

2010年12月6日

创兴置业

转型矿石企业，投资价值值得关注

A
未有评级

600193.SS- 人民币 13.74

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 8519

Shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	16	(21)	(0)	(4)
相对新华富时A50指数(%)	38	(12)	(4)	16

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	218
流通股(%)	67.4
流通股市值(人民币 百万)	2,019
3个月日均交易额(人民币 百万)	100
净负债比率(%)	35
主要股东(%)	
厦门百汇兴投资有限公司	14.7

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

程冬是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

我们近日调研了创兴置业，与公司关于近期业务运营状况进行了深入沟通。调研了解到公司神龙铁矿已正式投产，一期产能将逐步释放，预计2011年中期可全面达产。公司目前房地产业务规模小，未来发展前景不明，铁矿业务是主要看点。类比同类企业，当前公司股价对矿业价值的体现尚不充分，投资价值值得关注。

主要发现：

- 神龙铁矿一期已正式投产，目前日处理原矿上升至1,500-2,000吨，预计2011年中期可达到年产铁精粉30万吨的额定产能。二期初步预计将在2012-13年投产，2014年全部达产。
- 投产初期原矿品位仅为20%，且单位生产成本过高，今年铁矿业务很难提供利润贡献，随着品位逐渐上升及规模效应显现，生产成本将有望回落至合理水平，未来两年将逐步释放。
- 公司房地产业务三季度末预收账款近12亿元，在上海拥有未结权益面积29.4万平方。由于房价大幅上涨带动毛利率提升，公司参股的绿洲康城项目预计每年贡献利润0.60元。
- 与金岭矿业相比，公司目前市值尚未充分体现矿业业务价值，投资价值值得关注。若二期顺利投产，公司铁矿价值将进一步增厚。

图表 1. 投资摘要(市场预测)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	308	90	111	190	260
增长率(%)	684.0	(70.9)	24.3	70.5	36.8
归属母公司股东的净利润(百万元)	53	11	136	206	258
全面摊薄每股收益(人民币)	0.24	0.05	0.62	0.94	1.18
增长率(%)	(55.3)	(80.1)	1,190.0	51.2	25.1
市盈率(倍)	56.1	281.6	21.8	14.4	11.5
每股经营现金流量	0.0	0.5	0.1	0.6	0.5

资料来源：公司数据及万得资讯

淡出地产，转型铁矿

创兴置业 1999 年上市，大股东陈氏家族通过间接、直接持有上市公司 26.14% 股权成为公司实际控制人。

公司目前主营业务为房地产开发和铁矿开发。房地产方面，公司分别持有上海两项目——东方夏威夷和绿洲康城 97.25% 和 39.93% 的股权，其中东方夏威夷项目仅有尾盘在结算中，因此公司地产业务资产单一集中在绿洲康城的少数股权。绿洲康城项目余下 60.07% 的股权持有方为陈氏家族旗下 100% 控股的厦门博纳科技有限公司，据调研了解暂无进一步资产注入计划。从当前情况判断，公司地产业务未来前景相当不明朗。

铁矿业务是公司新的业务方向，公司于 2009 年 7 月 4 日通过公开竞价，以 1.43 亿元竞得关联方上海祖龙景观开发有限公司所持神龙矿业 48% 的股权，从而实现对其全资控股。今年神龙铁矿一期正式投产或将标志着公司主营业务完成新的战略转型。

铁矿石：一期明年将达产，二期更值得期待

矿石业务调研发现

公司神龙铁矿探明储量 1.09 亿吨，可开采量约 9,000 万吨，分两期开发，一、二期储量比约为 1:2，一期矿石平均品位约 30%，二期品位可能略低于一期。采矿权总价款为 3.05 亿元，采矿权从 2005 年算起共计 30 年。

调研得知，神龙矿业因对衡阳市当地经济带动作用明显，项目得到了衡阳市、祁东县等各级政府的大力支持，在信贷等方面也享受优惠，目前公司与建行谈妥 2 亿元担保贷款，已办理 1 个多亿，借贷成本为基准利率。

一期已于 7 月份正式投产，初期受设备调试等条件限制日处理原矿仅为 1,000 吨左右，目前日处理原矿上升至 1,500-2,000 吨，预计 2011 年中期可达产，达产后年产铁矿石 100 万吨，合年产铁精粉 30 万吨。

二期工程仍处于前期筹备阶段，一期达产后公司将着手二期方案设计，初步预计将在 2012-13 年投产，2014 年有望实现达产，达产后产能为 57 万吨。全部达产后，铁精粉年产量和南钢股份(600282.SS/人民币 3.59, 买入)相当。

图表 2. 神龙矿一、二期信息汇总 (万吨, 万吨/年)

神龙矿业	可开采量	原矿产能	矿石品位	铁精粉产能	预计达产时点
一期	3,000	100	30%	30	2010 年中期
二期	6,000	300	略低于 30%	57	2014 年
合计	9,000	400		87	

资料来源：公司资料及中银国际研究

目前铁精粉主要供应华菱旗下两家钢铁厂，今后会同时供应衡钢和湘钢。铁精粉售价依据市场价进行浮动，公司目前 64% 品位铁精粉平均售价约 1,000 元/吨。因目前开采处于掘进层，采选比约为 5:1，且投产初期原矿产量较小，加之设备磨合、管理运营等有待改善，单位生产成本超过了 600 元/吨。目前过高的生产成本成为制约业绩释放的重要因素，铁矿石在今年难提供利润贡献，甚至可能略有亏损，这在投产第一年也属于正常情况。我们初步预计年底进入主矿体后采选比将回落至 3:1 的正常水平，尤待达产后发挥规模效应，生产成本将有望回落至 500 元/吨左右的合理水平。

矿石业绩将逐步释放

我们初步预计 2010-12 年铁精粉产量将分别达到 4 万吨、20 万吨和 30 万吨，铁矿石业务分别贡献每股收益 0 元、0.24 元和 0.46 元。上海祖龙并向公司有业绩承诺：神龙矿业 2010-12 年可实现净利润总额为 15,326.88 万元，即保证今后三年公司矿石业务贡献每股收益合计不少于 0.70 元，差额的 48% 将由上海祖龙补偿。

图表 3. 铁矿石业务初步盈利预测 (吨、元/吨、万元)

神龙矿一期	2010E	2011E	2012E
铁精粉产量	40,000	200,000	300,000
铁精粉到厂含税价格	1,000	1,100	1,210
增值税 (17%)	170	187	206
不含税价格	830	913	1,004
单位完全成本	700	500	500
单位毛利	130	413	504
毛利率 (%)	13	38	42
单位产能三项费用	100	60	60
营业收入	4,000	22,000	36,300
税前总利润	120	7,060	13,329
净利润	90	5,295	9,997
每股收益	0.00	0.24	0.46

资料来源：公司资料及中银国际研究

风险因素

1. 公司未来盈利空间受铁矿石市场价格波动影响敏感。经测算，对于一期达产量而言，铁精粉价格每波动 100 元/吨，对公司每股收益影响为 0.09 元。
2. 目前公司已支付采矿权价款 1.05 亿元，短期虽没有支付压力，待一期达产后，政府可能会要求支付剩余未付 2 亿元价款，因而会加大公司资金周转压力。
3. 一期矿石储备以磁铁矿为主，开采工艺较为简单，成本相对低廉，二期以赤铁矿为主，开采将选用反浮选法，工艺流程目前尚未成熟运用，方案设计等仍未确定，原矿品位也可能低于目前预期，投产初期生产成本较一期会有一定程度上升，待工艺使用成熟后开采成本有望回落到合理水平。

地产：未来几年仍将是重要利润贡献点

地产业务调研发现

创兴置业资产简单，旗下目前仅持有两个项目股权，一是东方夏威夷项目的 97.25% 股权，二是绿洲康城项目的 39.93% 股权，合计未结权益面积 29.4 万平米。

东方夏威夷项目已经接近尾声，目前尚有 8,000 多万预收账款未结，留有不到 1 个亿的可售资源，独栋别墅前期售价约 25,000 元/平米。

绿洲康城是公司参股的上海振龙房地产开发有限公司开发的项目。该项目余下 60.07% 的股权属于上市公司实际控制人陈氏家族旗下资产，调研了解暂无进一步注入计划。项目为精装修，目前售价约 22,000 元/平米。截至今年三季度末，该项目预收账款达到 11 亿元，预收账款主要来源于前年和去年销售，平均售价较低，接近 15,000 元/平米。目前整个项目未售资源尚有约 65 万平米，包括五星级酒店、商业配套约 10 万平米，公寓 10 万平米，高层 40 多万平米。该五星级酒店公司拟自持运营，未来将带来稳定的租金收入。

地产未来几年仍将扛起利润贡献大旗

东方夏威夷项 8,000 多万预收账款将于今年结算，毛利率超过 60%；绿洲康城预收账款 11 亿元将于今年结算，因早期售价较低，毛利率为 45%，明年结算面积约为 6 万平米，预计毛利率将超过 60%。

我们初步预计地产业务 2010-12 年分别贡献每股收益 0.55 元、0.69 元和 0.82 元。目前公司拥有未结面积 72 万平米，其中权益未结 29.4 万平方，按照参股项目绿洲康城每年 6 万方左右的结算进度计，预计未来该项目仍能为公司每年贡献 0.60 元左右的每股收益。

风险因素

1. 当前国家房地产调控态度仍然严厉，不排除政策会继续加码，可能导致项目销售冰冻期延长进而影响业绩释放。
2. 公司地产业务利润主要来源于参股 39.9%的项目绿洲康城的投资收益，由于公司对该项目无控制权，其结算进度和业绩释放存在不确定性，进而可能影响我们预测地产业务利润的如期实现。

铁矿价值尚未充分体现，投资价值值得关注

目前与公司矿石业务具有一定可比性的金岭矿业年铁精粉产量为 130 万吨，总市值已高达 131 亿元。创兴置业神龙矿一期已正式投产，同时又拥有未结算权益面积 29.4 万平米的地产资源，我们认为公司目前股价尚未充分体现出矿石业务价值，投资价值值得关注，明年中段神龙一期如顺利达产或将成为股价上涨催化剂。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 2 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371