

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: 26.49元

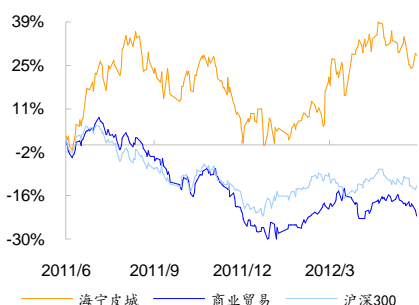
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2289.79
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	40
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	-4.14	6.68	22.38
商业贸易	-6.34	-9.02	-2.77
沪深300指数	-3.72	-3.98	2.19



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

确定性高成长典范, 估值切换是后续上涨最大动力

本报告的特色之处有三: 1、对海宁皮城的本质、利润来源以及公司特点提出了有别于市场的几点新认识; 2、分析了为何公司13年业绩在目前时点几乎可以清晰的测算, 提出了12年公司股价后续上涨的最大动力来自于估值往13年业绩切换; 3、对公司的三大业务进行了详细的收入、以及利润分拆。

投资要点:

➤ **关于海宁皮城有别于市场的几点新认识:**

- ①**公司本质:**“皮衣批发商的杀手”, 未来有望成为皮衣销售渠道的垄断者(价格优势+种类丰富, 百货、商场等销售渠道在与皮革专业市场的竞争中处于劣势);
- ②**利润来源:**表面是租金, 背后是原有批发商利润在消费者、生产企业以及海宁皮城之间的重新分配。只不过话语权上公司更强势, 因此蛋糕也将分的更多;
- ③**公司特点:**盈利模式清晰(三大业务为主), 业绩增长确定(内生提租稳定, 外延储备丰富), 属于看得见的能够确定性成长的公司, 且增速不低;
- ④**成长的两大动力:**皮衣行业的自身成长(“十二五”, 皮衣销售额有望以年均15%的速度增长)、公司市场占有率的提升(异地市场的不断推进)。

➤ **公司股价后续上涨的动力: 估值往13年业绩切换。**

- ①**公司13年业绩在6、7月份几乎可以清晰的测算**(a.公司盈利模式清晰; b.成熟市场提租幅度已确定; c.新市场租金水平已公告, 13年主要由3个次新市场带来增量租金, 分别是佟二堡二期裘皮、成都以及五期市场);
- ②**13年业绩同比会有比较大的增长**, 预计12/13年EPS分别为1.28/1.87(同比增速46%), 其中租赁业务贡献EPS分别为0.88/1.27(同比增速44%);
- ③**2014年, 公司业绩增速仍将不低**(预计公司届时至少会有3个新市场开业, 分别为海宁六期、佟二堡三期、哈尔滨市场以及可能会开业的北京市场, 面积增20%+)。

➤ **维持“强烈推荐”:**公司兼具全国化扩张(商贸零售板块为数不多)+业绩增长确定(当前经济形势下更具安全边际与投资价值)+业绩增速较快(12-13年复合增速41.04%)等特性, 是商贸板块少有的能够确定性成长的公司, 亦是全年最看好的投资标的之一。预计公司12/13年EPS分别为1.28/1.87, 以11年为基期, 12-13年CAGR=41.04%, 维持目标价41元, 目前股价对应13年PE14倍, “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	2167	2797	3223
收入同比(%)	82%	17%	29%	15%
归属母公司净利润	527	716	1047	1277
净利润同比(%)	110%	36%	46%	22%
毛利率(%)	54.8%	59.0%	63.0%	64.9%
ROE(%)	22.5%	24.5%	26.4%	24.4%
每股收益(元)	0.94	1.28	1.87	2.28
P/E	28.11	20.69	14.14	11.60
P/B	6.32	5.07	3.73	2.82
EV/EBITDA	16	13	9	8

