

从单项冠军到全能冠军

研究结论：

- **深耕广州二十年，蝉联多个单项冠军：**海印股份在广州运营 20 年，积累了十余个成熟的主题商场项目，主题各不相同。相同的是公司基本实现了“做一个旺一个”，所有物业均成为商圈内人气最旺、品牌最强、租值最高的项目。可以说，海印股份发掘价值洼地，通过自身能力对项目重新定位、招商、运营以获取租值差价的核心竞争力已经得到市场的充分印证，公司可谓广州商业物业经营行业的单项冠军；
- **业态梳理、组织调整，预示公司进入快速扩张期：**2010 年以来公司借助外部专业咨询机构，对公司业态进行了梳理、明确了“主题商场、批发市场、购物中心、城市综合体”四大产品线，并以“标准化复制和技能组织化”为原则，相应地对组织结构和运营流程进行了优化调整，6 月 1 日公司第一个标准化复制项目黄埔潮楼在签下项目短短 3 个月后就成功开业。我们相信，这样的变化预示着公司发展方式正在发生转变，进入标准复制、快速扩张的阶段；
- **从主题到综合，从单项到全能，符合行业发展趋势：**公司从中华广场和番禺又一城开始，进入购物中心和城市综合体两个综合业态。市场有质疑单项冠军出身的海印能否成功经营综合业态，我们认为，综合业态是过去 20 年零售行业专业化发展后的必然趋势，是专业化渠道在商业空间内的集成。公司现在进入综合业态，符合行业“先专业化分工，再专业化集成”的发展规律，也符合这几年购物中心在一线城市次商圈及二三线城市主商圈快速布局的行业发展阶段特点，更并没有脱离公司在招商、经营上积累了 20 年的核心竞争力。中华广场的核心改造已经超越了市场的预期，证明了公司大体量综合业态的运营能力。我们看好公司未来在大体量综合业态上的发展前景，有望成为行业内的全能冠军；
- **投资建议：**公司商业物业经营板块最近维持了较快的扩张速度，二季度先后有中华广场改造的初步完成、第一个复制项目黄埔潮楼的开业、南海项目的取得等等，我们保守预计今年商业板块的业绩贡献分别在 0.45 元和 0.67 元左右，弹性可能在于公司储备项目的进展速度以及中华广场后续调整的超预期；高岭土业务板块今年产能提升幅度较大，4 月份茂名新增 10 万吨产能，6 月底公告北海基地新增 30 万吨产能，同时该业务毛利率有显著提升，我们保守预计高岭土业务明年的业绩贡献在 0.15 元和 0.25 元左右。综合以上，我们认为目前公司股价存在较明显的低估，维持对公司的买入评级，目标价 18 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭洋

商业行业高级分析师

8621-63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 06 月 29 日) 11.61 元

目标价格 18 元

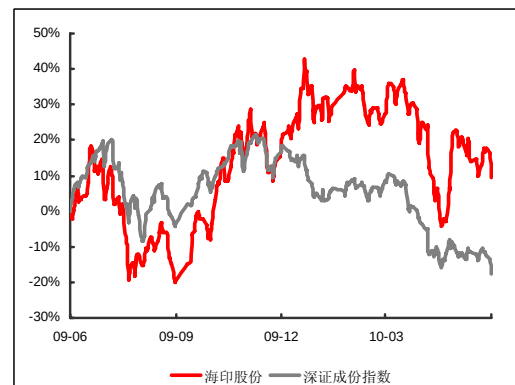
总股本/A 股 (万股) 49219/49219

国家/地区 中国

行业 主题商业

报告日期 2010 年 06 月 30 日

公司表现



资料来源：WIND，东方证券综合分析

盈利预测及投资评级

主要财务指标	2009	2010E	2010E
营业收入 (万)	85143	128789	171341
同比 (%)	0.76%	51.26%	33.04%
归属母公司净利润	14118	29335	45282
同比 (%)	175%	107%	55%
每股收益 (元)	0.29	0.60	0.92
P/E (倍)	40	19	13

资料来源：公司数据，东方证券综合分析

相关研究报告

《商业经营稳健 化工前景广阔》	20081017
《主题商业业务推动业绩大幅超预期》	20090331
《两大项目推动业绩快速增长》	20091118
《安全、增长明确的投资标的》	20091231
《09 年蓄势、10 年爆发》	20100122
《走出广州、走向世界》	20100601

