

海印股份(000861)年报点评

谨慎推荐

业绩低于预期，今年进入调整关键期

维持评级

原材料/基础化工材料与制品

2010 年 1 月 20 日

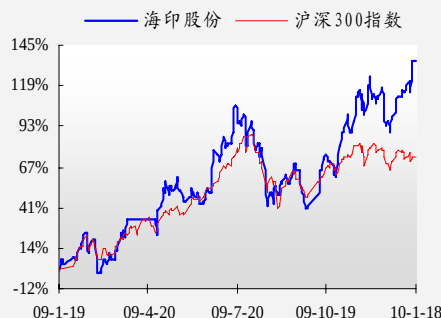
投资要点:

- 海印股份 19 日发布了年度报告,公司 2009 年全年实现营业收入 8.51 亿元,同比增长 0.76%,实现归属上市公司股东净利润 1.44 亿元,同比增长 0.23%,基本每股收益 0.29 元。
- 公司业绩低于我们之前的预期,主要原因在于:商业物业运营方面:所得税征收方式改变、总统数码港没有在 2009 年完成注入、中华广场调整尚未达到理想效果;化工方面:炭黑业务亏损 783.24 万元,低于我们之前盈亏平衡的预期。
- 公司原有 12 处成熟物业 2009 年实现营业收入 40043.01 万元,同比增长 4.87%,实现净利润 14400.78 万元,同比微增 0.12%,主要原因为部分物业所得税由去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 1870 万元。
- 总统数码港没有在 09 年并表,中华广场项目实现营业收入 2542.06 万元,仍然处于调整期,海印又一城已经开始贡献利润。
- 报告期内,茂名高岭超额完成任务,销售产品 26.45 万吨,与去年同期相比分别增长了 1.8%和 55%;分别实现营业收入和净利润 17249.58 万元和 3341.10 万元,与去年同期相比分别增长了 2.60%和 12.75%。北海高岭 20 万吨的一期项目按既定的目标稳步推进,将于 2010 年 5 月份实现投产。
- 在各个项目进展顺利,符合预期的前提下,我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.53 元、0.80 元和 0.97 元,其中 2010 年商业运营项目贡献 0.416 元,化工业务贡献 0.116 元,按照两行业 2010 年 30 倍和 20 倍 PE,公司合理股价为 14.8 元,目前股价处于合理区间,维持谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	85,143	0.76	14,358	0.23	0.29	17.57	50.69	
2010E	128,875	51.36	26,163	82.22	0.53	27.23	27.74	
2011E	164,227	27.43	39,448	50.77	0.80	32.27	18.38	
2012E	188,254	14.63	47,753	21.05	0.97	25.53	15.15	

走势图



市场数据

2010-1-20

收盘价:	14.70 元
52 周最高价:	15.45 元
52 周最低价:	5.80 元
平均持仓成本:	13.12 元

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	49,219
流通 A 股(万股):	49,219
每股收益(元):	0.29
每股净资产(元):	1.67
每股经营现金流(元):	0.30
市净率:	8.59

分析师: 罗旷怡

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: lucky@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

邮编: 200002

海印股份 19 日发布了年度报告，公司 2009 年全年实现营业收入 8.51 亿元，同比增长 0.76%，实现归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 0.23%，基本每股收益 0.29 元。

公司业绩低于我们之前的预期，主要原因在于：

商业物业运营方面：所得税征收方式改变、总统数码港没有在 2009 年完成注入、中华广场调整尚未达到理想效果；

化工方面：炭黑业务亏损 783.24 万元，低于我们之前盈亏平衡的预期。

1. 商业运营业务

1.1 已有 12 处物业——收入稳定提高，利润受累税收改变

公司原有 12 处成熟物业 2009 年实现营业收入 40043.01 万元，同比增长 4.87%，基本符合预期；实现净利润 14400.78 万元，同比微增 0.12%，增速低于收入的增长及我们之前的预期，主要原因为流行前线、布料总汇、电器总汇、海印广场、潮楼等物业所得税由去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 1870 万元。

表 1: 12 处成熟物业近两年盈利情况

	物业名称	2008 营业收入 (万元)	2009 营业收入 (万元)	2008 净利润 (万元)	2009 净利润 (万元)
1	潮楼	2041.37	2064.72	564.89	429.74
2	流行前线	6383.06	6688.46	2838.29	2544.83
3	海印广场	3160.02	3467.76	1332.36	1319.48
4	缤缤广场	7779.75	8027.24	1940.04	2989.96
5	商展中心	3841.21	3676.58	1651.31	1107.70
6	东川名店	2538.45	2803.87	704.26	990.81
7	布料总汇	2001.74	2224.54	1057.94	841.81
8	布艺总汇	1265.31	1329.28	265.13	262.12
9	电器总汇	5617.40	5611.74	2786.12	2260.27
10	美衣城 (少年坊)	2661.99	2625.59	1013.18	1082.08
11	自由闲	240.51	885.18	-31.60	328.55
12	二沙体育	653.31	638.05	261.89	243.43
合计		38184.12	40043.01	14383.82	14400.78
同比		-	4.87%	-	0.12%

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

我们预计公司 12 处成熟物业由于锁定了上游物业的租金成本，又能对下游商户稳定提租，可以实现持续稳定的增长。

表 2: 12 处成熟物业盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	38184	40043	43246	46706	50443
净利润 (万元)	14384	14401	16433	17982	19673
EPS (元)	0.292	0.293	0.334	0.365	0.40

资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

1.2 总统数码港——注入进程慢于预期

为解决公司与集团存在的同业竞争问题, 公司已与海印集团签订了股权转让合同, 拟以 2.4 亿元的价格受让总统数码港及数码港置业 100% 股权, 该关联交易已经通过董事会审核。由于没有在 09 年并表, 在一定程度上违背了我们对公司 09 年业绩的预测, 预计数码港今年并表, 可为公司贡献 0.023 元左右的每股收益。

表 3: 总统数码港盈利预测

	2009 (1-10)	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	2481.96	3300	3600	3960
净利润 (万元)	825.73	1155	1260	1386
EPS (元)	-	0.023	0.026	0.028

资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

1.3 中华广场——调整尚未达到理想效果

公司在 09 年 8 月签署的中华广场项目实现营业收入 2542.06 万元, 仍然处于调整期, 公司拟通过重新定位、重新改造和重新招商, 使中华广场与流行前线、自由闲、东川名店城等成熟商业物业连接成片, 形成协同效应, 将中华广场打造成一个高端时尚购物中心, 并为公司下一步大力开发大型购物中心积累经验。

由于公司租赁中华广场的成本较高, 且产权结构比较复杂, 我们估计其调整需要一定时间, 总体情况在今年“五一”前后可见分晓, 如果调整达到理想效果, 月租金有望达到 1400 万元。

表 4: 中华广场理想状况下收入估算

	月收入 (万元)	单价 (元/平米/月) 约	备注
1F	100	333	
2F	400	400	
3F	150		百佳超市 50 万元/月, 其余 100 万
4F	300	300	
6F	250	250	
8F	100		原有租户, 2 年内不到期
9F	100	200	公司仅有一半面积
合计	1400	240	单价为平均租金

资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

根据 2009 年的情况，我们预计中华广场项目在 2010 年可以实现盈利但仍不能达到最佳状态，如果今年全部调整成功，2011 年将贡献较大的收益。

表 5: 中华广场业绩预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	15200	18480	20328
净利润 (万元)	1800	3696	4689
EPS (元)	0.037	0.075	0.095

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

1.4 海印又一城——山姆会员店顺利开业

09 年 10 月，海印又一城一期沃尔玛山姆会员店已经顺利开业，经营情况良好，短短 1 个月的时间已经有 7 万多的会员，这也反映出当地具备一定的消费能力。项目其他部分除酒店外都将于 2010 年亚运会之前开业，其中包括 4.5 万平的主题商场和 8 万平米的写字楼，商场部分租金水平为 100-150 元/平米/月，并每年递增 5-8%，招商工作已基本完成，写字楼部分租金水平为 60-80 元/平米/月。酒店部分 2010 年底也将竣工，并预计于 2011 年 3 月底投入使用，租金水平为 60 元/平米/月，招商工作仍在进行。

我们假设：①沃尔玛租金不变；②主题商场满租，平均租金 120-100 元/平米/月；③写字楼 2010 年出租率 30%，2011、2012 年出租率分别为 75%、85%，平均租金 70 元/平米/月；④酒店部分 2011 年出租率 70%，3 月份之后投入使用，2012 年出租率 85%，平均租金 60 元/平米/月。并根据上述假设对又一城项目做如下预测。

表 6: 海印又一城盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
沃尔玛 (60 元/平米/月, 2.5 万平)	268	1800	1800	1800
主题商场 (100-150 元/平米/月, 4.5 万平)	0	540	5400	5670
写字楼 (60-80 元/平米/月, 8 万平)	0	168	5040	5712
星级酒店公寓 (60 元/平米/月, 10 万平)	0	0	3780	6120
合计营业收入 (万元)	268	2508	16020	19302
净利润 (万元)	179	1080	8715	10886
EPS (元)	0.004	0.022	0.177	0.221