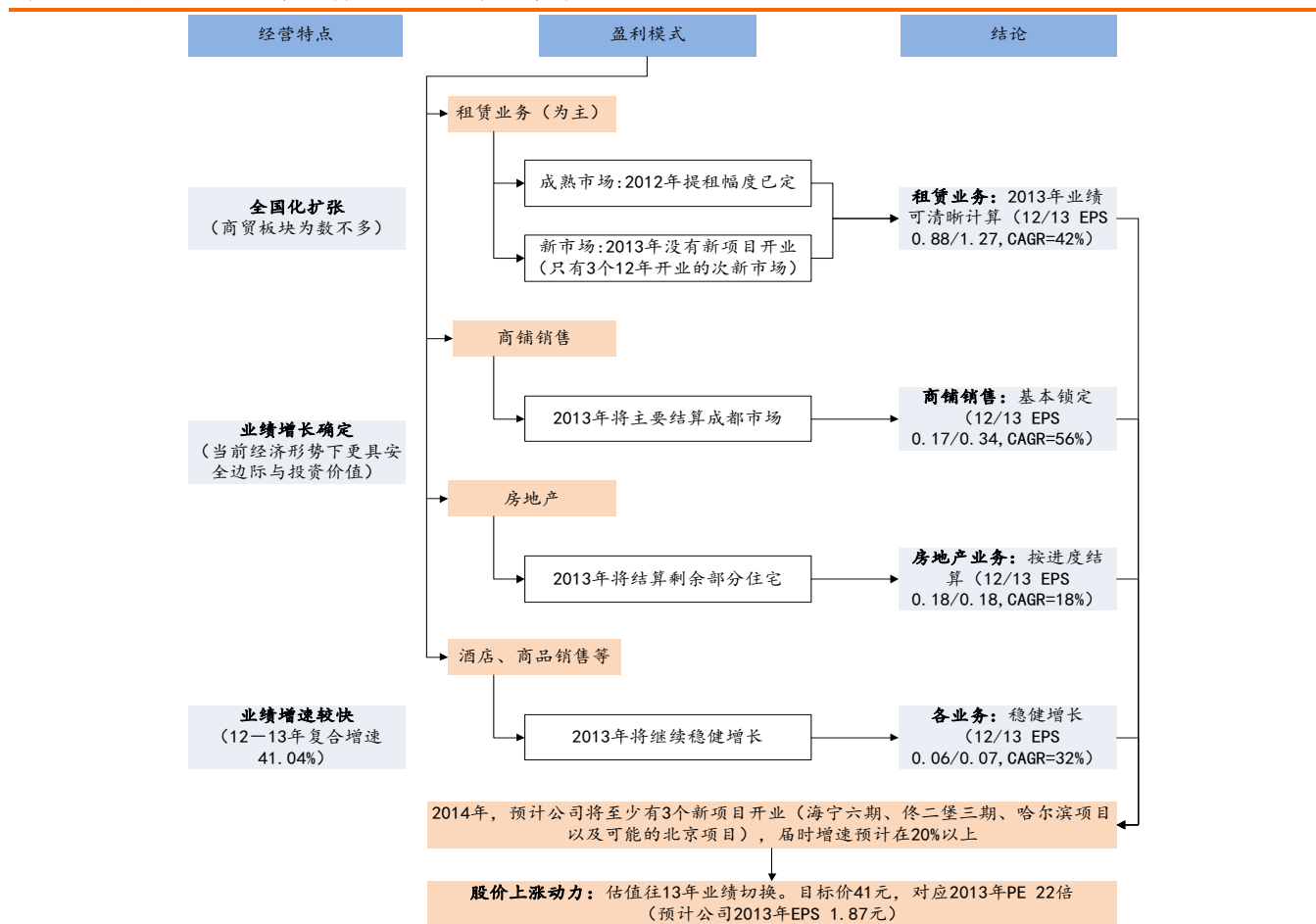
资料来源: 中投证券研究所

目 录

投资逻辑分析图.....	3
一、关于海宁皮城的几点新认识:	4
1.1 海宁皮城本质: “皮衣批发商的杀手”	4
1.2 海宁皮城的利润来源: 表面是租金, 背后是原有批发商利润的重新分配	4
1.3 公司特点: 盈利模式清晰, 业绩增长确定, 属于看得见的能够确定性成长的公司	5
1.4 公司成长的两大动力: 皮衣行业的自身成长、公司市场占有率的提升	6
二、商铺及配套物业的租赁	7
2.1 成熟市场持续繁荣, 内生提租稳定	7
2.2 新市场按进度推进, 外延储备丰富	9
2.3 未来三年商铺租赁业务的业绩预测: CAGR=31.7%	13
三、商铺及配套物业的销售	14
四、房地产结算	15
五、盈利预测及投资建议	15
5.1 盈利预测: 2013 年业绩已基本锁定, EPS=1.87 元	15
5.2 投资建议: 目标价 41 元, 强烈推荐	16

核心投资逻辑

图 1 公司估值往 13 年业绩切换的逻辑分析图



资料来源: 中投证券研究所

1、公司股价后续上涨的动力: 估值往 13 年业绩切换

①**成熟市场:** 在 12 年 6 月的提租幅度确定后, 其 13 年业绩基本确定 (不确定的为 13 年 6 月份的提租幅度);

②**新市场:** 预计公司 13 年没有新市场开业, 增量租金主要来源于 12 年 9、10 月份将要开业的 3 个次新市场 (佟二堡二期裘皮市场、成都市场、五期市场, 这三个次新市场的租赁面积、租金水平已公告);

