

海印股份

海印生态圈渐入收获期，短期关注可转债进展

调研纪要

要点

海印在立足自身商业运营的基础上，近年来持续向文娱、金融等新兴领域布局，不断培育新的利润增长点。目前“海印生态圈（商业+文娱+金融）”布局已日趋完善，未来将着力做好项目落地与生态圈业务协同；此外公司可转债项目已获证监会批复，有望于近期正式发行，后续公司对股价诉求较强。

1、商业板块：各重点项目稳步推进，助力公司转型升级。广州国际展览城项目规划建设酒类交易中心、物流园等多个产业中心，并已正式签约成为广州驾考新考场，未来租金收入确定性较强；上海滨水新天地经营面积约七万平方米，预计16年将贡献净利润超过1000万元；上海周浦镇又一城（距离迪士尼不到6公里）预计2017年8月封顶开卖公寓，由于拿地成本较低，有望显著增厚公司利润。在当前消费整体疲软的环境下，海印商业主业仍能逆势增长（2015年营收/扣非净利润同比分别+0.89%/+20.95%），实属不易，后续新项目落地有望驱动公司商业持续稳健增长。

2、文娱板块：红太阳持续发力，业绩增长确定性强。湖南红太阳在被海印收购后，经过持续内生外延拓展，目前已形成“五市六剧院”布局，2015年实现营收1.3亿元，净利润5038万元。受益票务收入稳健增长、规模效应带来的成本端改善以及持续的外延整合等，红太阳业绩未来有望延续快速增长趋势。

3、金融板块：蓄势待发，海印金服成长空间广阔。海印金服致力于打造立体化的金融服务平台，目前已囊括广东商联、花城银行、海印小贷、河源农商行、信汇电子等公司，并仍在不断整合各类金融资源。目前公司金服板块的团队架构已完成，正处于磨合阶段，预计成熟后将会给公司的商业、文娱业务产业协同提效作用。

4、可转债项目顺利推进中，待转股价正式确定后，股价有望迎来上涨契机。目前公司11.11亿元可转债项目（投向为文娱商业综合体，项目位于上海迪士尼项目旁）已获证监会正式批复，预计近期将会发布募集说明书并确定可转债的转股价格。若按3%票面利率（预案公告票面利率不超过3%）计算，公司可转债发行后每年需支付利息约3333万元，我们认为公司后续有十足的动力推进可转债转股，因此待公司转股价确定后，股价有望迎来上涨契机。

建议

维持盈利预测与确信买入评级。公司“海印生态圈（商业+文娱+金融）”正渐入收获期，后续业绩有望逐步恢复，关注公司可转债发行后的外延整合项目落地与商业模式创新。考虑近期市场波动加大，下调公司目标价22%至7元，对应2017年54倍P/E。

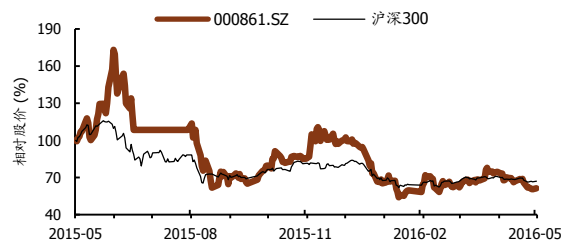
风险

商业项目进度低预期，房地产结算波动，跨界并购整合风险。

维持确信买入

股票代码	000861.SZ
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 5.09
目标价	人民币 7.00

52周最高价/最低价	人民币 14.41~4.46
总市值(亿)	人民币 115
30日日均成交额(百万)	人民币 89.57
发行股数(百万)	2,250
其中：自由流通股(%)	83
30日日均成交量(百万股)	15.95
主营行业	零售



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,919	1,652	1,979	2,321
增速	-10.2%	-13.9%	19.8%	17.3%
归属母公司净利润	282	196	237	293
增速	-29.0%	-30.6%	20.8%	24.0%
每股净利润	0.13	0.09	0.11	0.13
每股净资产	1.31	1.29	1.40	1.52
每股股利	0.02	0.01	0.01	0.01
每股经营现金流	0.16	0.16	0.50	0.07
市盈率	40.6	58.5	48.4	39.0
市净率	3.9	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	23.3	29.4	24.4	19.9
股息收益率	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%
平均总资产收益率	4.8%	2.7%	3.0%	3.5%
平均净资产收益率	11.7%	6.7%	7.8%	8.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

分析师
junhao.fan@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080513080004
SFC CE Ref: BDO986

郭海燕

分析师
haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511080006
SFC CE Ref: AIQ935

