

海印股份

外延扩张与业态转型并进

外延收购增强业态创新能力

公司在 8 月发布的战略转型升级规划中，提出“打造家庭生活休闲娱乐中心运营商，适时围绕主业发力外延式并购”，并于 9 月收购了旅游娱乐策划公司幻景娱乐 14% 的股权。我们认为该收购一方面可贡献投资收益，另一方面也使得公司可能将主题乐园等新业态引入自身商业项目，优化客户体验、增强聚客能力。我们认为公司有可能持续借助外部资源的整合，以强化四大业态的构建即体育会、海印国际电影城、海印美食汇和海印儿童天地。

储备项目逐步开业

公司现运营 18 个商业物业，2010 年后新开业节奏较为平稳。公司 2014 年通过增发、债券等多类融资渠道募集资金以蓄势新一轮的商业项目集中推出。我们认为随着花城汇和奥特莱斯的品牌入驻率上升，以及 2014-16 年公司多个本地和异地项目陆续开业，未来 3 年外延扩张成果将逐步展现，收入增速有望提升。

估值接近历史均值

我们预计公司在 14 年的转型推动下，业绩拐点将至。公司新项目集中开业以及转型提升的预期使得公司估值回升至 2014 年 PE24 倍，接近 10 年以来均值水平，低于可比公司均值 28 倍，我们认为基本合理，下调评级至“中性”（原“买入”）。

估值：上调目标价至 9.0 元

我们下调 14 年 EPS 预测至 0.35 元（原 0.37 元），上调 17-18 年 EPS 预测至 0.65/0.72 元（原 0.64/0.70 元）。基于瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现推导出目标价 9.0 元（WACC=9.7%，原 7.5 元）。

Equities

中国
百货零售业

12 个月评级 **中性**
之前：买入

12 个月目标价 **Rmb9.00**
之前：Rmb7.50

股价 **Rmb8.52**

路透代码：000861.SZ 彭博代码 000861 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb8.98-3.29
市值	Rmb10.1 十亿/US\$1.65 十亿
已发行股本	1,184 百万 (ORDA)
流通股比例	28%
日均成交量(千股)	13,204
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb92.0
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.06 十亿
市净率 (12/14E)	3.3x
净债务 / EBITDA	1.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.37	0.35	-5.14
12/15E	0.46	0.46	0.00
12/16E	0.55	0.55	0.00

胡 昀昀, CFA

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

廖 欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,834	2,136	2,119	2,454	2,821	3,161	3,471	3,719
息税前利润(UBS)	579	625	520	701	833	975	1,137	1,246
净利润(UBS)	387	428	398	417	543	648	769	851
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.39	0.43	0.40	0.35	0.46	0.55	0.65	0.72
每股股息(Rmb)	0.10	0.26	0.40	0.05	0.06	0.07	0.09	0.10
现金 / (净债务)	(245)	(548)	(1,815)	(817)	(673)	(489)	(290)	(101)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	31.5	29.3	24.5	28.6	29.5	30.8	32.8	33.5
ROIC (EBIT) (%)	56.6	47.9	23.9	24.3	26.5	27.5	28.3	27.3
EV/EBITDA(core)x	12.9	9.8	7.5	12.4	10.6	9.0	7.7	7.1
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	22.6	17.6	13.8	24.2	18.6	15.6	13.1	11.9
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	4.4	(5.7)	(16.5)	3.4	3.0	3.6	3.9	4.0
净股息收益率(%)	1.1	3.4	7.1	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 10 月 22 日 21 时 56 分的股价(Rmb8.52)得出。

投资主题

海印股份

投资理由

我们认为公司市值将长期维持成长趋势：1) 公司具备良好的招商和管理能力，旗下成熟物业未来有望保持稳定的提租水平，优质商业地产储备项目将增加2014-16年营业面积，同时重资产商业地产和房地产持续开发，我们预计未来项目陆续结算将带动盈利增长；2) 公司完成资产证券化和增发融资后，有充足资金发展展贸城等其他商业项目，同时降低财务压力；3) 公司成功实现经营模式异地扩张，我们预计2014年底上海周浦滨水新天地项目将交付，受益于2015年底上海迪士尼开业，未来上海城市综合体项目将成为公司新的增长点；4) 积极落实战略转型，投资幻景娱乐，将产业触角延伸至文化娱乐领域，整合资源拓宽发展业态。

我们预计2014-16年每股盈利预测为0.35/0.46/0.55元，市场一致预期0.37/0.44/0.55。我们基于瑞银VCAM现金流贴现模型得到目标价9.0元（WACC9.7%），对应2014/15/16年市盈率分别为26/20/16倍。我们认为估值合理，给予“中性”评级。

乐观情景

如果国际展贸城一期招租水平超我们预期，花城汇进驻率加速提升，假设2014/15年公司收入同比增长26%/20%（基准情景16%/15%），我们预计2014/15年每股盈利为0.42/0.56元，得到乐观情景下每股估值10.8元。

悲观情景

如果国际展贸城一期招商进度缓慢，花城汇签约率无法进一步提升，上海周浦新天地运营不达到预期，假设2014/15年公司收入同比增长5%/10%，我们预计2014/15年每股盈利为0.28/0.33元，得到悲观情景下每股估值6.7元。

近期催化剂

1) 花城汇签约率有望进一步提升；2) 2014-15年纺织城、皮草城项目招商或超出市场预期。

12个月评级

中性

12个月目标价

Rmb9.00

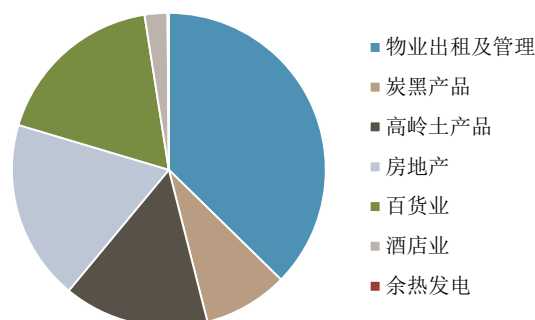
公司简介

公司目前集商流、现代物流与信息流于一体的专业市场经营模式已成型，整体规模在广州处于龙头地位，并以市场的高附加值享誉广州城。公司专业市场不仅覆盖电器，还包括时尚、布料布艺、电脑、粮油等更广泛的领域。公司承接了原茂名永业的高岭土业务，目前上市公司以商业物业出租、运营为主业，高岭土为辅业。

行业展望

我们认为，公司所在广州市的旧城改造项目以及周边新区崛起为公司扩张提供了空间。一方面，激烈的市场竞争对商业地产项目的运营能力提出了较高要求，部分定位不准确、同质化严重或管理较差的商业物业恐将难以维系，这时就需要海印这类有丰富经验的专业化团队进行有效管理以提高商业价值。另一方面，新区的打造会推动房地产项目的持续开发，海印的城市综合体项目在多地平稳推进。

收入按产品分布，2013



来源：公司数据

毛利润按业务分布

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
物业出租及管理	444	426	491	670	846
百货业	23	43	50	54	63
房地产开发	317	258	330	328	301
高岭土及其他	99	104	241	235	259
其他	68	65	0	0	0
毛利润合计	951	897	1,112	1,287	1,469

来源：公司数据，瑞银证券估算

投资文旅产业，增强业态创新能力

公司在 8 月发布的战略转型升级规划中，提出“打造家庭生活休闲娱乐中心运营商，适时围绕主业发力外延式并购”。2014 年 9 月，公司以 3,000 万元增资收购幻景娱乐科技发展（天津）有限公司 14% 的股权，其主业为旅游、娱乐、演艺策划，对价对应于 2014 年扣非后 PE8.57 倍。幻景娱乐是 Mirage Entertainment Inc.（Mirage 娱乐）13 年在中国成立的分支机构，Mirage 娱乐成立于 1990 年，专业策划、设计、制作创意娱乐服务和项目活动，现为全球超过 40 个国家的客户设计逾 500 个娱乐表演及景点，集合超过 30 万名演员，合作客户包括洛杉矶环球影城、好莱坞试金石电影公司、Marvel Comics 等知名娱乐产业公司，在华成功制作多个项目，至今 6 个项目仍在持续表演，5 个筹备项目也计划在 2015 年起陆续上线。幻景娱乐承诺本次协议签订后 6 个月内，将完成收购 Mirage 娱乐 100% 的股权，获得其持有所有优质资产。

图表 1: 幻景娱乐策划设计项目

项目	地点	时间
南海影视城的娱乐项目	广州	1997
发现王国特技表演《蒙面大盗》	大连	2006
番禺长隆欢乐世界《惊爆危机岛》	广州	2007
东部华侨城《咆哮山洪》	深圳	2009
《摇滚藏獒》	动漫片	2009
《一江春水向东流》	电视剧	2009
番禺长隆欢乐世界《疯狂伐木节》	广州	2010
滨海航母主题公园《反击风暴》	天津	2010
长隆海洋王国	珠海	2013
华谊兄弟影城电影主题乐园	苏州	预计 2015 年 2 月
《宏城镖局》	黄山	筹备
十六铺《时光弄堂》	上海	筹备
《渤龙湖综合开发》	天津	筹备
世博大舞台及民生码头改造	上海	筹备

来源: 公司资料

幻景娱乐承诺 2014-16 年扣非后净利润分别不低于 2,500 万元、3,000 万元和 3,600 万元。同时承诺，幻景娱乐将在 2017 年底前实现上市或收购兼并，或海印届时不能以其他方式退出，公司有权要求幻景娱乐实际控制人收购公司持有的全部股权。

我们认为这次收购对价合理，并辅有良好的退出机制；对于公司而言一方面保障了投资收益，另一方面可借助优质影视娱乐策划公司将主题乐园等新业态引入自身的商业项目，优化客户体验、增强自身的聚客能力。

项目储备充足，预计 2014-16 年逐步开业

公司现有 18 个运营的商业物业，2010 年后新开业节奏较为平稳。公司 2014 年通过增发、债券等多类融资渠道募集资金以蓄势新一轮的商业项目集中推出。我们认为 2014-16 年公司多个本地和异地项目将陆续开业，未来 3 年外延扩张成果将逐步显现，收入增速有望提升。

图表 2: 主要新增商业物业项目

项目名称	预计开业时间	地点	业态	建筑面积 (万平方米)
花城汇	2013 年 5 月	广州	主题商场	2.3
番禺海印又一城奥特莱斯 B 座	2014 年 3 月	广州番禺	奥特莱斯	
肇庆大旺又一城	商业预计 2014 开业	肇庆	综合体	
广州海印国际商品展贸城	2014-15	广州番禺	专业商场	59.6
上海海印·周浦滨水新天地	2015	上海	主题商场	4.6
上海周浦地块	2016-	上海	综合体	10.3

来源: 公司资料

奥特莱斯业态布局新兴商圈，运营良好。广州市区传统核心商圈容量接近饱和，近年来鲜有新增商业项目。租金相对低廉，经营面积大是新兴商圈的特点，较高的性价比未来有望成为城市未来商业物业扩展的方向。公司前瞻性布局番禺新兴商圈，海印又一城奥特莱斯在 2012 年二季度开业，是华南地区第一个奢侈品奥特莱斯。该区域周边的社区有近 50 万人的消费群体，多为城镇居民和白领，有较好的消费潜力。

2014 年 3 月海印又一城奥特莱斯 B 座开业，扩大了营业面积，完善了购物体配套娱乐设施，增长势头良好，上半年番禺奥特莱斯收入同比增长 33%，净利润同比增长 157%。B 座首层布局国际名品工厂店，引入国际轻奢品牌 Michael Kors，以及 MAX MARA 和 ESCADA，8 月引入高端皮具品牌 Bally，与前期开业区域形成休闲购物为一体的综合商场。

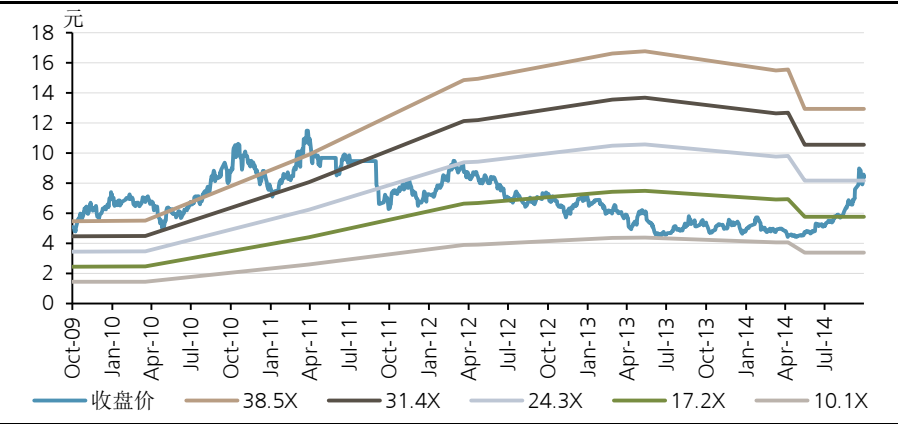
预计广州国际商品展贸城年底开业。公司 2014 年 6 月以 8.35 元/股的价格非公开发行 9,988 股，总计募集 8.34 亿元，其中 5.84 亿元用于广州国际商品展贸城建设。根据广州市政府的规划，中心区域将不再新建批发市场，现有的专业市场也将启动升级外迁计划，展贸城就是承接市内批发市场外迁的重要项目。我们认为广州市内 1000 多个专业市场向城区周边转移的潜力较大，再加上政府扶持力度较大，公司将以较低的价格吸引商户入驻，打造成华南重要的商品展示交易中心、国际采购平台和专业市场物流园区。公司预计展贸城一期的纺织城将于年底实现对外出租 7.75 万平方米，预计 2015 年出租面积将进一步增加。

估值：下调评级至“中性”，目标价 9.0 元

考虑到公司项目相关的补贴大幅下滑以及公司对于流行前线的调整影响短期租金收入，我们小幅下调 14 年 EPS 预测至 0.35 元（原 0.37 元），维持 2015-16 年每股收益预测 0.46/0.55 元；考虑到公司储备项目的逐步开业，上调 17-18 年每股收益预测至 0.65/0.72 元（原 0.64/0.70 元）。基于瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现推导得出目标价 9.0 元（WACC=9.7%），下调评级至“中性”。

公司在 2010-2011 年是商业物业项目集中释放时期，估值较高基本在 30 倍以上。此后，由于商业零售受到供应过剩以及电商冲击的负面影响，再加上公司新建物业增速放缓，公司估值下行。近期，公司新项目集中释放以及转型提升的预期使得公司估值回升至 2014 年 PE24 倍，接近 10 年以来均值水平，低于可比公司均值 28 倍，我们认为基本合理。

图表 3: 公司 PE Band



来源: Wind

图表 4: 可比公司估值比较

公司名称	代码	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			净利 CARG	股息率	P/BV	PEG
				14E	15E	16E	14E	15E	16E	14E	15E	16E				
小商品城	600415.sh	18,208	6.69	47.3	40.4	35.4	4.6	4.2	3.8	5.1%	5.8%	6.2%	18.2%	1.5%	1.9	2.6
海宁皮城	002344.sz	15,187	13.56	13.0	10.2	10.2	4.2	3.5	3.1	27.3%	27.8%	22.8%	12.7%	0.8%	5.4	1.0
深圳华强	000062.sz	10,571	15.85	19.8	19.6	24.4	4.1	4.6	6.3	22.7%	19.5%	14.1%	-10.0%	1.9%	4.9	(2.0)
华联股份	000882.sz	8,326	3.74	44.8	28.9	18.9	5.7	4.1	3.1	2.7%	4.6%	6.5%	47.9%	0.6%	1.0	0.9
轻纺城	600790.sh	6,435	7.99	14.2	13.7	13.4	7.7	7.3	6.5	12.9%	12.1%	11.7%	3.2%	2.8%	1.6	4.4
益民集团	600824.sh	5,235	5.96	28.3	25.1	21.1	1.5	1.4	1.2	9.6%	9.8%	10.3%	16.5%	1.0%	3.0	1.7
均值				27.9	23.0	20.6	4.6	4.2	4.0	13.4%	13.3%	11.9%	14.8%	1.4%	3.0	1.4
海印股份	000861.sz	10,089	8.52	24.2	18.6	15.6	4.1	3.6	3.2	17.0%	16.4%	16.9%	24.7%	7.1%	3.0	1.0

来源: Wind, 瑞银证券估算; 海印股份和海宁皮城为瑞银证券估算, 其他公司为一致预期, 股价截止 2014 年 10 月 22 日

图表 5: 绝对估值假设

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
息税前利润	701	833	975	1,112	1,211	1,527	1,708	1,883	2,046	2,190
折旧及摊销*	132	161	192	232	256	257	291	325	359	389
资本支出	(607)	(643)	(714)	(825)	(873)	(855)	(915)	(962)	(993)	(1,006)
运营资本变动	143	91	59	44	46	(175)	(209)	(210)	(204)	(191)
所得税 (营运)	(175)	(208)	(244)	(278)	(303)	(382)	(427)	(471)	(511)	(548)
其他	(10)	(11)	(10)	(9)	(7)	(17)	(17)	(17)	(17)	(15)
自由现金流	184	223	258	276	331	355	430	548	679	820
增长		21.3%	15.7%	6.8%	20.0%	7.3%	21.2%	27.4%	23.9%	20.8%

估值	长期假设值	加权平均资本成本
明计现金流现值	2,281	无风险利率
期末价值 (第 10 年) 现值	7,487	权益风险溢价
企业价值	9,768	贝塔系数
占永续价值百分比	77%	债务/权益比率***
联营公司及其他	933	边际税率
-少数股东权益	23	权益成本
现金盈余**	575	债务成本
-债务***	1,521	WACC
权益价值	9,732	
已发行股数 [m]	1,184.1	
每股权益价值 (Rmb/股)	8.22	
权益成本	10.2%	
股息收益率	0.7%	
1年期目标价 (Rmb/股)	9.00	

相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.6%	6.0%	6.0%
息税前利润率	33.8%	28.0%	28.0%
资本支出/销售收入	15.5%	13.0%	13.0%
投资资本回报率	17.4%	13.8%	13.6%

估值对应指标	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	11.7x	9.8x	10.1x
企业价值 / 息税前利润	13.9x	11.7x	12.1x
自由现金流收益率	1.9%	2.3%	2.2%
市盈率 (现值)	23.3x	17.9x	18.8x
市盈率 (目标)	25.6x	19.7x	20.6x

期末假设值	
VCH (年数)	10
对应的自由现金流增长	5.0%
投资资本回报率增幅	8.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	6.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

海印股份 (000861.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,834	2,136	2,119	2,454	15.8	2,821	15.0	3,161	3,471	3,719
毛利	842	951	897	1,112	24.0	1,286	15.6	1,469	1,663	1,803
息税折旧摊销前利润(UBS)	679	748	668	833	24.7	995	19.4	1,167	1,369	1,502
折旧和摊销	(100)	(123)	(148)	(132)	-10.8	(161)	22.1	(192)	(232)	(256)
息税前利润(UBS)	579	625	520	701	34.9	833	18.9	975	1,137	1,246
联营及投资收益	(1)	(1)	3	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	1	4	66	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(54)	(69)	(59)	(142)	-140.3	(106)	25.2	(106)	(106)	(106)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	525	559	529	559	5.6	727	30.1	869	1,031	1,140
税项	(134)	(126)	(126)	(140)	-11.0	(182)	-30.1	(217)	(258)	(285)
税后利润	390	432	403	419	4.0	545	30.1	652	773	855
优先股股息及少数股权	(3)	(5)	(6)	(2)	62.7	(3)	-30.1	(3)	(4)	(4)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	387	428	398	417	4.9	543	30.1	648	769	851
净利润 (UBS)	387	428	398	417	4.9	543	30.1	648	769	851
税率(%)	25.6	22.6	23.8	25.0	5.1	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.39	0.43	0.40	0.35	-12.8	0.46	30.1	0.55	0.65	0.72
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.39	0.43	0.40	0.35	-12.8	0.46	30.1	0.55	0.65	0.72
每股收益 (UBS, 基本)	0.39	0.43	0.40	0.35	-12.8	0.46	30.1	0.55	0.65	0.72
每股股息净值(Rmb)	0.10	0.26	0.40	0.05	-88.0	0.06	30.1	0.07	0.09	0.10
每股账面价值	1.31	1.63	1.88	2.59	37.6	3.00	15.9	3.48	4.06	4.69
平均股数(稀释后)	984.38	984.38	984.38	1,184.14	20.3	1,184.14	0.0	1,184.14	1,184.14	1,184.14
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	717	403	406	511	25.8	654	28.2	838	1,037	1,227
其他流动资产	989	1,232	1,899	1,838	-3.2	1,775	-3.4	1,755	1,739	1,711
流动资产总额	1,706	1,635	2,305	2,348	1.9	2,429	3.4	2,593	2,776	2,938
有形固定资产净值	610	911	773	1,170	51.3	1,613	38.0	2,097	2,626	3,161
无形固定资产净值	228	230	206	260	26.2	332	27.7	422	509	594
投资/其他资产	827	1,274	1,645	1,669	1.4	1,635	-2.0	1,584	1,562	1,558
总资产	3,372	4,049	4,929	5,447	10.5	6,010	10.3	6,696	7,472	8,251
应付账款和其他短期负债	1,096	1,470	764	960	25.6	1,034	7.7	1,143	1,234	1,263
短期债务	520	440	1,193	300	-74.85	300	0.00	300	300	300
流动负债总额	1,616	1,910	1,957	1,260	-35.6	1,334	5.9	1,443	1,534	1,563
长期债务	442	511	1,027	1,027	0.0	1,027	0.0	1,027	1,027	1,027
其它长期负债	3	5	71	71	0.0	71	0.0	71	71	71
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,061	2,426	3,056	2,359	-22.8	2,433	3.2	2,542	2,633	2,662
普通股股东权益	1,291	1,605	1,852	3,064	65.5	3,550	15.9	4,125	4,806	5,552
少数股东权益	20	18	22	24	9.6	27	11.4	30	34	38
负债和权益总计	3,372	4,049	4,929	5,447	10.5	6,010	10.3	6,696	7,472	8,251
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	387	428	398	417	4.9	543	30.1	648	769	851
折旧和摊销	100	123	148	132	-10.8	161	22.1	192	232	256
营运资本变动净值	(119)	391	485	(257)	-	(137)	46.6	(128)	(108)	(56)
其他营业性现金流	286	(701)	(899)	658	-	383	-41.8	366	325	223
经营性现金流	654	241	132	950	NM	950	0.0	1,078	1,219	1,274
有形资本支出	(271)	(668)	(1,039)	(607)	41.6	(643)	-6.0	(714)	(825)	(873)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(53)	1	100	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(323)	(668)	(940)	(606)	35.5	(643)	-6.1	(714)	(825)	(873)
已付股息	(15)	(127)	(196)	(20)	90.0	(57)	-188.5	(74)	(88)	(105)
股份发行/回购	0	0	0	815	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(15)	(127)	(196)	(142)	27.61	(106)	25.17	(106)	(106)	(106)
债务及优先股变化	0	0	0	(893)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(30)	(255)	(392)	(239)	39.0	(163)	31.8	(180)	(194)	(211)
现金流量中现金的增加/(减少)	301	(682)	(1,200)	105	-	144	37.4	184	199	190
外汇/非现金项目	68	368	1,203	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	369	(314)	3	105	NM	144	37.4	184	199	190

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

海印股份 (000861.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	22.6	17.6	13.8	24.2	18.6	15.6	13.1	11.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	22.6	17.6	13.8	24.2	18.6	15.6	13.1	11.9
股价/每股现金收益	18.0	13.6	10.1	18.4	14.3	12.0	10.1	9.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.4	(5.7)	(16.5)	3.4	3.0	3.6	3.9	4.0
净股息收益率(%)	1.1	3.4	7.1	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
市净率	6.8	4.7	3.0	3.3	2.8	2.4	2.1	1.8
企业价值/营业收入(核心)	4.8	3.4	2.4	4.2	3.7	3.3	3.0	2.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.9	9.8	7.5	12.4	10.6	9.0	7.7	7.1
企业价值/息税前利润(核心)	15.1	11.7	9.7	14.8	12.6	10.8	9.3	8.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	19.0	7.2	5.0	23.3	15.1	12.5	10.3	8.9
企业价值/运营投入资本	8.5	5.6	2.3	3.6	3.3	3.0	2.6	2.3
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	8,755	7,508	5,493	10,089	10,089	10,089	10,089	10,089
净债务 (现金)	452	393	397	1,181	1,316	1,316	1,316	1,316
少数股东权益	20	18	22	24	27	30	34	38
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	9,227	7,919	5,911	11,294	11,431	11,434	11,438	11,443
非核心资产	(487)	(627)	(877)	(947)	(916)	(886)	(856)	(826)
核心企业价值	8,740	7,292	5,034	10,347	10,515	10,548	10,582	10,617
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	39.0	16.4	-0.8	15.8	15.0	12.1	9.8	7.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	44.1	10.1	-10.7	24.7	19.4	17.3	17.3	9.8
息税前利润(UBS)	51.6	8.0	-16.9	34.9	18.9	17.0	16.6	9.6
每股收益(UBS 稀释后)	50.1	10.4	-7.0	-12.8	30.1	19.5	18.6	10.6
每股股息净值	NM	158.9	53.9	-88.0	30.1	19.5	18.6	10.6
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	45.9	44.5	42.3	45.3	45.6	46.5	47.9	48.5
息税折旧摊销前利润率	37.0	35.0	31.5	33.9	35.3	36.9	39.4	40.4
息税前利润率	31.5	29.3	24.5	28.6	29.5	30.8	32.8	33.5
净利 (UBS) 率	21.1	20.0	18.8	17.0	19.2	20.5	22.2	22.9
ROIC (EBIT)	56.6	47.9	23.9	24.3	26.5	27.5	28.3	27.3
税后投资资本回报率	42.1	37.1	18.2	18.2	19.9	20.6	21.2	20.5
净股东权益回报率(UBS)	35.1	29.5	23.0	17.0	16.4	16.9	17.2	16.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.4	0.7	2.7	1.0	0.7	0.4	0.2	0.1
净债务/总权益 %	18.7	33.8	96.9	26.5	18.8	11.8	6.0	1.8
净债务/ (净债务 + 总权益) %	15.8	25.2	49.2	20.9	15.8	10.5	5.7	1.8
净债务/企业价值	2.8	7.5	36.0	7.9	6.4	4.6	2.7	0.9
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	14.8	NM	NM	24.7	22.8	22.6	23.8	23.5
息税前利润/净利息	10.8	9.0	8.8	4.9	7.8	9.2	10.7	11.7
股息保障倍数 (UBS)	3.9	1.7	1.0	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
股息支付率 (UBS) %	25.4	59.6	98.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,834	2,136	2,119	2,454	2,821	3,161	3,471	3,719
总计	1,834	2,136	2,119	2,454	2,821	3,161	3,471	3,719
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	579	625	520	701	833	975	1,137	1,246
总计	579	625	520	701	833	975	1,137	1,246

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+5.6%
预测股息收益率	0.6%
预测股票回报率	+6.2%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	-3.1%

风险声明

我们认为公司面临的风险有：1）若国内宏观经济增速放缓，零售行业消费疲弱，公司招商招租可能不达预期；2）如果公司在新的专业市场或综合体项目建设无法竞得有利的土地，导致物业地理位置不佳，可能影响招商水平；2）公司如果在上调成熟市场租金时，不能保证稳定的出租率，导致空置率上升，将可能影响整体的收入和盈利水平；

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）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直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：胡 昀昀, CFA; 廖 欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

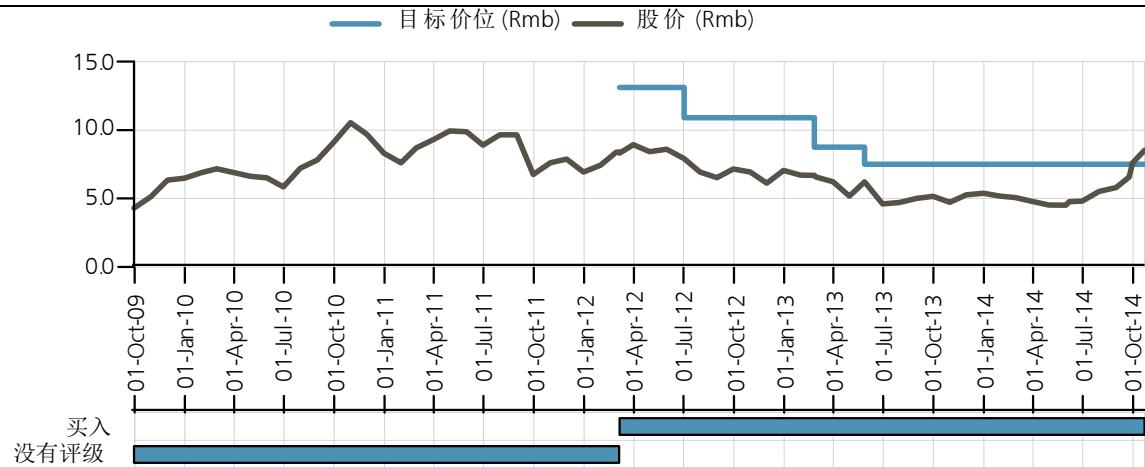
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
海印股份	000861.SZ	买入	不适用	Rmb8.52	2014 年 10 月 22 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险" 章节。

海印股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 22 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Limited（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

