

铁矿石资源价值被市场低估

创兴置业（600193）投资价值分析报告

投资要点：

- ◆ **铁矿石：2011年进入收获期。**公司拥有神龙矿业100%股权，探明铁矿石资源储量为1.09亿吨，平均地质品位30.55%。一期100万吨/年原矿已经在2010年7月19日实现试投产，我们预计2010年铁精粉产量约为3万吨；预计2011、2012年铁精粉产量分别为22万吨、30万吨。
- ◆ 通过比较分析，我们认为创兴置业的铁矿石资源价值被明显低估。通过资产价值评估，我们得出铁矿石资产内涵价值14.63元，铁矿石内涵价值的波动区间为12.59元-19.75元。
- ◆ **房地产获得稳定投资收益。**目前的房地产业务有两个：一个是公司全资子公司上海夏宫房地产公司，目前还有东方夏威夷的尾盘；另一个是公司参股39.93%的上海振龙房地产公司，主要开发绿洲康城项目，大概5-6年开发完毕。预计绿洲康城2010-2012年分别贡献投资收益8500万元，8000万元，20240万元。公司房地产项目在2010-2012年分别贡献每股收益为0.46元、0.36元、0.93元。
- ◆ **给予推荐。**我们预计公司2010-2012年营业收入分别为10086万元、22150万元、36550万元；每股收益分别为0.5元、0.77元、1.48元。综合资产价值重估法和PE估值法，我们认为公司的合理价值区间在21.75-25.15元。
- ◆ 综合看，我们认为公司的铁矿石资源价值未被市场充分认知，2011年之后看点在于铁矿石业务，而房地产能提供稳定的投资收益。给予推荐评级，建议积极关注。

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	89.65	100.86	242.50	365.50
同比%	-70.88	12.51	140.43	50.72
归属母公司净利润(百万元)	10.56	109.22	168.04	323.25
同比%	-80.07	934.28	53.86	92.36
毛利率%	55.58	44.45	52.51	54.29
ROE%	3.17	16.49	21.54	32.12
每股收益(元)	0.05	0.50	0.77	1.48
每股净资产(元)	1.51	1.70	1.90	2.30
市盈率(倍)	295.82	28.60	18.59	9.66
市净率(倍)	9.48	8.42	7.54	6.23

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

推荐（维持）

风险评级：较高风险

2011年4月6日

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

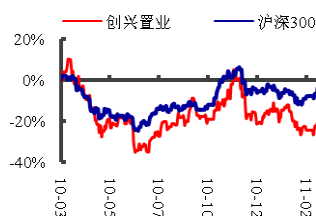
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2011年4月1日

收盘价(元)	15.75
总市值(亿元)	34.36
总股本(百万股)	218.14
流通股本(百万股)	218.14
ROE (TTM)	24.15%
12月最高价(元)	19.23
12月最低价(元)	10.91

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

目录

1. 铁矿石业务：2011 年进入收获期.....	3
1.1 铁矿石资源价值被严重低估	3
1.2 铁矿石资产价值重估：14.63 元	3
1.3 铁矿石业务 2011 年开始进入收获期.....	4
1.4 铁矿石行业分析：短期较为平淡，中长期继续看好.....	5
2. 房地产业务：稳定的投资收益	6
2.1 绿洲康城带来丰厚的投资收益	6
2.2 房地产净资产估值：7.12 元	7
3. 盈利预测与投资建议	8
3.1 盈利预测	8
3.2 估值方法探讨	8
3.3 给予推荐	9

插图目录

图 1：进口铁矿石国别分布（2010 年）	6
图 2：进口铁矿石协议价格	6
图 3：钢价/矿价保持同步走势	6
图 4：钢价/矿价比值下降明显	6

表格目录

表 1：创兴置业与金岭矿业、凌钢股份、广东明珠、大成股份的铁矿石资源比较.....	3
表 2：公司铁矿石资源价值估值	4
表 3：不同折现率对应资源价值	4
表 4：NPV 分段测算公司资源价值	4
表 5：铁矿石业务盈利预测	5
表 6：房地产业务结算与盈利预测	7
表 7：公司地产业务的 RNAV 估值	7
表 8：公司利润预测表	8

1. 铁矿石业务：2011 年进入收获期

1.1 铁矿石资源价值被严重低估

公司拥有神龙矿业 100% 股权，神龙矿业在 2005 年 9 月通过拍卖以 3.15 亿元获得湖南省祁东县老龙塘矿段 22-31W 线铁矿采矿权。老龙塘矿段 22-31W 线矿区面积为 2.1523 平方公里，探明铁矿石资源储量为 1.09 亿吨，平均地质品位 30.55%，其中表内矿 9250.93 万吨（B+C1+C2 级），表外矿 1644.47 万吨。

早期神龙矿业公司成立时注册资本仅有 5000 万元，创兴置业出自 2600 万元控股 52%，剩余 48% 由上海祖龙景观开发有限公司持有（上海祖龙的控制人为创兴置业实际控制人的一致行动人）。公司在 2009 年 7 月通过拍卖方式以 1.43 亿元获得神龙矿业 48% 股权，按照神龙矿业 1.09 亿吨矿石储量的 48% 折算，铁矿石定价为 2.74 元/吨，购进价比凌钢股份收购北票保国铁矿山要便宜（14.42 元/吨）。

2009 年 8 月，公司对神龙矿业增资 1 亿元，用于神龙矿业老龙塘矿的开发。神龙矿业老龙塘矿设计为两期建设，其中一期设计原矿产量 100 万吨/年，折合铁精粉 30 万吨/年，2010 年 7 月 19 日已经试投产；二期拟建设 200 万吨，预计将在 2012 年建设。

我们对公司神龙矿业控制的铁矿石资源与金岭矿业、凌钢股份、广东明珠和大成股份的铁矿石资源进行比较，比较多结果是：创兴置业的铁矿石资源被明显低估。

创兴置业每股矿石含量达到了 499.45 千克，远高于金岭和凌钢的 171.97、104.48 千克；而创兴置业吨矿市值仅有 31.54 元，又大幅低于金岭和凌钢的 130.43、101.64 元。不过，由于金岭和凌钢的铁矿石的开发已经很成熟，成本稳定且利润贡献明显；而神龙矿业仅处于试投产阶段，投产效益还有待观察。

表 1：创兴置业与金岭矿业、凌钢股份、广东明珠、大成股份的铁矿石资源比较

公司名称	创兴置业 (600193)	金岭矿业 (000655)	凌钢股份 (600231)	大成股份 (600882)	广东明珠 (600382)
总股本（亿股）	2.1814	5.9534	8.04	3.91*	3.42
总市值（亿元）	34.36	133.53	85.38	43.52	40.33
控制矿山	神龙矿业	召口分矿、金 刚矿业等	北票保国铁矿	华联矿业	大顶铁矿
持股比例（%）	100%	100%	100%	100%	19.90%
矿石储量（万吨）	10895	10238	8400	8200	6000
矿石品位（%）	30.55%	50%-52%	30.60%	32%-35%	35%-38%
铁精粉产能（万吨）	30	130	120	110	—
每股矿石含量（千克/股）	499.45	171.97	104.48	209.72	34.91
吨矿市值（元/吨）	31.54	130.43	101.64	53.07	337.77

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

备注：大成股份各数据均按照增发后的 3.91 亿股计算。

1.2 铁矿石资产价值重估：14.63 元

我们对神龙矿业铁矿石资源进行价值估值，采用 NPV 净现值折现法（根据一系列定期的现金流和贴现率而定的投资净现值）。假设折现率为 8%，折现年限参照开发

年限 26 年，保守以过去 5 年铁矿石均价为售价（不含税），测算出神龙矿业铁矿石资源价值为 14.63 元。

通过折现率敏感性分析，铁矿石内涵价值的波动区间为 12.59 元-19.75 元。

表 2：公司铁矿石资源价值估值

NPV 折现法（一次折现）	
铁矿石资源储量（万吨）	10895
折合铁精粉量（万吨）	3149
折现率（%）	8.00%
过去 5 年铁矿石均价（元/吨）	805
长期生产成本（元/吨）	480
年净现金流（亿元）	2.95
NPV 净现值（亿元）	¥31.91
总股本（亿股）	2.1814
资源价值（元/股）	¥14.63

资料来源：东莞证券研究所

表 3：不同折现率对应资源价值

折现率（%）	5%	6%	7%	8%	9%	10%
资源价值（元/股）	19.75	17.87	16.25	14.63	13.64	12.59

资料来源：东莞证券研究所

从保守角度分析，我们采用分段 NPV 折现法，以公司实际铁精粉产出量来计算公司的资源价值。假设 2011-2015 年公司铁精粉年产量为 30 万吨，之后未来 21 年的铁精粉年产量为 100 吨，依然是 8% 的折现率，测算出公司资源价值为 13.5 元。

表 4：NPV 分段测算公司资源价值

NPV 分段折现法	2011-2015 年	2016-2036 年
年产铁精粉量（万吨/年）	30	100
折现率（%）	8%	8%
铁矿石价格（元/吨）	850	800
长期成本（元/吨）	500	450
年净现金流（亿元）	0.7875	2.625
NPV 净现值（亿元）	3.14	26.29
总股本（亿股）	2.1814	2.1814
资源价值（元/股）	1.44	12.05
合计资源价值（元/股）	13.5	

资料来源：东莞证券研究所

1.3 铁矿石业务 2011 年开始进入收获期

神龙矿业老龙塘矿段设计规模原矿 300 万吨/年，对应铁精粉为 86.73/年，分两期完成。其中一期设计原矿产量 100 万吨/年，折合铁精粉 30 万吨/年；二期拟建设原矿 200 万吨/年，对应铁精粉 57.8 万吨，预计将在 2012 年建设。

一期 100 万吨/年原矿已经在 2010 年 7 月 19 日实现试投产，由于电力紧张问题，目前的投产进度比预期的略差，日处理原矿约 1500 吨；由于采矿初期尚处于地表开采，矿石品位较低，选矿比值约为 5 倍。试投产阶段生产成本不稳定，约在 520 元/吨，随着生产达产，采矿成本将有下降并回归稳定。

我们预计 2010 年公司原矿产量约为 15 万吨，对应铁精粉产量约为 3 万吨。预计 2011、2012 年铁精粉产量分别为 22 万吨、30 万吨。

我们重新测算了铁矿石业务的盈利预测，预计 2010、2011、2012 年铁矿石分别贡献利润 794 万元、8621.25 万元、12183.75 万元，折合每股收益分别为 0.04 元、0.4 元、0.56 元，将成为公司未来的主要盈利贡献点。

表 5：铁矿石业务盈利预测

盈利预测	2010E	2011E	2012E
原矿产量（万吨）	15	70	100
铁精粉产量（万吨）	3	22	30
铁精粉售价（64%，不含税）	912	1050	1050
销售收入（万元）	2736	23100	31500
完全生产成本（元/吨）	520	500	480
吨矿毛利（元/吨）	392	550	570
净利润（万元）	793.8	8621.25	12183.75
总股本（亿股）	2.1814	2.1814	2.1814
每股收益（元）	0.04	0.40	0.56

资料来源：东莞证券研究所

1.4 铁矿石行业分析：短期较为平淡，中长期继续看好

铁矿石协议价由之前的年度定价变为季度定价后，铁矿石将长期牵制钢铁行业的盈利。

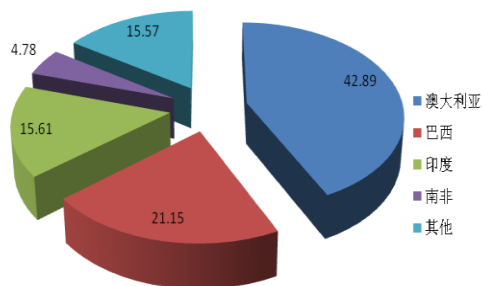
我国依然是全球最大的铁矿石进口国，2010 年上半年合计进口铁矿石 6.19 亿吨，同比略有减少 1.4%，占我国铁矿石需求量大 60%以上；平均进口价为 128.4 美元/吨，同比增长 60.76%。从进口比例看，澳大利亚、巴西、印度是主要进口国，分别占比为 42.89%、21.15%、15.61%，合计占比高达 79.65%。

