

海印股份(000861)调研报告

商业物业跨越式发展或成业绩释放原动力

谨慎推荐

维持评级

可选消费/商业

2010 年 2 月 2 日

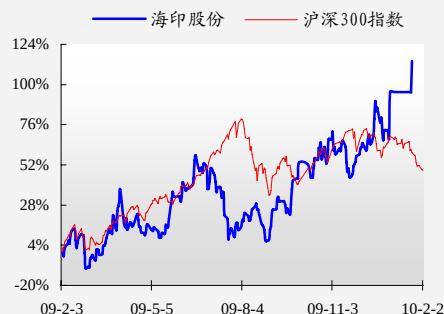
投资要点:

- 公司存在税收政策改变潜在风险的物业仅有商展中心和自由闲, 享受税收优惠 200 万左右, 未来不会对公司业绩产生明显影响。
- 公司商业物业的发展方向是将原有商业模式不断向外复制, 并开发新主题, 实现商业物业运营业务的跨越式发展。
- 中华广场重新规划情况比较成功, 调整效果达到预期, 整个项目将于 5 月调整完成, 我们预计中华广场 2011 年净利润有望达到 5000 万, 好于我们之前的预期。
- 公司开发的又一城项目中, 商场和商务公寓将采取对外租赁的方式经营, 酒店业务主要由公司自行经营。公司预计酒店业务可能要于 2012 年完工, 这一进程慢于我们之前 2011 年 3 月全部封顶的预期, 因此我们相应调低该部分的盈利预测。
- 公司化工业务的主要思路是做大做强高岭土, 稳固炭黑, 我们不改变年报点评中对此部分的预测。
- 从公司发展战略来看, 我们认为商业物业的跨越式发展和费用的节约或成为公司未来两年的利润增长点。
- 从各项业务分拆业绩预测来看, 不考虑摊薄, 我们预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.534 元、0.769 元和 0.979 元, 如果有新项目开业或费用的明显降低, 公司业绩可能超出预期, 另外, 公司拟公开增发也使其具备业绩释放动力。

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	84,501	104.81	14,325	6.04	0.29	17.57	46.2	
2010E	129,751	52.39	26,275	83.00	0.53	27.35	25.3	
2011E	163,477	25.99	37,872	44.14	0.77	30.95	17.4	
2012E	191,656	17.24	48,175	27.20	0.98	30.07	13.7	

走势图



市场数据

2010-2-2

收盘价:	13.39 元
52 周最高价:	14.65 元
52 周最低价:	5.93 元
平均持仓成本:	13.32 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:	8.02

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 20 楼

邮编: 200002

1. 税收因素已经基本消除

公司 2009 年业绩低于预期的一个重要因素为流行前线、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。目前，公司存在税收政策改变潜在风险的物业仅有商展中心和自由闲，享受税收优惠 200 万左右，未来不会对公司业绩产生明显影响。

2. 商业物业发展方向——已有模式复制+新主题开发

公司商业物业的发展方向是将原有商业模式不断向外复制，并开发新主题，实现商业物业运营业务的跨越式发展。公司董事会在通过 09 年年报的同时通过成立广州海印摄影城有限公司和广州潮楼百货有限公司，其中摄影城是公司开发的以摄影器材销售为主业的全新主题商场，是公司商业模式的延伸，而广州潮楼则是公司商业模式的复制。2 月 1 日，公司董事会又通过了受让海印物管 100% 股权的议案，意图将下属各商场的日常管理独立出来，以实现规模效应，保证商业物业业务顺利开展。

3. 中华广场现状——调整进程比较顺利

中华广场是公司短期内较大的项目之一，我们通过现场考察对中华广场的产权情况和调整现状进行了进一步确认。从目前情况看，公司重新规划情况比较成功，调整效果达到预期，整个项目将于 5 月调整完成，我们预计中华广场 2011 年净利润有望达到 5000 万，好于我们之前的预期。

