

一直在成长

全国最优的商业物业运营商。公司拥有 20 年商业物业运营经验，拥有丰富和优质的客户基础、可复制的业务模式。目前，公司现有项目 17 个，经营面积 23.74 万平方米，其中自有物业 5.87 万平方米。公司的经营模式和多年来积累的经营能力基本保证新项目短时间内可达到盈利能力。单纯的大型商业物业运营商在中国尚属稀缺，公司多年的积累使得公司成为在此项领域的翘楚。

拥有高岭土优质矿产资源和关键技术。公司在国内高岭土矿产资源储备超过 6000 万吨，巴西矿远期储备超过 1 亿吨。目前公司拥有茂名高岭和北海高岭两个生产基地，其中北海高岭一期设计产能 30 万吨/年，预计 2013 年公司高岭土产能达到 100 万吨/年。掌握了丰富的高岭土资源，公司的目标是成为亚洲最大的高岭土公司。同时公司加强高岭土深加工高端产品研发和生产，这将进一步提高高岭土业务毛利率水平。

高岭土的不可再生性使其稀缺性逐渐显现，公司高岭土业务未来有可能分拆上市独立运营，海印股份作为全资控股公司，受益显著。

公司业务拓展利好集结。公司近日出资设立三家商业物业运营子公司，子公司的成立表明公司正在洽谈的多个商业物业项目已进入签约和公布阶段；北海高岭科技有限公司科技攻关项目被列入广西壮族自治区科技计划重大科技攻关工程项目，同时北海高岭取得新采矿权资格，使北海高岭土产能规划提高 3 倍，矿产资源储量提高 60%。公司在商业物业及高岭土两项业务的布局已显示公司未来的雄心壮志，民营企业灵活的机制和顽强的生命力将使其未来的发展潜力不可限量。

投资建议：预计 2011/2012 年 EPS 为 1.10/1.49 元，其中主业 0.50/0.65 元，高岭土业务 0.12/0.23 元，房地产业务 0.51/0.61 元，给予主业、高岭土、房地产 2011 年估值分别 30、25、20 倍 PE，对应 6 个月目标价格 29 元，维持公司“买入”评级。

	2010A	2011F	2012F
营业收入（百万）	131,923	203,844	257,920
营业收入增长率	54.94%	54.52%	26.53%
净利润（百万）	25,788	53,992	73,542
净利润增长率	79.61%	109.37%	36.21%
ROE	27.9%	39.4%	37.5%
EPS（元）	0.52	1.10	1.49
P/E	38.2	18.3	13.4
P/B	10.5	7.2	5.0
EV/EBITDA	22.9	10.9	8.1

海印股份 (000861)

维持
买入
张新红

zhangxinhong@csc.com.cn

010-85130996

执业证书编号：S1440210080010

联系人：杨晓磊

yangxiaolei@csc.com.cn

85156330

发布日期：2011 年 5 月 11 日

当前股价：19.76 元

目标价格 6 个月：30 元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.86/-7.26	20.27/16.07	73.33/65.81
12 月最高/最低价（元）		24.48/9.82
总股本（万股）		49218.90
流通 A 股（万股）		14913.87
总市值（亿元）		97.26
流通市值（亿元）		29.47
近 3 月日均成交量（万）		856.14
主要股东		
广州海印实业集团有限公司		69.62%

股价表现


目录

公司概况	1
业绩概览：商业物业运营与高岭土业务成为公司未来业绩增长的驱动	2
投资亮点一：全国最优的商业物业运营商之一	4
投资亮点二：拥有优质矿产资源和关键技术的高岭土产品生产商	10
盈利预测：	19

表目录

表 1：2010 年 3 月以来公司公告一览	2
表 2：各子公司 2010 年业绩概览	3
表 3：公司成熟物业和新增物业基本情况介绍	6
表 4：中华广场出租具体情况	8
表 5：海印又一城开发规划和酒店式公寓销售额测算	9
表 6：海印桂闲城布家居市场各楼层租金情况	9
表 7：高岭土未来业绩计算	18
表 8：全国主要炭黑企业	18

图目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：公司股权结构图	2
图 3：主要业务毛利率	3
图 4：各项收入构成	3
图 5：公司发展战略	4
图 6：全国与广州社会消费品零售额与同比增速	5
图 7：商业营业用房销售面积及同比增长	5
图 8：商业运营业务盈利模式	5
图 9：物业网点布局情况	7
图 10：成熟物业主营业务收入情况	7
图 11：成熟物业净利润情况	7
图 12：世界资源储备	11
图 13：中国高岭土资源分类	11
图 14：各国高岭土产量情况	11
图 15：中国市场需求量	12
图 16：国际造纸高岭土市场集中度	12
图 17：国内造纸高岭土市场集中度	12
图 18：造纸工业与陶瓷工业用高岭土工艺流程	13
图 19：新产能扩张图	14



图 20: 公司高岭土业务的优势	14
图 21: 涂布纸和涂布白板纸生产量	15
图 22: 北海高岭研发的新产品	16
图 23: 茂名高岭	16
图 24: 北海高岭	16
图 25: 北海高岭一期工程展示——压滤系统	16
图 26: 北海高岭一期工程展示——精选厂输送系统	16
图 27: 业务收入稳定增长（万元）	17
图 28: 膏状土销量快速增长	17
图 29: 产品价格基本稳定	17
图 30: 毛利率基本稳定	17

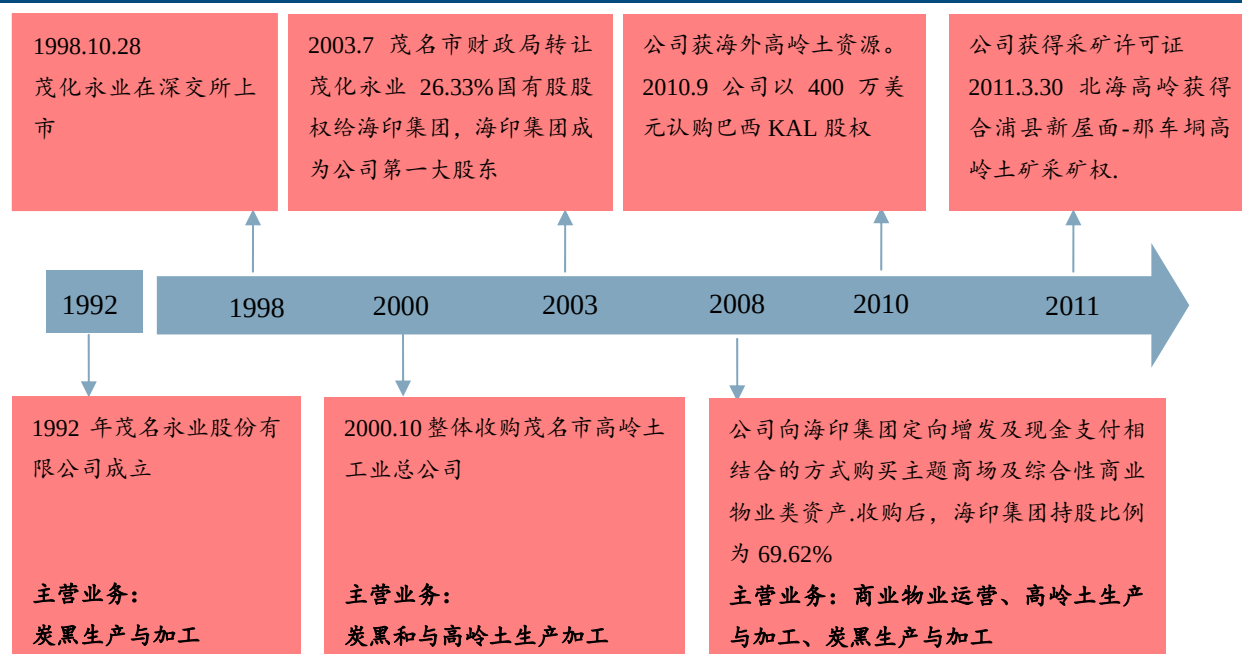
公司概况

公司是以商业物业运营业务、高岭土生产与加工、炭黑生产与加工业务为主的股份有限公司。商业物业运营业务和高岭土生产与加工业务是公司未来业绩增长的支撑，炭黑业务是公司传统遗留业务。公司在商业物业运营领域处于国内领先地位，同时公司也是国内最大的造纸用高岭土产品生产及服务商。

公司原名为茂名永业（集团）股份有限公司，是一家炭黑生产加工企业，1998 年 10 月成为中国第一家公开发行上市的炭黑行业企业。2000 年 10 月公司整体收购茂名市高岭土工业总公司。2003 年 7 月，茂名市财政局转让公司 26.33% 国有股股权给海印集团，海印集团成为公司第一大股东。2008 年 11 月公司向海印集团定向增发及现金支付相结合的方式购买商业运营资产，收购后海印集团持股比例高达 69.62%。2011 年 3 月，公司全资子公司北海高岭科技有限公司取得合浦县新屋面-那车垌高岭土矿采矿权。此次采矿权证合并后，北海高岭生产规模达到 300 万吨/年，是之前规划产能的 3 倍。高岭土矿产资源由 6071.71 万吨增加到 9980.25 万吨，矿产资源储备增加 60%。