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2. 化工业务

2.1 高岭土业务——业绩稳定增长，项目稳步推进

报告期内，茂名高岭超额完成任务，销售产品 26.45 万吨，其中，干粉 10.30 万吨，膏状土 16.15 万吨，与去年同期相比分别增长了 1.8%和 55%；分别实现营业收入和净利润 17249.58 万元和 3341.10 万元，与去年同期相比分别增长了 2.60%和 12.75%；其中，归

属于母公司的净利润为 2937.16 万元。

北海高岭远期规划建成产能达 70 万吨的大型高岭土生产基地。其中，年产干粉 10 万吨、膏状土 20 万吨的一期项目按既定的目标稳步推进，将于 2010 年 5 月份实现投产。北海项目投产后，能充分提升公司在高岭土行业的规模优势和竞争优势。

表 7：高岭土业务业绩预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	37950	51750	65550
净利润（万元）	5693	7763	11144
EPS（元）	0.116	0.158	0.226

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2.2 炭黑业务——受金融危机冲击较大

受 2008 年金融危机冲击的影响，2009 年上半年炭黑行业普遍库存偏大，销售量和平均销售价格偏低，对炭黑行业影响较大。由于公司产品结构不佳，缺少世界前十名的知名轮胎客户，远离主要原料油采购市场，在竞争中处于劣势，导致整体经营情况不佳。报告期内公司炭黑业务完成产量 49286.06 吨，销售 51355.19 吨；营业收入为 25671.49 万元，净利润-783.24 万元，低于我们之前盈亏平衡的预期。

3. 其他——同时公告新项目

公司同时公告拟出资成立全资子公司广州潮楼百货有限公司，租赁广州市黄埔区大沙西路与港湾北路交汇处的商业楼的负二层至四层共计 9138.49 平方米用作商业用途。我们预计该物业将于今年“五一”前后营业，对公司整体业绩影响有限，但可以体现出公司通过不断的复制现有业务模式大力发展商业运营项目的战略方向。

4. 盈利预测与投资建议

公司 2010 年将进入调整关键时期，除已有成熟物业盈利情况稳定增长外，总统数码港注入，中华广场全面调整及海印又一城的完工，都是公司主营业务的重要看点，各商业项目的进展情况值得长期关注；同时，高岭土业务也将受益于产能的扩张有明显的增长，炭黑业务有望扭亏。在各个项目进展顺利，符合预期的前提下，我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.53 元、0.80 元和 0.97 元，其中 2010 年商业运营项目贡献 0.416 元，化工业务贡献 0.116 元，按照两行业 2010 年 30 倍和 20 倍 PE，公司合理股价为 14.8 元，目前股价处于合理区间，维持谨慎推荐评级。

表 8: 公司分部盈利预测

		2010E	2011E	2012E
已有 12 处物业	净利润 (万元)	16433	17982	19673
	EPS (元)	0.334	0.365	0.400
总统数码港	净利润 (万元)	1155	1260	1386
	EPS (元)	0.023	0.026	0.028
中华广场	净利润 (万元)	1800	3696	4689
	EPS (元)	0.037	0.075	0.095
海印又一城	净利润 (万元)	1080	8715	10886
	EPS (元)	0.022	0.177	0.221
化工业务	净利润 (万元)	5693	7763	11144
	EPS (元)	0.116	0.158	0.226
	EPS (合计元)	0.532	0.801	0.970
	PE	27.63	18.35	15.15

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

表 9: 公司利润预测表

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	85,143.01	128,875.00	164,227.00	188,254.00
营业成本	45,768.95	66,699.76	80,480.08	89,910.11
营业税金及附加	3,205.50	3,866.25	4,352.02	4,800.48
主营业务利润	36,168.55	58,308.99	79,394.91	93,543.41
销售费用	4,331.04	5,911.21	6,711.60	6,752.26
管理费用	9,789.64	13,529.14	14,780.43	16,942.86
财务费用	1,999.37	3,002.79	3,826.49	4,386.32
营业利润	19,932.81	35,865.85	54,076.39	65,461.98
营业外收支净额	210.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	20,143.58	35,865.85	54,076.39	65,461.98
所得税费用	5,381.53	8,966.46	13,519.10	16,365.49
归属母公司净利润	14,358.11	26,163.33	39,447.51	47,753.04
每股收益 (元)	0.29	0.53	0.80	0.97

数据来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。