

**商业物业经营**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

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: 28.32元

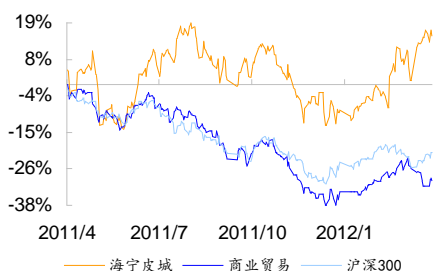
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2440.08
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	41
EPS	0.94
每股净资产(元)	4.19
资产负债率	50.59%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	15.82	25.92	13.72
商业贸易	0.52	12.04	-7.32
沪深300指数	2.77	4.87	-0.96



**相关报告**

- 海宁皮城(深度)\_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\_外延扩张再下一城, 成都项目 2013年将显著贡献业绩 2011-11-17
- 海宁皮城\_“内增外延”成就行业龙头, 12年重点关注3个新项目 2012-04-18

**海宁皮城**

**002344**

**强烈推荐**

**五期市场招商细则公告, 租金水平再超预期**

公司5月3日于官网(www.chinaleather.com)公布五期市场招商细则:

- 1、本次推出招商的商铺为五期市场1-4层,共185间商铺,约4.8万平米(套内面积,下同),只租不售,将于5月底完成招商,并公告最终的招租情况,预计在2012年10月市场营业;
- 2、五期市场的5-7层原规划为皮革服装批发,现规划进入六期市场;
- 3、商铺租期三年,2012.8.1-2015.5.31,共计34个月,其中第一年10个月(12年贡献5个月租金);
- 4、按套内面积算,公司本次推出商铺的平均租金水平约为143元/平米/月。

**公告点评:**

- **五期市场公布的租金水平超市场预期。**根据公司公布的五期市场各楼层租赁价格,经过加权平均计算,得出本次推出商铺的平均租金水平为143元/平米/月(套内面积,下同),高于市场原预期的80-100元/平米/月。
- **本次五期市场的招租面积低于市场此前的预期。**此前公司公告五期市场的招租面积为5.93万平米(套内面积,按建筑面积算约为11.18万平米),本次仅推出五期市场的1-4层进行招租,面积4.8万平米(套内面积),低于市场的预期。
- **结论:五期市场年租金收入(0.83亿元)将高于市场此前预期。**原因:租金水平超预期的幅度(40%以上)远大于招租面积低预期(-19%)的幅度。
- **预计五期市场的最终招租率在85%以上。**原因:①本次五期市场推出的招租铺位有限,仅185个(成都616个铺位,近90%的招租率);②五期市场的租金水平(143元/平米/月)与海宁皮城的其它市场(如海宁本地一期、二期、佟二堡一期,租金水平均在180元/平米/月以上)相比,并不高,将吸引大批商户投标;③目前海宁本地皮革服装商铺“一铺难求”。
- **维持“强烈推荐”:**12年①上半年关注11年商铺提租效应的持续显现+房地产结算,业绩有望增长30%;②下半年关注3个新项目所带来的增量租金收入;③预计全年公司业绩增速在30%以上。公司12/13年EPS为1.28和1.87元,内生提租+外延扩张将带动公司业绩持续快速成长,“强烈推荐”!
- **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

**主要财务指标**

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2264	2977	3223
收入同比(%)	82%	22%	32%	8%
归属母公司净利润	527	716	1046	1234
净利润同比(%)	110%	36%	46%	18%
毛利率(%)	54.8%	59.9%	62.5%	64.9%
ROE(%)	22.5%	23.4%	25.5%	23.1%
每股收益(元)	0.94	1.28	1.87	2.20
P/E	30.09	22.15	15.16	12.85
P/B	6.77	5.18	3.86	2.97
EV/EBITDA	17	14	10	9

资料来源:中投证券研究所

注：五期市场的招租情况，以及平均租金水平

楼层	名称	经营范围	间数	套内面积 (m <sup>2</sup> )	租赁价格 (元/月·m <sup>2</sup> )	平均租赁单价 (元/月·m <sup>2</sup> )	年租金收入(12 个月, 万元)
西区一楼	时装馆	以经营布时装为主的系列化产品	29	6400	120-180	150	1152
	箱包馆	以经营箱包皮具为主系列化产品					
西区二楼	皮装馆	以经营皮革服装为主系列化产品	25	7100	150-250	200	1704
西区三、四楼	综合馆	系列化产品, 暂不经营裘皮服饰	29	15200	90-140	115	2097.6
中区三楼			11	2300	130-160	145	400.2
中区四楼			11	2300	80-110	95	262.2
东区一楼	女装馆	只限经营品牌女士皮革服装	22	3500	180-230	205	861
东区二楼			20	3800	160-190	175	798
东区三楼			18	3700	110-150	130	577.2
东区四楼			20	3700	70-110	90	399.6
	<b>合计</b>		<b>185</b>	<b>48000</b>		<b>143</b>	<b>8251.8</b>

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3030	5410	6816	8644	<b>营业收入</b>	1856	2264	2977	3223
现金	1332	3668	4423	6436	营业成本	839	907	1116	1133
应收账款	77	121	157	166	营业税金及附加	187	228	300	325
其他应收款	158	57	138	90	营业费用	86	136	155	168
预付账款	26	28	39	40	管理费用	61	109	134	139
存货	1431	1535	2056	1909	财务费用	-46	-103	-167	-225
其他流动资产	7	3	3	3	资产减值损失	5	4	4	4
<b>非流动资产</b>	1866	1572	2102	1763	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	1	0	0	0
固定资产	252	223	190	153	<b>营业利润</b>	725	983	1435	1680
无形资产	11	11	11	11	营业外收入	43	19	22	25
其他非流动资产	1603	1338	1900	1599	营业外支出	12	1	0	0
<b>资产总计</b>	4896	6982	8917	10407	<b>利润总额</b>	756	1001	1457	1705
<b>流动负债</b>	2477	3809	4649	4857	所得税	192	246	362	423
短期借款	4	0	0	0	<b>净利润</b>	565	754	1094	1282
应付账款	434	452	560	570	少数股东损益	38	38	49	48
其他流动负债	2039	3357	4089	4287	<b>归属母公司净利润</b>	527	716	1046	1234
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	755	932	1324	1516
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.94	1.28	1.87	2.20
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	2477	3809	4649	4857	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	75	113	162	210	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	560	560	560	560	<b>成长能力</b>				
资本公积	1000	1000	1000	1000	营业收入	82.0%	21.9%	31.5%	8.3%
留存收益	784	1500	2546	3780	营业利润	154.3	35.6%	45.9%	17.1%
归属母公司股东权益	2344	3060	4106	5339	归属于母公司净利润	110.1	35.9%	46.1%	18.0%
<b>负债和股东权益</b>	4896	6982	8917	10407	<b>获利能力</b>				
					毛利率	54.8%	59.9%	62.5%	64.9%
					净利率	28.4%	31.6%	35.1%	38.3%
					ROE	22.5%	23.4%	25.5%	23.1%
					ROIC	-102.7	-36.6%	-46.7%	-44.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	50.6%	54.6%	52.1%	46.7%
					净负债比率	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.22	1.42	1.47	1.78
					速动比率	0.65	1.02	1.02	1.39
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.40	0.38	0.37	0.33
					应收账款周转率	24	22	21	20
					应付账款周转率	2.44	2.05	2.21	2.01
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.94	1.28	1.87	2.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	3.50	2.13	2.72
					每股净资产(最新摊薄)	4.19	5.46	7.33	9.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.09	22.15	15.16	12.85
					P/B	6.77	5.18	3.86	2.97
					EV/EBITDA	17	14	10	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。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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