目前，公司有 4.92 亿股，其中流通股 1.49 亿股，总市值为 98.59 亿元（2011 年 5 月 5 日收盘价）。另 2011 年 11 月 3 日，公司有 5073.78 万股限售股解禁上市。2011 年 11 月 11 日，公司有 2.92 亿限售股解禁上市。

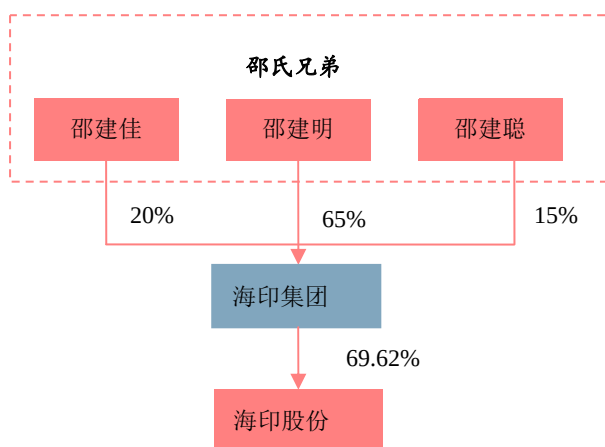
图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站 中信建投证券研究发展部

公司实际控制人为邵建明、邵建佳、邵建聪，三人之间是兄弟关系。公司控股股东是海印集团，是以商业铺面出租、商业物业开发管理、酒店等于一体的综合性民营企业集团。

图 2: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

公司近期利好集结

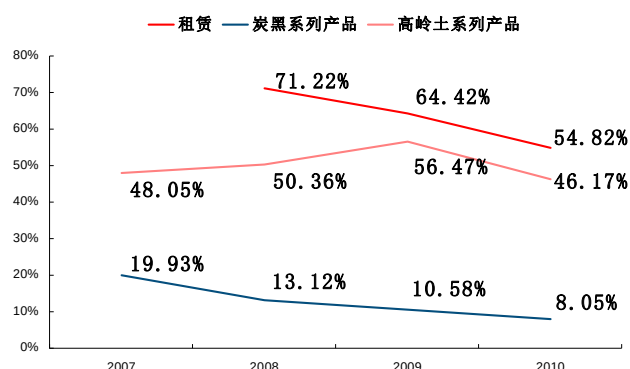
表 1: 2011 年 3 月以来公司公告一览

时间	公告
2011-3-03	关于撤回公开增发申请文件的公告
2011-3-30	关于北海高岭科技有限公司科技攻关项目被列入广西壮族自治区科技计划重大科技攻关工程项目的公告
2011-4-01	关于出资设立全资子公司公告——广州海印汇商贸发展有限公司
2011-4-01	关于北海高岭科技有限公司取得采矿权的公告
2011-4-07	关于出资设立全资子公司公告——肇庆大旺海印又一城商业有限公司、广州海印国际商品展贸城有限公司
2011-4-27	全资子公司广州潮楼百货有限公司关于新增租赁合同的公告

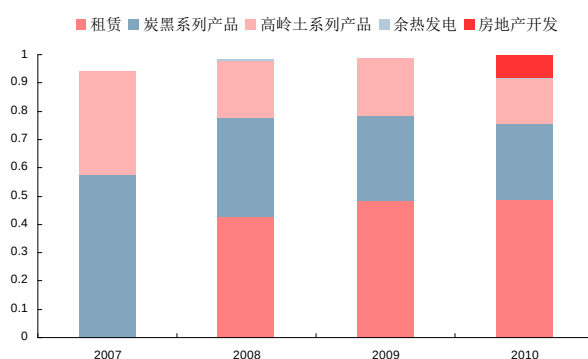
资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

业绩概览: 商业物业运营与高岭土业务成为公司未来业绩增长的驱动

公司主要业务包括: 商业物业运营业务、高岭土业务、炭黑业务。三项业务毛利率分别为 54.82%、46.17%、8.05%。其中商业物业运营业务逐年提高, 高岭土业务稳步提升, 炭黑业务属于公司遗留业务, 近年来没有进行产能扩张, 故收入占比逐年下降。

图 3: 主要业务毛利率


资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

图 4: 各项收入构成


资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

表 2: 各子公司 2010 年业绩概览

子公司名称	主营收入	同比	净利润	同比
广州潮楼商业有限公司	2030.79	-1.6%	526.79	22.6%
广州流行前线商业有限公司	8213.96	22.8%	4040.12	58.8%
广州市海印广场商业有限公司	3415.98	-1.5%	1291.43	-2.1%
海印东川名店运动城	2656.38	-5.3%	999.62	0.9%
广州市海印布料总汇有限公司	2330.63	4.8%	1089.45	29.4%
广州市海印布艺总汇有限公司	1481.7	11.5%	444.23	69.5%
广州市海印电器总汇有限公司	5525.47	-1.5%	2312.24	2.3%
广州少年坊商业有限公司	3168.78	20.7%	1521.43	40.6%
广东海印缤缤商业有限公司	8086.65	0.7%	3900.67	30.5%
广东海印商品展销服务中心有限公司	2486.36	-32.4%	414.33	-62.6%
广州市番禺海印体育休闲有限公司	11187.72	7140.3%	5354.72	扭亏
商业物业运营				
广州海印又一城商务有限公司	204.11	-23.9%	108.98	-39.3%
广州市海印自由闲名店城有限公司	830.25	-6.2%	313.97	-4.4%
广州海印实业二沙体育精品廊有限公司	604.6	-5.2%	253.78	4.3%
以下物业运营子公司为 2010 年新增				
广东总统数码商业有限公司	3432.02		1419.19	
广州海印数码港置业有限公司			236.16	
广州海印物业管理有限公司	2724.53		-144.25	
广州海印摄影城有限公司	182.75		52.36	
广州潮楼百货有限公司	1313.97		148.47	
佛山市海印桂闲城商业有限公司	2.4		-19.87	
广州海印酒店管理有限公司			-5.76	
佛山市顺德区印丰商业有限公司			-0.88	
高岭土业务				
北海高岭土科技有限公司	21246.51	21.78%	3026.98	-3.95%

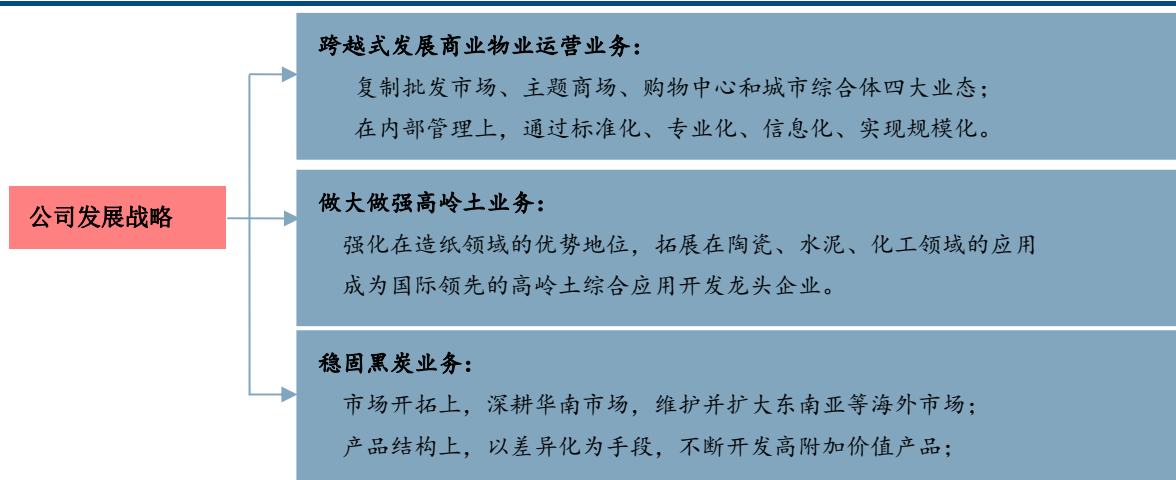
注：2010 年 9 月 30 日公司将持有 87.91% 的茂名高岭土股权转让给北海高岭，故北海高岭有限公司包括茂名和北海两地业绩

炭黑业务	茂名环星炭黑有限公司	3558.13	-80.61%	366.17	扭亏
------	------------	---------	---------	--------	----

资料来源：中信建投证券研究发展部

公司针对三大营业务提出了总体发展战略：跨越式发展商业物业运营业务、做大做强高岭土业务、稳固炭黑业务。

图 5：公司发展战略



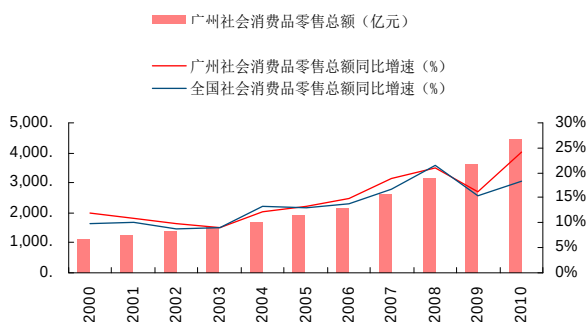
资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

