	222	45	44	23	15
P/B	6	5	8	8	6
EV/EBITDA	75	23	26	14	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次给予

买入

当前价格	13.18 元
目标价格	18.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

程磊 张力扬 高峰

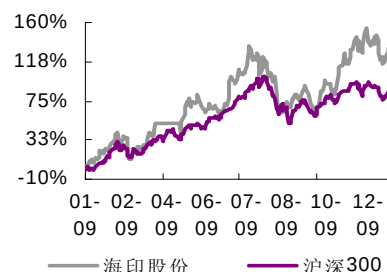
22169157

chenglei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	492
总市值(百万元)	6,487
流通比例(%)	30.30%
12 个月最高/最低(元)	13.84/6.30
近 3 月日均成交量(百万股)	7.26
主要股东	广州海印实业集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.69	33.86	55.97
绝对收益	-5.24	51.51	150.45

相关报告：

附录：

高岭土行业简介

1、高岭土需求持续增长

世界高岭土的需求将持续增长：高岭土的下游消费行业如造纸、陶瓷、耐火材料、建筑、涂料、橡胶、塑料、农业和化学工业等部门的需求将继续有所增加。由于各国资源条件及工业发达程度的差异，其高岭土的应用结构区别较大，如英、美、日等国家 50% 以上高岭土都用于造纸工业。

我们预计全球高岭土的需求约 5000 万吨，国内高岭土的需求约 600 万吨。

2、世界高岭土生产被美国、英国、巴西等地区公司垄断，价格也较稳定

世界上高岭土资源主要集中在欧洲、北美洲、亚洲和大洋洲。目前全世界高岭土的探明储量约 242.3 亿吨。储量较大的地区有美国佐治亚州、巴西的亚马逊盆地、英国的康沃尔和德文郡，中国的广东、福建、广西、江西和江苏等；此外，还有独联体国家、德国和韩国等，上述国家总储量约占世界总储量的 68%。

世界高岭土的生产主要被美国、英国和巴西等地区公司所垄断。由于生产垄断，高岭土的价格较稳定，相关公司能获得较高的毛利率。

3、在国内，造纸用高岭土是稀缺资源

长期以来，世界一些发达国家高岭土的消费在稳定增长，尤其是造纸填料级高岭土在世界范围内短缺。

在中国，非煤系高岭土与煤系高岭土（煤系高岭土适合于生产煅烧高岭土）绝大多数为管状高岭土，粘度大，不能用于造纸涂布，只有广东茂名、广西北海、河北沙河的高岭土资源可以开发用于造纸涂料，资源十分宝贵。

图表1：造纸用和高档陶瓷用高岭土较稀缺

高岭土区域分布情况

用途	地区	代表公司
造纸用高岭土	广东茂名、广西北海、河北沙河	海印股份
高档陶瓷用高岭土	福建龙岩	龙岩高岭土
普通陶瓷及地砖用高岭土	较多	

资料来源：光大证券研究所

海印股份拥有优质高岭土资源储量分别为：茂名公司约 1500 万吨，北海公司约 6071 万吨。

4、造纸用高岭土能被碳酸钙部分替代，目前已稳定

从 20 世纪 80 年代开始，随着造纸工艺的改进，碳酸钙对高岭土在造纸上的应用是一个挑战。重钙(天然磨细碳酸钙)流变性较好，轻钙(合成碳酸钙)不透明度好和白度高，大量用于造纸填、涂料。过去在造纸涂料颜料中碳酸钙用量约 30%。欧洲和北美的纸厂已纷纷改进工艺，采用碳酸钙作颜料。

由于高光泽等特性，因而碳酸钙无法全部替代高岭土，高岭土仍将是造纸的主要颜料之一。目前，高岭土用量比例已经稳定在 30%~35% 左右，而碳酸钙用量约 60%。

5、国内造纸用高岭土面临的是进口替代问题

图表2： 涂布纸及白纸板的产量逐步增加带来了高岭土的用量逐步增加

国内纸及使用高岭土纸的产量 单位：万吨

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
纸总产量	3050	3200	3780	4300	4950	5600	6500	7350	7980
涂布纸	110	130	180	240	300	365	460	510	550
涂布白板纸	200	250	430	510	630	755	900	1000	1070

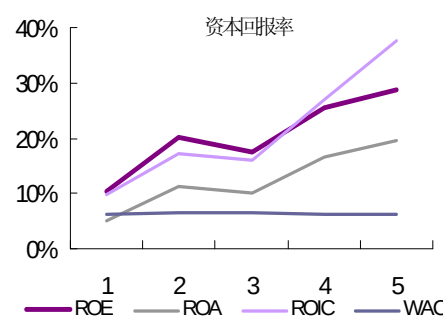
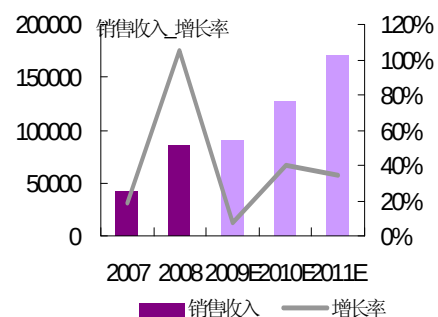
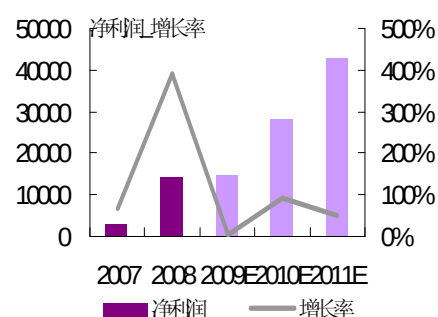
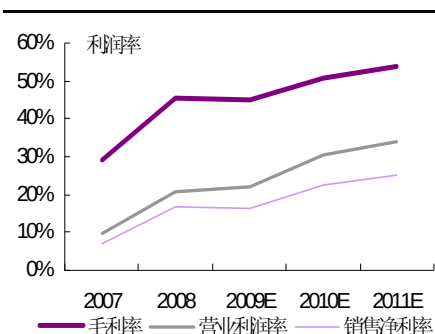
资料来源：光大证券研究所

我们涂布纸及涂布白板纸的产量约 1600 万吨，对应造纸用涂布级高岭土的需求约 50~60 万吨，每年仍需从国外进口约 40 万吨。目前国内仅茂名地区的几家企业能生产造纸用高岭土，而且仅海印股份能达到高档用纸的要求。海印的相关产品已经进入晨鸣、芬欧等主流纸厂，并出口欧盟。

6、国家将加大对高岭土行业的开采控制，利好资源型规模企业

最近国办发通知要求对耐火粘土萤石开采生产进行控制。由于高岭土属于耐火粘土的一种，这将有利于规范高岭土行业的规范开采和应用，提升高岭土的长期价值，利好掌握资源的规模企业。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	413	845	907	1,266	1,701
营业成本	292	460	500	626	788
EBITDA	74	247	261	449	649
折旧和摊销	24	46	41	46	54
销售费用	32	40	43	60	80
管理费用	30	104	112	128	172
财务费用	11	27	21	20	15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	40	174	199	383	580
利润总额	40	175	199	383	580
少数股东损益	12	14	16	21	28
归属母公司净利润	29.22	143.25	146.96	282.49	427.99

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	567	1,265	1,453	1,714	2,192
流动资产	253	270	406	599	1,014
货币资金	30	61	181	298	619
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	101	108	114	160	214
应收票据	41	12	13	18	24
其他应收款	16	29	31	43	58
存货	50	35	39	48	60
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	289	381	446	518	585
无形资产	10	114	108	103	98
总负债	283	555	609	611	697
无息负债	107	212	234	300	386
有息负债	176	343	374	311	311
股东权益	284	710	844	1,103	1,495
股本	111	410	492	492	492
公积金	82	0	-82	-82	-82
未分配利润	54	258	361	559	858
少数股东权益	12	14	16	21	28

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	27	196	203	321	481
净利润	29	143	147	282	428
折旧摊销	24	46	41	46	54
净营运资金增加	22	-254	310	191	329
其他	-49	261	-294	-198	-330
投资活动产生现金流	-60	-135	-99	-113	-117
净资本支出	65	561	172	175	165
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-125	-696	-271	-287	-282
融资活动现金流	35	-25	17	-92	-43
股本变化	0	299	82	0	0
债务净变化	-22	-139	-151	-187	-238
其它长期负债变化	55	105	23	65	86
净现金流	1	36	120	117	321