东方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。

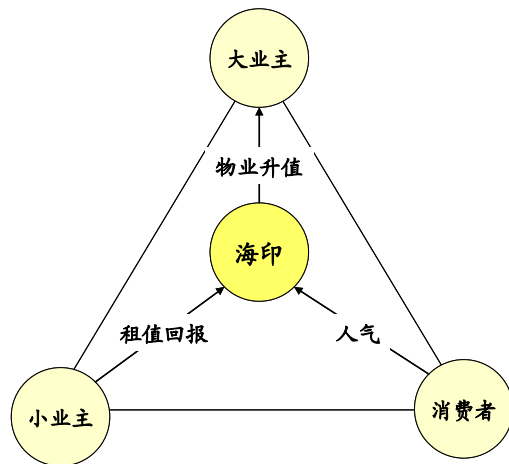
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

核心观点：

- **公司已经是广州商业物业经营的单项冠军：**海印股份在广州运营 20 年，积累了 16 个成熟的主题商场项目，主题各不相同。相同的是公司基本实现了“做一个旺一个”，所有物业均成为商圈内人气最旺、品牌最强、租值最高的项目。可以说，海印股份发掘价值洼地，通过自身能力对项目重新定位、招商、运营以获取租值差价的核心竞争力已经得到市场的充分印证，公司可谓广州商业物业经营行业的单项冠军；
- **公司大力推动标准化复制，进入快速发展阶段：**2010 年以来公司借助外部专业咨询机构，对公司业态进行了梳理、明确了“主题商场、批发市场、购物中心、城市综合体”四大产品线，并以标准化复制和技能组织化为原则相应地对组织结构和运营流程进行了优化调整，6 月 1 日公司第一个标准化复制项目黄埔潮楼在签下项目短短 3 个月后已经成功开业。我们相信，这样的变化预示着公司发展方式正在发生转变，进入标准复制、快速扩张的阶段；
- **从主题商业进入大体量综合业态，符合行业规律：**公司从中华广场和番禺又一城开始，进入购物中心和城市综合体两个综合业态。市场有质疑单项冠军出身的海印能否成功经营综合业态，我们认为，综合业态是过去 20 年零售行业专业化发展后的必然趋势，是专业化渠道在商业空间内的集成。公司现在进入综合业态，符合行业“先专业化分工，再专业化集成”的发展规律，也符合这几年购物中心在一线城市次商圈及二三线城市主商圈快速布局的行业发展阶段特点，更没有脱离公司在招商、经营上积累了 20 年的核心竞争力。中华广场的核心改造已经超越了市场的预期，证明了公司大体量综合业态的运营能力。我们看好公司未来在大体量综合业态上的发展前景，有望成为省内商业物业经营的全能冠军；
- **建议买入，目标价 18 元：**公司商业物业经营板块最近维持了较快的扩张速度，二季度先后有中华广场改造的初步完成、第一个复制项目黄埔潮楼的开业、南海项目的取得等等，我们保守预计今年商业板块的业绩贡献分别在 0.45 元和 0.67 元左右，弹性可能在于公司储备项目的进展速度以及中华广场后续调整的超预期；高岭土业务板块今年产能提升幅度较大，4 月份茂名新增 10 万吨产能，6 月底公告北海基地新增 30 万吨产能，同时该业务毛利率有显著提升，我们保守预计高岭土业务明年的业绩贡献在 0.15 元和 0.23 左右。综合以上，我们认为目前公司股价存在较明显的低估，维持对公司的买入评级，目标价 18 元。

深耕广州二十年，蝉联单项冠军

从海印电器城开始，海印集团在广州核心商圈经营接近 20 年，成功获取、经营了十余个主题商业物业。从产品纬度来看，有家电、电脑、布艺、时装、运动等，确实比较纷繁复杂。但是从业态上讲，都是主题商业，其核心经营环节都是定位、招商、运营；从管理能力上来看，对公司经营能力的要求基本一致，公司的组织结构也基本围绕项目设置，比较精炼。可以说，20 年中，公司形成了比较突出的核心竞争力，所有项目基本做到了“做一个、旺一个”，其项目租值、出租率、人气等均明显高于同地址、同商圈的其它同类型项目，其在发掘价值洼地并迅速提升的能力等到了当地大业主（物业持有方）、小业主（商铺经营者）和消费者三方的一致认同，成为广州当地商业物业经营行业的多个单项冠军。

