

分析师： 李冒余 021-68751605 lmy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080252

联系人： 陈烨远 (8621) 68751589 Chenyy1@cjsc.com.cn

调研简报：商业地产支撑业绩，高岭土矿应用拓宽

事件描述

近日我们对海印地产进行了调研，就公司近期及未来发展进行了交流，并且实地考察了公司流行前线、中华广场以及海印又一城的实际经营状况。

事件评论

第一，两大商业物业项目奠定公司大型项目承接开发能力

上半年着力改造的中华广场开业近 10 个月，经营面积近 5 万平方米。2009 年 8 月向昌盛集团租赁时原商户提供租金在 800 万元/月左右，公司租赁价格为 1100 万元/月，经过公司的项目重新定位与商户引导，已将现有月租金收入提升至 1500 万元/月。

通过实地调研情况来看，公司已对广州烈士陵园商圈形成了覆盖的局势，公司对于自身定位也相当准确。通过多年对于当地商圈的培养，周边商业气息旺盛，在工作时间流行前线与中华广场内依然具有很高的人气，公司着力引进的 H&M，迪斯尼旗舰店以及 Taste 超市经营状况良好。由于中华广场内任有部分楼层物业经营权归属于其他业主（B1-1 层、5 层），公司对于其他经营者采取了差异经营引导经营的方式，努力使中华广场整体风格进行统一，以达到互利共赢的局面，同时对于中华广场内 8-9 层的未出租物业，公司也在积极进行规划，预计中华广场今年能贡献业绩 2200 万元左右。

海印又一城项目做为公司第一个大型城市综合体项目，位于广州市番禺区，距市中心大约 15 公里车程，毗邻广交会馆、亚运会会址，项目周边均为密集型大型居住区，如碧桂园，星河湾等，居住人口大约 80 万人。该项目为公司自有物业，总建筑面积在 21.7 万平方米，其中一期项目沃尔玛广州 Sam 会员店已于 2009 年开业。后续近 8 万平方米的酒店式公寓分为 7 栋，其中已有 4 栋接近封顶，预计明年 3 月剩余 3 栋可完成封顶，预期售价在 1.5 万元/平方米以上，明年 5 月购物中心可进行正式开业。我们了解到由于周边据为大型居住项目，几乎没有现成的商业聚集场所，自沃尔玛 Sam 会员店开业以来，海印又一城项目已经成为周边人气聚集场所，对于周边商业气氛的带动较明显，同时沃尔玛 Sam 会员店也由原计划的 80-100 万元/天营业额提升至 150-200 万元/天营业额，租赁双方均受益明显。

我们认为公司通过 5 万平米的市心中华广场项目与近 20 万平米的海印又一城城市综合体项目已经积累了承接开发大型商业项目的能力，同时公司依旧保持对于“三铁”周边其他物业的持续关注，为公司的进一步扩张做好了准备。

第二，集团公司避免同业竞争承诺与物业租金交替提升

大股东海印集团在 08 定向增发时承诺将避免出现同业竞争现象，集团公司也不断地将旗下的物业注入上市公司，我们了解到大股东旗下的剩余物业已基本上均由上市公司进行托管，其中江南粮油城 10 年预计可达盈亏平衡的状况，

同时由于海印又一城项目包括五星级酒店（新总统大酒店），为此成立了酒店经营公司，对新老总统大酒店进行管理。集团公司将逐步履行承诺。

通过沟通我们了解到，公司的运营模式为向物业业主长期承租物业，而后对物业进行重新定位、装修、招租，一般长期承租合约期为 15-20 年，而招租合约期为 2-3 年，公司今年上半年由于租约到期及业态调整已对部分物业进行了提租，而公司今后由于招租日期的不同，每年都将会有部分物业进行提租的状况出现。值得注意的是，由于公司的选址定位能力突出，能充分带动当地的商业气氛，因此一般经过 2-3 年的市场培育后，再次续约租金价格涨幅会超过原订涨幅。

第三，高岭土项目将成公司发展另一动力

公司茂名高岭土储量大约在 1500 万吨左右，北海高岭土储量在 6070.71 万吨，开采期 45 年，目前造纸涂料级高岭土售价在 2100-2200 元/吨，而陶瓷级高岭土售价在 300-400 元/吨。据了解北海高岭土项目已进入试产状态，9 月中下旬开始满负荷生产，年底可完成一期 30 万吨产能生产能力，考虑到近期高岭土供需关系相对紧张，我们预计公司全年可完成 40-45 万吨高岭土生产。

我们了解到，公司对 KAL 入股资金基本用于巴西基地的投资建厂项目，建设周期在 3-5 年，由于巴西基地高岭土项目储量惊人，品位高于国内产品，为公司高岭土生产长期发展奠定了基础。在茂名地区，公司也加强了与当地社会矿山的整合力度，努力在当地政府的指导下进行资源整合。

同时公司与武汉理工与中国地质大学合作，对高岭土在水泥、橡胶、塑料等领域的添加剂应用方面进行研发合作。我们了解到，对于高岭土水泥添加剂的研制情况已经进入后期，其相对于普通混凝土而言，高岭土添加剂可以使混凝土凝结速度提高 15 个小时左右，硬度提高 3-4 倍，并且具有相当的耐腐蚀性，而高岭土在其他领域的应用也已进入研发中试阶段。我们认为，作为一种新型的材料添加剂，对于高岭土的研发使得其自身的原材料属性发生了变化，而对于其产品的市场推广需要值得注意。

第四，炭黑业务恢复盈利

上半年公司销售炭黑近 3 亿吨，同比增长 46%，实现销售收入 1.76 亿元，净利润 298 万元，在去年亏损 783 万元的基础上实现扭亏。预计今年炭黑业务可实现 500-1000 万元净利润，公司同时对于炭黑业务基本保持原有的既定方针不变。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	851	1287	1907	2497	货币资金	101	129	191	461
营业成本	458	631	865	1177	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	394	656	1042	1320	应收账款	159	241	357	467
% 营业收入	46.2%	50.9%	54.6%	52.9%	存货	36	49	66	91
营业税金及附加	32	48	72	94	预付账款	108	147	200	274
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	其他流动资产	7	11	16	21
销售费用	43	65	97	127	流动资产合计	437	617	891	1393
% 营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	98	148	219	287	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	20	25	25	19	投资性房地产	414	414	414	414
% 营业收入	2.3%	2.0%	1.3%	0.8%	固定资产合计	785	1027	1221	1265
资产减值损失	1	9	13	13	无形资产	128	121	115	109
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	6	3	4	3
营业利润	199	359	616	780	其他非流动资产	-186	-186	-186	-186
% 营业收入	23.4%	27.9%	32.3%	31.2%	资产总计	1586	1997	2460	3000
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	153	223	139	0
利润总额	201	359	616	780	应付款项	78	106	145	198
% 营业收入	23.7%	27.9%	32.3%	31.2%	预收账款	9	13	20	26
所得税费用	54	96	165	208	应付职工薪酬	9	12	16	22
净利润	148	263	451	572	应交税费	24	41	67	86
归属于母公司所有者的净利润	143.6	256.0	439.1	556.0	其他流动负债	156	219	305	412
少数股东损益	4	7	12	16	流动负债合计	429	615	692	744
EPS (元/股)	0.29	0.52	0.89	1.13	长期借款	311	311	311	311
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	149	434	656	836	其他非流动负债	7	7	7	7
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	746	932	1009	1061
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权	823	1040	1413	1886
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	18	25	37	53
固定资产投资	-169	-413	-419	-325	股东权益	840	1065	1451	1939
其他	-22	0	0	0	负债及股东权益	1586	1997	2460	3000
投资活动现金流净额	-191	-413	-419	-325	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.292	0.520	0.892	1.130
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.67	2.11	2.87	3.83
银行贷款增加 (减少)	121	70	-84	-139	PE	56.05	31.43	18.33	14.47
筹资成本	39	-64	-91	-102	PEG	0.98	0.55	0.32	0.25
其他	-109	0	0	0	PB	9.78	7.74	5.69	4.27
筹资活动现金流净额	51	6	-175	-241	EV/EBITDA	31.18	15.04	9.52	7.28
现金净流量	9	28	62	270	ROE	17.5%	24.6%	31.1%	29.5%

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观经济分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。