

海宁皮城 (002344.SZ)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

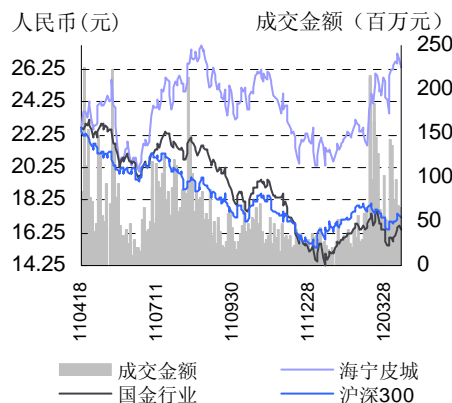
市价(人民币): 26.30元

目标(人民币): 27.40元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	155.13
总市值(百万元)	14,728.00
年内股价最高最低(元)	27.69/19.98
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《佟二堡二期招商情况良好》，2012.3.9
2. 《皮革专业市场龙头,核心竞争力支持连锁复制》，2012.3.2

侯沛沛

联系人
(8621)60870938
houpp@gjzq.com.cn

文瑶

分析师 SAC 执业编号: S1130511080001
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

快速成长中的盈利强将

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.862	0.940	1.100	1.616	1.373
每股净资产(元)	6.99	4.19	5.29	6.77	8.14
每股经营性现金流(元)	4.13	0.89	1.60	2.74	1.62
市盈率(倍)	63.63	24.07	23.90	16.28	19.16
行业优化市盈率(倍)	54.94	49.61	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	148.12%	118.02%	17.05%	46.82%	-15.03%
净资产收益率(%)	12.34%	22.46%	20.82%	23.87%	16.86%
总股本(百万股)	280.00	560.00	560.00	560.00	560.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2011 年公司实现营业收入 18.56 亿元, 同比增长 82.03%; 营业利润 7.25 亿元, 同比增长 154.24%; 利润总额 7.56 亿元, 同比增长 131.47%, 归属于上市公司股东的净利润 5.27 亿元, 同比增长 110.03%。

投资逻辑

- **11 年租金收入翻倍, 后续增长有动力:** 10 年下半年及 11 年新项目较多, 四期市场、佟二堡一期、新乡市场等共扩大商铺可租赁面积 20.3 万平; 另外海宁当地项目租金上涨幅度较大, 商铺面积增加及租金水平上涨共同贡献 11 年公司商铺租金收入增速 99.75%。海宁、佟二堡市场繁荣程度高, 未来租金上涨有空间; 12-14 年成都、北京、海宁五期等市场项目将陆续开业, 公司后续租金收入增长外延动力强劲。
- **2012 年新项目招商情况优异:** 2012 年将开业的主要项目佟二堡二期招商情况良好, 超出一期租金水平; 销地市场成都海宁招商细则已出, 大幅超出可行性报告预期; 海宁五期项目定位品牌生活馆, 预计在 5 月招商, 鉴于海宁当地市场成熟度高, 超出可行性报告租金的概率大。
- **商铺销售收入阶段性释放, 配套业务良性成长:** 11 年商铺销售收入主要是海宁三期及佟二堡一期的商铺部分约 3.8 亿, 另外东方艺墅房产部分进入结算期, 贡献住宅开发销售 3.8 亿, 合计较 10 年商铺销售收入增长 142.71%; 其他配套业务——商品销售、酒店业务成良性增长, 增速分别为 11.94%、8.73%。
- **商业模式决定盈利能力显著提升:** 专业市场的商业模式决定了公司收入成长过程中毛利率稳步提升, 销售、管理、财务费用率均有显著下滑, 11 年整体净利润率提高 5.79%, 盈利能力显著提升。

盈利调整

- 预计 12-14 年收入 200 亿、278 亿、231 亿, 同比增速 7.95%、38.82%、-16.92%; 归属母公司净利润 6.2 亿、9.05 亿、7.7 亿, 同比增长 17.05%、46.82%、-15.03%。

投资建议

- 海宁皮城经营皮革专业市场能力强, 在行业内具有显著竞争优势, 维持“买入”评级, 预计 12-14 年 eps1.10、1.61、1.37, 目标价 27.4 元, 相当于 12 年商铺销售部分 13 倍市盈率, 商铺租赁部分 30 倍市盈率。

新项目陆续开业，后续动力强劲

- 2010年下半年公司新开四期市场、佟二堡一期，2011年新开佟二堡二厅、二期原辅料、新乡海宁皮城。新项目的陆续开业贡献公司11年租赁收入大幅增长99.75%。

图表1：已有市场概况

市场名称	开业时间	权益比例	总建筑面积 (万m ²)	可租赁面积 (万m ²)	租期	市场概况	
老城市市场	1994.11	100%	5.75	3.75		物业整体租赁给颐高集团，2011年租金收入1120万元，以后每年递增60万元	
一期市场	2005.1	100%	15.73	4.08	一年	1楼皮具，2楼皮衣，3楼裘皮服装，4楼餐饮及皮衣	
二期	鞋业广场	2007.10	100%	6.57	1.77	一年	一楼皮鞋，2-3楼改为毛皮市场
	毛皮服饰	2007.10	100%	7.11	2.7	一年	1楼牛仔服装，2-3楼为毛皮服饰
	原辅料	2007.1	100%	6.26	1.77	一年	皮革原辅料交易区，租金较低
三期市场	2010.1	100%	20.48	12.29	三年	70多幢多层建筑组成，每栋一个企业，定位于品牌风尚馆，主要为促进海宁皮革企业设计能力的提高，租金不高，3年合约每年租金增长30%，享受到政府补助	
四期市场	2010.11	100%	6.2	2.96	五年	以裘皮精品馆为主，招商时运用了租金+拍卖承租权的创新定价模式，租金最高，签约5年租金不变	
出口加工区	2006.1	100%	25.9	11.35	一年	包括东、西两个区块，拥有91套标准厂房	
综合商务楼	2009.11	100%	4.93	3.52	一年	包括主楼和裙楼，为市场租户提供办公场所，19层以上为海宁自用	
佟二堡一期	2010.9	83.73%	16.12	8.90	一年	主要经营皮衣，公司异地扩张的第一家市场。	
佟二堡二厅	2011.8	83.73%	2.19	2.19	一年	收购的当地皮革市场，现在改卖生活小商品	
佟二堡二期原辅料市场	2011.1	83.73%	2.97	0.81	一年	经营原辅料，租金不高	
江苏沐阳市场	2006.12	70%	5.19	2.81	一年	由公司2010年6月出资收购，收购价格低	
新乡海宁皮城	2011.10.22	51%	7.5	5.44	一年	第一个销地扩张项目，90%是海宁商户	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 未来三年内储备项目充足，后续租金收入增长有持续动力，但因实际商铺销售部分的结算时间使后续的整体收入呈阶段性释放。

图表2：市场开业计划

	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)
四期商务楼	2012.7	100%	5.8	2.32	3.48
海宁皮城五期	2012.9	100%	13.15	11.18	1.97
佟二堡二期裘皮	2012.9	83.73%	10.23	9.37	0.86
成都海宁皮城市场	2012.9	100%	16.07	14.60	1.47
成都创意总部大楼	2014	100%	14.00	12.00	2.00
成都公寓	2015	100%	5.00		5.00
沐阳皮革工业园	2014	70%	10	5	5
斜桥加工区	2014	100%	24	12	12
北京海宁皮城	2014	53%	36.3	18	18

来源：公司公告，国金证券研究所

2012年新项目招商情况优异

- 12年公司有4个项目有望开业，分别为四期商务楼、佟二堡二期、海宁皮城五期、成都市场。其中佟二堡二期的招商已结束，成都市场已发布招商细则，两个项目均大幅超出公司项目可行性报告的预期。
- 佟二堡二期项目可行性报告中原预计售价12000元/平米，实际售价20000元/平米；预计月租金91.67元/平米，实际租金192元/平米，且实际租金高于佟二堡一期租金水平（约165元/平米）。在资金较为充裕的情

况下，公司更倾向于租赁商铺以获得长远可增长收入。佟二堡二期销售仅定向卖给农业银行 860 平米，其余 1-3 层部分均为租赁，33 个月租期的租金一次性交清，合计回收资金 2.68 亿。佟二堡二期项目投资总额约为 2.9981 亿元人民币（包含二期原辅料市场），项目投资已基本回收。预计佟二堡二期项目销售收入 13 年确认，4 层餐饮部分 13 年出租。

图表3: 佟二堡二期招商情况

佟二堡二期租期33个月，租金一次性交清						
佟二堡二期	面积	单价	2012收入	2013收入	2014收入	
总建筑面积	102259					
销售收入-建筑面积	860	20000		1720		
租赁收入(1-3层)-套内面积	40928	192	3143	9430	9430	
租赁收入(4层预计)-套内面积	13643	192		3143	3143	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **成都市场**——公司第一个销地市场招商细则已出，根据招商细则，本次租售建筑面积合计 16 万平米，其中销售 1.47 万平米，租赁 14.53 万平米，租期 34 个月。中心租赁单价（以建筑面积为单位）：一楼为 675 元/年.M2，二楼为 1200 元/年.M2，三楼为 1100 元/年.M2，四楼为 1100 元/年.M2。租赁费一年一收，其中第一年租赁费（至 2013 年 5 月 31 日共 10 个月）六折优惠，第二、第三年租赁单价将根据经营实际情况定价（中心租赁单价涨幅不超 25%）。承租权费（以建筑面积为单位）二至四楼的租赁商铺按 1800 至 2200 元/平方米交纳，一楼箱包皮具区在第一次过户或转租时按 800 至 1200 元/平方米交纳。实际包含承租权费每平米约 1236 元/年（原预计约 700 元/年）。

图表4: 成都市场楼层规划

业态划分	经营范围	楼层	间数	建筑面积 (M ²)	
箱包皮具区	箱包、皮具、手套、鞋类及其他皮制品	一层	151	34626	
时尚皮装区	皮装区	皮单服装 (不含整貂服装)	二层	131	29844
	毛皮区	毛皮服装 (不含整貂服装)	二层	38	8246
品牌皮装区 (统一收银)	品牌皮装 (不含整貂服装)	三层	144	37829	
裘皮服装区	整貂服装	四层	113	28991	
品牌旗舰店	皮革品牌系列产品 (不含整貂服装)	二层	3	3936	
		三层	4	4195	
	整貂服装	四层	4	4202	
餐饮区	特色餐饮, 四川小吃	四层西北	9	8832	
合计			597	160702	

来源：国金证券研究所

图表5: 成都市场规划图



- 成都市场租赁部分根据招商细则预计贡献 12、13 年收入分别为 7516 万、2.48 亿，12 年从 8 月开始计租，市场预计在 9 月底开业；销售部分预计在 13 年结算，贡献收入约 1.18 亿。从商户来源来看，计划海宁当地商户 55%，成都商户 30%，其他地区 15%。

图表6: 成都市场招商细则

成都市场招商细则 (租期34个月, 第一年6折, 后2年涨幅不超过25%)						
租赁部分	单价	面积	2012收入	2013收入	2014收入	承租权费34个月合计
一楼	675	34626	584	2454	2577	3463
二楼	1200	34584	1038	4358	4575	
三楼	1100	37988	1045	4388	4607	22266
四楼	1100	38757	1066	4476	4700	
承租权费			3784	9081	9081	25728
合计		145955	7516	24756	25540	
销售部分	8000	14746		11797		

来源：公司网站，国金证券研究所

- **海宁皮城五期**预计在 5 月招商，项目总占地面积 56,906 平方米，建设内容包括商业用房和酒店公寓，商业用房拟开发为品牌皮革生活馆每个品牌一个店铺，以零售为主，引导皮革企业走产品系列化道路，是推动皮革产业升级的重要项目。项目总建筑面积约为 182,300 平方米，其中商业面积约 131,540 平方米、酒店公寓面积约 28,100 平方米，配套地下室面积约 22,660 平方米。《可行性研究报告》中预计五期项目 15% 面积用于销售，85% 面积用于租赁，销售价格 8,500 元/平米、租赁价格每月 73.8 元/平米，根据海宁当地目前的实际租金情况，我们预计实际租金高于可行性报告的概率较大。

盈利预测

- 预计 12-14 年收入 200 亿、278 亿、231 亿，同比增速 7.95%、38.82%、-16.92%；归属母公司净利润 6.2 亿、9.05 亿、7.7 亿，同比增长 17.05%、46.82%、-15.03%。

图表7：盈利预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	559.66	1,019.87	1,856.49	2,004.14	2,782.11	2,311.48
增长率 (YOY)	-13.35%	82.23%	82.03%	7.95%	38.82%	-16.92%
毛利	229.22	490.77	1,017.44	1,193.26	1,738.79	1,468.19
毛利率	40.96%	48.12%	54.80%	59.54%	62.50%	63.52%
营业税金及附加	50.15	116.24	187.26	240.50	372.80	277.38
占营业收入比重	8.96%	11.40%	10.09%	12.00%	13.40%	12.00%
销售费用	25.07	65.63	85.51	79.41	102.28	108.29
占营业收入比重	4.48%	6.44%	4.61%	3.96%	3.68%	4.68%
管理费用	36.02	44.84	61.11	60.37	71.01	69.23
占营业收入比重	6.44%	4.40%	3.29%	3.01%	2.55%	3.00%
财务费用	6.52	-14.32	-45.62	-28.76	-37.27	-45.61
占营业收入比重	1.17%	-1.40%	-2.46%	-1.44%	-1.34%	-1.97%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	110.05	275.75	724.55	840.97	1,229.67	1,059.08
占营业收入比重	19.66%	27.04%	39.03%	41.96%	44.20%	45.82%
营业外收支	23.39	41.60	31.26	20.00	20.00	20.00
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	133.44	317.35	755.81	860.97	1,249.67	1,079.08
占营业收入比重	23.84%	31.12%	40.71%	42.96%	44.92%	46.68%
减：所得税费用	34.96	75.65	191.78	199.75	289.92	250.35
占利润总额比重	26.20%	23.84%	25.37%	23.20%	23.20%	23.20%
合并报表的净利润	98.48	241.70	564.03	661.23	959.75	828.74
占营业收入比重	17.60%	23.70%	30.38%	32.99%	34.50%	35.85%
增长率 (YOY)	-2.66%	145.43%	133.36%	17.23%	45.15%	-13.65%
减：少数股东损益	1.16	0.22	37.55	45.00	55.00	60.00
净利润 (归属于母公司所有者的)	97.32	241.48	526.48	616.23	904.75	768.74
占营业收入比重	17.39%	23.68%	28.36%	30.75%	32.52%	33.26%
增长率 (YOY)	10.2%	148.1%	118.0%	17.05%	46.82%	-15.03%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	9	9	23
买入	1	2	6	6	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.47	1.44	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-26	买入	17.46	36.50 ~ 36.50
2 2010-08-20	买入	19.79	N/A
3 2010-10-28	买入	26.75	N/A
4 2012-03-02	买入	22.71	25.20 ~ 25.20
5 2012-03-09	买入	23.79	25.70 ~ 25.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =强买; 1.01~2.0=买入; 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持; 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B