投资亮点一：全国最优的商业物业运营商之一

中国商业地产高速成长，但专业的商业物业运营商相对缺乏

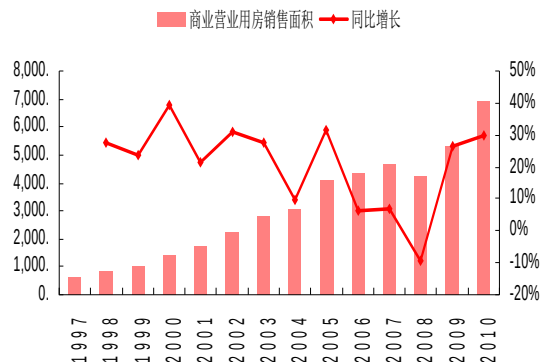
随着我国国民经济持续快速发展，我国社会消费品零售总额稳步提高，市场容量的扩大需要更多的商业物业面积，从而催生了商业地产的稳步发展。但是衡量一个商业地产项目是否真正成功，关键还是看后期的运营能力，而这也是大部分商业地产公司的软肋。国内大多商业地产开发商是做住宅转型过来，在商业地产的运营并没有实际经验，对运营的理解仅仅停留在清洁、卫生、保卫。商业地产恰恰对运营要求非常高，如果没有多年的招商和运营经营，很难经营成功。海印股份作为拥有 20 年的商业物业运营商，具有清晰的发展战略、丰富的客户储备和经验丰富的管理团队，是中国优秀的商业物业运营商之一。

图 6: 全国与广州社会消费品零售额与同比增速



资料来源: wind 中信建投证券研究发展部

图 7: 商业营业用房销售面积及同比增长

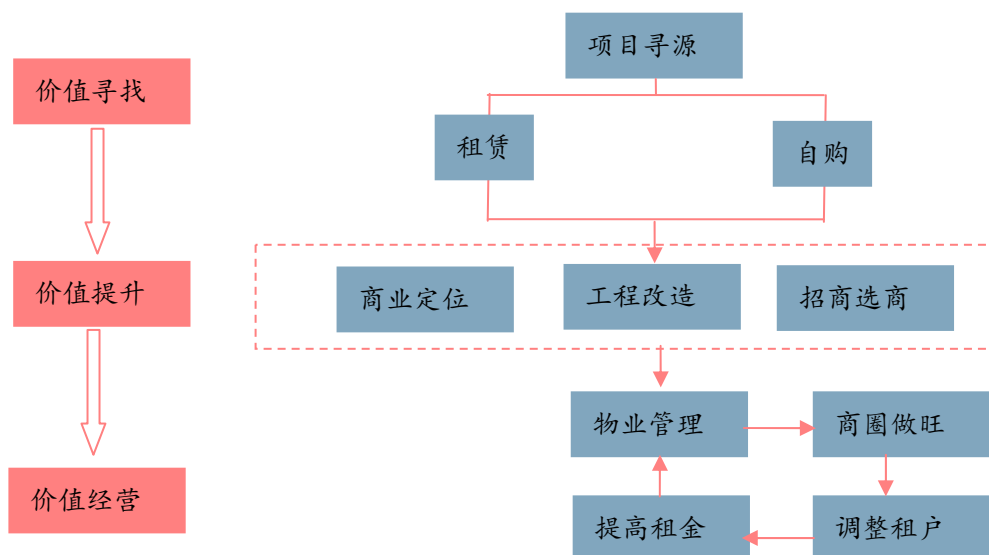


资料来源: wind 中信建投证券研究发展部

公司盈利模式

商业物业运营业务盈利模式是通过长期租赁或者自购商业物业，对其进行重新商业定位（定位模式包括：主题商场、批发市场、购物中心、城市综合体）、工程改造，再租赁给从事批发、零售、休闲、娱乐等经营服务的经营者，并且每年提取稳定租金，获取差价。这个盈利模式也可描述为“价值寻找——价值提升——价值经营”的过程。

图 8: 商业运营业务盈利模式



资料来源: 中信建投证券研究发展部

公司物业基本情况

从物业分布来看，17 项物业均处于广州市核心商业圈（除佛山桂澜城位于广州市外），分布于北京路商圈、英雄广场商圈、海印商圈、十三行商圈、一德路商圈、番禺商圈、天河石牌 IT 商圈等地，布局模式符合公司商

业物业“由点及面”的规模化经营战略。从盈利模式分析，15 项物业属于“租赁——租赁”模式，3 项物业属于“自有——租赁”模式。公司经营的商业物业所有权一半以上归属非盈利性机构和海印集团，稳定的业主既有利于提升租赁合约的稳定性和持续性，也有利于公司长期稳定的商业物业运营。从业态模式分析，成熟物业均属于批发市场或主题商场，新增物业积极开拓购物中心和城市综合体模式，不仅符合商业零售的发展趋势，而且为公司物业运营发展提供更加多元化的业态选择。

表 3：公司成熟物业和新增物业基本情况介绍

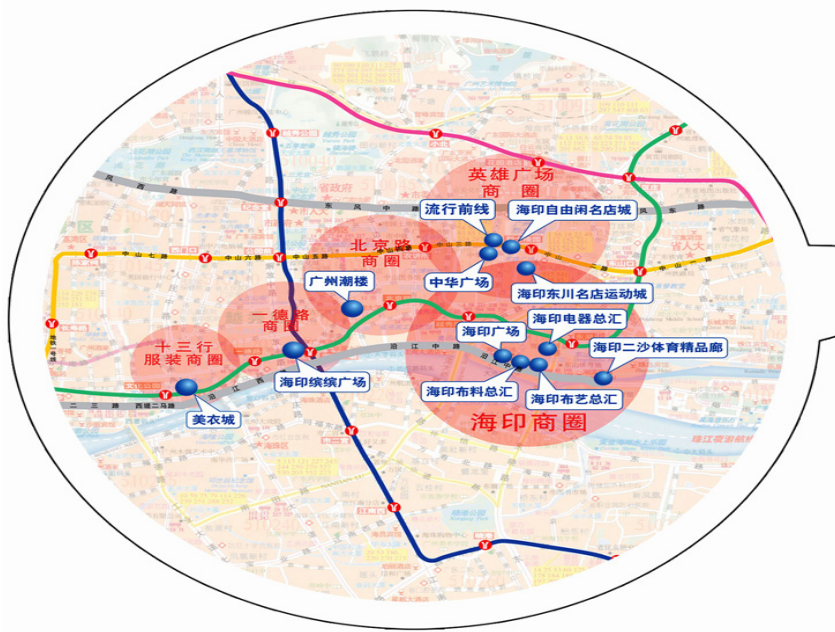
序号	门店	业主	物业性质	经营主题	商圈	面积(平米)	租赁期限
1	潮楼	广州永业酒店投资管理有限公司	租赁	时尚商场	北京路商圈	8246	2020.5.31
2	流行前线	广州市越秀区人民防空办公室	租赁	地铁时尚商场	英雄广场商圈	16683	2014.6.27
3	海印广场	广州包装印刷集团有限责任公司	租赁	音响电器城	海印商圈	13483	2016.11.30
4	东川名店	广东省人民医院	租赁	运动主题	英雄广场商圈	6662	2015.11.28
5	布料总汇	海印集团	租赁	消费布匹市场	海印商圈	7340	2012.5.31
6	布艺总汇	广州市市政集团有限公司	租赁	毛线布料	海印商圈	4452	2011.5.31
7	电器总汇	个人及广州市东山区教育局等 5 家单位	租赁	电器主题商场	海印商圈	13297	2020.4.31
8	少年坊	广州市儿童公园	租赁	流行服饰批发市场	十三行商圈	20000	2026.12.31
9	缤缤广场		自有	中高档服装批发	一德路商圈	33000	
10	商展中心		自有	物业持有人	一德路商圈	15414	
11	番禺休闲		自有	购物中心、酒店、公寓	番禺商圈	250000	
12	自由闲	广州市东山区工商业联合会	租赁	高档品牌休闲服饰	英雄广场商圈	3130	2020.12.31
13	二沙体育	广东省体育运动技术学院	租赁	体育服饰	二沙岛	1100	2011.7.31
14	中华广场	广州兴盛房地产发展有限公司	租赁	购物中心	英雄广场商圈	58290	2023.7.31
15	黄埔潮楼	广州市埔王物业管理有限公司	租赁	时尚商场	地铁 5 号线商圈	12303	2019.12.31
16	摄影城	海印集团	租赁	摄影城器材城	海印商圈	2250	2013.1.31
17	总统数码港		自有	数码产品城	天河石碑 IT 商圈	10318	
18	佛山桂闲城	佛山市建言投资管理咨询有限公司	租赁	布艺家居批发零售商场	佛山	15350	2030.12.31