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	18.75%	104.81%	7.31%	39.67%	34.28%
净利润增长率	68.49%	390.26%	2.58%	92.23%	51.51%
EBITDA 增长率	17.13%	231.76%	5.61%	71.86%	44.73%
EBIT 增长率	23.33%	296.63%	9.39%	82.55%	47.84%
估值指标					
PE	222	45	44	23	15
PB	6	5	8	8	6
EV/EBITDA	75	23	26	14	10
EV/EBIT	109	28	30	16	10
EV/NAPLAT	133	34	40	22	14
EV/Sales	13	7	7	5	4
EV/IC	13	6	6	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	29.16%	45.52%	44.83%	50.54%	53.69%
EBITDA 率	18.05%	29.24%	28.78%	35.42%	38.17%
EBIT 率	12.31%	23.85%	24.31%	31.77%	34.98%
税前净利润率	9.62%	20.67%	21.96%	30.23%	34.10%
税后净利润率	7.08%	16.95%	16.21%	22.31%	25.17%
ROA	5.15%	11.33%	10.11%	16.48%	19.52%
ROE	10.29%	20.18%	17.40%	25.60%	28.62%
ROIC	9.68%	17.08%	15.94%	27.05%	37.60%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.52	0.40	0.23	0.01	-0.21
资产负债率	49.95%	43.87%	41.89%	35.63%	31.78%
流动比率	1.31	0.58	1.40	2.05	2.68
速动比率	1.05	0.51	1.26	1.88	2.52
每股指标					
EPS	0.06	0.29	0.30	0.57	0.87
每股红利	0.03	0.04	0.03	0.06	0.09
每股经营现金流	0.24	0.48	0.41	0.65	0.98
每股净资产	2.45	1.70	1.68	2.20	2.98
每股销售收入	83.82	171.68	184.23	257.30	345.50
每股 EBITDA	0.15	0.50	0.53	0.91	1.32

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程磊，南京工业大学化学工程学士，南京大学管理学硕士。09年6月加盟光大证券研究所。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

张力杨，石油大学化学工程学士，南开大学金融学硕士。6年石油化工工作经验，06年6月开始在长江证券研究所从事石化化工行业证券分析，07年7月加入光大证券研究所。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

高崢，华东师范大学金融学硕士，Johns Hopkins University-南京大学中美中心硕士交流生，华东理工大学化学工程学士、英语专业学士。05年7月开始在德勤华永会计师事务所从事审计工作，07年7月加入光大证券销售交易部，09年3月开始在光大证券研究所从事化工行业研究。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

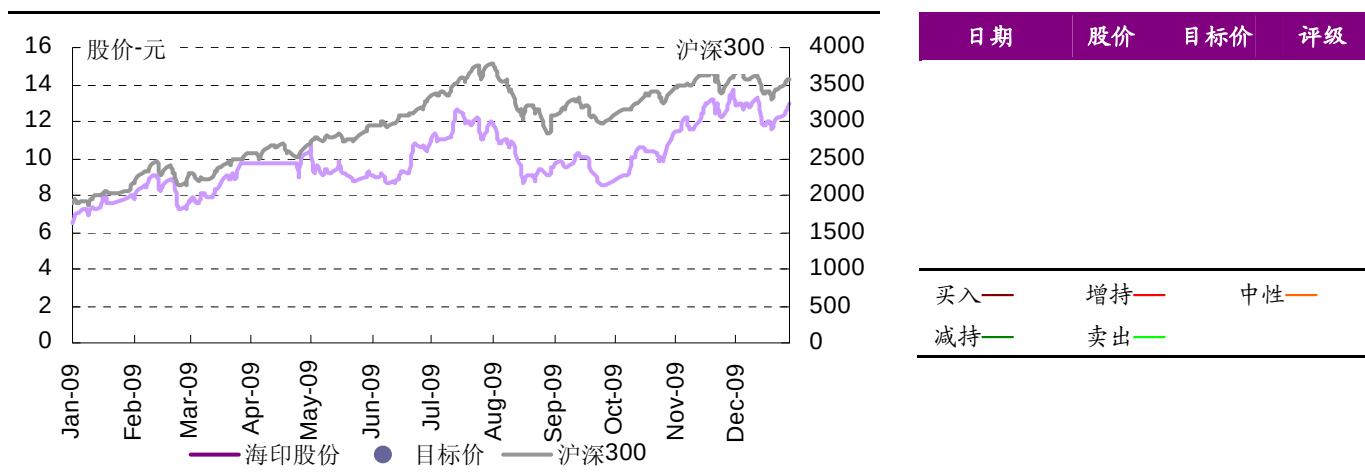
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

海印股份（000861）

分析师：程磊 张力杨 高崢



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。