

行业景气往下，海印优势更突出

研究结论

- **公司基本面无变化：**海印股份最近三个交易日股价出现波动，我们认为主要原因在于：a. 今年以来公司已经明显跑赢大盘和行业，短期存在一定补跌压力；b. 近期零售行业下跌幅度较大，估值接近2008年水平，对公司估值形成压力。但是我们认为，公司基本面无任何变化，行业景气越是下行，公司独特模式下的优势更需要深入挖掘。
- **目前行业确实面临中期景气往下的拐点：**本次景气下滑和2008年不太一样。2008年很快有4万亿出台，促进内需政策出台，最终拉动消费，并且当时很多业态、品类、区域竞争状况远不如目前激烈。而目前时点的情况是，流动性看不到放松迹象、内需政策纷纷到期且透支了未来需求、各业态、区域、品类竞争程度远胜从前。
- **传统依靠外延扩张、门店复制的增长模式面临拐点：**传统模式现时有三个风险，第一是租金持续上升的风险；第二是新店培育周期更久的风险；第三是如果消费放缓，那么传统模式可能面临收入增速往下带动毛利率往下的风险。
- **海印模式有效对冲风险：**
 - a. **租金上升风险：**海印的所有项目成本都锁定在15—20年左右，基数很低且未来增幅可控；
 - b. **收入增速往下和毛利率往下的风险：**海印一方面锁定租金成本，一方面出租合同锁定收入，至少2—3年合同，那么就是说未来2—3年的收入和毛利率是已知的。甚至在成熟项目上，由于租入租出的基数不同、提租的幅度和频率不同，其毛利率还有个稳步往上的趋势；
 - c. **无培育期拖长的风险：**海印是转租模式，赚租金价差，一般开业就盈利。比如最近公司公告的花城汇项目，大业主给的免租期到2012年4月，我们现场调研的情况是估计春节后就开业，甚至还开业就已经赚到两个月租金收入；
 - d. **增长点明确：**海印近期公告多个大体量项目，共同的特点是成本极低、风险可控、政府有诉求，未来增长点确定。
- **投资建议：**海印现在正处于一个从中小、区域的商业运营企业向中大的、全国性的商业运营龙头转变的拐点。从历史来看，公司有能力，有诉求；从成长空间来看，有储备项目，有政府支持；从行业趋势来看，公司匹配目前在二三线城市布局城市综合体的大趋势，能享受租金持续提升的行业趋势。我们维持公司买入评级，目标价26元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

郭洋

8621-63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

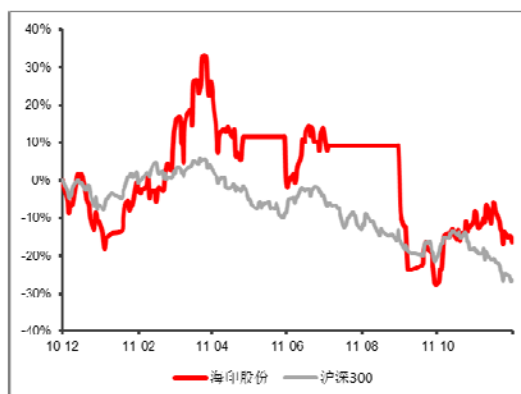
执业资格证编号：S0860209120214

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年12月28日)	13.23元
目标价格	26.00元
总股本/A股(百万股)	49.22/49.22
A股市值(亿元)	72.75
国家/地区	中国
行业	商业零售
报告发布日期	2011年12月29日

股价表现



财务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1,319	1,792	2,123	2,234
主营业务利润(百万)	350	539	825	1,116
净利润(百万)	262	404	618	837
EBITDA(百万)	466	646	941	1,223
每股收益(元)	0.52	0.80	1.22	1.65
每股经营现金流(元)	0.28	1.45	1.46	1.93
市盈率(X)	28.36	18.44	12.09	8.94
EV/EBITDA(X)	17.56	12.68	8.70	6.69

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

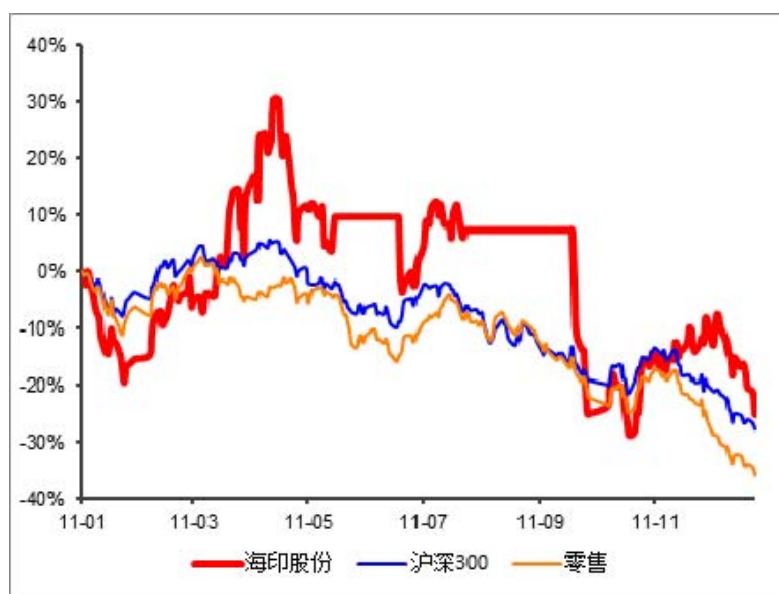
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

海印股份最近几个交易日股价出现一定调整，我们认为公司独特模式在当前时点下的优势值得重点强调。

我们认为，近期股价波动的原因有二：

- 补跌。毕竟今年以来，海印股份持续跑赢行业和大盘（到上周三为止，海印相对大盘收益 10%+，相对行业收益 17%+）

图 1 近期走势



资料来源：公司公告、东方证券研究所

- 行业估值中枢下移对其形成的估值压力，近期由于对行业增速的担忧，零售行业调整幅度明显，目前行业整体估值水平已经跌到与 2008 年相若的水平，对海印略高的估值水平形成一定压力。

我们的观点：

但是我们认为，近期公司基本面并无变化，从增速、模式、风险的角度来看，海印股份都与传统品种存在较大的差异，行业越长，其独特模式的优势越明显，其优势值得强调。

目前行业确实面临中期景气往下的拐点：从行业大的逻辑看，上游经济波动正在向下游消费传导，消费者信心指数下滑，主要的行业数据都开始出现下滑趋势。并且这一次和 2008 年不太一样。上次很快有 4 万亿出台，促进内需政策出台，最终拉动消费，并且当时很多业态、品类、区域竞争状况远不如目前激烈。而目前时点的情况是，流动性看不到放松迹象、内需政策纷纷到期且透支了未来需求、各业态、区域、品类竞争程度远胜从前。

传统依靠外延扩张、门店复制的增长模式面临拐点：传统模式现时有三个风险，第一是租金持续上升的风险，个人认为租金已经成为未来 2-3 年内将持续快速上升，成为靠面积扩张带动增长的传统零售企业最大的业绩变量；第二是如果景气往下，消费放缓，新店培育周期更久；第三是如果消费放缓，那么传统模式可能面临双杀，收入增速往下，打折促销加大导致毛利率往下。

那么站在这个行业景气往下的时点上，海印相对于传统模式，优势更为明显。

- **无租金上升风险：**海印的所有项目成本都锁定在 15-20 年左右，并且压得很低，比如最近它刚签约的 3500 亩的展贸城项目，即便到 26 年后其每平米每月的租金成本是不到 6 元，基本忽略不计。
- **无收入增速往下和毛利率往下的风险：**海印一方面锁定租金成本，一方面出租合同锁定收入，至少 2-3 年合同，那么就是说未来 2-3 年的收入和毛利率是已知的。甚至在成熟项目上，由于租入租出的基数不同、提租的幅度和频率不同，其毛利率还有个稳步往上的趋势。
- **无培育期拖长的风险：**海印是转租模式，赚租金价差，一般开业就盈利。比如最近公司公告的花城汇项目，大业主给的免租期到 2012 年 4 月，我们现场调研的情况是估计春节后就开业，那么它甚至还没开业就已经赚到两个月租金收入。
- **增长点明确：**海印近期公告了多个大体量项目，共同的特点是成本极低、风险可控、政府有诉求。海印现在正处于一个从中小、区域的商业运营企业向中大的、全国性的商业运营龙头转变的拐点。从历史来看，公司有能力，有诉求；从成长空间来看，有储备项目，有政府支持；从行业趋势来看，公司匹配目前在二三线城市布局城市综合体的大趋势，能享受租金持续提升的行业趋势。
- **估值应有溢价：**我们预计未来 2 年公司主业能维持 45%-50% 的增速，估值对应明年主业是 15 倍左右。如果考虑到其增长确定性高，模式独特，我们相信海印是可以享受较传统模式企业更高的估值溢价。