公司盈利模式清晰, 在成熟市场提租幅度确定+新市场租金水平公告后, 公司 13 年业绩将几乎可以清晰的测算。此外, 站在 2013 年的时点, 公司 2014 年业绩增速也将不低 (20%以上, 原因为 2014 年我们预计公司将至少有 3 个新市场开业, 分别为海宁六期、佟二堡三期、哈尔滨项目以及可能的北京项目)。

2、结论: 公司兼具全国化扩张+业绩增长确定+业绩增速较快等特性, 是难得的投资标的

①公司作为“皮衣批发商的杀手”, 未来有望成为皮衣销售渠道的垄断者 (价格优势+种类丰富, 百货、商场等销售渠道难以在皮衣这一季节性产品上与其竞争);

②公司目前正处于外延扩张初期, 外延扩张 (空间广阔, 规划的市场还有多个, 外延扩张的天花板在 5 年之内都看不到)+内生提租 (租金仍有较大提升空间) 将带动公司业绩快速成长。

公司兼具**全国化扩张** (商贸零售板块为数不多)+**业绩增长确定** (当前经济形势下更具安全边际与投资价值)+**业绩增速较快** (12-13 年复合增速 41.04%) 等特性, 是商贸板块少有的能够确定性成长的公司, 亦是我们最看好的投资标的, 长期持有是最佳策略。维持目标价 41 元, 当前股价对应 13 年 PE 14 倍, “强烈推荐”!

一、关于海宁皮城的几点新认识：

1.1 海宁皮城本质：“皮衣批发商的杀手”

原因：①皮衣是个季节性产品，目前还没有成熟的销售渠道，传统销售主要是代理制，即由各级代理商向百货、卖场等商场供货，该销售模式产生两个结果：较高的终端售价、中间环节利润被各级代理商赚取；

②海宁通过在各地建立皮革专业市场的方式，凭借其皮衣产品种类丰富、价格低廉等特点（在与百货、商场等销售皮衣的渠道竞争中具有优势），拉近了生产企业与消费者之间的距离（消费者只要想买皮衣，去海宁皮城将是最优选择）；