徐林锋

分析师
linfeng.xu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515040001



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	1,919	1,652	1,979	2,321	营业收入	-10.2%	-13.9%	19.8%	17.3%
营业成本	1,155	1,000	1,163	1,405	营业利润	-15.5%	-34.2%	27.3%	21.4%
营业税金及附加	88	82	79	93	EBITDA	-29.4%	-9.7%	14.0%	25.3%
营业费用	108	173	109	95	净利润	-29.0%	-30.6%	20.8%	24.0%
管理费用	218	125	208	220	盈利能力				
财务费用	151	0	150	128	毛利率	39.8%	39.5%	41.2%	39.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	20.4%	15.6%	16.5%	17.1%
营业利润	391	257	328	398	EBITDA 利润率	24.8%	26.0%	24.7%	26.4%
营业外收支	238	103	103	64	净利率	14.7%	11.9%	12.0%	12.6%
利润总额	629	360	430	462	偿债能力				
所得税	148	97	115	133	流动比率	3.25	1.83	1.60	1.45
少数股东损益	2	11	22	17	速动比率	1.50	0.57	0.78	0.59
归属母公司净利润	282	196	237	293	现金比率	1.00	0.39	0.62	0.44
EBITDA	475	429	489	612	资产负债率	56.8%	62.5%	61.3%	60.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,411	843	1,559	1,295	回报率分析				
应收账款及票据	47	59	63	74	总资产收益率	4.8%	2.7%	3.0%	3.5%
预付款项	87	114	117	142	净资产收益率	11.7%	6.7%	7.8%	8.9%
存货	2,466	2,739	2,071	2,503	每股指标				
其他流动资产	571	231	231	231	每股净利润 (元)	0.13	0.09	0.11	0.13
流动资产合计	4,582	3,986	4,041	4,244	每股净资产 (元)	1.31	1.29	1.40	1.52
固定资产及在建工程	399	551	830	1,071	每股股利 (元)	0.02	0.01	0.01	0.01
无形资产及其他长期资产	863	1,945	1,997	2,050	每股经营现金流 (元)	0.16	0.16	0.50	0.07
非流动资产合计	2,225	3,746	4,078	4,372	估值分析				
资产合计	6,806	7,732	8,119	8,617	市盈率	40.6	58.5	48.4	39.0
短期借款	130	550	750	950	市净率	3.9	3.9	3.6	3.3
应付账款及票据	74	78	88	107	EV/EBITDA	23.3	29.4	24.4	19.9
其他流动负债	1,203	1,550	1,687	1,879	股息收益率	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%
流动负债合计	1,408	2,177	2,525	2,936					
长期借款和应付债券	872	1,335	1,135	935					
非流动负债合计	2,455	2,653	2,453	2,253					
负债合计	3,863	4,831	4,979	5,189					
股东权益合计	2,943	2,902	3,140	3,427					
少数股东权益	13	106	127	145					
负债及股东权益合计	6,806	7,732	8,119	8,617					
现金流量表									
净利润	285	207	258	311					
折旧和摊销	126	103	68	106					
营运资本变动	-45	53	809	-257					
其他	126	103	68	106					
经营活动现金流	365	363	1,136	160					
投资活动现金流入	717	426	0	0					
投资活动现金流出	-1,452	-1,789	-400	-400					
投资活动现金流	-735	-1,363	-400	-400					
股权融资	816	0	0	0					
银行借款	1,052	1,550	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	1,345	432	-20	-24					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	975	-568	716	-264					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

海印股份是华南地区的商业物业运营龙头，商业运营业态涵盖主题商场、专业市场、购物中心以及城市综合体四个类型，涉及电器、时装、潮流时尚、IT 数码、运动用品、摄影器械等多个行业，流行前线、中华广场、总统数码港等多个商业项目更发展成为业界标杆。近年来公司不断创新商业物业运营模式，海印又一城奥特莱斯、花城汇以及国际展贸城等项目的相继开业及快速成长，驱动公司商业物业运营业务不断发展壮大。