投资建议

前期公告的国际展贸城项目奠定长期公司行业地位和长期发展的基础，但是中短期还是看公司现有成熟项目的稳健增长及新项目的落实。

- 已经公告开工的肇庆大旺又一城为公司“走出去”战略的第一个大型综合体项目，预计建面 30 万平米。其开工速度远快于我们预期。
- 按照公司前期公告中的战略表述，我们预计后续公司在珠三角地区二三线市场布局购物中心并持有经营的扩张步伐不会停滞，后续项目值得期待。
- 此外公司近期还落实了 3 万平米的广州花城汇项目。截止目前为止，已经公告的增量有 5 个（番禺又一城二期、花城汇二期、桂闲城、肇庆又一城、国际展贸城）
- 近期的股东大会上，针对市场担心的减持问题，大股东也做了正面回应，表示目前价格不会减持。业绩上，公司已经预增过全年业绩同比增长 51%。我们预计 2011 年公司有望实现 EPS 0.80 元，考虑到未来数年的高成长性，尤其是商业业务的确定性，维持公司买入评级，目标价 26 元。

附：国际展贸城项目概况：

- **定位高、规格高：**该项目位于广州番禺区大学城周边，系广州市政府2007年根据《批转市经贸委关于借鉴义乌市经验大力推进我市批发市场整合和发展工作方案》立项的大型专业批发市场项目，并于2008年被广东省发改委列入广东省新十项工程。2010年市、区两级政府分别发文予以政策支持。公司则将国际展贸城项目定位为华南地区现代展贸交易平台和全球规模最大的商品展示交易中心，一期项目将定位为集汽车及二手车销售、汽车文化体验园、休闲办公配套等服务功能于一体的国际汽车城。

图2 项目位置



资料来源：公司公告、东方证券研究所

- **体量大：**项目整体土地面积3500亩，按规定容积率测算的建筑面积超过435万平米，其中市场面积超过414万平米。
- **成本低：**该项目2011—2021年的租金成本将锁定在3.6元/平米/月，以一期为例，500亩地的年化租金将锁定在1440万元左右，并且将维持10年时间。2022年后上浮至4.08—4.50元不等后逐年递增2%。详细如下表所示。

图3 国际展贸城项目租金成本测算

	面积	起租日	2021 年前租金成本		2021 年租金成本		2022 年后年递增幅度
一期	500 亩	2011.1	3.6 元/平米/月	1440 万元/年	4.497 元/平米/月	1799 万元/年	2%
二期	500 亩	2014.12	3.6 元/平米/月	1440 万元/年	4.08 元/平米/月	1632 万元/年	2%
三期	2500 亩	2017.01	3.6 元/平米/月	7200 万元/年	4.08 元/平米/月	8160 万元/年	2%
合计	3500 亩			10080 万元/年		11591 万元/年	

资料来源：公司公告、东方证券研究所

项目分析

海印股份现有已开业及已公告的新项目超过 60 万平方米，拿下该项目，说明当地政府对于海印一直以来“做一个旺一个”的运营能力的肯定；是公司在“做大做强商业物业租赁业务”战略下的又一次重大突破，为公司快速成长国内商业物业运营龙头企业奠定基础，依靠该项目，海印有望跃升成为国内最大的商业物业专业运营企业之一。

图 4 同行业公司类比

	代码	持有/运营面积	市值	简介
小商品城	600415. SH	281	238 亿元	国内最大的专业市场运营商。
海宁皮城	002344. SZ	45	138 亿元	国内最大的皮革类制品专业批发市场。
万达集团	NA	1000	NA	国内最大的商业地产运营商之一，至 2010 年底在全国投资建设了 59 个万达广场，其中已开业 33 个，正在运营 14 家五星级酒店。
人和商业	01387. HK	134	189 亿元	致力于在全国大中城市黄金批发商圈的主要街道下方开发、运营地下商城，目前已发展成为中国最具实力的地下商城开发商及运营商之一。
华南城	01668. HK	260	49 亿元	于深圳、南宁、南昌、西安、河源等地投资并经营着多个工业原料及商品交易中心。

资料来源：公司公告、公司网站，东方证券研究所

我们对国内主要商业运营企业进行梳理，发现海印国际展贸城项目的定位、体量等均与港股上市公司华南城运营的深圳华南城项目比较类似。

深圳华南城策略性地坐落于深圳关外平湖。作为一个世界级综合物流、工业原料及商品交易中心，深圳华南城为纺织服装、皮革皮具、电子原材料、印刷纸品包装、五金化工塑料等五大类租户及其客户提供全方位综合物流与交易服务及设施，包括仓储、物流配送服务、驻场物流服务及质量检定服务。此外也提供展览及会议、住宅、酒店及办公室等增值设施，以及银行、广告及食肆等其他配套服务。

深圳华南城一期交易中心的建筑面积约 36 万平方米，已于 2004 年 12 月开始營運。二期交易中心预期总建筑面积约 150 万平方米，预计于 2012 年落成。二期落成后深圳华南城将成为世界最大的综合物流及工业原料交易中心之一，并拥有最多元化的货品种类及最全面的配套服务。

华南城项目目前在港股上市，市值 49 亿元人民币左右。

图 5 深圳华南城项目概况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 6 深圳华南城地理位置



资料来源：公司公告、东方证券研究所

项目盈利测算

海印国际展贸城的体量和盈利能力决定了其将成为公司未来最重要的利润增长点之一。

盈利方面，因为公司尚未公布该项目的预计租金水平，较难作出准确的估算。但是我们对该项目周边的商铺及工业项目做了一些调研。该项目所在地新造镇工业厂房的平均租金水平在 10-20 元/平米/天，较该项目离市区更远的番禺市南路蚬壳村普通商铺的租金水平为 35 元/平米/天，同样位置更远的市桥镇可用于 4S 店经营的部分物业租金水平在 30 元/平米/月左右。

我们按一期出租建面 50 万平米，保守估计平均租金在 20 元/平米/月测算，则一期成熟年份每年可贡献租金收入 1.2 亿元，贡献毛利 9840 万元。

图 7 项目盈利能力粗算 万平米 元/平米/月 万元

		2014		2015		2016		2017	
		25		50		50		50	
一期	出租面积								
	假设租金	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
	15	4500	3420	9000	6840	9000	6840	9000	6840
	20	6000	4920	12000	9840	12000	9840	12000	9840
二期	25	7500	6420	15000	12840	15000	12840	15000	12840
					2016		2017		
	出租面积					30		50	
	假设租金	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
	20	7200	5904	12000	9840				
	25	9000	7704	15000	12840				
	30	10800	9504	18000	15840				

资料来源：公司公告、东方证券研究所

虽然该项目贡献盈利要在 2014 年之后，但是我们相信该项目的落实为公司的长期稳健发展奠定了基础。保守估计该项目未来每年给公司带来的新增体量在 25-30 万平方米左右，从面积上讲能够保障公司每年的外延扩张速度超过 30%。

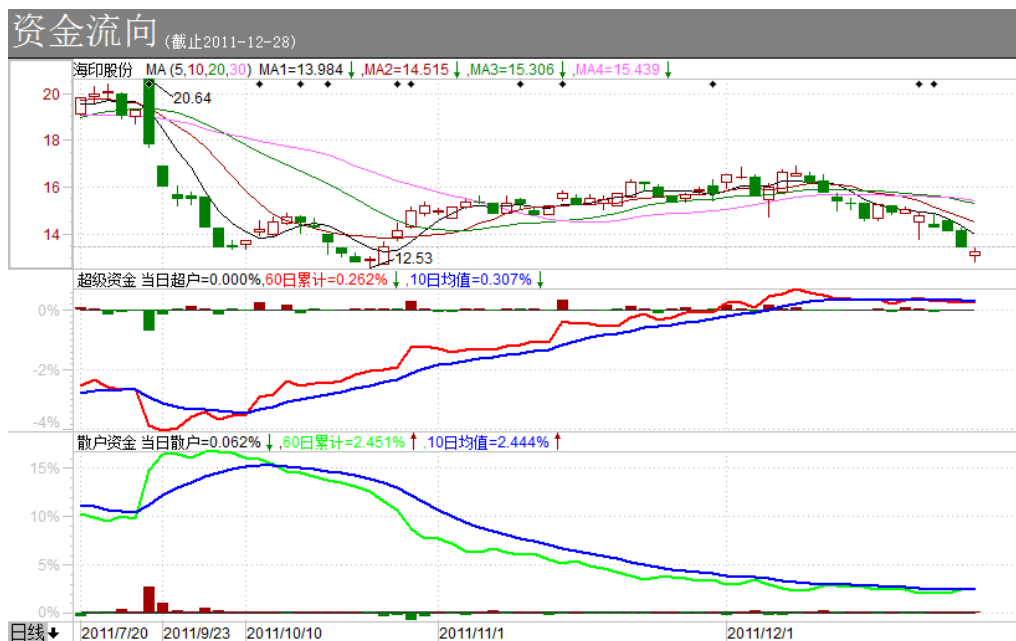
注：下表不包含对花城汇二期及肇庆又一城项目的预测。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,070	1,647	2,469	3,336	营业收入	1,319	1,792	2,123	2,234
现金	348	1,086	1,820	2,664	营业成本	759	965	981	815
应收账款	131	232	243	273	营业税金及附加	54	63	70	71
其它应收款	99	95	135	130	营业费用	46	61	68	67
预付账款	146	21	20	16	管理费用	78	104	119	121
存货	302	185	220	220	财务费用	27	57	56	39
其他	44	29	31	33	资产减值损失	3	4	5	6
非流动资产	1,409	1,440	1,530	1,560	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	25	26	26	26	投资净收益	(1)	-	-	-
固定资产	421	602	748	824	营业利润	350	539	825	1,116
无形资产	110	108	105	103	营业外收入	1	1	1	1
其他	852	704	651	608	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2,479	3,087	3,998	4,897	利润总额	350	539	825	1,116
流动负债	907	703	801	780	所得税	88	135	206	279
短期借款	260	278	331	306	净利润	262	404	618	837
应付账款	57	75	75	63	少数股东损益	4	11	16	22
其他	590	350	395	411	归属于母公司净利润	258	393	602	814
非流动负债	631	1,040	1,314	1,516	EBITDA	466	646	941	1,223
长期借款	629	1,038	1,312	1,515	EPS（元）	0.52	0.80	1.22	1.65
其他	2	1	1	1					
负债合计	1,538	1,742	2,114	2,296					
少数股东权益	22	33	49	71	主要财务比率				
股本	492	492	492	492	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	-	-	-	-	成长能力				
留存收益	426	820	1,343	2,037	营业收入	54.9%	35.9%	18.5%	5.2%
归属母公司股东	918	1,312	1,835	2,529	营业利润	75.5%	54.0%	53.0%	35.3%
负债和股东权益	2,479	3,087	3,998	4,897	归属于母公司净	79.6%	52.6%	53.0%	35.3%
					获利能力				
现金流量表				单位:百万元	毛利率	42.4%	46.2%	53.8%	63.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	19.5%	21.9%	28.3%	36.5%
经营活动现金流	136	716	720	950	ROE	28.1%	30.0%	32.8%	32.2%
净利润	262	404	618	837	ROIC	14.1%	16.8%	18.7%	19.6%
折旧摊销	90	50	61	69	偿债能力				
财务费用	27	57	56	39	资产负债率	62.1%	56.4%	52.9%	46.9%
投资损失	1	-	-	-	流动比率	1.18	2.34	3.08	4.28
营运资金变动	(246)	197	(16)	2	速动比率	0.84	2.07	2.80	3.98
其它	2	7	2	3	营运能力				
投资活动现金流	(423)	(177)	(178)	(130)	总资产周转率	0.65	0.64	0.60	0.50
资本支出	(154)	(150)	(150)	(100)	应收账款周转率	9	9	8	8
长期投资	(27)	(0)	-	-	应付账款周转率	16.25	14.64	13.13	11.85
其他	(242)	(26)	(28)	(30)	（元）				
筹资活动现金流	515	199	192	25	每股收益	0.52	0.80	1.22	1.65
短期借款	107	18	53	(25)	每股经营现金流	0.28	1.45	1.46	1.93
长期借款	318	409	274	203	每股净资产	1.87	2.67	3.73	5.14
普通股增加	-	-	-	-	估值比率				
资本公积增加	(9)	-	-	-	P/E	30.35	19.89	13.00	9.61
其他	99	(229)	(135)	(153)	P/B	8.52	5.97	4.26	3.09
现金净增加额	229	737	734	845	EV/EBITDA	17.56	12.68	8.70	6.69

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn