



2015年3月31日

公司研报

评级：未评级

目标价：不适用

股价(港元) 1.30
预期股票回报 不适用
预期股息收益率 不适用
预期总回报 不适用

前期报告评级及目标价 不适用
前次报告日期 不适用

分析员：陈宜庵
电话：(852) 2147 8819
电邮：markybchen@abci.com.hk

主要数据

52周高/低(港元)	2.05/1.23
发行股数(百万)	1333
市值(百万港元)	1733
3个月日均成交额(百万港元)	0.5
大股东及持股(%)	
刘传家	50.86

来源：公司、彭博、农银国际证券

FY14全年收入分布(%)

单面抛光板材	21
规格板材	68
大理石荒料	11
合计	100

来源：公司、彭博、农银国际证券

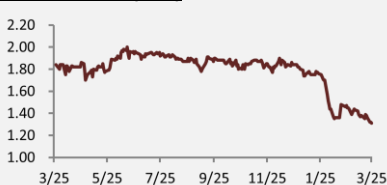
股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1个月	(4.23)	(6.34)
3个月	(25.27)	(31.12)
6个月	(27.66)	(36.60)

*相对恒生指数

来源：公司、彭博、农银国际证券

1年期股价表现(港元)



来源：彭博、农银国际证券

雅高控股 (3313 HK)

业绩后公司管理层交流会纪要

- 雅高是中国领先的垂直一体化品牌大理石生产商、供应商及销售商。2015年，公司计划将业务由上游开采全面延伸至下游，形成垂直一体化全产业链运营。转型为拥有时尚家居品牌的消费类公司，并将推拥有自有品牌的零售产品
- 管理层认为公司的材料在市场仍占有竞争优势，预计今年规格板材价格续升，公司将会因为拥有高质量的矿山而受惠，相关产品有望维持较高毛利
- 2015年将实施O2O战略，线下线上融合发展；线下开发规模庞大的零售市场，在厦门机场附近建体验馆；线上与家装平台对接，建立设计平台，进入家装市场
- 公司预计建材行业今年会复苏，矿山开采量将增加；公司新加工厂建设去年顺利启动，预计2016年完工投产，将生产标准化产品及工艺品

矿山资源优质，经销网络进一步扩大。集团目前拥有并经营中国最大的大理石矿—江西永丰矿，产品具备密度高、压缩强度高、吸水性低等优秀特质，质量可比国际一线产品。该矿覆盖面积2平方公里，每年许可开采量为25万立方米。公司的产品主要运至中国最大的石材加工地福建水头进行外包加工（正自建加工厂）。截至2014年年底，公司已拥有100家经销商，覆盖中国29个省的87个城市，拥有庞大的分销网络。

业绩扭亏为盈，整体表现佳。2014年全年实现收入约人民币3.44亿元（人民币，下同），同比增长146%；净利润1.02亿元（2013年亏损40万元）。公司所处行业与中国房地产市场及工程项目关系紧密。由于集团材料在市场上拥有竞争优势，同时又有可靠的矿山资源保障，因此管理层预计，随着国内相关行业对于工程质量的重视程度提升，公司在全国工装市场方面的占有率将会逐步提升。

工程板价格存在提升空间，高毛利有望维持。占公司收入近68%的规格板材去年平均售价提升近32%至407.3元/米³，管理层预计未来仍然有提价空间，主要原因是公司之前的规模较小，因此采用偏低的价格争取市场。公司预计自有的高品质矿山资源有助于维持规格板材产品的较高的毛利率（FY14：61%；FY13：45.2%）。

O2O与拓展零售市场并行，从线下向线上发展。公司2014年提出开发零售市场（该市场预计规模可达4万亿元），预计2015年5月会面向全国招商，推广自有零售品牌“之尚”，并在厦门机场附近建立线下体验馆，主攻中国的家装市场。此外，公司计划把上述标准化产品与线上平台对接，进入包括新浪家居、齐家网、家装E站等线上平台。公司同时在发掘石材设计平台，希望收集全国的设计师资源，并以利润分成方式，与中国的家居设计公司及设计师进行合作，推广自家的石材产品。

业绩表现及估值

截止于12月31日财年	2012A	2013A	2014A
收入(人民币千元)	8,210	139,775	344,339
同比变化(%)	-	1,602	146
净利润(人民币千元)	(19,421)	(401)	102,333
同比变化(%)	-	NA	NA
摊薄每股盈利(人民币元)	-	(0.00)	0.08
同比变化(%)	-	NA	NA
每股净资产(人民币元)	-	0.65	0.73
同比变化(%)	-	NA	12
市盈率(倍)	-	-	13.10
市净率(倍)	-	-	1.44
股息,港元	-	-	-
股息收益率(%)	-	-	-
平均净资产回报率(%)	-	-	11.19
平均总资产回报率(%)	-	-	8.35

来源：彭博、农银国际证券



公司预计 2018~2019 年产能达标。受整个经济形势的影响，管理层过往有意放缓原定产能目标，不过随着 2015 年市场的复苏，预计矿山扩采量会增加，并在 2018~2019 年达到 25 万立方米的年产能目标，后续投入需约 3.5 亿元。公司目前现金及银行结余约 9.67 亿元，一年内到期的无抵押银行贷款 1.26 亿元（实际利率 6.44%~7.28%），财务稳健；但公司不排除未来在国内及国际市场进行矿山收购及电商建设，届时或有融资需求。

股价自 2014 年以来遭遇重挫。公司成功于去年扭亏，录得净利润 1.02 亿元人民币（1H14 净利润 0.73 亿元，2H14 净利润 0.29 亿元）。该公司 2014 年下半年净利润骤降，或令市场担忧其经营情况于 2014 年下半年恶化，因此资本市场相应作出反应，其股价自 2014 年 6 月迄今跌幅超过 32%（自 2014 年底迄今跌幅为 28%）。上述走势显示部分投资者或于 2015 年初开始离场。公司在 3 月 18 日披露业绩后股价进一步下跌，迄今跌幅约 6.5%。考虑到该股份日均成交较低，预计投资人减持行动尚未完全结束，股价或有进一步波动风险。目前公司每股净资产 0.73 元人民币，扣除无形资产后的每股有形净资产值为 0.67 元人民币，以报告前收盘价计，有形资产的市净率约为 1.55 倍（假设 1 人民币=1.25 港元）。

同业对比：该股在港的可比同行公司不多。我们发现较接近的可比公司为中国金石（1380.HK），后者于 2014 年全年亏损 2861 万元，并被审计师出具有保留审计意见书（审计师对中国金石于 2013 年大额减值数据有所保留，并认为该数据对 2014 年度的相应数据可比性造成影响）。

风险因素： 1) 中国房地产市场及建材市场整体风险；2) 自有零售品牌的销售或令成本上升； 3) 公司的矿山资源集中；4) 建材行业成本上升；5) 公司开拓国际市场或会有汇率波动风险；6) 公司未有派息记录；7) 股票交投偏弱引发的流动性风险；8) 股价波动风险。



合并损益表 (2012A-2014A)

截止12月31日财年 (人民币千元)	2012A	2013A	2014A
收入	8,210	139,775	344,339
销售成本	(4,505)	(56,597)	(127,511)
毛利	3,705	83,178	216,828
其他收入及收益	210	4,298	19,905
销售及分销开支	(7,953)	(24,500)	(27,541)
管理费用	(12,257)	(45,564)	(43,018)
其他开支	(3,109)	(5,093)	(21,957)
除税前溢利/(亏损)	(19,404)	12,318	144,217
所得税开支	(17)	(12,720)	(41,885)
总利润			
股东纯利润	(19,421)	(402)	102,332
EPS (基本), 人民币元	NA	(0.0004)	0.080
EPS (摊薄), 人民币元	NA	(0.0004)	0.080
每股派息, 港元	NA	NA	NA

来源: 公司, 农银国际证券

合并资产负债表 (2012A-2014A)