图 1：海印经营推动四方良性互动


数据来源：东方证券综合分析

海印股份目前经营的商业项目如下表所示。

图 2：主要项目基本情况及经营情况

物业	物业基本情况				历年经营情况 万元						
	面积 平米	主营	属性	现租约至		2004	2005	2006	2007E	2008	2009
海印广场	23366.79	家用电器零售批发	租赁	2016	收入	2162.50	2592.71	2813.06	2923.57	3160.02	3467.76
			出租方	市包装印刷集团等	净利润	443.67	704.62	618.52	896.32	1332.36	1319.48
流行前线	15000	潮流服装饰品	租赁	2014.6	收入	5063.73	5150.09	6165.64	6566.41	6383.06	6688.46
			出租方	区人防办	净利润	2092.51	1881.77	2739.32	2650.62	2838.29	2544.83
东川名店	6662.4	品牌运动服装	租赁	2015.11	收入	1847.16	1901.75	2382.59	2451.69	2538.45	2803.87
			出租方	省人民医院	净利润	378.78	511.77	893.46	935.97	704.26	990.81
缤缤广场	33000	服装服饰零售批发	租赁	2010.6	收入	6087.98	6447.44	6858.71	7045.09	7779.75	8027.24
			出租方	海印集团，约满后以优惠价续租	净利润	557.52	882.80	723.01	765.05	1940.04	2989.96
商展中心	33000	出租给缤缤广场	自有		收入	1512.00	1512.67	3050.86	3406.02	3770.62	3676.58
	15645.11	服装服饰零售批发	自有		净利润	10.77	17.45	57.17	776.50	1651.31	1107.70
潮楼	8426.26	潮流服装饰品	租赁	2020.5	收入	0.00	650.44	1734.24	1784.95	2041.37	2064.72
			出租方	广州丽都大酒店	净利润	0.00	238.75	277.49	217.69	564.89	429.74
布料总汇	7339.62	布料及床上用品	租赁	2009.6	收入	1722.24	1620.66	1698.78	1986.06	2001.74	2224.54
			出租方	集团，承诺5年内价格不变	净利润	661.94	571.70	(3887.25)	804.50	1057.95	1140.34
布艺总汇	4452.14	布料及装饰用品	租赁	2011.5	收入	1100.70	1130.63	1255.29	1214.78	1265.31	1329.28
			出租方	广州市市政集团	净利润	100.54	64.32	170.36	196.70	265.13	262.12
电器总汇	17398.73	家用电器批发零售	租赁	2012	收入	596.52	535.90	502.43	1775.69	5617.40	5611.74
			出租方	二运集团等	净利润	218.34	76.73	30.55	754.85	2786.13	2260.27
少年坊	20404	青少年流行服饰	租赁	2026	收入	0.00	0.00	0.00	2503.24	2661.99	2625.59
			出租方	广州市儿童公园	净利润	0.00	0.00	0.00	1024.95	1013.18	1082.08
番禺休闲	202719	合性休闲购物广场	自有		收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
					净利润	0.00	0.00	0.00	0.00	-233.55	0.00
中华广场	58300	合性休闲购物中心	租赁	2023.7.31							3200.00
			出租方	昌盛中国							-1200.00
二沙体育	1100			2011年7.31	收入					653.31	638.05
				广州体校	净利润					261.89	243.43
自由闲	3130				收入					240.51	885.18
				东山区工商联合会	净利润					-31.60	356.32
汇总	4年CAGR	16.36%			收入	20092.83	21542.29	26461.61	31657.49	38113.53	43243.01
	4年CAGR	26.44%			净利润	4464.07	4949.90	1622.63	9023.16	14150.28	13527.08
	净利润率				净利润率	22.22%	22.98%	6.13%	28.50%	37.13%	31.28%

数据来源：公司公告，东方证券综合分析

业态梳理、组织调整，进入快速扩张期

但是，20 年十余个项目，公司已经意识到： 1. 在商业地产在一二线城市快速布局、但是缺少专业运营商 的大背景下，公司发展的空间很大，但过去的发展速度偏慢； 2. 公司过去项目的发展主要依赖于公司高管对项目的理解和把握能力，以及成熟项目经理的管理能力，这样的专业能力分布不利于公司未来的快速扩张。 因此，公司在年初引入和君咨询这样的专业机构，对产品业态进行了梳理，形成了标准化的四大产品系列，“主题商场、批发市场、购物中心、城市综合体”，分别对应不同的物业选取标准、工程标准、品牌组合、招商流程、物管标准等，形成了可快速复制的框架； 围绕快速复制能力和四大产品系列，对运营流程和组织结构作了相应的优化调整，形成了项目、运管、职能分离的矩阵式组织结构，进一步保障了未来快速复制的速度和风险可控度。

我们理解，公司能够积极做出这样的调整，意味着公司的发展战略发生了较大的转变，进入快速扩张期，公司近期的项目获取进度也基本印证了我们的判断。6 月份，公司第一个标准化复制的项目黄埔潮楼已经成功开业，同时也公告了在南海的新增项目。

图 3：公司第一个标准化复制项目黄埔潮楼开业



数据来源：实地调研，东方证券综合分析

公司在 2009 年年报里也提出了商业物业运营业务的发展战略，处理好“规模、速度、兴旺”的关系，通过租购并举的方式，加快在城市地铁沿线和成熟商圈中优质商业物业的获取力度，控制具备“稀缺性、唯一性、标志性”的大型商业物业，不断扩大运营面积，显著提升公司业绩表现，在快速扩张的背景下，继续实现“做一个旺一个”。应该说，公司做大做强商业物业经营业务的规划已经非常明确，我们相信，公司未来的扩张将包括但不限于已经初步完成调整的中华广场、刚刚开业的黄埔潮楼、已经签约的南海项目，未来持续外延式扩张可以期待。

