

陶粒生产线开工在即，再减持低周转项目

—嘉丰矿业矿产资源利用公告及出售秦皇岛项目公告点评点评

民生精品—简评报告/房地产行业

2013年6月25日

一、事件概述

公司发布《关于子公司嘉丰矿业矿产资源利用的公告》，公司计划建设一条年产能10万吨的低密高强陶粒支撑剂生产线，以及一条年产能12万吨的煅烧高等级焦宝石深加工生产线，分别于2014年二季度和一季度建设完成。陶粒支撑剂生产线达产后，一期计划投产5万吨。同时公司发布《关于转让子公司秦皇岛天行九州股权的公告》，公司将其持有的秦皇岛天行九州30%的股权转让给其他小股东，并计划在未来继续出售剩余的40%股权。

二、分析与判断

➤ 建设陶粒和焦宝石深加工两条生产线，充分利用矿产资源，分散风险

公司将在三季度开工建设陶粒支撑剂项目，及煅烧高等级焦宝石深加工项目，陶粒一期计划投产5万吨。两条生产线全部达产后预计将为公司每年贡献1.3亿元的净利润。焦宝石是很好的耐火材料。目前特级产品市场售价为1100-1300元/吨，一级产品市场售价约900元/吨左右。公司产品大多数为特级产品，小部分为一级产品。由于页岩气需求下降，而陶粒支撑剂产能扩张快，目前价格较2011年有明显下降，作为新产品其在生产技术和销售渠道尚存在风险，而焦宝石深加工工艺成熟，技术含量不高，可分散单纯陶粒生产的风险。

➤ 出售秦皇岛别墅项目，改变公司产品结构更适于目前刚需为主的市场

公司原本持有秦皇岛天行九州70%的股权，欲将其全部出售，分两步完成，此次先出售30%股权至小股东，未来继续出售剩余40%股权。两次股权转让总价分别为1.11亿元和1.49亿元，同时收回股东借款5.15亿元，合计将收回现金7.75亿元，利于公司短期流动性。两次股权转让合计预计将增加公司7200万元净利润。天行九州公司的主要资产为秦皇岛阿那亚项目，该项目属高端住宅项目，包括高尔夫球场，别墅及五星级酒店，目前已取得1.5万平预售许可证，销售缓慢。

公司一直以来以开发高端住宅而著称，本轮调控以来，投资投机需求被挤压，刚需成为市场主要购买力量，公司销售受到严重影响，周转速度更加缓慢。近两年公司主动调整产品结构，包括修改户型，增加刚需产品占比，以及出售周转缓慢的项目。今年年初时公司曾出售了部分项目中自持的会所物业及一栋商业项目，本次出售秦皇岛项目也是主动改变产品结构，更适于市场发展的举动。

三、盈利预测与投资建议

预计陶粒支撑剂和焦宝石深加工项目明年建设投产，明后年分别贡献EPS0.03元和0.08元，考虑到今年有多个项目出售，调整盈利预测为未来三年EPS0.40元，0.41元和0.62元，对应2013年PE7倍。给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

地产销售不及预期；陶粒及焦宝石深加工生产线建设进度或产品质量低于预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,556	2,601	3,856	6,080
增长率(%)	18.54%	1.78%	48.21%	57.70%
归属母公司股东净利润(百万元)	322	477	488	742
增长率(%)	-11.18%	48.25%	2.29%	51.93%
每股收益(元)	0.27	0.40	0.41	0.62
PE	11	7	7	5
PB	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

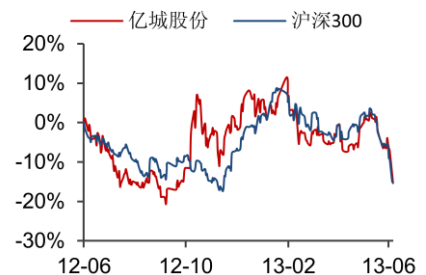
维持评级

合理估值：4.00-6.00元

交易数据(2013-06-25)

收盘价(元)	2.74
近12个月最高/最低	3.55/2.48
总股本(百万股)	1,430.23
流通股本(百万股)	1,430.23
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	39.19
流通市值(亿元)	39.19

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：肖肖

执业证书编号：S0100511070001

电话：(86755) 2266 2097

Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师：赵若琼

执业证书编号：S0100511010006

电话：(8610)8512 7648

Email: zhaoruojiong@mszq.com

相关研究

1、《亿城股份(000616)深度报告20121221——聚焦环渤海中高端住宅，畅享页岩气发展盛宴》

2、《亿城股份(000616)项目股权转让及资产出售点评20130215——处置低效资产，增厚2013年EPS0.06元》

3、《亿城股份(000616)年报点评20130423——销售额大幅上升，陶粒生产线建设有序推进》

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	2,556	2,601	3,856	6,080
减: 营业成本	1,382	1,486	2,263	3,455
营业税金及附加	361	284	384	623
销售费用	131	117	174	274
管理费用	121	104	154	243
财务费用	90	78	116	182
资产减值损失	37	0	0	0
加: 投资收益	13	201	0	0
二、营业利润	448	734	766	1,303
加: 营业外收支净额	27	0	0	0
三、利润总额	475	734	766	1,303
减: 所得税费用	162	183	191	326
四、净利润	312	550	574	977
少数股东损益	-9	73	86	236
归属于母公司的利润	322	477	488	742
五、基本每股收益(元)	0.27	0.40	0.41	0.62

主要财务指标				
项目	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	10.94	4.73	8.40	8.60
成长能力:				
营业收入同比	18.5%	1.8%	48.2%	57.7%
营业利润同比	-14.7%	64.0%	4.3%	70.2%
净利润同比	-11.2%	48.2%	2.3%	51.9%
营运能力:				
应收账款周转率	34.58	43.95	120.02	123.01
存货周转率	0.17	0.19	0.24	0.24
总资产周转率	0.22	0.23	0.29	0.31
盈利能力与收益质量:				
毛利率	45.94%	42.90%	41.31%	43.18%
净利率	12.59%	18.34%	12.66%	12.20%
总资产净利率 ROA	2.77%	4.26%	3.64%	3.77%
净资产收益率 ROE	8.04%	10.48%	9.52%	12.14%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.6	3.4	2.5	1.9
资产负债率	65.6%	59.3%	63.1%	70.4%
长期借款/总负债	36.2%	41.6%	32.6%	21.8%
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.40	0.41	0.62
每股经营现金流量	1.02	0.62	-1.67	-2.47
每股净资产	3.27	3.67	4.08	4.70

资产负债表				
项目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1640	2660	800	800
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0
应收账款	92	26	38	60
预付账款	319	49	75	114
其他应收款	408	208	308	486
存货	8399	7428	11314	17276
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	10858	10370	12535	18737
长期股权投资	72	72	72	72
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	217	214	379	467
在建工程	170	244	170	170
无形资产	303	273	246	221
其他非流动资产	16	16	16	16
非流动资产合计	782	824	890	957
资产总计	11640	11194	13425	19693
短期借款	170	0	621	3950
应付票据	5	0	0	0
应付账款	687	446	679	1037
预收账款	1798	1040	1584	2419
其他应付款	464	473	700	1104
应交税费	-20	-20	-30	-47
其他流动负债	825	594	905	1382
流动负债合计	4136	3039	4970	10111
长期借款	2765	2765	2765	3015
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	3500	3600	3500	3750
负债合计	7635	6639	8469	13861
股本	1192	1192	1192	1192
资本公积	441	441	441	441
留存收益	2259	2737	3225	3966
少数股东权益	113	186	272	508
所有者权益合计	4005	4555	5129	6107
负债和股东权益合计	11640	11194	13599	19967

现金流量表				
项目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	1215	743	-1991	-2946
投资活动现金流量	-327	-76	-274	-200
筹资活动现金流量	-113	353	405	3146
现金及等价物净增加	774	1020	-1860	0

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

分析师与研究助理简介

肖肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。