

**商业物业经营**

**署名人: 张镭**

S0960511020006

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: 25.45元

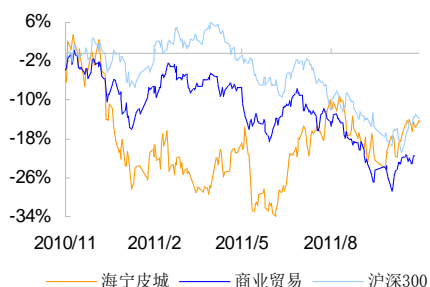
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2466.96
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	39.48
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	7.67	-2.59	6.90
商业贸易	3.12	-10.40	-16.00
沪深300指数	3.29	-4.35	-12.0



**相关报告**

海宁皮城\_外延扩张积极推进, 全年业绩高速增长已成定局 2011-10-28

海宁皮城深度报告\_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**

**外延扩张再下一城, 成都项目 2013 年将显著贡献业绩**

海宁皮城发布对外投资公告: 公司于 2011 年 11 月 16 日以人民币 1.19 亿元的价格竞得了成都编号为 XD07 (211/252): 2011-103 地块的国有土地使用权, 该地块土地面积 13.21 万 m<sup>2</sup>, 公司拟在其基础上开发建设成都海宁皮革城项目, 预计总投资约 13.63 亿人民币。

**公告要点及简评:**

■ **要点 1:** 成都海宁皮革城项目选址在成都市新都区北部商城北新干线和新城大道西延线交叉口西北角, 项目土地面积 13.21 万 m<sup>2</sup>, 竞标价格 1.19 亿元。项目预计总投资 13.63 亿元, 采取分期、滚动方式开发, 建设周期约五年。

**简评 1:** 成都项目意味着公司外延式扩张再下一城, 该项目辐射范围将是我国西南地区。尽管项目位于成都市新都区, 离市中心有一定距离, 但交通便利, 位于两条交通要道的交界处, 开车到成都市中心天府广场仅需 40 分钟, 且公司拿下该地的价格不贵, 地面地价仅 900 元/m<sup>2</sup>, 符合公司一贯的选址标准。

■ **要点 2:** 该项目总建筑面积约 455,686 m<sup>2</sup>, 其中地下停车场 105,275 m<sup>2</sup>, 地面建筑 351,411 m<sup>2</sup>。项目分三期建设, 其中一期建设皮革市场 159,785 m<sup>2</sup>, 二期建设创意总部楼等 140,626 m<sup>2</sup>, 三期建设配套公寓 50,000 m<sup>2</sup>。一期项目皮革市场预计 2011 年 12 月动工, 2012 年四季度投入使用。

**简评 2:** 成都项目建筑面积较大, 为目前西南地区规模最大的皮革专业市场, 项目地面建筑面积 35.14 万 m<sup>2</sup>, 高于我们此前预期的 20 万 m<sup>2</sup>, 我们预计成都项目将于 2012 年 11 月正式开业, 将对公司 2012 年及以后业绩产生积极影响。

■ **要点 3:** 项目拟采取租售结合的方式进行开发运作, 一期皮革市场部分按照 9:1 的租售面积比例 (租赁费 2012 年为 400 元/m<sup>2</sup>, 2013 至以后为 700 元/m<sup>2</sup>, 出售的价格为 25,000 元/m<sup>2</sup>), 二期创意总部楼部分按照 5:5 的租售面积比例 (租赁费 250 元/m<sup>2</sup>, 出售的价格为 5,500 元/m<sup>2</sup>), 三期配套公寓楼部分 100% 出售 (出售的价格为 5,000 元/m<sup>2</sup>) 测算, 项目静态投资回收期约为 8.5 年。

**简评 3:** 一期皮革市场项目建成后, 我们认为招商情况将会十分理想, 商铺有望实现满租, 原因有三: 一成都冬天气候湿冷, 平均气温在 6.9°C, 具有消费皮衣的气候条件; 二成都人民生活相对富裕, 人均可支配收入达 20835.34 元, 具有消费皮衣的能力; 三成都项目对于皮衣生产企业进军西南市场意义重大, 相信多数企业不愿错过这一机遇, 届时有可能出现一铺难求的局面。一期项目建成后对公司 2012 年业绩贡献不大, 预计将带来租金收入 958.6 万元, 但将对 2013 年业绩产生显著影响, 预计将带来商铺租金收入 7900 万元, 商铺销售收入 2.5 亿元, 增厚 2013 年 EPS 0.07 元。

■ **维持“强烈推荐”评级:** 我们上调公司 2013 年业绩至 1.91 元, 预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.95、1.33 和 1.91 元。以 RNAV 法估值, 公司现有物业的资产重估价值折合股价 30.85 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 26.69 倍 PE, 维持“强烈推荐”评级。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	20 2E	2013
营业收入(百万元)	1020	1736	2354	3169
同比(%)	82%	70%	36%	35%
归属母公司净利润(百万元)	251	534	744	1069
同比(%)	158%	113%	39%	44%
毛利率(%)	48.1%	56.4%	58.0%	59.9%
ROE (%)	12.8%	22.7%	24.0%	25.7%
每股收益(元)	0.45	0.95	1.33	1.91
P/E	56.81	26.69	19.15	13.33
P/B	7.28	6.06	4.60	3.42
EV/EBITDA	35	17	13	9

## 一、外延扩张项目积极推进

### 1、目前在建项目 6 个，预计 2012 年开始贡献业绩

表 1：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 <sup>2</sup> )	用于租赁的建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	用于销售的建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	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 <sup>2</sup> , 租赁每年 1100 元/m <sup>2</sup>
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. 11	100%	35. 14	21. 41	13. 73	项目已拿到土地，进入施工阶段
总计			98. 32	61. 62	36. 69	

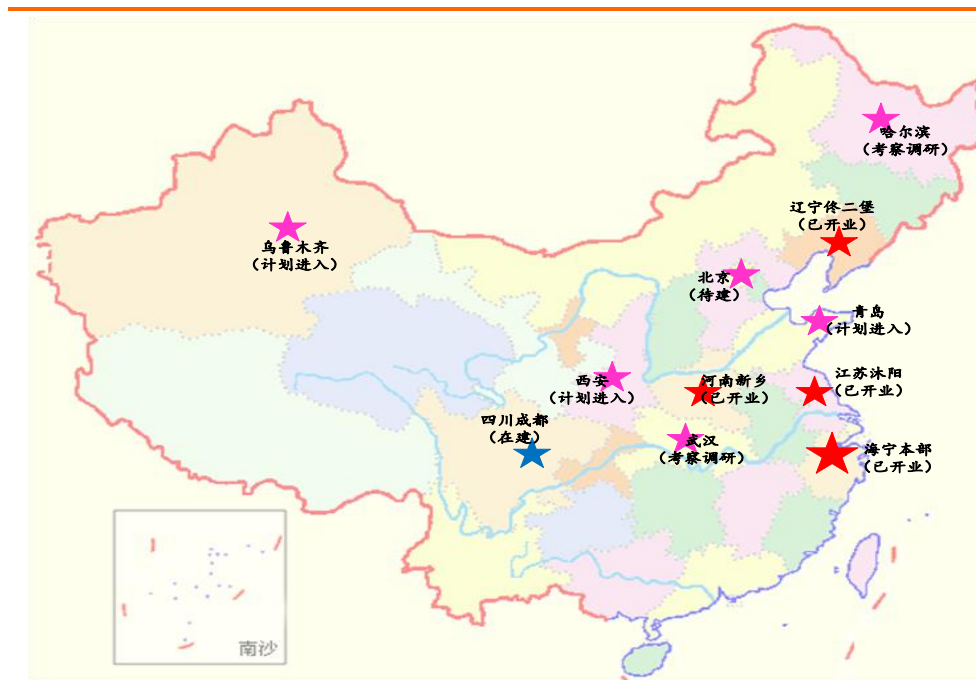
资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 2、未来异地扩张项目空间广阔

除了目前在建的项目，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。

异地扩张路线：  
区域布局 ---► 省会城市布局

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

## 二、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 30.85 元，相对 11 月 16 日的股价还有 21.22% 的空间。

表 2 公司所有项目的资产重估值

	拥有的权益可租赁 面积 (万平米)	售价 (元/平米)	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	原辅料市场	5,609	1.39
二期	裘皮市场	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	35.14	14280	50.18
酒店	皮革城大酒店	6,000	2.35
	佟二堡酒店	5,000	0.67
房地产	东方艺墅	10,000	12.02
<b>全部项目合计</b>	<b>168.20</b>	<b>--</b>	<b>157.40</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司的 RNAV 值

所有项目的资产重估值 (亿元)	157.40
减：净负债 (亿元)	-15.36
海宁皮城的资产重估值 (亿元)	172.76
总股本 (亿股)	5.60
2011E 每股 NAV 值 (元)	30.85
相对于 11 月 16 日价格 (25.45) 溢价	21.22%

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 61.33%，出售业务未来三年的复合增长率为 67.58%，全部业务的 EPS 复合增长率为 61.91%。

基于公司未来三年业绩的高速成长，我们以  $PEG=0.70-0.80$  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 39.4—45.0 元。

表 4 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	0.79	1.09	61.33%
出售业务 EPS (元)	0.17	0.27	0.50	0.80	67.58%
全部业务 EPS (元)	0.45	0.95	1.33	1.91	61.91%

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				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2709	4156	5614	8400
现金	1795	2855	3741	5816
应收账款	64	96	138	187
其它应收款	28	43	77	89
预付账款	24	22	30	44
存货	794	1138	1625	2261
其他	4	3	3	3
<b>非流动资产</b>	1622	1637	2207	1911
长期投资	0	0	0	0
固定资产	273	281	288	294
无形资产	17	17	16	16
其他	1332	1340	1902	1601
<b>资产总计</b>	4331	5794	7820	10311
<b>流动负债</b>	2352	3392	4640	6020
短期借款	4	0	0	0
应付账款	254	340	460	588
其他	2094	3051	4179	5432
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	2352	3392	4640	6020
少数股东权益	23	51	85	127
股本	280	560	560	560
资本公积	1280	1000	1000	1000
留存收益	397	791	1535	2604
归属母公司股东权益	1957	2351	3095	4164
<b>负债和股东权益</b>	4331	5794	7820	10311

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	1157	1107	1352	1611
净利润	251	562	778	1111
折旧摊销	53	15	17	18
财务费用	-14	-96	-137	-198
投资损失	-9	-0	0	0
营运资金变动	869	660	679	670
其它	8	-35	16	10
<b>投资活动现金流</b>	-560	0	-602	266
资本支出	431	22	22	22
长期投资	-127	-22	579	-290
其他	-256	0	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	977	-48	136	198
短期借款	-50	-4	0	0
长期借款	-218	0	0	0
普通股增加	70	280	0	0
资本公积增加	1177	-280	0	0
其他	-2	-44	136	198
<b>现金净增加额</b>	1572	1059	887	2075

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	1020	1736	2354	3169
营业成本	529	757	990	1272
营业税金及附加	116	198	268	361
营业费用	66	83	134	168
管理费用	45	66	94	127
财务费用	-14	-96	-137	-198
资产减值损失	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
<b>营业利润</b>	285	724	1000	1435
营业外收入	43	19	22	25
营业外支出	1	1	0	0
<b>利润总额</b>	327	742	1022	1460
所得税	76	179	243	350
<b>净利润</b>	251	562	778	1111
少数股东损益	0	28	34	41
<b>归属母公司净利润</b>	251	534	744	1069
EBITDA	324	644	880	1255
EPS (元)	0.90	0.95	1.33	1.91

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	82.2%	70.2%	35.6%	34.6%
营业利润	159.0	154.0%	38.1%	43.5%
归属于母公司净利润	157.7	112.9%	39.4%	43.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.1%	56.4%	58.0%	59.9%
净利率	24.6%	30.8%	31.6%	33.7%
ROE	12.8%	22.7%	24.0%	25.7%
ROIC	-18.6%	-26.9%	-26.9%	-30.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.3%	58.5%	59.3%	58.4%
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	0.89	0.86	1.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.34	0.35	0.35
应收账款周转率	21	21	20	20
应付账款周转率	2.56	2.55	2.47	2.43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.95	1.33	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	1.98	2.42	2.88
每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.20	5.53	7.44
<b>估值比率</b>				
P/E	56.81	26.69	19.15	13.33
P/B	7.28	6.06	4.60	3.42
EV/EBITDA	35	17	13	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，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士，通过 CFA 二级考试，1 年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011 年加盟中投证券。

## 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