从主题到综合，从单项到全能，符合行业发展趋势

公司从中华广场和番禺又一城开始，进入购物中心和城市综合体两个综合业态。市场有质疑单项冠军出身的海印能否成功经营综合业态，

我们认为，过去二十年，国内零售业发展的主线是业态的专业化，各个产品线逐渐从百货公司里分离出来，成为独立的业态，如苏宁国美、超市等，但是随着城市化的进程大大加快，商业地产的快速发展、消费者购买力提升以及购物习惯的改变，我们认为已经在产品纬度上基本完成分工的零售渠道将有一个在经营空间上完成合并的必然过程，也就是从单体店走入购物中心的过程

20 年在各个产品线上积累了足够的经验、品牌基础之后，公司现在进入综合业态，符合行业“先专业化分工，再专业化集成”的发展规律，也符合这几年购物中心在一线城市次商圈及二三线城市主商圈快速布局的行业发展阶段特点，更并没有脱离公司在招商、经营上积累了 20 年的核心竞争力。中华广场的核心改造已经超越了市场的预期，证明了公司大体量综合业态的运营能力。

我们看好公司未来在大体量综合业态上的发展前景，有望成为行业内的全能冠军；

围绕三铁，策略清晰

具体到项目发展层面，交流得知，公司制定了“围绕三铁”的发展策略。

- **市内扩张——围绕地铁，复制“黄埔潮楼”模式：**潮流前线项目是广州第一个地铁商业项目，公司其他多个项目均为地铁上盖物业，海印已经与广州地铁建立良好的战略合作伙伴关系。未来随着广州地铁从现在的 5 条线到 2015 年扩充至 10 条线路，未来广州市内存在大量的小体量物业可供发展成为海印擅长的主题商场；
- **在珠三角扩张——围绕轻轨：**广东轻轨规划将把广州、深圳、珠海、江门、惠州等城市全部连接起来，海印将利用公司品牌辐射力，围绕省内轻轨规划，快速进入广州周边二三线城市。这样的发展策略解决了中小租户企业随着海印往外走的物流配送问题，也解决了商圈辐射问题。南海项目即为该策略下公司跨区域迈出的第一步，我们预计公司后续仍将有跨区域的快速扩张；
- **在珠三角的扩张和走出珠三角的扩张——围绕高铁：**公司通过对外地及海外成熟市场的调研、学习，将对高铁商业进行两种模式的创新：高铁批发市场模式创新和高铁站点商业项目。

我们认为，公司以上发展策略，为租户解决了人气、配送、品牌辐射等商业物业经营中的核心问题，同样有利于公司未来的快速复制发展。

代表项目介绍：中华广场+黄埔潮楼+南海桂闲城

中华广场：该项目位于广州市越秀区核心商圈，为广州潮流地标建筑之一。2009 年 8 月海印与大业主昌盛中国签订 15 年租约，以 1100 万元的月租金承租其中 5.83 万平方米的面积，其时项目内租户提供的租值为 800 万元每月，换言之，到 2010 年 5 月初步改造完成之前，公司每月承担约 300 万元的亏损额。

公司接手之后，对租值贡献较低却占据 2-3 楼最佳位置的吉之岛进行清退，引入能够贡献更高租值的百佳高端超市品牌 Taste，后续又引入广州第一家 H&M，国内第一家 Disney 旗舰店，近期 4 楼也将引入苏宁精品店，Zara 等时尚潮流品牌也在装修进场中；6 楼通过引入高端时尚餐饮，租值

提高了 3 倍。 整体来看，按照公司公告的数据，通过以上调整，该项目的平均租值从改造前 148 元/平米/月上升到 272 元/平米/月，提升接近一倍。 并且目前 1、4、8、9 楼尚未进行大规模调整，部分面积正在装修中尚未开始贡献租值，预计随着后续调整在下半年陆续完成，明年完整年度的租值贡献有望接近 2 亿元，贡献利润超过 6000 万元。

图 4：中华广场调整提租情况

楼层	出租面积 平米	均价 元 / 平米 / 月	原租价 元 / 平米 / 月	经营项目
1	4140	305	298	白领服饰
2	10345	633	117	潮流服饰
3	7044	134	117	高端超市
4	10170	359	355	手机数码
6	12242	164	55	精品餐饮
8	9257	47	47	娱乐健身
9	2206	93	93	美容服务
合计	55404平米	272元 / 平米 / 月	148平米 / 月	
合计	全年收入	18065万元 / 年	9831万元 / 年	毛利：4865万元

数据来源：公司公告，东方证券综合分析

图 5：中华广场内景及迪士尼旗舰店（右）开业情况



数据来源：实地调研，东方证券综合分析

图 6：中华广场 H&M 开业情况



数据来源：实地调研，东方证券综合分析

图 7：中华广场 Taste 超市开业情况



数据来源：实地调研，东方证券综合分析

黄埔潮楼：该项目位于广州东部黄埔区大沙西路，新开通的地铁五号线上，系公司 2010 年 1 月向大业主埔王物业租入，总面积 9138 平米，租期 120 个月，租金为 120 元/平米/月左右，免租期至 2010 年 5 月 1 日。

公司将该项目定位于广州东部的时尚潮流消费新地标，并围绕特色餐饮、潮流数码和时尚运动三大消费主题进行招商选商，经过 4 个月的招商、装修工作，该项目已经于 6 月 1 日开业，出租率 91%+，平均租金水平 264 元，月均毛利额 110 万元左右，项目毛利率达到 55%，在较短的时间内获得了大幅的租值提升。

该项目对于公司的意义在于：

- a. 是公司第一个标准化复制的项目，商场定位、商户组合基本和公司成熟项目潮楼一致。未来这将是公司快速扩张小体量主题商场的标杆项目；
- b. 时间节点把握准确，短、平、快，集中体现了公司轻资产运营的模式优势：该项目签约时间 2010 年 1 月 19 日，开业时间 6 月 1 日，整个项目开发周期仅四个月，说明公司招商能力、品牌号召力突出；首次向大业主支付租金支付时间 5 月 1 日，租金启收时间 6 月 1 日，公司

资金占用仅为一个月左右，开业即能够超额回笼资金（进场费、押金、装修押金等），并且项目无需培育期，开业即盈利；

- c. 充分利用地铁便捷优势，将该项目与公司成熟项目东川名店、流行前线、自由闲、缤缤广场等连接起来，便利了商户的管理和配送，也有助于各项目之间的资源共享和运营效率提升。

南海桂闲城：该项目位于广州市外顺德南海，为公司跨出广州的第一个项目。该项目位于南海区中轴线的延伸段上，由于交通条件的欠缺，周边商业氛围并不理想，距离目前南海的核心商圈大概 800 米的距离。公司签约之后，推动当地政府完成了对项目周边交通、配套的完善。

尽管该项目在一般商业物业运营商看来，位置不理想，似乎很难具备做旺的潜质，但是这正符合海印所擅长的“低成本进入、短时间改造、高租值回报”模式。据实地调研，该项目的租金成本仅为 139 元/平米/年，也就是每天不到 0.4 元，非常便宜。而开业之后每平方米有望实现租值收入 420 元/平米/年以上，提升 2 倍以上

图 8：南海桂闲城现状



数据来源：实地调研，东方证券综合分析

商业物业经营业务：有望维持 40%以上复合增长率

我们预计公司商业物业经营业务未来数年在。外延式扩张带动下，有望实现 40%以上的复合增长率。

其中成熟项目的增速得益于稳定提租和租金差（毛利率）的稳步提升，保守估计能够实现 12%左右的利润增速。

而次新项目中，由于中华广场、番禺又一城等几个大体量项目的达产，未来几年将带来较大的业绩增量；而额外的弹性还在于公司后续储备项目的进展。按照公司“低成本进入、短时间改造，开业即盈利”的独特模式，我们预计公司 2011、2012 年的业绩增速很大可能将高于我们的预期。

按照现有股本测算 元	2009	2010E	2011E	2012E
成熟项目	0.29	0.34	0.38	0.42
次新项目	-0.04	0.11	0.29	0.42
其中：中华广场	-0.04	0.06	0.12	0.14
番禺又一城	0	0.01	0.11	0.19
黄埔潮楼、摄影城	0	0.02	0.03	0.05
总统数码港	0	0.02	0.02	0.03
南海桂闲城	0	0	0.01	0.01
合计	0.25	0.45	0.67	0.84
增速		80%	49%	25%

高岭土业务：三大战略推动业绩快速增长

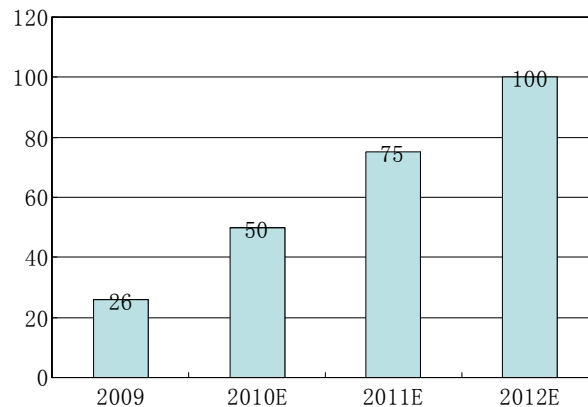
2009 年年报中，公司在高岭土业务板块提出“通过产能扩充、资源整合和技术研发，进一步强化在造纸领域的优势地位，大力拓展在陶瓷、水泥、化工等领域的应用，成为国际领先的高岭土综合应用开发龙头企业”。具体而言，就是：

资源整合：目前我国高岭土矿点有 700 多处，200 多处矿点合计已探明储量为 35 亿吨，其中非煤系高岭土仅为 14 亿吨。煤系高岭土即煤矸石，需要经过煅烧才能使用，而煅烧之后硬度很高，应用局限性很大。在造纸干粉领域，我国高岭土除茂名外，所含高岭石大部分为假六边形与管状形的混合形态，由于流变特征的限制，一般不适合高速纸机上做纸张或纸板涂料，因此每年都大量通过进口来补缺。茂名地区现在仅有原矿 3000 万吨左右，折合干粉仅 500 万吨，而年需求量就为 50 万吨，十年的时间就会用完。并且高岭土不同于铜铁等金属矿，不可再生、不可回收利用，在下游应用领域不断扩大的背景下，随着时间的推移，我们相信优质高岭土资源的价值会有一个重估的过程。

因此，公司提出，未来将**大力加强国内外资源整合，尤其是高端矿产资源的获取，在茂名、北海以及其他资源积聚区，获取优质资源，为扩充产品应用范围提供资源基础**。在这一战略指引下，公司一方面加大在国内茂名等地对社会矿山的整合力度，一方面也跨出国门，以 400 万美元收购巴西 KAL 矿业公司 35% 的股权。从该矿勘探的情况来看，14.4 平方公里范围内的远期储量 1 亿吨，而整个矿区占地面积为 1519.45 平方公里，应该说，通过对该矿的收购，海印已经成为国内掌握优质高岭土资源最多的企业，基本解决未来持续稳定经营的问题。

产能提升：目前公司有茂名（控股 87.91%）和北海（控股 100%）两个生产基地。茂名高岭科技是目前国内最大的造纸干粉高岭土供应商，2009 年产规模 26 万吨，其中干粉 10 万吨、膏状土 15 万吨。主要产品有造纸涂料、油漆涂料、陶瓷用料三大系列 12 个品种，也是目前国内唯一替代进口用于高车速涂布并被国际上知名造纸企业认可的国产品牌。公司北海基地初步探明储量 6071 万吨，其中精矿量为 2425 万吨。一期设计产能 30 万吨/年：干粉 10 万吨/年、膏状土 20 万吨/年。6 月 28 日已经公告试运行，将于近日正式达产；该基地整体建成后，设计产能 70 万吨/年，届时公司整体产能将超过 100 万吨，成为亚洲最大的高岭土采掘、加工企业。

图 9：公司高岭土产能扩张规划 万吨



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

应用研发带动产品结构优化：高岭土的传统应用高端在造纸，低端在陶瓷。前者吨价 1500-2000 元，后者吨价低至数百。公司制定了差异化的产品策略，充分利用公司现有的国内最强的研发力量 and 行业资源，推动产品结构走向更高端，主要为四大领域：**a.** 陶瓷领域，以高岭土为核心，配比陶瓷所需的多种非金属矿产物料，为陶瓷厂商提供绿色的标准料系统解决方案；**b.** 在水泥领域，大力研发、推广基于高岭土的强度促进剂、体积稳定剂和快速灌浆料，提高混凝土强度、稳定性、凝固快速等。**c.** 在塑料领域，研发基于高岭土的塑料抗冲改性剂和电线电缆填料；**d.** 在橡胶领域，大力研发基于高岭土的橡胶添加剂，塑胶鞋底用添加剂+添加到橡胶中可部分替代炭黑和白炭黑。据了解，公司以上部分应用已经通过终试，有望进入量产阶段。以上配合未来巴西高品位矿土的进口，将显著提升公司产品的吨价和毛利率水平。

高岭土业绩预测：根据近期北海一期达产的情况，我们保守估计今年公司高岭土有望实现产销 50 万吨，带动销售收入大幅增长，同时由于毛利率的稳定提升，我们预计 2010-2012 年公司高岭土业务分别贡献 EPS 0.15、0.25 和 0.38 元。

投资建议：

公司商业物业经营业务已经明确进入快速扩张期，二季度先后有中华广场改造的初步完成、第一个复制项目黄埔潮楼的开业、南海项目的取得 等等，

我们保守预计今年商业板块的业绩贡献分别在 0.45 元和 0.67 元左右，弹性可能在于公司储备项目的进展速度以及中华广场后续调整的超预期；

高岭土业务板块今年产能提升幅度较大，4 月份茂名新增 10 万吨产能，6 月底公告北海基地新增 30 万吨产能，同时该业务毛利率有显著提升，我们保守预计高岭土业务明年的业绩贡献在 0.15 元和 0.25 左右。