表 1: 中华广场调整现状

	月收入 (万元)	单价 (元/平米/月) 约	备注
-1F	0	0	非公司物业
1F	100	333	公司仅有 10% 左右产权，提升空间有限
2F	600	500	12000 多平米
3F	200	333	公司拥有 6000 平，部分租给百佳超市，60 万元/月，其余每月 140 万左右
4F	400	333	12000 平左右，手机卖场，毛利低，租金提升空间有限
6F	120	133	公司拥有 9000 平（楼层共 16000 平）原为中华百货，租金 40 元/平米/月，改为美食天地，已满租，租金由原来的 40 多万/月提升至 120 万/月
8F	100	100	原有租户，2 年内不到期
9F	100	200	公司仅有一半面积
合计	1620	278	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

4. 又一城现状——项目进程略低于预期

公司开发的又一城项目中，商场和商务公寓将采取对外租赁的方式经营，酒店业务主要由公司自行经营。公司预计酒店业务可能要于 2012 年完工，这一进程慢于我们之前 2011 年 3 月全部封顶的预期，因此我们相应调低该部分的盈利预测。另外我们认为，如果公司酒店部分采取自营的方式，总统大酒店长期看也有注入上市公司已解决同业竞争的预期，而为回收现金流，公寓部分不排除出售的可能。

表 2：海印又一城部分盈利预测

	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，4 万平）	0	84	2520	2856
酒店公寓（60 元/平米/月，7 万平）	0	0	2646	4284
星级酒店（自营，7 万平）	0	0	0	4900
合计营业收入（万元）	268	2424	12366	19510
净利润（万元）	179	1069	5917	9794
EPS（元）	0.004	0.022	0.120	0.199

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

5. 化工业务——做大做强高岭土，稳固炭黑

公司化工业务的主要思路是做大做强高岭土，稳固炭黑，我们不改变年报点评中对此部分的预测。

6. 利润增长点——新物业开发+费用节约

从公司发展战略来看，我们认为商业物业的跨越式发展和费用的节约或成为公司未来两年的利润增长点。从业务本身看，公司将在稳定商业物业单位面积净利润贡献的基础上，快速复制原有商业模式，大力发展批发市场、主题商场和购物中心三种业态并大力推动“海印又一城”模式的复制。我们认为公司无论在管理水平上还是招商能力上，都能保证新项目较快盈利。

在内部管理上，公司将通过标准化、专业化和信息化，实现规模效应，提高管控能力，降低管理成本。公司 2009 年已有 12 处成熟物业净利率仅 35.96%，这一数字在 2008 年为 37.67%，这对于高毛利的物业租赁业务来说，应该还有较大的提升空间，我们认为公司通过信息化建设及规模化管理，运营效率会有较大的提高。

7. 盈利预测与投资建议

从各项业务分拆业绩预测来看，不考虑摊薄，我们预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.534 元、0.769 元和 0.979 元，如果有新项目开业或费用的明显降低，公司业绩可能超出预期，另外，公司拟公开增发也使其具备业绩释放动力。

表 3: 公司分业务盈利预测

		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)	1944	4910	6193
	EPS (元)	0.039	0.100	0.126
海印又一城	净利润 (万元)	1069	5917	9794
	EPS (元)	0.022	0.120	0.199
化工业务	净利润 (万元)	5693	7763	11144
	EPS (元)	0.116	0.158	0.226
EPS (合计元)		0.534	0.769	0.979
PE		25.84	17.95	14.10

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

表 4: 利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	85,143.01	129,751.00	163,477.00	191,656.00
营业成本	45,768.95	67,153.13	82,319.48	93,825.94
营业税金及附加	3,205.50	3,892.53	4,168.66	4,887.23
主营业务利润	36,168.55	58,705.34	76,988.86	92,942.83
销售费用	4,331.04	6,081.14	7,089.64	6,778.45
管理费用	9,789.64	13,621.11	14,222.50	15,715.79
财务费用	1,999.37	2,984.27	3,759.97	4,408.09
营业利润	19,932.81	36,018.81	51,916.75	66,040.50
营业外收支净额	210.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	20,143.58	36,018.81	51,916.75	66,040.50
所得税费用	5,381.53	9,004.70	12,979.19	16,510.13
归属母公司净利润	14,358.11	26,274.91	37,872.10	48,175.06
每股收益 (元)	0.290	0.534	0.769	0.979

资料来源: 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。