由于全球三大铁矿石生产商淡水河谷、力拓、必和必拓合计占据了全球铁矿石贸易市场 70%以上的份额，属于寡头垄断，对全球铁矿石价格具有决定性作用。2010 年铁矿石判断中打破了传统的年度定价机制，取而代之的是季度定价机制，更接近于现货市场。从 2010 年 2 季度开始，仅第 4 季度出现了大幅下跌，其余季度均是上涨，显示矿商在铁矿石谈判中的强势地位。2011Q2 力拓协议矿价已经达到了 194 美元/吨，创下了历史新高。

铁矿石价格的波动趋势与钢价基本同步，但矿价往往下跌更快，上涨也更为坚决。从钢价/矿价比值看，2009 年 5 月至今呈现持续走低态势，由最高的 6 倍一直下降至 3.27 倍，显示了矿价总体走势强于钢价，钢铁行业利润向上游矿石转移十分明显。

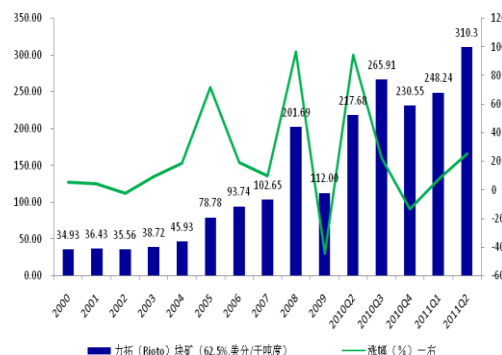
对于铁矿石价格，我们认为短期内受到日本地震导致的需求减少影响，铁矿石价格仍有继续下调的空间，再次上升需要一定的时间。中期看我们仍不看淡铁矿石市场，铁矿石未来依然是牵制钢铁盈利的最大因素。

图 1：进口铁矿石国别分布（2010 年）



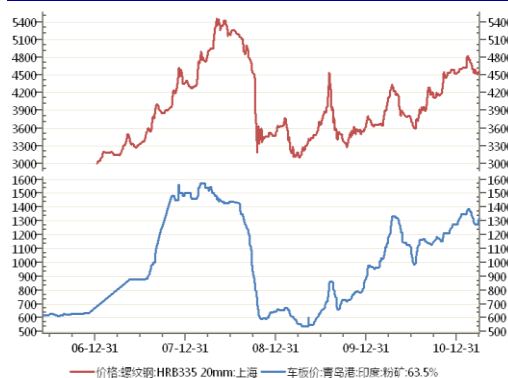
资料来源：东莞证券研究所、中联钢

图 2：进口铁矿石协议价格



资料来源：东莞证券研究所、海关

图 3：钢价/矿价保持同步走势



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

图 4：钢价/矿价比值下降明显



资料来源：东莞证券研究所、wind 资讯

2. 房地产业务：稳定的投资收益

2.1 绿洲康城带来丰厚的投资收益

公司目前的房地产业务有两个：一个是公司全资子公司上海夏宫房地产公司，目前还有东方夏威夷的尾盘，约 0.45 万平方米，大部分将在 2010 年结算，剩余项目共可贡献净利润 2000 万。

另一个是公司参股 39.93% 的上海振龙房地产公司，主要开发绿洲康城项目。上海振龙于 2001 年 8 月成立，成立伊始，公司就开始着手绿洲康城的开发，该项目处于上海浦东新区南端，城市二环线内侧，西贴陆家嘴金融贸易中心，东近通向浦东中央公园和世纪大道的城市五号线，背靠浦东新市镇，贯通浦江东西的杨浦大桥、南浦大桥和徐浦大桥在此形成交通聚点，地理位置十分优越，周围配套完善。绿洲康城项目主要分两期开发，一期的别墅基本上已经结算完毕，剩余未结算公寓面积大概有 70 万平米，其中

不包括规划的近 10 万平的酒店和商业面积。目前项目均价约在 22000 元/平米，大概 5-6 年开发完毕。

公司两个项目获取时间较早，康城项目早在 2001 年获取，另外就是 08 年上海振龙通过拍卖方式拿了块边角地，合计土地成本只有 2000 元/平米左右。保守估计，公司毛利率保守估计将维持在 45%以上。

我们对两个房地产项目进行盈利预测，得出 2010、2011 年东方夏威夷分别贡献利润 1517 万元、453 万元；而参股 39.93%的绿洲康城项目考虑到结算因素，预计 2010-2012 年分别贡献投资收益 8500 万元，8000 万元，20240 万元。累计房地产项目在 2010-2012 年分别贡献每股收益为 0.46 元、0.36 元、0.93 元。