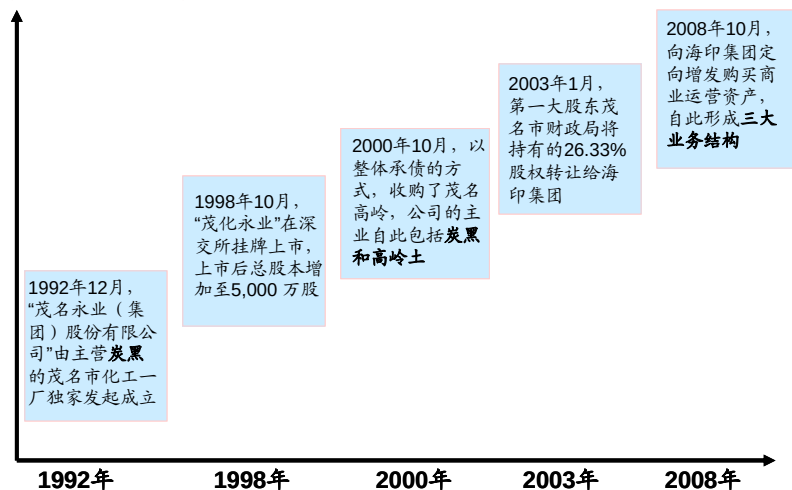
综合以上，我们认为目前公司股价存在较明显的低估，维持对公司的买入评级，目标价 18 元。

附录：

公司简介

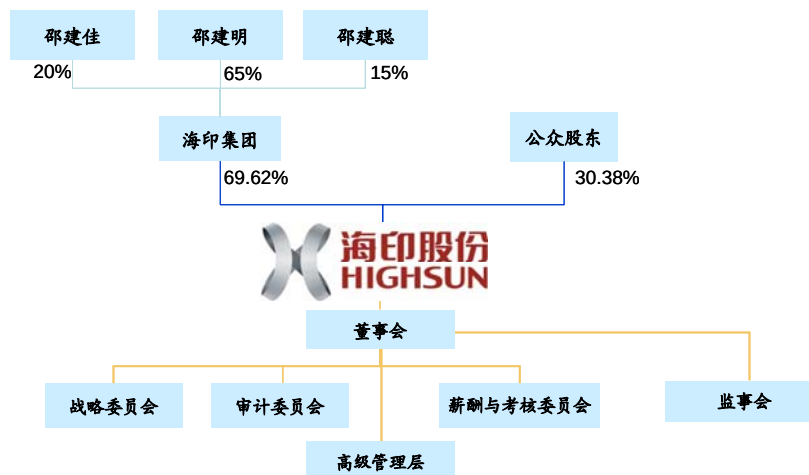
公司原为 1998 年上市的国有茂名永业（集团）股份有限公司，在 2003 年海印集团入主后，商业地产经营、高岭土、炭黑产销成为公司三大主要业务；

图 10：公司发展历程



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

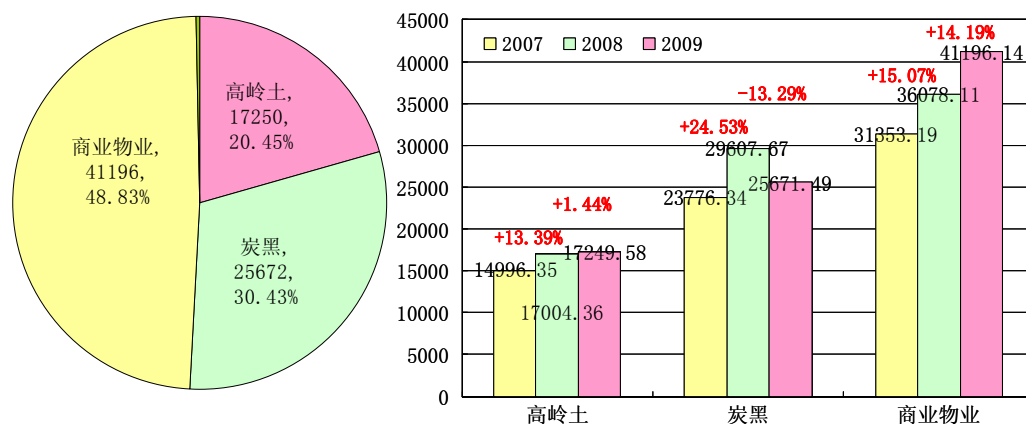
图 11：公司股权结构和组织结构



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

从 2009 年收入构成来看，商业地产经营已经成为公司目前主业。

图 12：2009 年收入构成及增速 万元 %



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

公司现有商业物业均来自于大股东海印集团在 2007-2008 年的两次注入。2007 年末海印集团将其持有的潮楼、流行前线、少年坊等 11 个位于广州的商业物业经营子公司以定向增发的方式注入上市公司。注入完成后，公司主要业务收入及利润来源变成商业物业经营；2008 年末上市公司进一步向集团现金收购二沙体育精品廊及自由闲名店城 100% 股权。至此，公司拥有 13 个商业物业项目，详细情况如下表所示。公司现共有商业物业 34.47 万平方米（含番禺海印又一城在建的 20 余万平方米），其中自有面积（含集团持有）24.31 万平方米，占比 70.52%。

