



2010年1月21日

公司报告

海印股份 (000861)

“商业地产+高岭土”双核提速

投资要点

- 公司主营业务包括商业地产、高岭土和炭黑三大类
- 海印“又一城”以及公司新增的合作项目，将带来公司商业地产未来两年的快速发展
- 公司北海高岭土项目进展顺利，预计今年投产，项目完全达产后，产能将实现翻番
- 炭黑业务经营状况不佳，公司将控制该部分业务的经营风险
- 较为确定的高增长为公司提供了一定的安全边际，我们认为海印股份长期投资价值较大，建议投资者关注

王翀 *

021-68604866-8613
Yang.zhao@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

*赵扬为本报告重要贡献者

投资评级

海印股份 (000861)

回避

中性

推荐

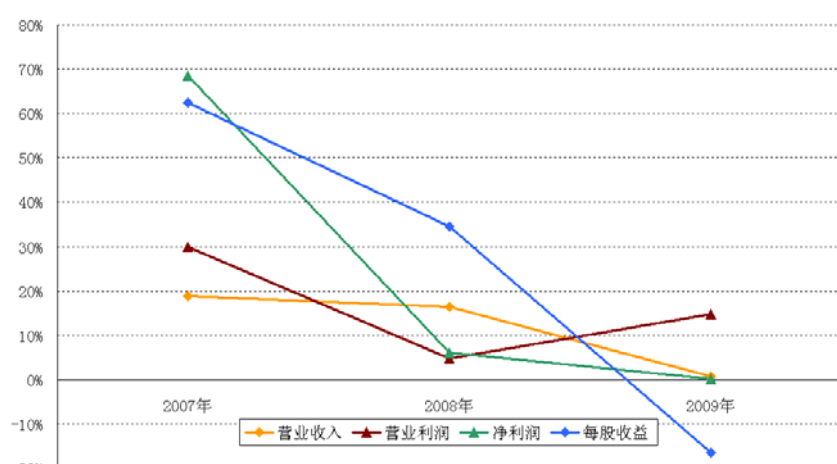
近期有关报告

一、商业地产、高岭土、炭黑是公司的三大业务条线

海印股份是由海印集团控股的广州民企，实际控制人为邵建明先生。目前公司主营业务包括商业地产、高岭土和炭黑三大条线，其中商业地产2009年占营业收入的50%。

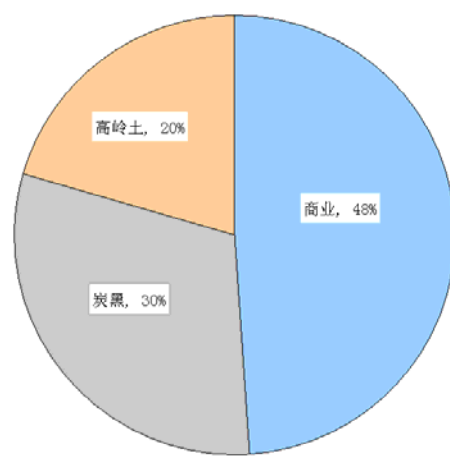
2009年，公司商业地产业务由于中华广场项目尚处于改造阶段，招商出租尚未成熟，导致今年毛利率略有下滑，但仍维持在60%以上；高岭土业务的毛利率水平在较高水平上不断提升；由于炭黑价格下跌，炭黑业务出现一定亏损，造成公司收入增长停滞。

随着公司商业项目的逐步成熟以及高岭土产能的释放，预计公司未来两年年均复合增长率将达30%以上，盈利能力也将随着收入结构的调整和在建项目推进逐步提升。



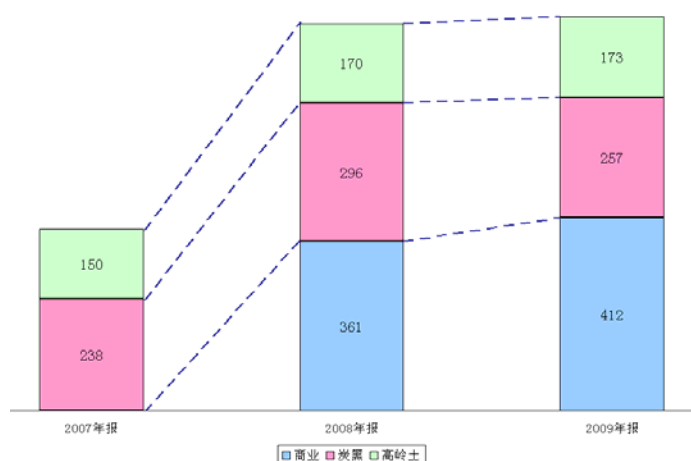
图表1 海印股份成长性分析

资料来源: wind



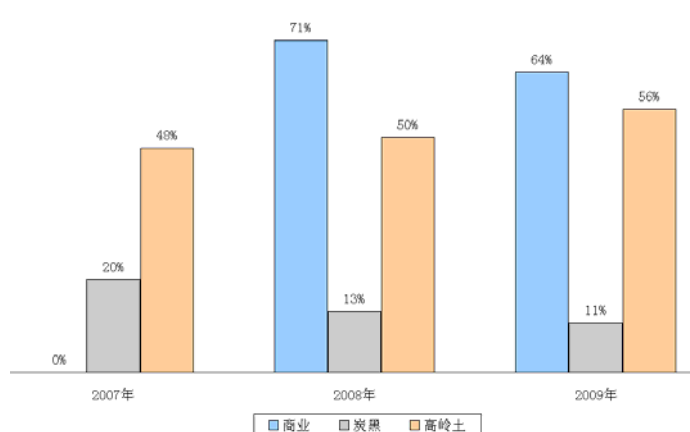
图表2 海印股份2009年收入构成

资料来源: 公司公告



图表3 海印股份各项业务增长

资料来源: wind



图表4 海印股份各项业务毛利率

资料来源: wind

二、商业地产是公司的支柱业务

2007 年，海印股份增发收购了集团公司 11 个商业地产项目。随后，又收购了自由闲和二沙体育两个项目。近期，公司董事会又披露了收购总统数码港的议案。考虑到由海印股份托管的江南粮油城，海印集团所有的商业地产项目都已经基本注入上市公司平台。

公司商业地产全部集中在广州市，涵盖主题卖场、电器城、综合大型商场、批发市场等多种形式，业态丰富，且出租率基本保持在 95%以上。另一方面，公司成熟物业大多地处广州市繁华商圈，也将在亚运会期间受益。

2009 年，缤纷广场、流行前线、电器总汇为公司的三大主力门店，贡献了 50%的营业收入；海印“又一城”是公司超级旗舰型的物业项目，目前一期工程沃尔玛山姆会员店已经开业，随着今明两年五星级酒店、商场、酒店公寓的开业，将成为公司未来商业业绩的重要增长点；中华广场、潮楼百货和白云路 18 号属于公司新增租赁经营的物业，同时我们认为，这也将是公司商业地产未来扩张的主要方式。

假设公司今年完成对总统数码港的收购，我们预计公司 2011 年将拥有 42 万平的成熟物业经营面积（其中约一半为自有物业），比 2009 年底多出一倍。

	物业名称	性质	物业形态	经营面积 (平)	收入 (百万元)	收入 增长	经营 利润率	平均 租金
成熟 物业	潮楼	租赁	综合时尚商场	8426	21	1%	28%	2450
	流行前线	租赁	地铁时尚商场	16683	67	5%	51%	4009
	海印广场	租赁	音箱为的电器城	13484	35	10%	49%	2572
	东川名店	租赁	运动主题式商场	6662	28	10%	46%	4208
	布料总汇	租赁	消费型布匹市场	7340	22	11%	51%	3031
	布艺总汇	租赁	毛线布料交易市场	4452	13	5%	27%	2986
	电器总汇	租赁	电器主题商场	6901	56	0%	54%	8132
	少年坊	租赁	青少年主题商场	20404	26	26%	55%	1287
	缤纷广场	自有	中高档服装批发	33000	80	3%	49%	2432
	商展中心	自有	物业持有人	15414	37	-4%	35%	2385
	自由闲	租赁	牛仔服饰主题商场	3130	9	268%	40%	2828
	二沙体育	租赁	体育服饰用品商场	1100	6	-2%	51%	5800
	合计			136997	400	5%	47%	2923
在建 物业	海印“又一城”	自有	购物酒店综合商城	217200	3	--	--	--
	中华广场	租赁	高端时尚购物中心	58300	--	--	--	--
	潮楼百货	租赁	--	9138	--	--	--	--
	白云路 18 号	租赁	--	2250	--	--	--	--
拟收购 物业	总统数码港	自有	数码产品城	10318	30	5%	45%	2886

图表 5 海印股份主要商业地产

资料来源：公司公告 中银国际买方研究

三、高岭土业务市场前景广阔

高岭土主要分布于巴西、美国和我国的两广地区，是一种主要由高岭石组成的粘土，经由长石风化、沉积、分离所得，与云母、石英、碳酸钙并称为四大非金属矿。由于高岭土具有可塑性、粘结性、分散性、吸附性、化学稳定性等多种工艺性能，所以被广泛地应用于造纸、陶瓷、橡胶、化工、涂料、医药和国防等几十个行业。最近几年，一些高新技术领域，如原子反应堆、航天飞机和宇宙飞船的耐高温瓷器等部件都开始运用高岭土作为新材料。

就目前来看，造纸和陶瓷仍是高岭土主要的下游行业。其中 60% 的产品需求来自造纸行业，而长期以来，造纸涂料级高岭土在世界范围内相对短缺；我国作为世界主要陶瓷生产国，广东又是我国最大的陶瓷产地，陶瓷用高岭土需求量也非常可观。下游两个最主要行业的旺盛需求加之高岭土的稀缺性，使得公司高岭土产品将在未来较长时间内处于景气周期。

海印股份是国内造纸涂料级高岭土领域的龙头公司。目前公司在广东茂名和广西北海拥有 2 个储备矿山。2009 年，茂名高岭通过技术改造、资源整合和市场开拓，高岭土产能已达 30 万吨，销售产品 26.45 万吨，同比增长 28%。通过技术改造，公司降低了生产成本，产品出厂销售均价从去年的 827 元/吨，下降到 652 元/吨，但毛利率却高达 56%，比 08 提高了 6%。

公司子公司北海高岭拥有的矿山高岭土储量约 6000 万吨，可开采年限达 45 年，远期规划将建成产能达 70 万吨的大型高岭土生产基地。其中，设计产能达 30 万吨的一期项目，有望于今年 5 月投产。

基于上述简要分析，我们看好公司高岭土产品未来的市场空间。预计到 2011 年，公司的高岭土产品将在保持毛利率稳定的同时，产销量将实现翻番。

四、炭黑业务经营困难

炭黑是由碳氢化合物在高温裂解下产生的黑色粉末状物质，主要化学成分是碳元素及少量的氧、氢、硫元素，不溶于水、酸、碱，能在空气中燃烧变成二氧化碳。

炭黑经过精密控制的生产方法制造后可形成约 50 种不同品种，其中约 30 种用于橡胶工业，占橡胶材料耗用量的 25%~30%，仅次于生胶。另外，炭黑还可以应用于塑料、油墨、涂料和干电池等制品中。

作为茂名永业原有的主要资产，2008 年，海印股份设立了全资子公司茂名环星炭黑有限公司来经营炭黑业务。环星炭黑现有 3 条生产线，炭黑生产能力 5 万吨/年。目前，炭黑行业竞争日趋激烈，但江西黑猫为首的龙头企业随着自身规模的壮大，正在从竞争中脱颖而出。尽管公司是广东省唯一大型炭黑生产厂家，但生产规模仅为国内龙头江西黑猫的 1/10，生产规模过小，产品结构不佳，同时缺少世界前十名的知名轮胎客户，远离主要原料油采购市场，毛利率水平逐年下滑。2009 年，下游轮胎行业随汽车行业出现了整体的复苏迹象，但公司却全年亏损 783 万元。

我们认为，公司的炭黑业务没有明显的竞争优势，短期内难以扭转经营不力的局面。在这种情况下，公司 08 年成立独立子公司来经营该项业务，成为进可攻、退可守的一招。如若能在必要时刻，剥离该部分业务，公司的盈利能力将得到极大的提升。

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
产量 (万吨)	3.4	4.4	5.0	4.9
销量 (万吨)	3.6	4.4	5.0	5.1
收入 (千万元)	21.4	23.8	29.6	25.7
毛利率 (%)	19.6%	19.9%	13.1%	10.6%

图表 6 海印股份炭黑业务经营困难

资料来源：公司公告

五、投资建议

根据 wind 盈利预测，公司 2010 年、2011 年 EPS 将分别达到 0.54 元、0.82 元。目前股价对应的市盈率分别为 28 倍和 18 倍，公司的高成长为股价提供了较高的安全边际。我们认为，在商业地产和高岭土两项业务的推动下，公司未来业绩增长确定性较强，长期投资价值显著。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。