③进驻海宁皮城的商户主要是皮衣生产企业，因此减少了中间环节，只要海宁皮城进入一个新的大区，当地原有的皮衣批发商就会倒下一片。辽宁如此，我们认为成都也将如此。

表 1 皮革专业市场与百货、商场等综合市场的优劣势比较

		皮革专业市场	百货、商场等综合市场
自身特点	选址	交通便利的城市周边，进驻成本低	核心商圈，较难进入，且进驻成本高昂
	盈利模式	出租商铺，收取租金	代收货款，销售扣点
	经营方式	批零结合，销售额各占一半	主要是零售
	异地扩张性	强（自建或并购为主）	弱（合适物业难找）
	辐射力	强	较弱，局限在当地
对于消费者	商品品质	低、中、高档皆有	中、高档
	皮革产品款式	多品种、多品牌，消费者可选余地大	较为单薄，消费者选择余地有限
	产品价格	物美价廉	较为昂贵
	硬件设施	和商场已不相上下，有的甚至超过了高档商场	高
对于生产厂家	销售环节	较少，以厂家直销为主	稍多，多数为经销商或批发商
	成本	规模效应，降低了企业的营销和交易成本	成本较高
	进入门槛	低，大、中、小企业都有	高，主要是有一定品牌影响力的大企业
	入驻意愿	因为其专业性，皮革厂商愿意入驻	稍弱

资料来源：中投证券研究所

1.2 海宁皮城的利润来源：表面是租金，背后是原有批发商利润的重新分配

表面上看，公司收的是租金，其实租金背后，公司收的是原来归属于皮衣批发商的利润！即将原来归皮衣批发商（或经销商）的利润，通过海宁皮城在各地皮革市场的建设，在消费者、生产企业以及海宁皮城之间进行重新分配。

之不过，由于三者之间海宁皮城的话语权更强势（中国皮革生产企业数目多、规模小、品牌知名度有限，对外扩张需要依靠皮革专业市场这类销售渠道），因此蛋糕会分的更多一些。

1.3 公司特点：盈利模式清晰，业绩增长确定，属于看得见的能够确定性成长的公司

盈利模式清晰：公司利润主要来源于**商铺租金、商铺销售以及房地产结算**。以收租金为主的盈利模式（在租赁期限内，租金不变），决定了新项目的租金水平一旦确定，在租赁期限内公司的业绩将比较容易测算。

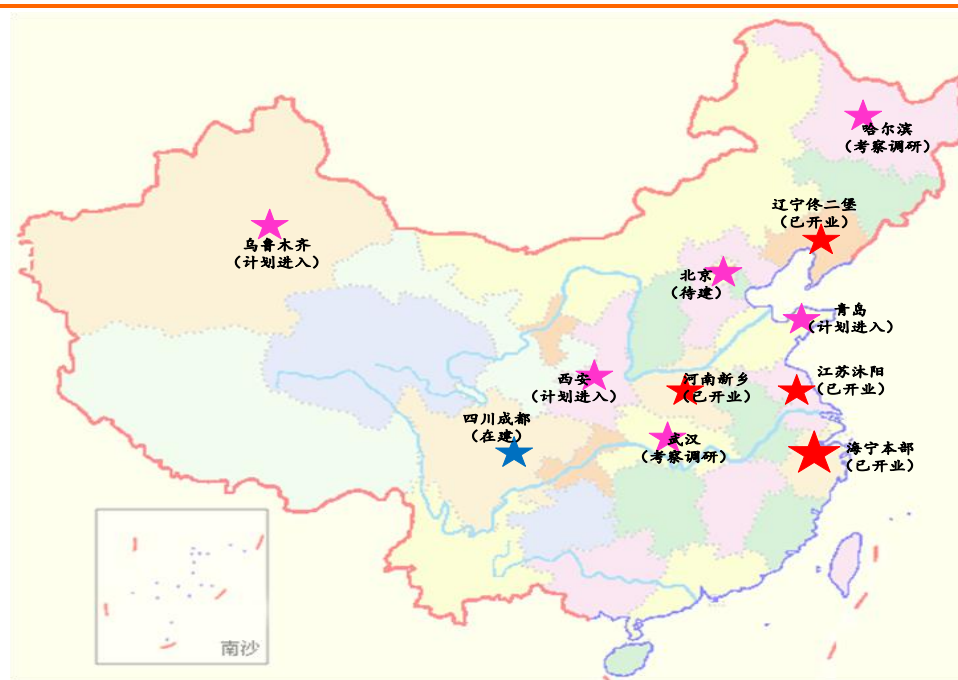
业绩增长确定：当前经济形势下更具安全边际与投资价值。

①**内生提租方面**（仍有较大的提租空间），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；

②**外延扩张方面**（空间广阔），除了已经公告的北京项目外，哈尔滨、青岛、西安、武汉和乌鲁木齐等地也正处于考察阶段，并且在大区域布局完成后，预计公司还将进行省会城市布局。

鉴于公司盈利模式清晰，内生提租稳定，外延储备丰富，因此属于商贸零售板块少有的能够确定性成长的公司。

图 2：公司外延扩张空间广阔



资料来源：中投证券研究所

1.4 公司成长的两大动力：皮衣行业的自身成长、公司市场占有率的提升

公司作为皮衣的中游销售渠道，其能否实现收入的持续快速成长，市值空间的“天花板”在哪里，与人们的消费习惯以及皮衣的流行程度息息相关。我们认为：海宁皮城的成长速度将快于皮衣行业的发展速度，公司长期发展的动力主要源于以下两个方面：

①皮衣行业的自身成长

皮衣作为消费升级产品，随着人们生活水平的提高和收入的增长，皮衣消费人群将不断扩大。2011年，中国皮革服装+毛皮服装的工业产值达701亿元，考虑到在商场等终端，皮衣的实际销售价格通常要比皮衣出厂价高30%左右，则中国皮衣的年销售额将超过900亿元。

另据中国皮革业协会估计，“十二五期间”，中国皮衣的年销售额将以每年15%的速度增长，海宁作为一个主要销售皮革服装、裘皮服装的专业市场，将显著受益于行业的快速成长。

②公司市场占有率的提升

由于目前整个皮衣的销售终端较为分散（主要集中在百货、商场以及分散的小商铺等），而公司作为皮衣的价格杀手（比商场便宜1/3—1/2），随着海宁皮城异地市场的不断推进，未来市场占有率将进一步提升，有望达到40%—50%的水平（2011年海宁皮城的年销售额在130亿元左右，市场占有率14.3%）。

预计到2015年，公司的租金收入有望达到17.85亿元，比2011年的5.79亿元增加208%，年均复合增长32.5%。

表2 海宁皮城成长的两大动力

单位：亿元

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	CAGR (2012-2015)
动力一：皮衣行业自身成长 (皮衣+裘皮销售额)	754	911	1048	1205	1386	1594	15.00%
动力二：市场占有率提升	13%	14%	19%	25%	26%	28%	18.92%
公司皮衣销售额	100	130	200	301	360	446	36.12%
假设比率：公司租金收入/公司的皮衣销售额	2.92%	4.45%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	备注①
公司的租金收入预计	2.92	5.79	8.00	12.05	14.41	17.85	32.51%

资料来源：统计局、中投证券研究所

注：①从公司发展的稳定性与可持续性上看，公司的租金收入/公司的皮衣销售额长期将维持在一个固定比例，我们认为3%—4.5%为一个合适的区间；

②公司2010、2011年的皮衣销售额为预计值；

③公司的市场占有率随着公司新市场在2012、2014年的集中开业，会有显著提升；

④公司12—15年的租金收入为依据4%的租金收入/皮衣销售额得出的预计值。

二、商铺及配套物业的租赁

2.1 成熟市场持续繁荣，内生提租稳定

公司目前的成熟市场包括海宁本地的老城市场、一期、二期、三期、四期市场，以及异地的辽宁佟二堡一期、河南新乡，以及江苏沐阳市场。其中海宁本地的一期、二期、三期、四期以及辽宁佟二堡一期市场为公司的主力市场。

公司成熟市场的总建筑面积为 99.1 万平方米，其中权益可供租赁面积 43.54 万平方米。

表 3：公司目前运营的成熟市场

	开业时间	权益比例	总建筑面积 (万 m ²)	权益可供租赁套内面积 (万 m ²)	租期	市场概况
老城市场	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	2005.10	100%	15.73	4.08	一年	主要经营皮具箱包、服装
二期	鞋业广场	2007.10	6.57	1.77	一年	将 2-3 楼改为毛皮市场，租金水平大幅提升
	毛皮服饰	2007.10	7.11	2.70	一年	1 楼牛仔服装，2-3 楼为毛皮服饰
	原辅料	2007.1	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，定位于高端品牌商户
四期市场	2010.11	100%	6.20	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，所有市场租金最高
佟二堡一期	2010.9	83.73%	16.12	7.45	一年	主要经营皮衣，公司异地扩张的第一家市场
佟二堡二斤	2011.8	83.73%	2.19	1.83	一年	收购的当地皮革市场，现在改卖生活小商品
江苏沐阳市场	2006.12	70%	5.19	1.97	一年	由公司 2010 年 6 月出资收购，收购价格低
新乡海宁皮城	2011.9	51%	7.50	2.97	一年	第一个销地扩张项目，90%是海宁商户
总计			99.1	43.54		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.1.1 本地市场

①老城市场

指位于海宁市海昌路 1 号的原浙江皮革服装城商品交易市场，自 2005 年 10 月起，该市场已整体搬迁至一期市场，公司已不再使用该市场，并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。

②一期市场

一期市场主营皮具箱包、皮革服装等产品，建筑面积 15.73 万平方米，可供租赁面积（即套内面积）4.08 万平方米，租赁期限为一年，每年 6 月份提租。

一期市场 2011 年贡献租金约 1.04 亿元，2011.6—2012.6 租期内租金水平为 245 元/平米/月(2011.6 提租幅度为 35%+), 预计 12 年 6 月份提租幅度在 5%左右。

③二期市场

二期市场主要由原辅料市场、皮装鞋业广场、皮草广场三大市场组成，总建筑面积约 26 万平方米，预计 12 年 6 月份提租幅度在 10%左右。

④三期市场

三期市场又名品牌风尚中心，主要由 72 幢独栋商务楼组成，总建筑面积约 20 万平米，是一个集展示销售、设计研发、品牌营销、总部管理、商务办公于一体的现代化皮革行业总部商务区。

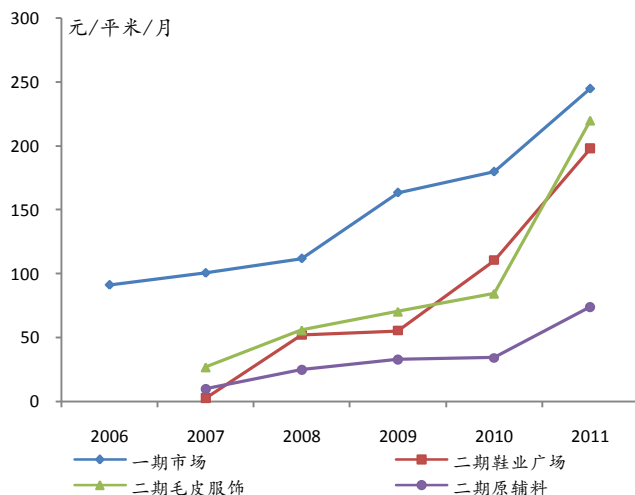
三期市场租金水平较低，租期三年，2011 年租金水平约在 21 元/平米/月，预计后续每年提租幅度在 15%左右。