公司主要项目简介

图 13：海印高岭土业务历年经营情况

 	广东海印缤缤广场商业有限公司位于广州起义路、泰康路、一德路交汇处，建筑面积 41,056 平方米。 缤缤广场集高档服装、皮革批发中心、饮食娱乐、办公于一体，内设商场、写字楼、商务中心、停车场等。目前广东海印缤缤广场商业有限公司有铺位超过 700 个。
 	海印又一城定位为一个大型的综合性休闲购物中心，总建筑面积逾 25 万平方米，其中地上面积超过 18 万平方米，拟建设商场、酒店式公寓和商务公寓写字楼。目前一期商场 2.3 万平方米已经由沃尔玛整体租赁。

  	海印电器是一家综合性数码产品总汇，现时营业面积逾 17,000 平方米，经营各类国内外名牌家用电器，品种多达千余种。
  	海印广场是一座集各大名牌电器、通讯用品、办公自动化设备、电脑、音像制品销售和商务写字楼于一体的 5 层大型专业产品商场，其中主打商品为音响设备，目前是广州首家也是华南地区最大音响专卖市场；营业面积近 1.4 万平方米。
  	流行前线是广州市内首家与地铁直接连通的大型商场，主要定位于销售流行时尚产品，主力的消费年龄为 18-30 岁购买力强的人群。商场为地下两层建筑，营业面积约 16,000 平方米。
  	海印自由闲是目前广州市集合国际品牌最多、面积最大的专营国际高端牛仔时尚服饰精品的主题商场目前经营面积为 3,130 平方米。

 	东川名店城是集休闲、运动、购物、饮食于一体的时尚运动主题商场。目前经营面积 7,000 平方米。
 	潮楼是广州市北京路南端目前商业面积最大的时尚商场，主要经营时尚潮流商品，并引进各式餐饮和娱乐项目作为配套，为时尚人群提供了一个最时尚潮流的购物地点。目前营业面积超过 9500 平米。
 	海印布料总汇是广州市首家开设汇聚各式毛线布料，集剪、裁、缝制制服、服装设计一条龙服务的大型消费型布匹市场。目前布料总汇营业面积超过 5,000 平方米。
 	海印布艺总汇有限公司是广州市首批各式毛线布料交易市场。经营品种包括时装面料、家居布艺、床上用品、窗帘布艺、酒店配置等。营业面积近 4,500 平方米。

 海印二沙体育精品廊 新华您健康生活每一天	二沙体育精品廊位于二沙岛西广东体育训练基地旁，场内经营各种名牌运动服饰、健身器材、体育用品等综合性产品。经营面积为1,100 平方米。
 总统数码港 首层：品牌形象店	总统数码港位于广州最大IT 集散地天河核心地带，经营数码电脑等时尚产品。而其中各层并配有麦当劳、肯德基、大家乐、味千拉面等大型餐饮配套。经营面积超过1 万平方米。

 海印江南粮油食品批发市场 HUIYIN JIANGNAN FOOD WHOLESALE MARKET	江南粮油城位于广州市海珠区南洲路3 号。该市场主要经营食品批发为主，是广州市食品批发最具规模、品种最齐全的集散地之一。现商场建筑面积 2 万多平方米。
 中华广场	中华广场位于广州市中心中山三路与较场西路交界处，为广州仅次于天河城以及正佳广场的第三大型购物中心。目前主要租户有吉之岛、中华百货、中华影城以及大量小型服装、休闲、餐饮商户。公司租入经营面积 5.83 万平米，成本189 元/平米/月。

  	茂名高岭科技有限公司是目前国内最大的超细粉体涂料高岭土供应商，年产规模超 30 万吨（未来将建成年产 100 万吨规模，造纸、陶瓷、化工三大产业的高岭土综合应用基地），公司产品已成为业内第一品牌。
  	环星炭黑有限公司是广东工业 200 强企业，具有 40 多年炭黑生产历史，年产规模 6 万多吨，是华南区域唯一大型炭黑厂，占有华南地区炭黑市场的主要份额。

数据来源：公司公告，现场调研，东方证券综合分析

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn