

2010-03-30

房地产开发

创兴置业 600193.SH

资源变现能力增强，提升公司估值

◇ 潜在催化因素 神龙矿业投产

◆ 神龙矿业一期工程 4 月即将投产

我们预计神龙矿业 4 月份即可进入试生产，至迟不会晚于 5 月。神龙矿业的现场施工已经进入最后阶段。通往矿场的风花公路已经完工交付使用，设备全部运入矿场；政府负责修建的变电站已经完工，矿场的变电站 4 月初通电；现场建筑工程已全部完工，开采设备进洞；选矿设备全部运抵选矿场，但安装过程还未结束。

◆ 预计一期工程达产后每年贡献税后利润 8000 万元，折合 EPS 0.36 元

我们在 3 月 16 日的报告中测算神龙矿业的业绩贡献时，采取的可比品位铁精粉现货报价（含税）为 1000 元/吨，按照该价格测算盈利，神龙矿业一期达产后每年可贡献税后净利 8000 万元，折合 EPS 为 0.36 元。

以上测算采用的铁精粉 1000 元/吨的含税价格放在目前的市场上来看显然已经变得很保守，目前港口铁精粉的现货报价（含税）已经达到 1200 元/吨，按照该价格来测算，神龙矿业的铁精粉的税后净利可达 400 元/吨左右，年贡献税后净利可达 1.2 亿元，对创兴置业的 EPS 贡献可达 0.55 元，超出市场预期。参照金陵矿业等可比铁矿企业 30 倍的平均市盈率，创兴置业仅铁矿石板块就可支持目前的股价。

◆ 神龙二期可能提前至年内开工，增强资源变现能力，提升公司估值

在之前的报告中我们曾预计神龙矿业二期工程可能于 2011 年动工，2012 年投产；从调研情况来看，由于近期铁矿石飞涨，公司有动力在短期内迅速提升自身的资源变现能力，因此神龙矿业二期工程的进度可能会比原先的预计更快，我们认为二期工程比较可能于今年年内开工。神龙矿业二期工程产能约为 200 万吨，矿石结构以赤铁矿为主，选矿方案将主要采用反浮选法。值得注意的是神龙二期的成本较高，毛利率较低，将为公司带来较大的业绩弹性。按照较保守的 1000 元/吨的铁精粉含税价格粗略测算，二期达产后贡献 EPS 0.32 元；而如果按照 1200 元/吨的铁精粉含税价格测算，二期的 EPS 贡献可以达到 0.67 元左右，大幅提升公司盈利能力。

我们认为二期工程开工计划的逐渐落实将提升公司资源的折现价值，提升公司的资源变现能力，并最终提升公司估值。我们认为给予公司 2010 年 20 倍市盈率较为合理，提升目标价至 24.6 元。

◆ 风险提示

尽管我们认为神龙矿业在近期投产确定性比较大，但仍需提示投资者不能完全忽视或有意外事件导致神龙矿业推迟投产，或达产后产量低于产能的可能性。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	39	308	67	150	330
营业收入增长率	-27.12%	683.98%	-78.25%	123.88%	120.00%
净利润（百万元）	118	53	17	269	327
净利润增长率	601.31%	-55.27%	-67.61%	1467.57%	21.75%
EPS（元）	0.54	0.24	0.08	1.23	1.50
ROE（归属母公司） （摊薄）	30.02%	11.97%	3.73%	36.90%	33.57%
P/E	26	57	178	11	9

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。

维持

买入

当前价格	17.20 元
目标价格	24.6 元
目标期限	6 个月

分析师：

胡皓（执业证书编号：S0730209030079）

021-22169076

Huhao@ebsecn.com

程昊（执业证书编号：S0930209030189）

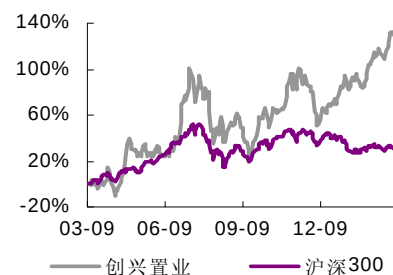
021-22169172

Chenghao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	218
总市值(百万元)	3,045
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	17.30/6.51
近 3 月日均成交量(百万股)	5.12
主要股东	厦门百汇兴投资有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.10	48.93	100.10
绝对收益	12.50	41.17	129.32

相关报告：

铁矿即将投产，给予“买入”评级

..... 2010-03-16

1. 神龙矿业一期工程 4 月即将投产

神龙矿业 4 月份即可进入试生产，至迟不会晚于 5 月。根据我们最新调研的情况，制约工程进度的三个瓶颈路、电、设备情况如下。

- a) 道路：通往矿场的风花公路已经完工交付使用，设备已经全部运入矿场。由于风雨冲蚀，部分路段将处于持续修护的状态中，也即公路边使用边维修，并不影响矿场的投产进度。
- b) 供电：控制性工程包括两个变电站，其中由当地政府负责修建的 110kv 变电站位于马杜桥乡，神龙矿业负责修建的 35kv 变电站位于矿场。目前政府负责修建的变电站已经完工，矿场的变电站 4 月初通电。
- c) 矿场建安方面，现场建筑工程已经全部完工，开采设备已经进洞；选矿设备已经全部运抵选矿场，但安装过程还未结束。由于部分设备需要边安装边调试，这需要电力供应的配合，也就是说设备工程的竣工以通电为前提。

2. 预计一期工程达产后每年贡献税后利润 8000 万元，折合 EPS 0.36 元

储量方面，神龙矿业铁矿石（磁铁+赤铁）总储量约 1 亿吨，由于该储量报告系沿用 70 年代的矿藏数据，公司方面认为该数字比较保守，总采出量就可能达到 1 亿吨。我们保守估计总采出矿量 7000 万吨左右。

采矿工序方面，神龙一期矿场已经开挖两个平硐，即 420 平硐和 480 平硐，其中 420 为主平硐，日出原矿 3300 吨。一期的开采水平面为 420 米以上，采出矿石 70-75% 为磁铁矿石，其余为赤铁矿石。

选矿工序方面，一期的矿场是磁选矿场，设备安装已经进入后期。一期铁精粉完全成本为 500-550 元左右。该矿场选矿能力 40-50

万吨左右，配合采矿产能，神龙矿业一期投产后年产铁精粉（64%）30 万吨。

我们在 3 月 16 日的报告中测算神龙矿业的业绩贡献时，采取的可比品位铁精粉现货报价（含税）为 1000 元/吨，按照该价格测算盈利，神龙矿业一期达产后按照 30 万吨/年测算，可贡献销售收入 2.5 亿元。按照铁精粉完全成本 500 元，所得税以 25%来计算，铁精粉的税后净利可达 266 元/吨，也即神龙矿业一期达产后每年可贡献税后净利 8000 万元，折合 EPS 为 0.36 元。

以上测算采用的铁精粉 1000 元/吨的含税价格显然很保守，目前港口铁精粉的现货报价（含税）已经达到 1200 元/吨。如果按照 1200 元/吨的实现价格来测算，铁精粉的税后净利可达 400 元/吨左右，年贡献税后净利可达 1.2 亿元，对创兴置业的 EPS 贡献可达 0.55 元，超出市场预期。参照可比铁矿企业（金陵矿业等）平均估值 30 倍，创兴置业仅铁矿石板块就可支持目前的股价。但是鉴于谨慎原则，在盈利预测中我们还是沿用之前的业绩测算，暂不上调神龙矿业的业绩贡献。

销售方面，由于祁东县铁矿石矿藏分布较广，生产企业多，附近已经有顺达、三安等公司生产多年，铁矿石的销售市场比较成熟，附近的主要钢厂及经销商的采购部门都已与公司主动进行接洽，销售不会成为瓶颈。运输方式主要采用公路运输。

3. 神龙二期可能提前至年内开工，将增强资源变现能力，提升公司估值

在之前的报告中我们曾预计神龙矿业二期工程可能于 2011 年动工，2012 年投产；从调研情况来看，由于近期铁矿石飞涨，公司有动力在短期内迅速提升自身的资源变现能力，因此神龙矿业二期工程的进度可能会比原先的预计更快，我们认为二期工程比较可能于今年年内开工。

神龙矿业二期工程产能约为 200 万吨，矿石结构以赤铁矿为主，选矿方案将主要采用反浮选法。神龙矿业的二期工程将配套建设一条反浮选线，生产成本将较一期为高，根据行业情况，反浮选的生产成本一般在 700 元左右。但神龙矿业二期工程部分建筑工程和设备可以与一期共用，例如变电站、磁选矿场、部分平硐等，因此二期反浮选的成本将较行业水平低。预计完全成本为 600-700 元/吨之间。

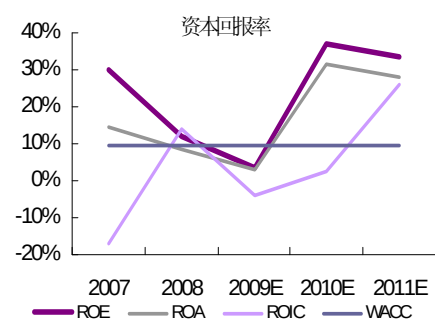
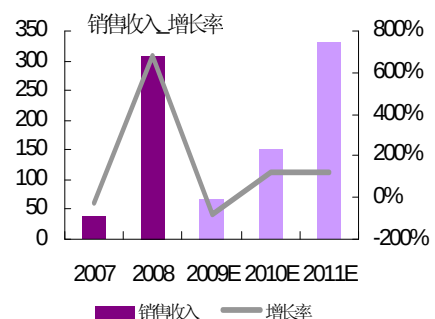
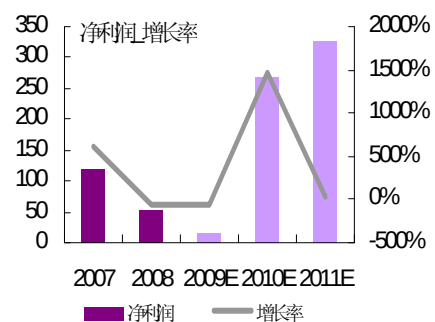
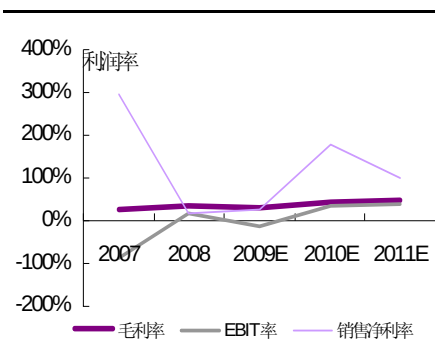
值得注意的是神龙二期的成本较高，毛利率较低，将为公司带来较大的业绩弹性。按照较保守的 1000 元/吨的铁精粉含税售价，成本按照上限 700 元/吨粗略测算，二期投产后贡献 EPS 0.32 元；而如果按照 1200 元/吨的铁精粉含税测算，二期的 EPS 贡献可以达到 0.67 元左右，大幅提升公司盈利能力。

由于公司尚未确定二期工程的开工时间，我们并没有因此调整对公司的盈利预测，但二期工程开工计划的逐渐落定将大幅提升公司资源的折现价值，提升公司的资源变现能力，最终提升公司估值。我们认为给予公司 2010 年 20 倍市盈率较为合理，提升目标价至 24.6 元。

4. 风险提示

尽管我们认为神龙矿业在近期投产确定性比较大，但仍需提示投资者，不能完全忽视或有意外事件导致神龙矿业推迟投产，或投产后产量低于产能的可能性。若出现此类情况，公司股价将存在有下行风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	39	308	67	150	330
营业成本	28	199	47	82	165
折旧和摊销	0	1	4	4	4
营业税费	12	31	10	3	7
销售费用	2	1	6	2	5
管理费用	17	15	13	7	16
财务费用	7	3	1	-1	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	156	-3	0	230	208
营业利润	122	56	-10	285	347
利润总额	121	65	21	324	395
少数股东损益	-2	0	0	0	0
归属母公司净利润	118.42	52.97	17.16	268.93	327.44

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	791	615	557	853	1,160
流动资产	449	340	314	591	881
货币资金	12	10	157	381	550
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1	9	6	6	7
存货	293	139	47	82	165
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	252	153	153	176	197
固定资产	2	33	34	34	32
无形资产	7	11	10	10	9
总负债	372	148	73	100	160
无息负债	343	113	63	90	150
有息负债	29	35	10	10	10
股东权益	419	467	484	753	999
股本	168	218	218	218	218
公积金	70	73	75	116	165
未分配利润	157	152	166	395	592
少数股东权益	25	24	24	24	24

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-21	-4	173	246	268
净利润	118	53	17	269	327
折旧摊销	0	1	4	4	4
净营运资金增加	-7	162	-148	34	79
其他	-133	-220	301	-62	-144
投资活动产生现金流	147	-5	0	-23	-21
净资本支出	-7	-11	0	0	0
长期投资变化	252	153	0	-23	-21
其他资产变化	-98	-147	0	0	0
融资活动现金流	-119	7	-26	1	-78
股本变化	0	50	0	0	0
债务净变化	-70	6	-25	0	0
无息负债变化	47	-230	-50	27	60
净现金流	7	-3	148	224	169

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-27.12%	683.98%	-78.25%	123.88%	120.00%
净利润增长率	601.31%	-55.27%	-67.61%	1467.57%	21.75%
EBITDA 增长率	99.96%	-279.26%	-107.82%	-1264.85%	139.82%
EBIT 增长率	267.21%	-275.35%	-114.24%	-703.58%	150.30%
估值指标					
PE	26	57	178	11	9
PB	8	7	7	4	3
EV/EBITDA	-88	48	-577	46	18
EV/EBIT	-88	49	-322	49	19
EV/NOPLAT	-74	59	-390	467	33
EV/Sales	60	10	43	18	8
EV/IC	13	8	15	12	9
盈利能力 (%)					
毛利率	27.97%	35.27%	30.52%	45.00%	50.00%
EBITDA 率	-86.43%	19.76%	-7.51%	39.09%	42.61%
EBIT 率	-86.88%	19.43%	-13.46%	36.30%	41.30%
税前净利润率	308.52%	21.07%	31.24%	216.12%	119.61%
税后净利润率 (归属母公司)	301.58%	17.21%	25.62%	179.38%	99.28%
ROA	14.71%	8.55%	3.08%	31.53%	28.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.02%	11.97%	3.73%	36.90%	33.57%
经营性 ROIC	-16.93%	14.23%	-3.92%	2.61%	26.08%
偿债能力					
流动比率	1.22	2.74	6.40	7.73	6.46
速动比率	42.31%	162.09%	544.80%	665.23%	525.51%
归属母公司权益/有息债务	13.56	12.52	45.98	72.87	97.55
有形资产/有息债务	26.46	16.30	54.63	84.32	115.03
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.54	0.24	0.08	1.23	1.50
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.37	0.45
每股经营现金流	-0.10	-0.02	0.80	1.13	1.23
每股自由现金流(FCFF)	-0.01	-0.45	0.66	-0.11	0.01
每股净资产	1.81	2.03	2.11	3.34	4.47
每股销售收入	0.18	1.41	0.31	0.69	1.51

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

胡皓，北京科技大学钢铁专业硕士，2009年4月加盟光大证券研究所，目前任钢铁行业研究员。此前供职于宝钢集团、世华财讯及中原证券。

程杲，复旦大学世界经济专业硕士，2007年11月加入光大证券研究所，曾担任石化行业、造纸行业研究员，现从事钢铁行业研究。

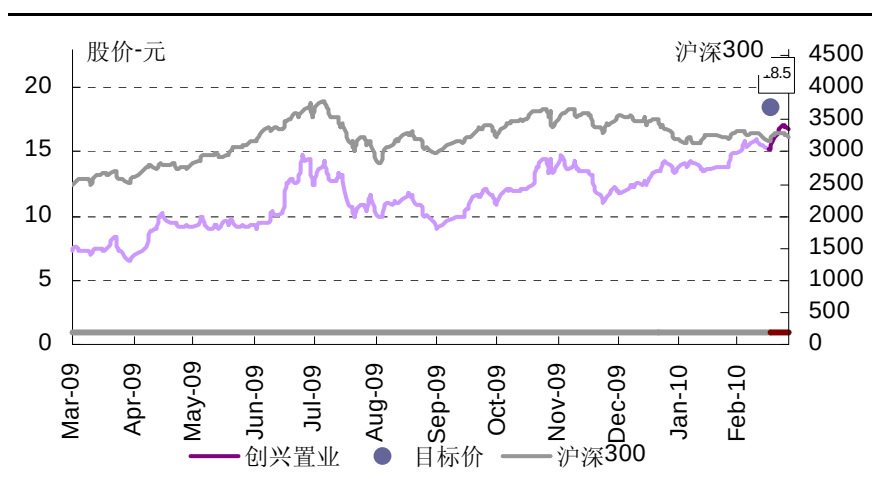
分析师声明

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

创兴置业（600193）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2010-03-16	13.96	18.50	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。