截止12月31日财年 (人民币千元)	2012A	2013A	2014A
物业、厂房及设备	15,091	41,051	48,331
无形资产	21,838	77,206	77,413
预付款项、按金及其他应收款项	1,958	11,144	16,225
其他非流动资产	3,222	12,870	22,671
非流动资产总额	42,109	142,271	164,640
存货	28,135	60,973	69,898
贸易应收账款	41	15,706	61,836
预付款项、按金及其他应收款项	6,823	10,545	40,739
应收关联方款项	2,322	197	0
已抵押存款	0	0	36,000
现金及现金等价物	201,092	883,235	966,501
其他流动资产	-	-	-
流动资产总额	238,413	970,656	1,174,974
总资产	280,522	1,112,927	1,339,614
贸易及票据应付账款	3,888	22,967	130,470
其他应付款项及应计费用	9,860	66,194	62,049
应付税款	20	6,733	14,513
计息银行贷款	28,000	114,900	125,900
其他流动负债(调整项)	250,551	71	71
流动负债合计	292,319	210,865	333,003
递延税项负债	2,965	3,196	3,174
递延收入	0	0	5,900
复垦拨备	176	9,906	11,712
其他非流动负债项目	1,017	27,900	18,600
非流动负债总额	4,158	41,002	39,386
负债总额	296,477	251,867	372,389
总权益	(15,955)	861,060	967,225
非控股股东权益	-	-	-
归属于公司股东之权益-净资产	-	861,060	967,225
每股净资产, 人民币元	0.000	0.646	0.725

来源: 公司, 农银国际证券



现金流量表(2012A-2014A)

截止12月31日财年 (人民币千元)	2012A	2013A	2014#
除税前溢利(亏损)-持续经营业务	(19,404)	12,319	144,200
物业、厂房及设备折旧	1,388	3,284	
无形资产摊销	2,951	757	
预付土地租赁款项摊销	0	0	
撤销垫款之亏损	0	0	
出售物业、厂房及设备的亏损	84	1	
以权益结算的购股权开支	—	17	
融资成本	2,254	4,501	
未实现之汇兑收益	632	(1,873)	
银行利息收入	(169)	(2,138)	
营运资本变动前之现金流量	(12,264)	16,867	
贸易及票据应收款项增加	(41)	(15,665)	
存货增加	(21,698)	(32,838)	
预付款项、按金及其他应收款项增加	(8,220)	(11,936)	
贸易及票据应付款项增加	3,732	19,079	
应收关联方款项减少/(增加)	16,260	203	
其他应付款项及应计费用增加/(减少)	6,522	45,111	
递延收入增加	0	0	
经营活动之现金	(15,709)	20,821	
已付所得税	—	(5,776)	
已付利息	(2,253)	(1,789)	
已收利息-经营活动	108	1,166	
经营活动产生的现金流量净额	(17,854)	14,422	133,600
投资现金流			
购买物业、厂房及设备项目	(11,555)	(24,917)	
应付采矿权款项	—	(18,640)	
预付土地租赁款项	—	(2,671)	
其他投资项目	(55,364)	(129,166)	
投资活动产生的现金流量净额	(66,919)	(175,394)	(746,300)
银行贷款所得款项	56,000	114,900	
偿还银行贷款	(54,160)	(28,000)	
其他融资活动产生的现金流	236,103	631,775	
筹资活动产生的现金流量净额	237,943	718,675	11,000
现金及现金等价物净增加额	153,170	557,703	
期初现金及现金等价物余额	1,470	153,092	
汇率变动对现金的影响	(1,548)	(1,060)	
期末现金及现金等价物余额	153,092	709,736	

截止本报告日，公司尚未披露 2014 年现金流量表细节，有关数据根据公司财报文字陈述列示，仅供参考
来源：公司，农银国际证券

部分财务指标(2012A-2014A)

截止12月31日财年	2012A	2013A	2014A
毛利率, %	45.13	59.51	62.97
经营利润率, %	(236.34)	8.81	41.88
净利率, %	(236.55)	(0.29)	29.72
净资产回报率 ROE, %	-	-	8.35
总资产回报率 ROA, %	-	-	11.19
总负债/总资产, %	105.69	22.63	27.80

来源：公司，农银国际证券

权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183