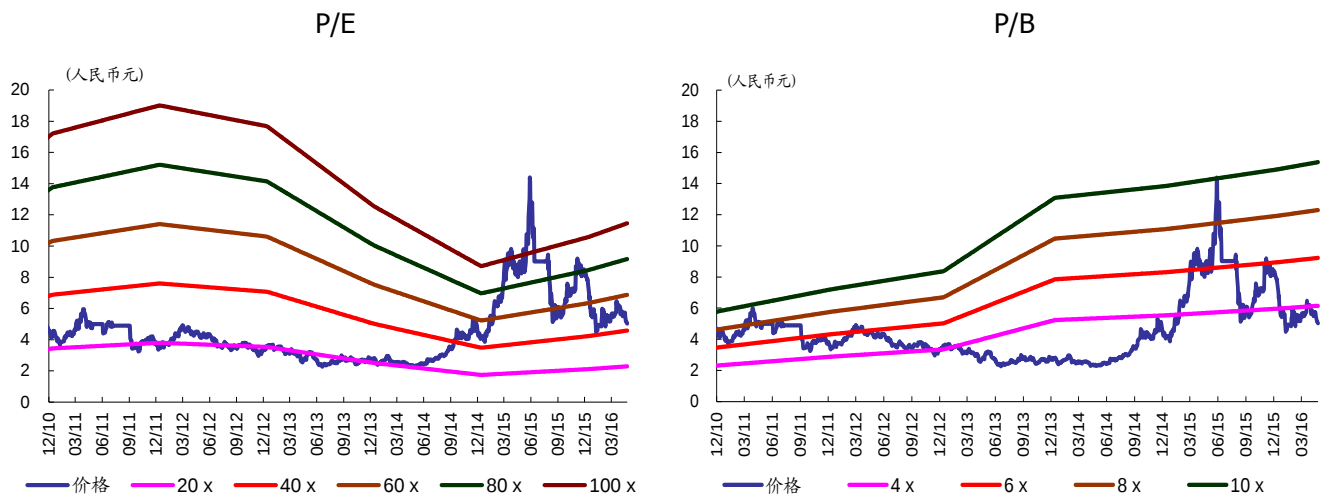


图表 1: 可比公司估值表

	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润 (百万元)						每股净利润			市盈率			15年底-17年底 净利润 CAGR	PEG
					2015A	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E		
百货和购物中心																		
跨区域发展	600694.SH	大商股份	40.60	11,925	662	4.1%	721	8.8%	756	4.8%	2.25	2.45	2.57	18.0	16.5	15.8	6.8%	2.4
	600859.SH	王府井	20.29	9,390	661	-8.4%	666	0.6%	707	6.2%	1.43	1.44	1.53	14.2	14.1	13.3	3.4%	4.1
	600778.SH	友好集团	11.20	3,489	15	-68.5%	18	18.4%	22	21.5%	0.05	0.06	0.07	228.0	192.6	158.5	20.0%	9.6
	600729.SH	重庆百货	21.03	8,549	367	-39.9%	361	-1.6%	385	6.5%	0.90	0.89	0.95	23.3	23.7	22.2	2.4%	10.0
	000417.SZ	合肥百货	7.64	5,958	262	-16.4%	279	6.3%	287	2.9%	0.34	0.36	0.37	22.7	21.4	20.8	4.6%	4.6
	600697.SH	欧亚集团*	30.70	4,884	324	21.8%	352	8.6%	388	10.0%	2.04	2.22	2.44	15.1	13.9	12.6	9.3%	1.5
	002277.SZ	友阿股份*	10.64	6,024	310	-14.4%	271	-12.5%	342	26.0%	0.55	0.48	0.60	19.4	22.2	17.6	5.0%	4.5
	000501.SZ	鄂武商A	16.38	9,694	799	41.8%	890	11.4%	980	10.1%	1.35	1.50	1.66	12.1	10.9	9.9	10.7%	1.0
	600785.SH	新华百货*	25.94	5,853	137	2.6%	208	52.3%	269	29.2%	0.61	0.92	1.19	42.8	28.1	21.8	40.3%	0.7
中西部和东北	600858.SH	银座股份*	8.14	4,233	104	-32.4%	218	109.8%	240	10.4%	0.20	0.42	0.46	40.8	19.5	17.6	52.2%	0.4
	600827.SH	百联股份	12.61	21,721	1,275	1.0%	1,084	-15.1%	1,139	5.1%	0.74	0.63	0.66	17.0	20.0	19.1	-	-
	000987.SZ	广州友谊	18.50	27,427	229	-15.0%	243	6.1%	251	3.4%	0.15	0.16	0.17	119.7	112.9	109.1	4.8%	23.7
北京和广州地区	000882.SZ	华联股份*	4.03	8,971	221	13.1%	374	69.1%	526	40.8%	0.10	0.17	0.24	40.6	24.0	17.1	54.3%	0.4
	600723.SH	首商股份*	8.31	5,471	344	1.7%	360	4.4%	390	8.5%	0.52	0.55	0.59	15.9	15.2	14.0	6.4%	2.4
超市类公司																		
	000759.SZ	中百集团	7.38	5,026	6	9.0%	30	443.3%	46	51.6%	0.01	0.04	0.07	895.8	164.9	108.8	187.0%	0.9
	600361.SH	华联综超	6.05	4,028	53	152.6%	42	-20.2%	60	40.9%	0.08	0.06	0.09	75.8	95.0	67.4	6.1%	15.7
	002251.SZ	步步高*	11.59	9,028	214	-16.9%	203	-5.2%	235	16.1%	0.27	0.26	0.30	42.2	44.5	38.4	4.9%	9.1
电子商务公司																		
	002024.SZ	苏宁云商	10.49	77,448	873	133.2%	279	-68.0%	375	34.5%	0.12	0.04	0.05	88.8	277.6	206.4	-	-
	300413.SZ	快乐购	26.05	10,446	95	-16.6%	86	-10.1%	98	14.4%	0.24	0.21	0.24	109.8	122.1	106.8	1.4%	84.8
专业市场经营类																		
	002344.SZ	海宁皮城	9.63	10,786	549	-9.9%	607	10.6%	644	6.0%	0.49	0.54	0.57	19.7	17.8	16.8	8.3%	2.1
	000861.SZ	海印股份	5.09	11,452	196	-29.0%	237	20.8%	293	24.0%	0.09	0.11	0.13	58.5	48.4	39.0	22.4%	2.2
	600790.SH	轻纺城*	5.99	6,271	295	-9.6%	493	66.8%	422	-14.4%	0.28	0.47	0.40	21.2	12.7	14.9	19.5%	0.7

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 注: *公司盈利预测使用万得一致预期。

图表 2: P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

