

轻重资产合理配比，高岭土多管齐下

—— 海印股份调研报告



事件：

我们于近日拜访了海印股份，与公司董秘等进行了交流。

报告要点：

● **公司概况。**2010 年，公司明确了做大做强商业物业运营和高岭土两大业务板块的发展战略，对于炭黑业务，公司未来将适时剥离。2011 年，公司将继续深化既定战略。

● **轻、重资产合理配比，兼顾安全性和成长性。**自有物业的稳定性和安全性相对较高，而轻资产的成长性较好。目前公司自有物业比例约为40%。海印又一城建成使用之后，自有物业比例将升至60%。未来公司轻资产和重资产的比例将保持在5: 5或6: 4，以兼顾安全性和成长性。

● **在广东省内稳健扩张。**未来公司将以广州为核心，向包括南海、肇庆、顺德、东莞等在内的广东省内其他城市稳健扩张。

● **高岭土业务多管齐下。**公司高岭土业务多管齐下。一方面，加强研发，增强自身实力，拓展产业链，增加产品附加值；一方面不断寻找资源，通过兼并收购、合作等多种方式增加资源储备。

● **估值与预测。**公司 2010 年实现每股收益 0.52 元。我们预计公司 2011-2012 年每股收益约为 0.87 元和 1.24 元。按 5 月 17 日的收盘价 19.25 元计算，对应的市盈率分别为 36.74 倍、22.22 倍和 15.48 倍，估值偏高，短期给与“中性”评级。

● **风险提示。**大业主收回物业的风险；高岭土研发受阻的风险。

海印股份 000861

评级：中性（首次）

当前价格：¥19.25

2011.05.17

基础数据

总市值（百万元）	9474.64
总股本/流通 A 股（百万股）	492/149
流通市值（百万元）	2871
每股净资产（元）	2.02
净资产收益率（%）	7.91

交易数据

52 周内股价区间（元）	10.3 ~ 23.48
静态市盈率（倍）	36.74
动态市盈率（倍）	22.22
市净率（倍）	9.53

52 周内股价走势图



左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	845.01	851.43	1319.23	1958.32	2483.05
增长率(%)	104.81	0.76	54.94	48.77	26.79
归属母公司股东的净利润(百万元)	143.25	143.58	257.88	426.43	612.01
增长率(%)	390.26	0.23	79.61	65.36	43.52
每股收益（元）	0.35	0.29	0.52	0.87	1.24
市盈率	53.42	63.97	36.74	22.22	15.48

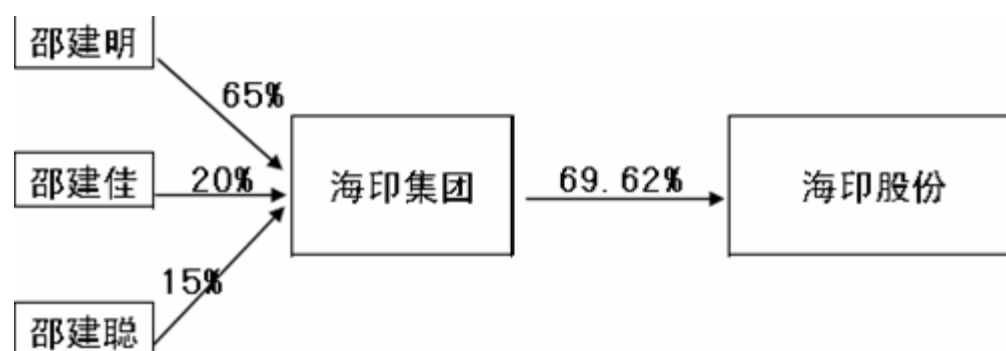
数据来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

●公司概况

公司的实际控制人为邵建明先生、邵建佳先生、邵建聪先生，三人之间的关系为兄弟。股权较为集中，流通股份较少，仅占总股本的30%。

图1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

公司主营业务是从事商业物业运营；高岭土系列产品的制造和销售；炭黑系列产品的制造和销售、油品的贸易以及利用炭黑尾气进行余热发电。根据公司2010年报数据，物业出租及管理收入占公司主营业务收入的比重达49%，房地产开发收入占比为7.82%，高岭土占比16.15%，炭黑占比26.64%，炭黑业务的毛利率较低仅为8.05%，远低于物业出租及管理54.82%、房地产开发72.73%，以及高岭土46.17%的毛利率。2010年，公司明确了做大做强商业物业运营和高岭土两大业务板块的发展战略，对于炭黑业务，公司未来将适时剥离。2011年，公司将继续深化既定战略。

表1：公司主营业务收入构成情况（2010年报）

单位：万元

	营业收入	同比增速(%)	营业成本	同比增速(%)	毛利率(%)	同比增速(%)
物业出租及管理	64531.31	46.12	29154.92	83.79	54.82	-9.26
炭黑产品	35072.99	36.62	32248.19	40.49	8.05	-2.53
高岭土产品	21246.51	23.17	11436.22	52.30	46.17	-10.30
房地产开发	10299.30		2808.60		72.73	
余热发电	485.14		0.00		100.00	
合计	131635.25		75647.93		42.53	

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

● 轻、重资产合理配比，兼顾安全性和成长性

轻资产模式是指公司以少量资金租入物业并经资源整合后对外出租的模式，中华广场是这种模式运营的物业的典型。这种模式有几个主要特点：一是不占用太多现金，通过很小的资金成本就可以控制上万平米的物业资产；二是开业即盈利。公司拿下物业后，装修改造和招商同步进行，经过半年左右的装修改造，在开业时大部分招商就已经完成并开始贡献租金收入，保证了顺畅的现金流；三是租差单边上涨，不受经济周期影响。租下物业后，租金成本会按照每年一定比例增长，公司与商户签订的租金收入也会同比增长，基本不受经济周期的影响。从战略意义上看，公司需要通过轻资产模式积累和培育公司的商户资源，为未来大型商业物业和重资产模式奠定客户基础。

重资产模式是指以“海印又一城”为代表的商业物业运营模式，即通过购买土地，建设集大型超市、购物中心、五星级酒店和酒店式公寓四位一体的城市综合体，通过商场租金和经营收入获取投资回报。这种模式的特点是：第一，从长期来看，物业资产的价格会持续上涨，通过控制规模性物业，可以获取资产升值；第二，以租为主，以售为辅。由于超市、购物中心、酒店都是目前轻资产模式覆盖的业态，公司已经积累了丰富的运营经验和商户资源，这一部分公司将通过出租获取回报。对于酒店式公寓部分，公司会视扩张进度情况采取宜租宜售的灵活经营方式，加快现金流的回收，保证后续扩张项目现金流的覆盖。

自有物业的稳定性和安全性相对较高，而轻资产的成长性较好。目前公司自有物业比例约为40%。海印又一城建成使用之后，自有物业比例将升至60%。未来公司轻资产和重资产的比例将保持在5: 5或6: 4，以兼顾安全性和成长性。

根据2010年报数据，公司以及下属子公司潮楼、流行前线、海印广场、缤缤广场、东川名店、布料总汇、布艺总汇、电器总汇、少年坊、自由闲、二沙体育、海印股份、摄影城、潮楼百货以及桂园城等14家企业的经营场地为租赁房屋，相关租赁情况详见下表。

表 2：公司租赁物业情况（2010 年报）

合同承租方	出租方	房屋坐落	合同面积 (平方米)	租赁期限
潮楼	广州永业酒店投资管理有限公司	广州市北京路 182 号丽都大酒店裙楼	8,426.26	至 2020 年 5 月 31 日
流行前线	广州市越秀区人民防空办公室	广州市越秀区中山三路 2 5-27 号地铁站内负一、负二层	16,683.07	至 2014 年 6 月 27 日
海印广场	广州包装印刷集团有限责任公司	广州市越秀区大沙路 21 号房产	13,483.77	至 2016 年 11 月 30 日
东川名店	广东省人民医院	广州市东川路广东省人民医院综合楼楼首、二、三层物业	6,662.40	至 2015 年 11 月 28 日
布料总汇	海印集团	广州市沿江路 4 29 号 1 -4 层房产	7,339.62	至 2012 年 5 月 31 日
布艺总汇	广州市市政集团有限公司	广州市沿江路 431 号之一至之五首	4,452.14	至 2011 年 5 月 31 日
电器总汇	何志光、陶竞个人以及广州市东山区教育局等 5 家单位	广州市越秀区大沙头四马路	13,297.48	至 2020 年 4 月 31 日不等
少年坊	广州市儿童公园	广州市越秀区人民南路 88 号全部房产	20,000.00	至 2026 年 12 月 31 日

自由闲	广州市东山区工商业联合会	广州市东山区中山三路11号工商大厦1-4楼	3,130.00	至2020年12月31日
二沙体育	广东省体育运动技术学院	东山区二沙岛体育训练基地门口北侧	1,100.00	至2011年7月31日
海印股份	广州兴盛房地产发展有限公司	越秀区中山三路33号部分房产	58,290.86	至2023年7月31日
摄影城	海印集团	广州市白云路18号首、二层房屋	2,250.00	至2013年1月31日
潮楼百货	广州市埔王物业管理有限公司	广州市黄埔区大沙西路与港湾北路交汇处商业楼负二层至四层	9,138.49	至2019年12月31日
桂闲城	佛山市建言投资管理咨询有限公司	佛山市南海区桂城平西村民委员会聚龙村民小组“下安东西”地段	15350平方米 土地使用权	至2030年12月31日

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

●在广东省内稳健扩张

佛山南海桂闲城项目是公司走出广州的尝试，定位于集购物、饮食、休闲于一体的综合性购物中心，目前装修改造和招商工作已经完成，预计将在六、七月份开业。今年4月7日，公司发布了《广东海印集团股份有限公司关于出资设立全资子公司的公告》。公司拟设立全资子公司肇庆大旺海印又一城商业有限公司（名称已经工商部门核准）、全资子公司广州海印国际商品展贸城有限公司（最终名称以工商部门核定为准），注册资本各一亿元人民币。未来公司将在城市化和消费升级两大发展趋势下，充分发挥商业物业运营的专业能力，沿着地铁、城铁、高铁沿线继续获取可供租用或收购的物业。公司将以广州为核心，向包括南海、肇庆、顺德、东莞等在内的广东省内其他城市稳健扩张。

●高岭土业务多管齐下

高岭土行业整体格局小、散、乱、弱，国内大部分企业处于低水平的原矿开采阶段，加上终端应用范围较窄，仅应用于陶瓷、造纸等高污染行业，一直以来不被业界所关注。公司认为高岭土在未来会有很大发展空间。公司高岭土业务多管齐下。一方面，加强研发，增强自身实力，拓展产业链，增加产品附加值；一方面不断寻找资源，通过兼并收购、合作等多种方式增加资源储备。

公司高岭土业务由北海高岭和茂名高岭负责开展，目前公司在造纸涂料级高岭土领域占据领先地位。2010年，公司销售高岭土34.67万吨，其中干粉11.38万吨、膏状土23.29万吨，与上年同期相比分别增长了9.5%和47.81%。

2010年6月1日，公司以400万美金认购KAL公司35%的股权，成为其单一最大股东。KAL公司拥有巴西玛瑙斯市以北约50公里处共约1519.45平方公里的高岭土矿探矿权。根据该高岭土矿其中一个占地4.8平方公里矿点的初步勘探报告该矿点高岭土矿合计探明储量达2,900万吨，远期储量为4,800万吨。预计在该矿点周边共14.4平方公里范围内的远期储量将达到1亿吨。

2010年6月10日，公司与武汉理工大学合作成立海印研究院，研发方向是利用高岭土研发新型多功能建筑材料、化工新材料，积极拓展高岭土在陶瓷、混凝土、塑料、橡胶等领域的应用。目前，公司已在水泥添加剂、橡胶添加剂、塑料添加剂等领域的研发方面取得进展，并已进入小批量生产阶段。

2011年，公司将把北海高岭作为公司高岭土业务的发展平台，通过技术研发、资源整合、产能扩张，使北海高岭成为亚洲最大、国际前五的以高岭土为核心的综合开发企业。

●公司的风险

由于目前，公司的轻资产占公司商业物业的比例达60%，我们较为担心公司业绩的稳定性。一旦大业主毁约、提前收回物业经营权，势必对公司业绩造成较大影响。对此，公司的解释是：（1）公司的大业主主要为政府部门，与公司有良好的合作关系。政府部门追求的是保值增值，追求稳定，利益最大化的动力不强；（2）如果大业主毁约，公司可提前3个月清场，大业主将得不偿失。高岭土业务方面，公司与武汉理工大学、中国地质大学等开展了科研合作，力求占据国内高岭土深加工领域的高地，尤其是混凝土和橡胶添加剂领域。这方面的风险一是技术研发的不可控，二是技术被复制和转移的风险。对此，公司或将采取申请专利、给与主要科研人员股权等方式捍卫技术的专用性。

●估值与预测

公司 2010 年实现每股收益 0.52 元。我们预计公司 2011-2012 年每股收益约为 0.87 元和 1.24 元。按 5 月 17 日的收盘价 19.25 元计算，对应的市盈率分别为 36.74 倍、22.22 倍和 15.48 倍，估值偏高，短期给与“中性”评级。

● **风险提示。** 大业主收回物业的风险；高岭土研发受阻的风险。

分析师简介：

左红英：上海交通大学管理学博士，2007年加入爱建证券有限责任公司，现从事房地产行业研究。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 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;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。