



19 January 2010 | 5 pages

海印股份(000861)

公司进入快速外延扩张期

——公司年报点评报告

程艳华 金嫣

86-21-64718888 1212

chengyanhua@stocke.com.cn

本报告导读：

- 物业经营所得税征收改变及炭黑经营不善拖累业绩释放
- 公司将进入快速扩张期
- 维持“买入”评级

投资要点：

■ 公司业绩低于预期

公司实现营业收入 85,143.01 万元，同比增长 0.76%；归属于母公司的净利润 14,358.11 万元，同比增长 0.23%；实现摊薄每股收益 0.29 元。公司业绩低于预期。另外，公司利润分配方案为每 10 股派现金 0.50 元。

■ 物业经营所得税征收改变及炭黑业务经营不佳拖累业绩释放

公司原有 12 项商业物业共实现营业收入 40,043 万元，同比增长 4.87%；净利润 14,401 万元，仅同比增长 0.12%。净利润增长低于收入增长，主要是由于报告期，除商展中心和自由闲所得税按核定应纳税所得率征收外，其他 10 项物业所得税由上年按核定应纳税所得率征收，改为正常征收，导致报告期内所得税净增加 1,870 万元。另外，由于 09 年上半年公司炭黑业务销售量和平均销售价格偏低，导致其全年净利润亏损达 783 万元。上述两项因素对公司每股收益的影响达到了 0.05 元，拖累了业绩的增长。

■ 公司进入快速外延扩张期，10-11 年进入业绩释放期

09 年，公司先后租赁中华广场、受让海印集团总统数码港，10-11 年建成的海印又一城项目总经营面积达 25 万平方米。另外，公司与海印集团签订合同拟租赁广州市越秀区白云路 2,250 平方米商业物业，子公司潮楼与埔王物业签订合同拟租赁 9,138.49 平方米。公司外延式扩张可使其 10-11 年的总经营面积由原来的 15.7 万平方米迅速增加为 49 余万平方米。

考虑到：第一，海印又一城为公司自有物业，成本较低，一期在 09 年 10 月投入即实现盈利，后续两期有望持续盈利。第二，10 年，随着中华广场品牌结构调整完成将贡献 3,000 万元净利润。第三，北海高岭一期项目将于 10 年投入使用后，公司高岭土产能将翻番。预计，10-11 年，公司业绩将进入集中释放期。

■ 维持“买入”评级

预计，10-12 年，公司将分别实现净利润 2.82 亿元和 4.23 亿元；对应的每股收益分别为 0.57 元和 0.86 元。维持“买入”评级，合理估值区间：15.96 元-18.24 元。

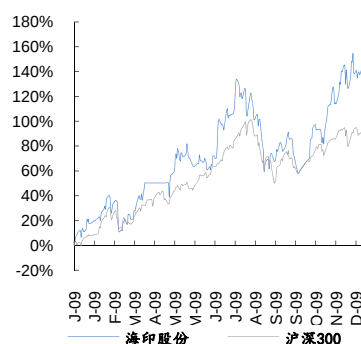
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	845.0	851.4	1232.8	1540.3	1840.0
收入增长率%	104.81%	0.76%	44.80%	24.94%	19.46%
EBITDA(百万元)	281.6	294.7	455.6	642.4	792.6
净利润(百万元)	143.3	143.6	282.4	423.8	541.2
摊薄 EPS(元)	0.35	0.29	0.57	0.86	1.10
PE	41.1	49.2	25.0	16.7	13.0
EV/EBITDA(X)	21.9	25.2	16.0	11.2	8.4
PB	8.45	8.58	6.64	4.96	3.75
ROIC	16.9%	12.3%	21.2%	25.2%	25.0%
总资产周转率	0.92	0.60	0.73	0.78	0.76

评级：	买入
上次评级：	——
目标价格：	¥ 17.10
上次预测：	17.10
当前价格：	¥ 14.34

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.06
2Q/2009	0.07
3Q/2009	0.09
4Q/2009	0.07

公司简介：

2008 年之前，公司为一家主要从事高岭土、炭黑系列产品生产和销售的化工企业。08 年底，大股东海印集团其商业物业经营业务的主要部分潮楼、流行前线 and 少年坊等 11 项资产(专业市场和主题商场)注入公司。目前，公司商业租赁业务收入占其营业收入的比重为 50%左右，由于其毛利率维持在 70%左右，毛利的占比高达 75%。





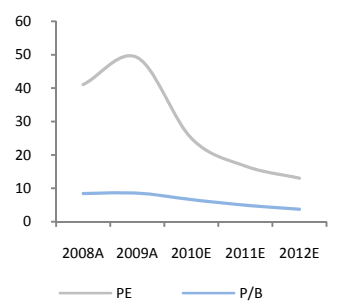
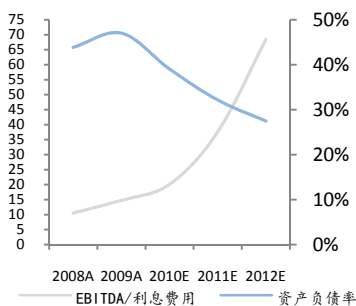
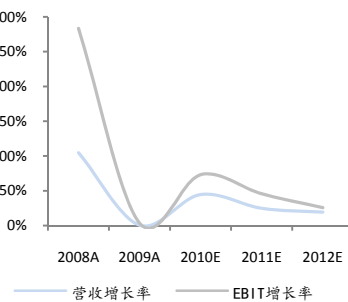
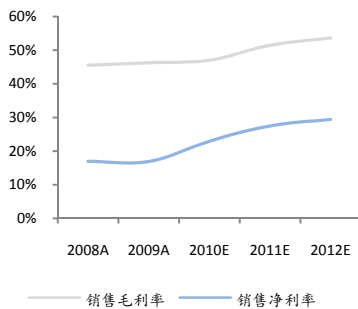
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	60.9	100.7	123.3	222.0	772.8	营业收入	845.0	851.4	1232.8	1540.3	1840.0
应收票据	12.2	27.1	16.9	21.1	25.2	营业成本	460.3	457.7	653.7	747.9	853.9
应收账款	101.9	132.9	84.4	105.5	126.0	营业税金及附加	28.6	32.1	37.0	46.2	55.2
预付款项	37.6	107.6	120.6	135.6	152.7	销售费用	39.7	43.3	60.4	73.9	88.3
其他应收款	17.2	26.4	18.5	23.1	27.6	管理费用	103.7	97.9	99.9	115.5	141.7
存货	35.1	35.6	35.8	41.0	46.8	财务费用	26.8	20.0	22.7	17.1	11.6
其他流动资产	5.5	7.3	7.3	7.3	7.3	资产减值损失	12.2	1.2	1.0	1.0	1.0
长期股权投资	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	332.5	309.3	466.1	648.8	706.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	48.3	55.7	177.9	238.9	119.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润	173.7	199.3	358.2	538.6	688.3
无形资产	113.9	127.6	114.8	102.0	89.3	营业外收支净额	1.0	2.1	2.0	2.0	2.0
长期待摊费用	135.4	167.6	150.8	134.1	117.3	税前利润	174.7	201.4	360.2	540.6	690.3
资产总计	1264.6	1586.4	1782.0	2145.0	2656.1	减：所得税	27.9	53.8	72.0	108.1	138.1
短期借款	191.0	153.0	42.7	0.0	0.0	净利润	146.8	147.6	288.2	432.5	552.2
						归属于母公司的净利					
应付票据	7.2	41.4	62.7	71.7	81.9	润	143.3	143.6	282.4	423.8	541.2
应付账款	27.6	36.3	53.7	61.5	70.2	少数股东损益	3.6	4.0	5.8	8.6	11.0
预收款项	7.3	8.9	15.0	22.7	31.9	基本每股收益	0.35	0.29	0.57	0.86	1.10
应付职工薪酬	9.0	8.8	8.8	8.8	8.8	稀释每股收益	0.35	0.29	0.57	0.86	1.10
应交税费	14.4	24.4	24.4	24.4	24.4	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	137.3	155.8	155.8	155.8	155.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	104.8%	0.8%	44.8%	24.9%	19.5%
长期借款	83.0	311.0	311.0	311.0	311.0	EBIT 增长率	283.6%	3.7%	73.2%	45.8%	25.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	390.3%	0.2%	96.7%	50.1%	27.7%
负债合计	554.8	746.2	696.0	690.1	730.1	盈利性					
股东权益合计	709.8	840.2	1086.0	1454.9	1925.9	销售毛利率	45.5%	46.2%	47.0%	51.4%	53.6%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	17.0%	16.9%	22.9%	27.5%	29.4%
净利润	146.8	147.6	288.2	432.5	552.2	ROE	20.6%	17.5%	26.6%	29.8%	28.7%
折旧与摊销	68.9	74.2	73.8	85.7	91.7	ROIC	16.9%	12.3%	21.2%	25.2%	25.0%
经营活动现金流	196.3	148.8	497.9	522.1	643.6	估值倍数					
投资活动现金流	-135.1	-191.1	-300.0	-300.0	0.0	PE	41.1	49.2	25.0	16.7	13.0
融资活动现金流	-24.9	51.4	-175.3	-123.3	-92.8	P/S	7.0	8.3	5.7	4.6	3.8
现金净变动	36.3	9.1	22.6	98.8	550.8	P/B	8.4	8.6	6.6	5.0	3.7
期初现金余额	29.5	60.9	100.7	123.3	222.0	股息收益率	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%
期末现金余额	65.9	70.0	123.3	222.0	772.8	EV/EBITDA	21.9	25.2	16.0	11.2	8.4



	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	22047.9	38185.6	55671.1	70084.9	84257.7	91900.8	101115.7	111253.2	120171.5	129794.7	140198.5
所得税	5890.3	7637.1	11134.2	14017.0	16851.5	18380.2	20223.1	22250.6	24034.3	25958.9	28039.7
NOPLAT	17878.8	16157.6	30548.5	44536.9	56067.9	67406.1	73520.6	80892.6	89002.6	96137.2	103835.7
营运资金净变动	0.0	0.0	9804.0	-2552.6	-2393.5	-2209.9	-1725.2	-1968.9	-2137.0	-2071.0	-2213.7
资本支出	1628.4	-30000.0	-30000.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
自由现金流	25209.9	17731.4	20557.7	62845.2	74665.7	81414.3	88617.1	96596.3	103815.7	111380.8	119552.9

WACC	11.55%	Ke	12.0%
永续增长率	2.0%	Kd	15.0%
终值	46675	t	25%
企业价值	876114	Rf	2%
非核心资产	10073	E(Rm)	0.115
债务价值	46972	Rm-Rf	9%
股权价值	829142	D/A	6.2%
股本	49219	E/A	93.8%
每股价值	16.85	Beta	1.05

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	10.05%	19.17	19.84	20.59	21.43	22.40
	10.55%	17.98	18.55	19.19	19.91	20.72
	11.05%	16.91	17.40	17.95	18.56	19.25
	11.55%	15.94	16.37	16.85	17.37	17.96
	12.05%	15.07	15.44	15.86	16.31	16.82
	12.55%	14.28	14.61	14.97	15.36	15.80
	13.05%	13.55	13.84	14.16	14.51	14.89



**浙商证券研究管理团队**

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn



- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn