

连锁零售

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 樊俊豪

S0960111080472

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

6-12个月目标价: 41.00元

当前股价: 24.80元

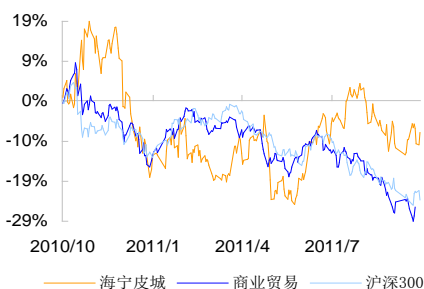
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2435.61
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	38.47
EPS (TTM)	0.90
每股净资产(元)	6.99
资产负债率	54.29%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	5.18	-0.41	5.65
商业贸易	-7.92	-20.7	-24.1
沪深300指数	-3.48	-16.0	-21.9



相关报告

海宁皮城_外延扩张与内涵提租并举, 皮革领域里的“苏宁电器” 2011-08-24

海宁皮城

002344

强烈推荐

外延扩张积极推进, 全年业绩高速增长已成定局

——2011年三季度点评

海宁皮城公布三季报: 2011年前三季度实现营业收入13.18亿元, 同比增长82.38%; 实现归属于上市公司股东净利润3.55亿元, 同比增长112.57%; 实现EPS 0.63元, 此外公司预告2011年全年归属于上市公司股东净利润同比增长95%-125%, 折合EPS 0.90-1.04元, 符合我们的预期。

业绩回顾:

- **三季度业绩高速增长。**2011年第三季度, 公司实现EPS 0.25元, 同比增长212.5%, 营业利润主要来源于公司的商铺租赁业务, 该季度没有商铺及住宅业务进行结算。
- **已有项目2011-2012年租金提升幅度大。**从公司8月份结束的租金续约情况看, 由于原有租户2010-2011年的经营效益十分理想, 因此公司商铺2011-2012年的租金水平实现了大幅提高。海宁本地一期、二期、三期项目租金提升幅度在30%以上, 异地项目佟二堡一期租金大幅提升了100%, 其余市场的租金水平也有6%-10%的增长。
- **外延扩张项目积极推进。**公司新乡项目已于2011年10月份正式开业, 佟二堡二期原辅料市场也已完成招商工作, 预计11月正式开业。目前公司正在建设的还有佟二堡二期裘皮市场、海宁本地五期市场等6个项目, 规划总建筑面积83.18万平方米, 其中计划出售的建筑面积有25.96万平方米, 计划出租的建筑面积有57.21万平方米。这些项目预计于2012年集中开业, 将保证公司2012-2013年的业绩持续高速增长。

未来展望:

- **住宅项目有望增厚公司四季度业绩。**公司唯一的住宅项目——东方艺墅于今年开始结算, 公司计划2011年结算项目总销售收入的30%, 上半年已经结算大约2.5亿元销售收入, 我们预计四季度还将结算1.5亿元, 约合EPS 0.04-0.05元。
- **看好公司的竞争优势, 有望造就其皮革专业市场的垄断者地位。**(1) 核心竞争优势是强大的皮革产品市场集聚能力;(2) 业内率先开展皮革专业市场连锁复制, 且异地项目均较为成功;(3) 租售结合的经营模式, 有利于繁荣市场和缓解异地扩张过程中的资金需求;(4) 管理层丰富的市场管理经验, 耐心培育市场, 与商户共同成长。上述四大竞争优势将助力公司在皮革专业市场的竞争中成就垄断者地位。
- **未来业绩持续高速增长可期。**1) 已有项目仍有较大提租空间, 目前公司商铺租金水平约为转租价格的60%-70%, 且租金水平仅占商铺营业利润的1/3左右, 未来仍有较大的提租空间; 2) 未来异地扩张项目前景广阔, 公司计划进军北京、武汉、哈尔滨、青岛、西安和乌鲁木齐等地, 并且在大湾区布局完成后, 还将进行省会城市布局。
- **维持“强烈推荐”评级:** 预计11/12/13年公司EPS分别为0.97、1.33和1.84元, 以2010为基期, 年均复合增速60.1%。以RNAV法估值, 公司现有物业的资产重估价值折合股价29.25元, 具有一定的安全边际; 按分部估值法, 则公司合理股价41元, 目前股价对应2011年25.7倍PE, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 异地扩张过程中的市场开发风险、经济衰退导致的租金下降风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1020	1736	2340	3038
同比(%)	82%	70%	35%	30%
归属母公司净利润(百万元)	251	541	743	1030
同比(%)	158%	116%	37%	39%
毛利率(%)	48.1%	57.0%	58.1%	59.9%
ROE (%)	12.8%	23.0%	24.0%	24.9%
每股收益(元)	0.45	0.97	1.33	1.84
P/E	55.36	25.66	18.70	13.49
P/B	7.10	5.89	4.48	3.36
EV/EBITDA	33	17	12	9

资料来源: 中投证券研究所

一、已有项目 2011-2012 年租金提升幅度大

表 1：公司已有项目 2011-2012 年的租金提升幅度 单位：元/平米/月

	租期	2010	2011E		
			租金	增幅	
海宁项目：					
老城市场	--	11.12	24.90	124%	
一期市场	一年	179.91	245.00	36%	
二期	鞋业广场	一年	110.36	154.50	40%
	毛皮服饰	一年	84.42	140.00	66%
	原辅料	一年	34.18	36.23	6%
三期市场	三年	16.67	21.67	30%	
四期市场	五年	603.18	603.18	0%	
出口加工区	一年	10.30	11.33	10%	
综合商务楼	三年	24.50	26.95	10%	
异地项目：					
佟二堡一期	一年	83.33	165.44	99%	
佟二堡二斤	一年	--	15.00	--	
江苏沐阳市场	一年	45.00	50.00	11%	
新乡海宁皮城	一年	--	48.30	--	

注：公司商铺当年的租金一般从当年 7 月份开始算起，至下一年 6 月末止。
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、外延扩张项目积极推进

1、目前在建项目 6 个，预计于 2012 年开始贡献业绩

表 2：公司在建项目概况

	预计开业时间	权益比例	总建筑面积 (万 m ²)	用于租赁的建筑面积 (万 m ²)	用于销售的建筑面积 (万 m ²)	市场概况
四期商务楼	2012.4	100%	5.8	2.32	3.48	项目已经封顶，即将进行内部装修
海宁皮城五期	2012.9	100%	13.15	11.18	1.97	皮革品牌生活馆项目，建成后将增加海宁本部商场式市场经营面积近 50%
佟二堡二期裘皮市场	2012.9	83.73%	10.23	9.71	0.51	计划售价 12000 元/m ² ，租赁每年 1100 元/m ²
沐阳皮革工业园	2012	70%	10	5	5	皮革制品加工厂，1:1 租售，租金低
斜桥加工区	2012	100%	24	12	12	皮革生产厂房，拟 1:1 进行租售
成都海宁皮城	2012.9	100%	20	17	3	目前项目用地拆迁工作进展顺利
总计			83.18	57.21	25.96	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

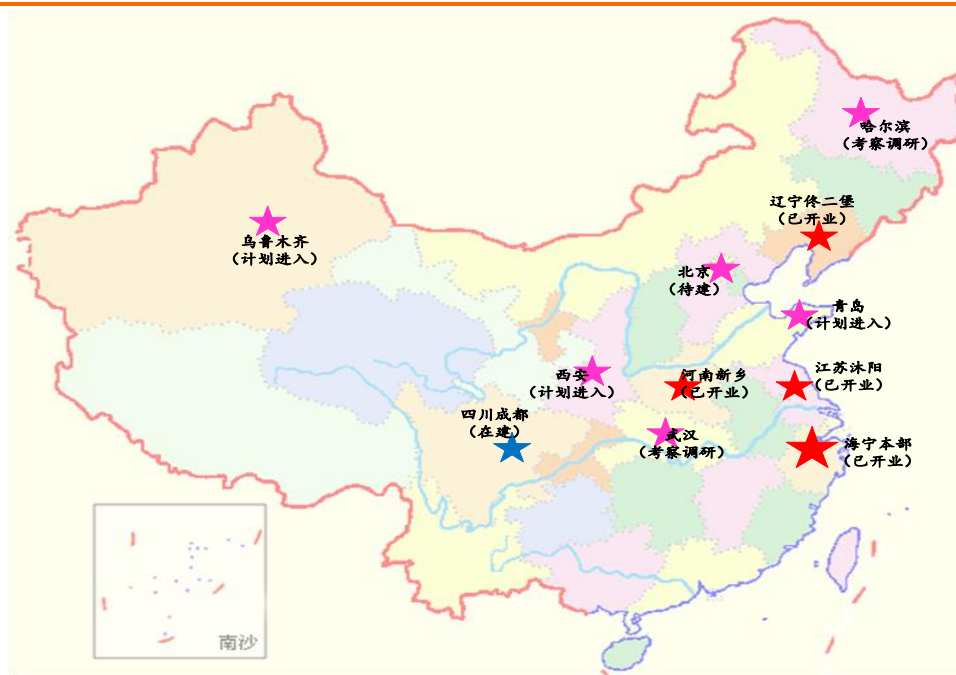
2、未来异地扩张项目空间广阔

异地扩张路线：

区域布局 ---► 省会城市布局

除了目前正在建的项目，公司还计划进军北京、武汉、哈尔滨、青岛、西安和乌鲁木齐等地，其中公司北京项目已进展到拿地阶段，预计将于 2013 年 9 月份正式开业；武汉、哈尔滨等地公司也正在进行市场考察与调研，预计将于 2013 年以后开工建设。

图 1：公司未来异地扩张项目空间广阔



资料来源：中投证券研究所

三、估值分析

1、RNAV 估值

RNAV 法估值较为保守，代表投资的安全边际

公司拥有较多物业，我们考虑用资产重估法对公司进行估值，在测算的过程中，我们尽可能用保守的数值。

在以上假设前提下，测算出公司每股 NAV 为 29.25 元，相对 10 月 27 日的股价还有 17.94% 的空间。

表 3 公司所有项目的资产重估值

	拥有的权益可租赁面积 (万平方米)	售价 (元/平方米)	资产重估值 (亿元)
老城市场	3.75	13,000	4.88
一期市场	4.08	10,000	4.08
二期	鞋业广场	11,156	1.97
	毛皮服饰	9,000	2.43
	原辅料	5,000	0.89
三期市场	12.29	7,000	8.60
四期市场	2.96	20,000	5.92
出口加工区	11.35	2,500	2.84

综合商务楼		3.52	6,000	2.11
佟二堡一期		6.24	34,800	21.71
佟二堡二厅		1.53	15,000	2.30
江苏沐阳市场		1.38	2,256	0.31
新乡海宁皮城		1.51	17,000	2.57
四期商务楼		5.80	4,500	2.61
海宁皮城五期		13.15	8,500	11.18
佟二堡二期	原辅料市场	2.49	5,609	1.39
	裘皮市场	8.57	12,000	10.28
沐阳皮革工业园		7.00	900	0.63
斜桥加工区		24.00	2,300	5.52
成都海宁皮城		20.00	20,000	40.00
酒店	皮革城大酒店	3.92	6,000	2.35
	佟二堡酒店	1.35	5,000	0.67
房地产	东方艺墅	12.02	10,000	12.02
全部项目合计		153.14	--	147.27

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 公司的 RNAV 值

所有项目的资产重估值 (亿元)	147.27
减：净负债 (亿元)	-16.55
海宁皮城的资产重估值 (亿元)	163.82
总股本 (亿股)	5.60
2011E 每股 NAV 值 (元)	29.25
相对于 10 月 27 日价格 (24.80) 溢价	17.94%

资料来源：中投证券研究所

2、分部估值法

将公司的 EPS 按业务类别进行分拆，可以发现以 2010 年业绩为基期，出租业务未来三年的复合增长率为 60.93%，出售业务未来三年的复合增长率为 61.79%，全部业务的 EPS 复合增长率为 60.10%。

基于公司未来三年业绩的高速成长，我们以 $PEG=0.70-0.85$ 对出租业务与出售业务进行估值，得出公司合理价值区间为 38.2—44.4 元。

表 5 公司 2011—2013 年商铺出租与出售业务的 EPS

	2010	2011E	2012E	2013E	2010—2013 年 CAGR
出租业务 EPS (元)	0.26	0.62	0.80	1.08	60.93%
出售业务 EPS (元)	0.17	0.27	0.49	0.72	61.79%
全部业务 EPS (元)	0.45	0.97	1.33	1.84	60.10%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2709	4160	5596	8155	营业收入	1020	1736	2340	3038
现金	1795	2873	3739	5678	营业成本	529	747	981	1219
应收账款	64	96	137	179	营业税金及附加	116	198	267	346
其它应收款	28	43	76	85	营业费用	66	83	133	161
预付账款	24	21	29	42	管理费用	45	66	94	122
存货	794	1123	1612	2168	财务费用	-14	-96	-137	-195
其他	4	3	3	3	资产减值损失	3	4	4	4
非流动资产	1622	1637	2207	1911	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	273	281	288	294	营业利润	285	734	998	1381
无形资产	17	17	16	16	营业外收入	43	19	22	25
其他	1332	1340	1902	1601	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	4331	5797	7803	10067	利润总额	327	752	1020	1406
流动负债	2352	3387	4616	5811	所得税	76	182	243	337
短期借款	4	0	0	0	净利润	251	570	777	1069
应付账款	254	336	457	564	少数股东损益	0	29	34	40
其他	2094	3051	4160	5247	归属母公司净利润	251	541	743	1030
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	324	653	878	1204
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	0.97	1.33	1.84
其他	0	0	0	0					
负债合计	2352	3387	4616	5811	主要财务比率				
少数股东权益	23	52	86	126	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	280	560	560	560	成长能力				
资本公积	1280	1000	1000	1000	营业收入	82.2%	70.2%	34.8%	29.8%
留存收益	397	798	1541	2570	营业利润	159.0	157.6%	35.9%	38.4%
归属母公司股东权益	1957	2358	3101	4130	归属于母公司净利润	157.7	115.7%	37.2%	38.6%
负债和股东权益	4331	5797	7803	10067	获利能力				
					毛利率	48.1%	57.0%	58.1%	59.9%
					净利率	24.6%	31.2%	31.7%	33.9%
					ROE	12.8%	23.0%	24.0%	24.9%
					ROIC	-18.6%	-27.2%	-27.0%	-30.0%
					偿债能力				
					资产负债率	54.3%	58.4%	59.2%	57.7%
					净负债比率	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.15	1.23	1.21	1.40
					速动比率	0.81	0.90	0.86	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.34	0.34	0.34
					应收账款周转率	21	21	20	19
					应付账款周转率	2.56	2.53	2.48	2.39
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.97	1.33	1.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	2.01	2.38	2.64
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.21	5.54	7.38
					估值比率				
					P/E	55.36	25.66	18.70	13.49
					P/B	7.10	5.89	4.48	3.36
					EV/EBITDA	33	17	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

樊俊豪，中投证券商贸行业分析师，中山大学经济学硕士，1 年基金行业从业经验，2010—2011 年任职于广发基金金融工程部，2011 年 7 月加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434