资料来源： 中信建投证券研究发展部

物业运营业绩概览：成熟物业内涵增长稳定 新增物业逐步进入成熟期

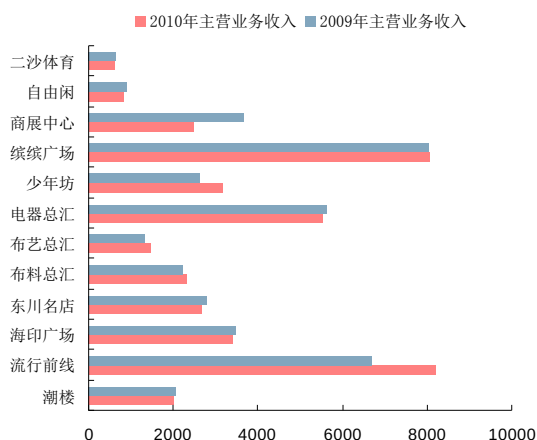
2010 年商业物业项目运营收入为 7.48 亿元，占公司总体主营业务收入的 56.85%;净利润为 2.24 亿元,占公司总体净利润的 86.84%;商业物业正式经营面积达到 24.16 万平方米,与去年同比增长 5.98%。其主要原因得益于原有成熟物业经营业绩的稳定增长，其中新注入股份公司的总统数码港及新增的摄影城项目运营情况良好，为公司贡献稳定收益，同时 2010 年公司新设项目有中华广场、海印又一城、黄埔潮楼、佛山南海桂闲城等。

图 9: 物业网点布局情况



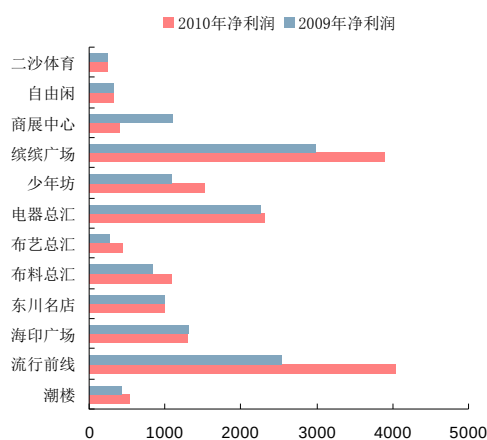
资料来源：公司网站 中信建投证券研究发展部

图 10: 成熟物业主营业务收入情况（万元）



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图 11: 成熟物业净利润情况（万元）



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

新增代表物业之一：中华广场——第一个购物中心模式

2009年8月1日，公司租入兴盛地产拥有中华广场产权的部分物业，总面积为5.83万平方米。中华广场位于中山三路与较场西交界处，东接英雄广场、北倚广州烈士陵园，毗邻广州市最大的电信市场。据不完全统计，中华广场平时客流量约15万人次；节假日的客流量达20-30万人次，是继天河城广场后，市中心又一个大型购物热点。公司承租中华广场之后将中华广场改造为高端时尚潮流购物中心。公司对其进行重新定位、重新改造和重新招商，吸引大量市场潮流品牌入驻，大幅度提高该项目的租金价值。2010年中华广场营业收入约1.50亿元，同比增长10%。

表 4：中华广场出租具体情况

	定位	出租面积 (平方米)	月平均租金(元/平方 米)	原月平均租金(元/平方 米)	租金提高率
一层	白领丽人	4140	305	298	2.35%
二层	女性时尚	4390	633	117	441.03%
		5955	保底租金+业绩提成	117	
三层	高端超市	7044	134	117	14.53%
四层	手机数码	10170	359	355	1.13%
五层	现代家居城			不归公司所有	
六层	精品餐饮	12242	164	55	198.18%
七层	中华美食广场			不归公司所有	
八层	娱乐健身	9257	46.59	46.59	
九层	美容服务	2206	93.33	93.33	

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

中华广场项目是公司进入大型购物中心业态的第一个项目，该项目启动意义重大：**第一，开启公司商业物业运营的新业态模式，管理标准化。**购物中心是现在商业零售业态发展的主要趋势。公司从这个项目积累了该模式的运营经验和优质的客户资源，为以后大力复制购物中心业态提高了丰富的经验和资源。**第二，实现运营分离，管理专业化。**该项目由专业的商业运营管理人员负责招商，专业物业管理公司负责物业管理，实现运营分离，降低管理费用，释放商业运营人员的生产力。**第三，交易模式多元化。**在该项目中，公司在部分品牌实施“保底租金+业绩提成”模式，为公司未来交易模式的升级积累了有益经验。**第四，进一步实现公司商业物业“由点及面”的规模化经营。**中华广场与周边流行前线、东川名店城、自由闲等商场的互动与协调，将进一步奠定公司在英雄广场商圈的地位，并将该商圈打造成广州市知名的时尚潮流购物商圈，从而对公司未来长远发展起到积极作用。

新增代表物业之二：海印又一城——番禺区华南板块的大型城市综合体

根据《广州市发展建设总体战略概念规划纲要》，在广州“南拓、北优、东进、西连”的城市发展地位中，番禺定位为“南拓”，重点是加强商业发展总体规划，推动商贸流通业的大发展，全面提升番禺区商业发展水准，使番禺华南板块打造成广州市第四商圈（广州三大商圈——上下九商圈、北京路商圈、天河商圈），海印又一城正处于这个商圈之内，发展潜力巨大。海印又一城毗邻广交会馆、2010年亚运会会址，邻近地铁3号线汉溪长隆站，项目周边有众多大型居住区，例如华南碧桂园、绿庭雅苑、雅居乐花园等。海印又一城为周边居民提供了购物、休闲、娱乐的最佳场所。

该项目由公司子公司番禺休闲主导开发，是广州市番禺区华南板块的大型城市综合体，占地面积 92123 平方米，总建筑面积为 251342 平方米，包括沃尔玛会员店、购物中心、酒店式公寓和五星级酒店等业态模式，具体包括 3 座商场、1 座酒店、7 栋酒店式公寓。2009 年 10 月 27 日，项目一期工程沃尔玛山姆会员店已经顺利开业，2010 年该项目为公司贡献净利润 548 万元，经营状况远超之前市场预期，为 2011 年 6 月购物中心的开业奠定了良好的基础。

表 5：海印又一城开发规划和酒店式公寓销售额测算

业态		面积 (平方米)	现状与进展
一期	沃尔玛山姆店	2.5 万	2009.10 开业；租金 35 元/平米/月，2010 年贡献净利润约 548 万元
	购物中心	7 万	购物中心建筑主体封顶，预计 2011 年年中开业
二期	酒店式公寓	7 万	酒店式公寓建筑主体封顶，已对外销售 3 栋
	五星级酒店	7 万	2012 年底建成
酒店式公寓销售额测算			
每栋建筑面积		已销售栋数	销售均价 销售额
1 万平方米		3 栋	1.6 万元 48000 万元

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

根据 2010 年年报，房地产开发收入确认为 1.03 亿元，实现净利润近 5000 万元。根据实际调研截止 2011 年 4 月，公司已销售 3 栋酒店式公寓，销售额大约在 4.8 亿元，如果将三栋酒店式公寓完全确认收入，对净利润影响约 17593.53 万元。目前，公司尚余 4 栋酒店式公寓未销售，公司将根据海印又一城的建设情况以及广州房价走势最终确定是否继续销售或以租赁的方式进行经营。如果今年将余下 4 栋酒店式公寓销售并确认收入，2011 年房地产业务将增厚净利润 5 亿元。

新增代表物业之三：佛山桂闲城——强势进驻佛山，打造南海未来的商业方舟

公司积极走出广州，拓展新市场，佛山桂闲城是公司第一个走出广州的商业物业运营业务。该项目位于佛山南海区中轴线延伸段，离地铁南桂路站大约 3.5 公里，离南海区中心商贸区大约 5 公里左右。根据桂闲城的地理位置，公司将佛山桂闲城打造为以布艺家居为主的零售批发市场，主要经营窗帘、床品、布料、精品家私。同时，桂闲城拥有酒店、餐饮、娱乐等配套设施，公司欲将桂闲城打造为综合休闲商务场所。佛山桂闲城的布艺家居市场提供的商铺面积有 20——1000 平米不等，一层至三层招商月租金分别是 50 元/平米、40 元/平米、35 元/平米，预计于 2011 年 6 月开业。作为公司第一个广州以外的项目，公司力图保持“做一个旺一个”的目标，同时该项目也属公司成熟经验模式之一，预计 2011 年将实现盈利。

表 6：海印桂闲城布艺家居市场各楼层租金情况

	月租金（每平米）	月管理费（每平米）
一层	50 元	18 元
二层	40 元	18 元
三层	35 元	18 元

资料来源：中信建投证券研究发展部

新增代表物业之四：黄埔潮楼——东进典范 标准化复制与专业化管理

黄埔潮楼于 2010 年 6 月 1 日正式开业，该项目定位为广州东部时尚潮流消费新地标，属于广州发展战略“南拓、北优、东进、西连”中的“东进”，与“海印又一城”的“南拓”交相呼应。这充分说明公司紧跟城市发展的步伐，努力寻找自己的发展空间。黄埔潮楼是公司第一个标准化复制项目，与之前的“潮楼”在定位、管理基本一致，这也是公司标准化管理的里程碑。2011 年 4 月 27 日，公司发布《全资子公司广州潮楼百货有限公司关于新增租赁合同的公告》，将新增黄埔潮楼第五、六层，新增租赁面积 3165.51 平方米。签订此协议后，租赁场地调整为该商业楼的负二层至六层。

公司设立三个新子公司——业务拓展 利好集结

2011 年 3 月 31 日和 4 月 7 日，公司出资设立三家子公司，分别是广州海印汇商贸发展有限公司、肇庆大旺海印又一城商业有限公司、广州海印国际商品展贸城有限公司。这三个子公司中，有两家设立在广州本地，有一家设立在肇庆，这也将成为公司继佛山桂闲城以后第二个走出广州的项目，同时公司极有可能将复制海印又一城的成功模式，在肇庆发展大型城市综合体业态。子公司的成立表明公司正在洽谈的多个商业物业项目已进入签约和公布阶段，而公司的经营模式和多年来积累的经营能力基本保证新项目短时间内可达到盈利能力，因此项目的可成功性无虞。

投资亮点二：拥有优质矿产资源和关键技术的高岭土产品生产商

高岭土的稀缺资源属性日益凸现

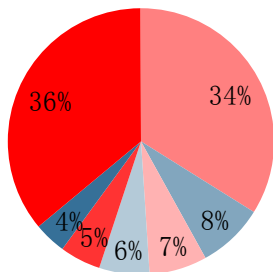
《天工开物·陶埴篇》曾记载：“土出婺源、祁门两山：一名高梁山，出粳米土，其性坚硬；一名开化山，出糯米土。其性粢软。两土和合，瓷器方成。”所谓的糯米土即指高岭土。高岭土最早发现于江西景德镇高岭村，故得名“高岭土”。现在“kaolin”已成为全世界对此类资源的通用术语。质纯的高岭土具有高度白、质软、易分散悬浮于水中、良好的可塑性和高的粘结性、优良的电绝缘性能；具有良好的抗酸溶性、很低的阳离子交换量、较好的耐火性等理化性质。因此，高岭土可用于造纸、陶瓷、化工、橡胶、玻璃纤维、耐火材料、油墨、煅烧、化妆品等十几个领域。

高岭土具有不可再生性及不可回收利用性，其资源稀缺性日益突出。世界上高岭土资源分布比较广，但大型优质高岭土主要分布在美国、英国、巴西、中国等少数国家，目前全世界探明储量约为 242.3 亿吨。据中国非金属矿业协会专家了解，我国高岭土矿点有 700 多处，已探明矿区 200 多处已探明储量为 35 亿吨，主要分布在广东茂名、湛江、惠阳；河北徐水；广西北海合浦；湖南衡山、汨罗、醴陵；江西贵溪、景德镇；江苏吴县等地。我国现已探明高岭土储量中，煤系高岭土为 21 亿吨，占全国高岭土资源的 60%，非煤系仅有 14 亿吨。煤系高岭土需要煅烧才能使用，并且煅烧之后硬度很高，应用局限性很大。非煤系高岭土需求远远大于煤系高岭土，特别是对于造纸涂料级高岭土，在我国仅 5.26%高岭土可用作造纸涂料，而且造纸涂料的需求以每年 20% 的增速增长，因此高品质的高岭土资源显得尤为稀缺。

高岭土类稀土概念逐步清晰。高岭土虽然属于非金属矿，与稀土在成分上有较大差异，但是高岭土及耐火粘土（上市公司代表濮耐股份）具有不可再生性，其稀有资源的战略意义并不亚于稀土。高岭土深加工技术在现代工业中的应用日益深入和广泛，化工、造纸、橡胶、工程机械、医药等领域的原材料均包括高岭土，这和稀土的工业味精意义差不多。

图 12: 世界资源储备

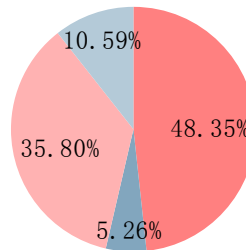
美国 中国 英国 东欧及北亚 巴西 印度 其他



资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 13: 中国高岭土资源分类

陶瓷级 造纸涂料级 造纸填料级 橡胶电瓷级

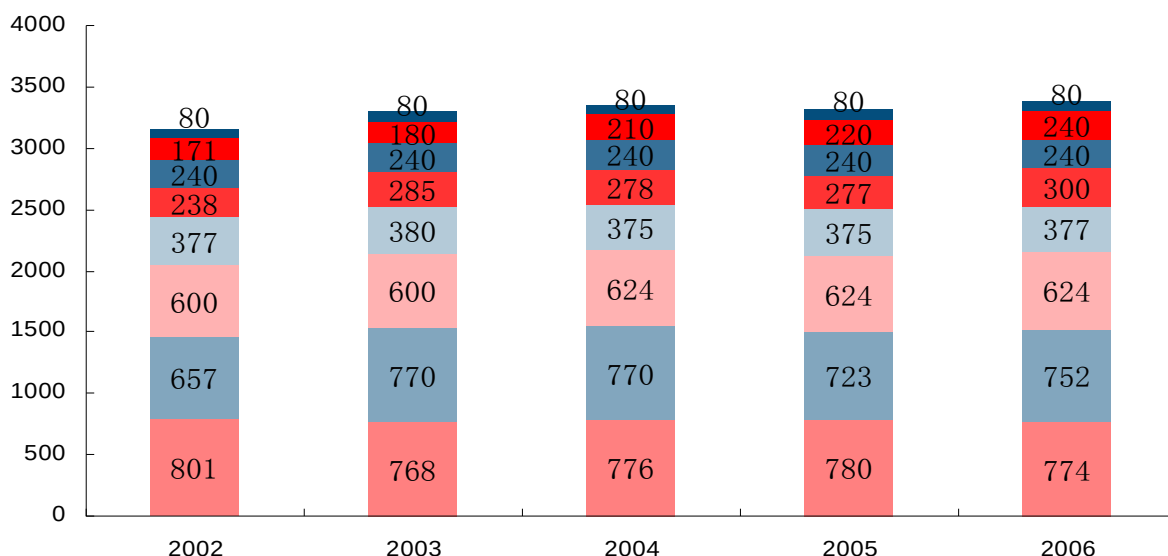


资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

从产量角度分析。世界高岭土年产量为 5200 万吨，其中 2000 万吨用于造纸工业。随着高岭土用途日益广泛，高岭土消费稳定增长，世界各国政府都开始关注高岭土等相关的非金属矿产资源的整合与利用。各国的高岭土产量增长平缓，作为世界高岭土第一大生产国的美国已经连续多年处于下滑趋势。我国作为全球第二大生产国，1996 年产量 235.35 万吨，2006 年产量 752 万吨，年均复合增值率为 11%。

图 14: 各国高岭土产量情况（万吨）

美国 中国 独联体 德国 韩国 英国 巴西 伊朗

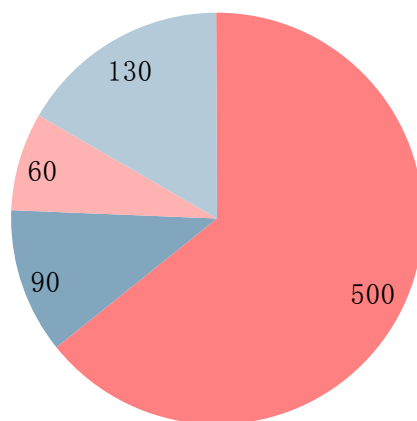


资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

从市场需求量角度分析。我国正处于工业化和城镇化的发展进程，陶瓷、造纸、涂料、橡胶等行业均处于快速发展的状态，对高岭土需求处于“质”、“量”提升阶段。我国对高岭土需求量约为 780 万吨，其中陶瓷用高岭土 500 万吨、电缆 130 万吨、造纸涂料 90 万吨、造纸填料 60 万吨。其中造纸涂料高岭土需求量以 10% 的速度增长。

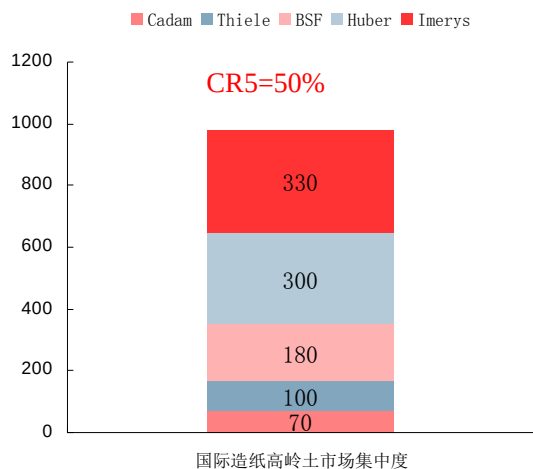
图 15: 中国市场需求量

陶瓷级 造纸涂料级 造纸填料级 涂料电缆级



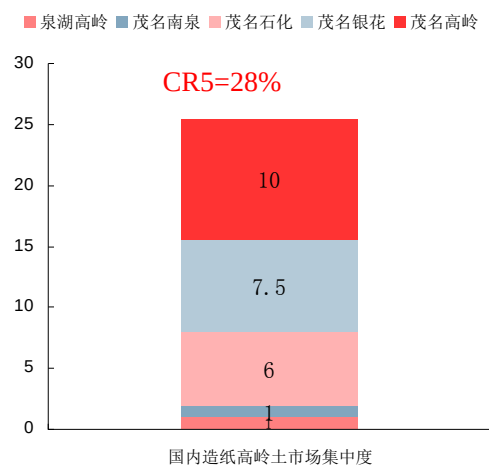
资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 16: 国际造纸高岭土市场集中度



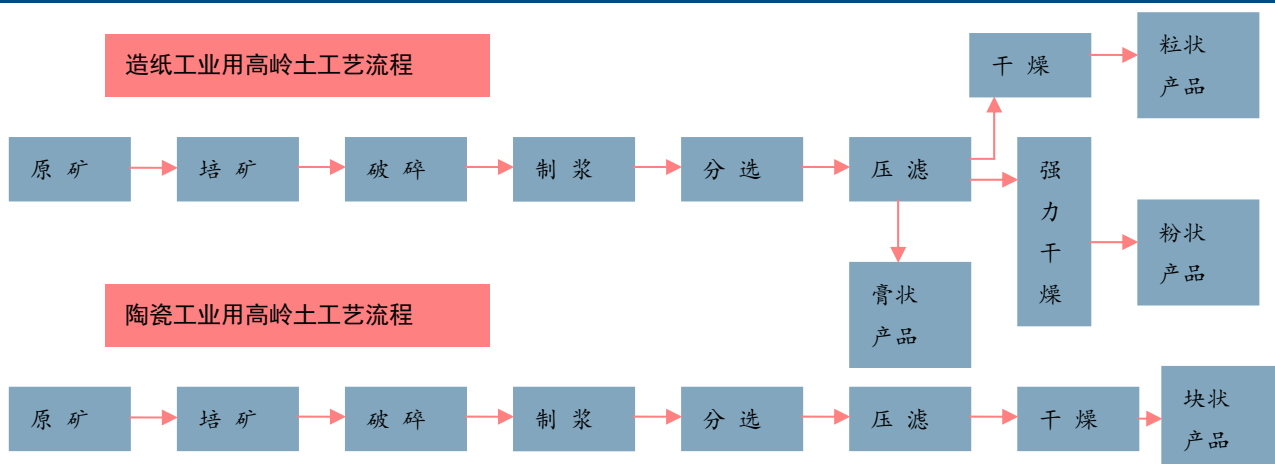
资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 17: 国内造纸高岭土市场集中度



资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 18: 造纸工业与陶瓷工业用高岭土工艺流程



资料来源: 中信建投证券研究发展部

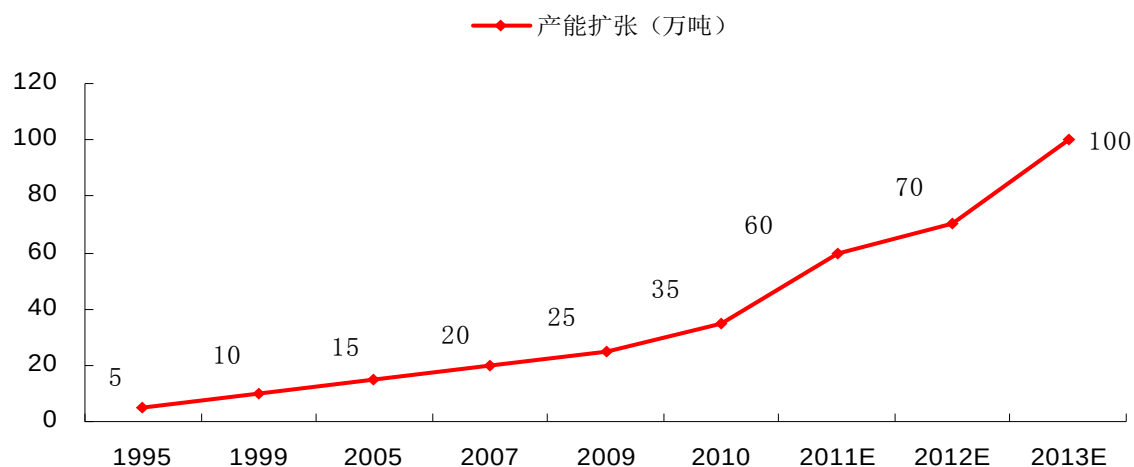
海印高岭土业务概览——拥有优质矿产资源和关键技术的高岭土生产商

目前公司有茂名和北海两个高岭土生产基地。随着茂名高岭土资源的减少, 公司将重心转移到北海高岭, 将其建成研发平台、产能扩张平台、资本运营平台和统一管控平台。2009 年 8 月, 北海高岭第一期工程开工建设。2010 年 6 月, 北海一期工程完成建设, 9 月开始投产。一期设计产能 30 万吨/年: 干粉 10 万吨/年、膏状土 20 万吨。

公司在国内高岭土矿产资源储备超过 6000 万吨, 巴西矿远期储备超过 1 亿吨。2010 年 6 月 1 日, 公司以 400 万美元认购 kalamazon 矿业公司 (简称 KAL) 增发后总股本的 35% 股权, 成为了 KAL 的单一最大股东。KAL 通过其子公司拥有巴西玛瑙斯市以北约 50 公里处共约 1, 519.45 平方公里的高岭土矿探矿权。预计此矿点周边共 14.4 平方公里范围内的远期储量将达到 1 亿吨, 而该矿区整体占地面积为 1519.45 平方公里, 潜在储量更大。2011 年 3 月, 公司全资子公司北海高岭科技有限公司取得合浦县新屋面-那车垌高岭土矿采矿权。此次采矿权证合并后, 北海高岭生产规模可达到 300 万吨/年, 是之前规划产能的 3 倍。高岭土矿产资源由 6071.71 万吨增加到 9980.25 万吨, 储量提高 60%。(根据新采矿证, 该矿一年最高可允许开采 300 万吨/年, 与公司计划产量有区别, 公司预计 2012 年高岭土合计产量达到 100 万吨)。以上两个项目提升了公司高品质高岭土资源储量, 进而加强对国内乃至世界范围内高岭土产业的整合, 同时公司加大高岭土深加工高端产品研发和生产, 从而有助于提高高岭土业务收入与毛利率。

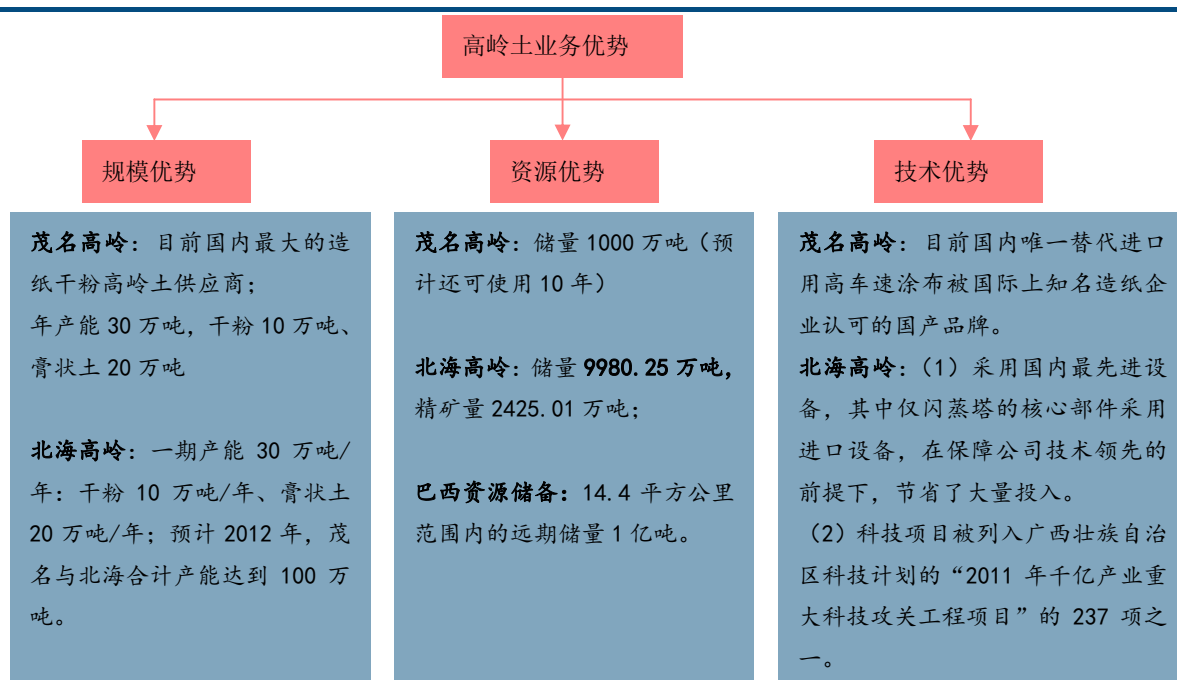
2011 年 3 月 30 日, 公司全资子公司北海高岭科技有限公司申报的《近海环境下耐热性桥梁混凝土材料体系的开发研究》被列入广西壮族自治区科技计划的“2011 年千亿元产业重大科技攻关工程项目”的 237 个项目之一。上述项目获得审批通过后, 将得到政府相关财政补贴支持。此事件是公司高岭土业务方面又一个重要进步, 表明广西政府对公司在整合高岭土资源, 并对资源有效利用方面寄予深厚希望。

图 19：新产能扩张图



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 20：公司高岭土业务的优势

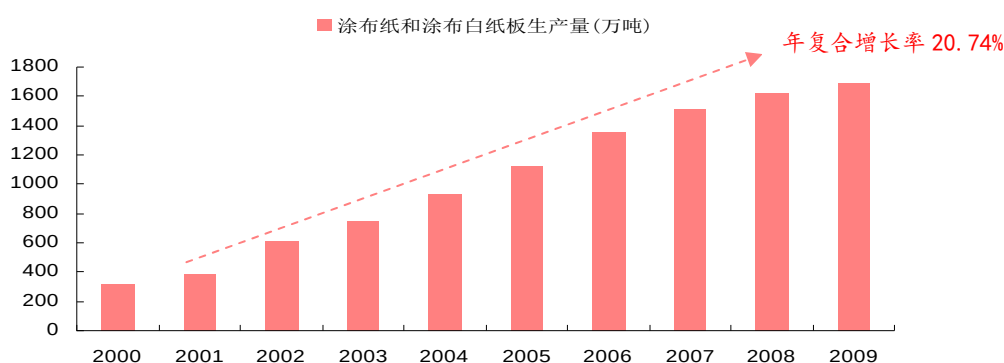


资料来源：中信建投证券研究发展部

高岭土深加工产品市场需求容量大，但对高岭土资源品质和关键技术要求高

(1) 造纸涂料级高岭土产品。在过去十年我国造纸行业实现了“国产替代进口”的转变，造纸行业得到了充分发展。其中，涂布纸/涂白板纸生产量的年复合增长率达到 20.74%。2009 年我国涂布印刷纸和涂布白板纸的产量 1690 万吨，对应造纸涂料高岭土需求约为 60 万吨，但由于我国大多高岭土生产产品不符合中高档造纸生产工艺的要求，因此每年仍需从国外进口 40 万吨的高岭土产品。对于中高端纸而言，高岭土的生产工艺要求非常严格与精细，技术壁垒较高。茂名高岭生产的高岭土产品可以与进口高岭土相媲美，已经进入晨鸣、芬欧汇川（UPM）等主流纸厂，并出口欧盟。

图 21：涂布纸和涂布白板纸生产量



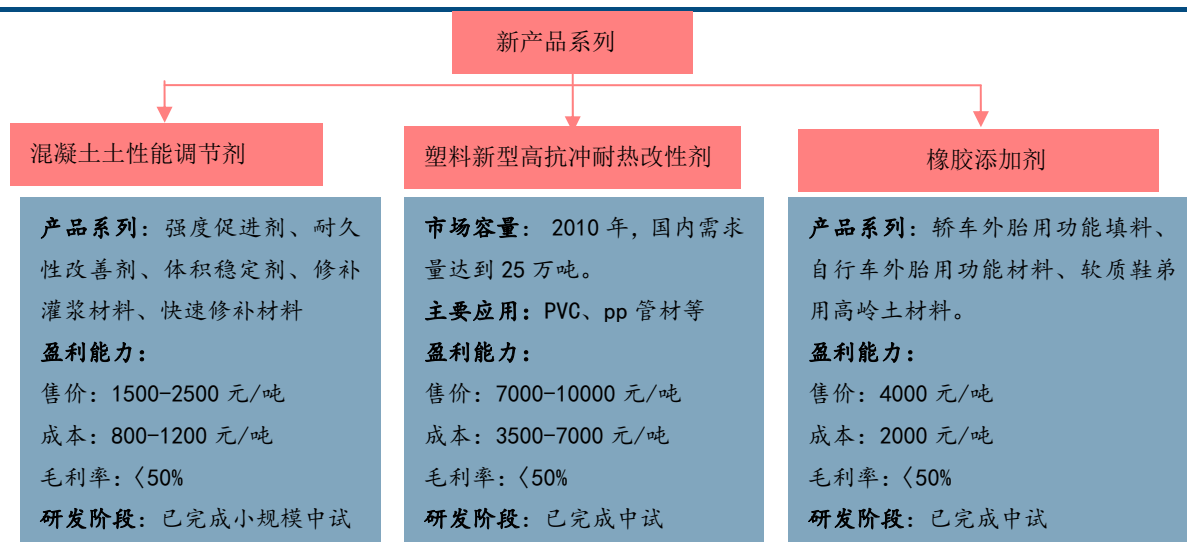
资料来源：中信建投证券研究发展部

(2) 基于高岭土的混凝土性能调节剂。我国年产 16 亿吨水泥，各种矿物添加材料年需求量达到 4-5 亿吨，目前市场上以中低档次的矿物添加材料为主，缺少高档次的矿物添加材料。据不完全统计，市场对高端添加材料需求预计在 500 万吨以上，现有的高档次矿物添加材料硅灰每年产量大约 30 万吨，根本不能满足市场的需求。基于高岭土的混凝土性能调节剂在性能、成本等方面均优于硅灰，具有广阔的市场前景。同时该产品对高岭土品质和工艺技术都要求较高，只有在资源品质、技术设备、技术人才等方面均达到一定水平的公司才能完成该项目投产。目前，北海高岭已完成小规模中试，处于样品生产阶段，预计 2011 年底将实现生产和投产，毛利率将超过 50%。

(3) 塑料新型高抗冲耐热改性剂。该产品主要应用于 PVC、PP 管材、异型材、门窗构件等。2010 年市场需求量达到 25 万吨以上，该产品价格在 7000-10000 元，比绝大部分同等性能产品成本低 1/5 到 1 倍多，因此在成本上该产品具有很大优势。新产品在性能上对塑料制品既增强又增韧，而传统的抗冲改性剂很少有能够同时做到这两点。

(4) 橡胶添加剂系列。大多橡胶功能填料主要有炭黑和白炭黑，而以高岭土为主要原料的橡胶添加剂使用较少。高岭土橡胶添加剂在成本、力学、环保方面都优于炭黑橡胶功能填料。成本方面：炭黑价格 6000-10000 元/吨，白炭黑价格 4000 元/吨，新研发的功能材料高岭土原矿价格较炭黑、白炭黑低很多。力学性能优势：高岭土开发的产品的补强性能远远超过白炭黑、直逼炭黑。环保优势：炭黑生产过程中高能耗、对空气污染较大，而高岭土的橡胶具有绿色环保的功效。

图 22: 北海高岭研发的新产品



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图 23: 茂名高岭



资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 24: 北海高岭



资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 25: 北海高岭一期工程展示——压滤系统



资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

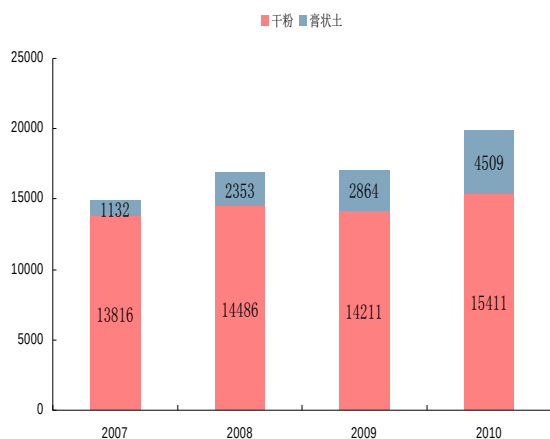
图 26: 北海高岭一期工程展示——精选厂输送系统



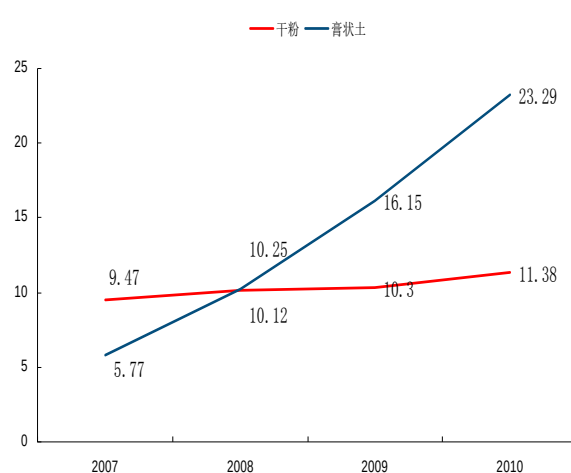
资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

海印股份高岭土业绩回顾

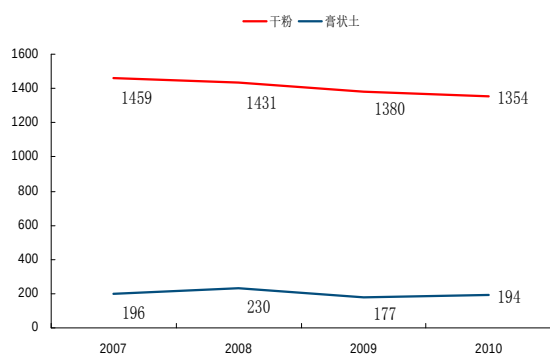
近年来,高岭土业务收入稳定增长,其中膏状土销量快速增长,干粉销量稳步提高。干粉和膏状土产品价格稳定,分别在 1350 和 200 元左右。高岭土业务毛利率维持在 50%以上,随着公司新产品的投产,公司毛利率还有进一步提升空间。

图 27: 业务收入稳定增长 (万元)


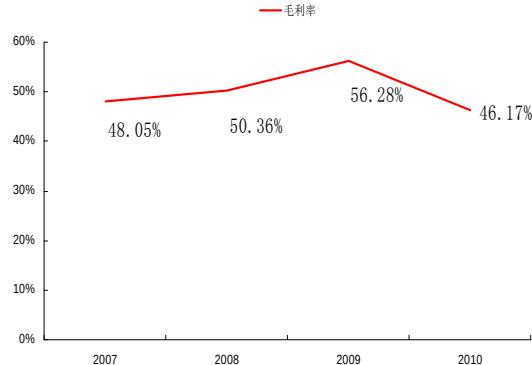
资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 28: 膏状土销量快速增长 (%)


资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 29: 产品价格基本稳定 (元)


资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

图 30: 毛利率基本稳定


资料来源: 公司资料 中信建投证券研究发展部

未来业绩测算

表 7：高岭土未来业绩计算

	2009	2010A	2011E	2012E
干粉（万吨）	10.3	11.38	20	34
干粉单价（元/吨）	1379.7	1450	1450	1500
膏状土销量（万吨）	16.15	23.29	40	66
膏状土单价（元/吨）	177.33	198	200	210
营业收入(万元)	17249.58	21246.51	37200	65160
营业收入增速	1.44%	23.17%	75%	75%
成本（万元）	7509.02	11436.22	20147.09	35042.3
毛利率	56.47%	46.17%	45.84%	46.22%
净利率	19.37%	15.70%	15.59%	15.72%
净利润	3341	3335.50	5797.99	10240.02
净利润增速	--	-0.16%	73.83%	76.61%

资料来源：中信建投证券研究发展部

公司炭黑业务：行业排名靠后 毛利率偏低

公司还有一项主营业务:炭黑的生产与加工。根据 2009 年炭黑行业数据,公司在业内排名 15 位,市场占有率仅为 1.74%。与其它炭黑公司相比,公司毛利率处于行业较低水平。其原因与公司产品结构不佳、缺少世界前十名知名轮胎客户,远离主要原料采购市场,在竞争中处于劣势,导致整体经营情况不佳。在此背景下,公司预对炭黑业务进行剥离。2010 年公司产能维持在 6 万吨,产品价格 4000-5000 元,毛利率维持在 10%左右。

表 8：全国主要炭黑企业

序号	企业名称	产能（单位：万吨）	市场占有率
1	黑猫炭黑	40	11.59%
2	卡博特化工	42	11.30%
3	龙星化工	18	4.64%
4	苏州宝化	14	5.21%
5	华东橡胶材料	20	4.81%
6	台湾中橡	20.5	4.55%
7	新星化炭	10	3.35%
8	大石桥辽滨	13	2.97%
9	河北大光明	11	2.82%
10	山西永东	8	2.40%
15	茂名环星	6	1.74%

资料来源：中信建投证券研究发展部



盈利预测：

表 9：财务报表及财务指标预测

利润表	2010	2011E	2012E
营业收入	131,922.9	203,844.0	257,919.9
减：营业成本	75,924.1	98,533.9	123,292.9
营业税费	5,442.8	7,134.5	9,027.2
销售费用	4,554.4	8,153.8	9,027.2
管理费用	7,837.3	12,230.6	15,475.2
财务费用	2,695.9	5,596.7	3,333.6
资产减值损失	349.6	463.4	74.0
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资和汇兑收益	-130.8	-	-
营业利润	34,987.8	71,731.0	97,689.8
加：营业外净收支	-17.3	257.7	365.8
利润总额	34,970.5	71,988.7	98,055.6
减：所得税	8,772.5	17,997.2	24,513.9
净利润	25,788.2	53,991.6	73,541.7
资产负债表	2010	2011E	2012E
货币资金	34,807.0	61,153.2	51,584.0
交易性金融资产	-	-	-
应收帐款	22,958.9	26,499.7	33,529.6
应收票据	2,754.5	6,115.3	7,737.6
预付帐款	14,607.1	20,384.4	25,792.0
存货	30,215.8	10,192.2	12,896.0
其他流动资产	1,631.7	5,227.7	7,931.5
可供出售金融资产	-	-	-
持有至到期投资	44.1	-	-
长期股权投资	2,525.5	2,525.5	2,525.5
投资性房地产	47,719.2	47,719.2	47,719.2
固定资产	42,108.9	65,781.1	74,957.4
在建工程	10,337.5	12,230.6	15,475.2
无形资产	11,023.8	30,576.6	38,688.0
其他非流动资产	27,119.1	25,984.6	28,011.6
资产总额	247,853.1	314,390.2	346,847.6
短期债务	26,000.0	57,531.6	14,662.5
应付帐款	25,948.1	40,768.8	51,584.0
应付票据	6,050.0	10,192.2	12,896.0
其他流动负债	15,520.7	12,964.4	15,668.2
长期借款	62,903.6	57,903.6	57,903.6
其他非流动负债	232.5	232.5	232.5



上市公司深度报告

负债总额	153,846.7	177,190.6	150,814.6
少数股东权益	2,178.1	2,178.1	2,178.1
股本	49,218.9	49,218.9	49,218.9
留存收益	42,609.3	85,802.6	144,636.0
股东权益	94,006.4	137,199.6	196,033.0
现金流量表	2010	2011E	2012E
净利润	26,198.0	53,991.6	73,541.7
加:折旧和摊销	8,959.2	11,822.9	14,959.4
资产减值准备	349.6	463.4	74.0
公允价值变动损失	-	-	-
财务费用	2,085.5	2,855.2	5,596.7
投资收益	130.8	-	-
少数股东损益	409.7	-	-
营运资金的变动	-26,299.3	21,800.3	-4,974.2
经营活动产生现金流量	13,632.5	93,674.9	86,934.5
投资活动产生现金流量	-42,202.2	-53,488.6	-29,741.8
融资活动产生现金流量	51,489.5	-4,345.6	-57,234.1

表 10: 财务指标

	2009	2011E	2012E
成长性			
营业收入增长率	54.9%	54.5%	26.5%
营业利润增长率	75.5%	105.0%	36.2%
净利润增长率	79.6%	109.4%	36.2%
EBITDA 增长率	62.2%	106.7%	30.1%
EBIT 增长率	71.8%	105.2%	30.6%
NOPLAT 增长率	72.4%	101.4%	30.7%
投资资本增长率	64.9%	30.0%	19.8%
净资产增长率	11.9%	45.9%	42.9%
利润率			
毛利率	42.4%	51.7%	52.2%
营业利润率	26.5%	35.2%	37.9%
净利润率	19.5%	26.5%	28.5%
EBITDA/营业收入	32.7%	43.7%	45.0%
EBIT/营业收入	28.6%	37.9%	39.2%
运营效率			
固定资产周转天数	100	95	98
流动营业资本周转天数	42	28	12
流动资产周转天数	206	209	188



应收帐款周转天数	36	30	32
存货周转天数	46	36	16
总资产周转天数	555	496	461
投资资本周转天数	201	186	183
投资回报率			
ROE	27.9%	39.4%	37.5%
ROA	10.6%	17.2%	21.2%
ROIC	52.1%	63.6%	63.9%
费用率			
销售费用率	3.5%	4.0%	3.5%
管理费用率	5.9%	6.0%	6.0%
财务费用率	2.0%	2.7%	1.3%
三费/营业收入	44.1%	56.5%	55.8%
偿债能力			
资产负债率	62.1%	56.4%	43.5%
负债权益比	163.7%	129.1%	76.9%
流动比率	1.18	1.09	1.50
速动比率	0.85	1.00	1.37
利息保障倍数	13.98	13.82	30.30
分红指标			
DPS(元)	0.50	0.16	0.22
分红比率	9.5%	15.0%	15.0%
股息收益率	2.5%	0.8%	1.1%
业绩和估值指标	2010	2011E	2012E
EPS(元)	0.52	1.10	1.49
BVPS(元)	1.91	2.79	3.98
PE(X)	38.2	18.3	13.4
PB(X)	10.5	7.2	5.0
P/FCF	19.9	27.5	138.1
P/S	7.5	4.8	3.8
EV/EBITDA	22.9	10.9	8.1
CAGR(%)	100.5%	54.3%	70.8%
PEG	0.4	0.3	0.2
ROIC/WACC	6.3	7.7	7.7
REP	1.7	1.1	0.9

分析师介绍

研究服务

张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究 3 年。对行业及公司运行趋势把握准确。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。