表 6：房地产业务结算与盈利预测

	剩余可结算面积		权益			结算面积（万平方米）			可售价格（元）			结算收入（万元）		
	（万平方米）					2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
绿洲康城	70	39.93%	7	5	9	16000	20000	23000	112000	100000	207000			
东方夏威夷	0.45	100%	0.35	0.05		21000	23000		7350	1150	0			
合计									119350	101150	207000			

资料来源：东莞证券研究所

2.2 房地产净资产估值：7.12 元

我们对绿洲康城项目进行资产重估，按照 39.93%的权益测算出康城项目的每股净资产为 7.12 元。

表 7：公司地产业务的 RNAV 估值

RNAV	
住宅物业（万元）	102062.32
酒店商业（万元）	21308.4
净资产（万元）	31793
合计（万元）	155163.72
总股本（亿）	2.1814
每股重估值（元）	7.12

资料来源：东莞证券研究所

不过，从土地储备看，上市公司仅有东方夏威夷尾盘销售，目前仍没有在土地储备方面获得收获，公司表示将收地目标定位在二、三线城市。参股的绿洲康城项目按照目前的开发进度，只可维持 4-5 年的开发，未来持续拿地优势并不明显。

3. 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对公司的盈利预测主要分为两块，铁矿石业务和房地产业务，分项预期如本文上述。

综合分析，我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 10086 万元、22150 万元、36550 万元；每股收益分别为 0.5 元、0.77 元、1.48 元。

从利润贡献看，2010 年业绩贡献主要来自参股 39.93%的绿洲康城项目的投资收益和东方夏威夷尾盘销售利润；2011 年后业绩主要贡献点就转入铁矿石业务。

表 8：公司利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	89.65	100.86	242.50	365.50
营业总成本	73.45	68.51	139.79	204.57
营业成本	39.83	56.03	115.18	167.09
营业税金及附加	16.23	7.06	12.13	18.28
销售费用	0.62	0.50	1.21	1.83
管理费用	15.01	4.94	10.91	16.45
财务费用	1.99	-0.02	0.36	0.93
资产减值损失	-0.22	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-7.41	85.00	80.00	202.40
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.41	85.00	80.00	202.40
其中 对联营和合营投资收益	-7.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	8.80	117.35	182.71	363.33
加 营业外收入	0.15	4.00	4.00	4.00
减 营业外支出	1.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.47	121.35	186.71	367.33
减 所得税	-3.72	12.14	18.67	44.08
净利润	11.19	109.22	168.04	323.25
减 少数股东损益	0.63	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	10.56	109.22	168.04	323.25
最新总股本(万股)	21814.00	21814.00	21814.00	21814.00
基本每股收益(元)	0.05	0.50	0.77	1.48
市盈率(倍)	295.82	28.60	18.59	9.66

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3.2 估值方法探讨

资产价值重估：由于铁矿石和房地产属于两个不相干业务，我们对两者分别做资产价值估值，其中铁矿石资源估值为 14.63 元，而房地产重估值为 7.12 元，两者合计 21.75 元。

PE 估值：预计 2010、2011、2012 年每股收益分别为 0.49 元、0.77 元、1.48 元，其中 2012 年铁矿石和房地产每股收益分别为 0.56 元、0.93 元，给予铁矿石 20 倍 PE，房地产 15 倍 PE，合计 25.15 元。

综合资产价值重估法和 PE 估值法，我们认为公司的合理价值区间在 21.75-25.15 元。

3.3 给予推荐

公司铁矿石资源储备丰厚，一期 100 万吨原矿投产后将逐渐向资源类公司迈进，未来二期建成投产后公司将成为国内很有竞争力的铁矿石资源类上市公司。在铁矿石价格长期看涨的趋势下公司具备较好的投资价值。而且参股的房地产项目将在未来 5 年内保持稳定的投资收益。

综合看，我们认为公司的铁矿石资源价值未被市场充分认知，2011 年之后看点在于铁矿石业务，而房地产能提供稳定的投资收益。给予推荐评级，建议积极关注。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119430

网址: www.dgzq.com.cn