⑤四期市场

四期市场以裘皮精品馆为主，招商时运用了租金+拍卖承租权的创新定价模式，所有市场租金最高（租期五年，租金+承租权费为 603 元/平米/月）。

四期市场自 2010 年 10 月份开业后，市场景气度日渐提升，每年能给公司带来稳定的租金收入 2 亿元。

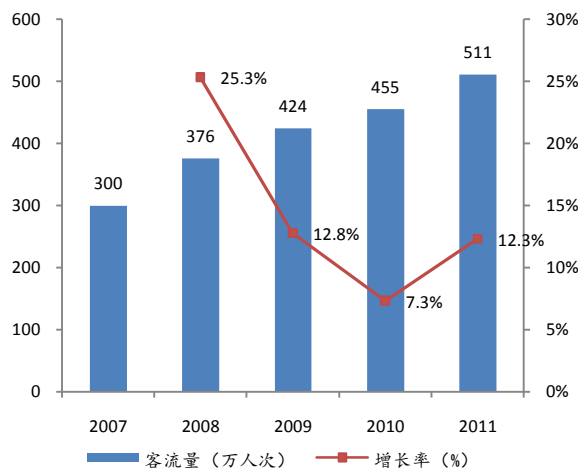
图 3 海宁一、二期市场的租金变化情况（2006—2011）



资料来源：中投证券研究所

注：租金水平为每年 6 月份提租后水平

图 4 海宁本部的客流量逐年增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.1.2 异地市场

①佟二堡一期市场

2010 年 9 月份开业，市场建筑面积 16 万平米，可供租赁面积 7.45 万平米，租期一年，2011.6—2012.6 的租金水平为 165 元/平米/月，预计 12—14 年提租幅度为 20%/15%/10%。佟二堡海宁皮城目前已成为东三省最重要的皮革、裘皮批零中心。

②河南新乡市场

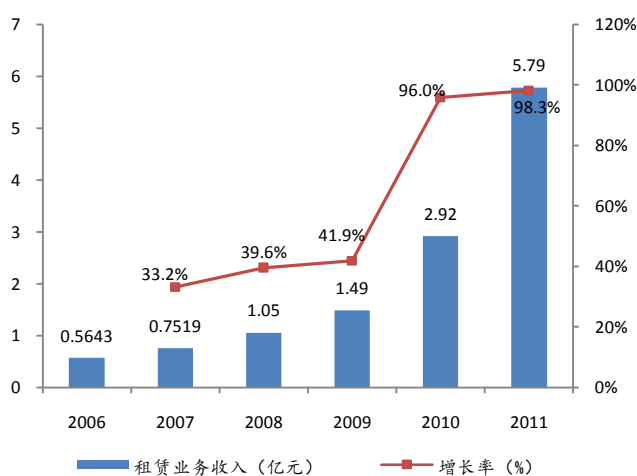
2011年9月份开业，建筑面积7.5万平米，2011年租金水平为48.3元/平米/月，预计12—14年提租幅度为-5%/20%/20%。

12年的略微降租主要基于以下两个原因：一、新乡市场由于所在城市辐射力、影响力有限，开业后暂没有达到预期的繁荣水平；二、公司从培育市场的角度考虑。新乡市场由于体量较小，略微降租对公司12年业绩的影响可以忽略不计。

③江苏沐阳市场

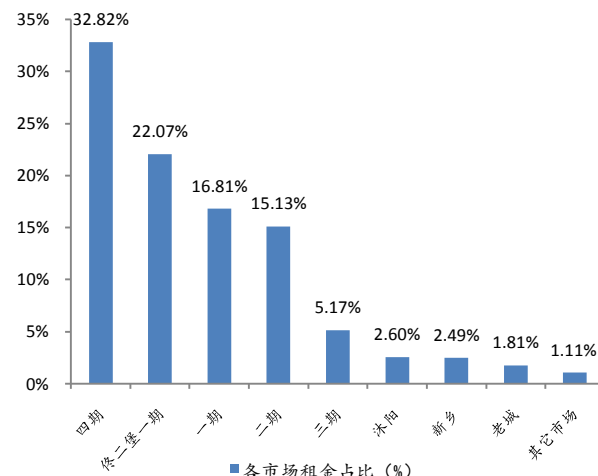
由公司2010年6月出资收购，建筑面积5.19万平米，2011.6—2012.6的租金水平为50元/平米/月，预计随着培育情况的逐渐成熟，12—14年提租幅度分别为10%/10%/10%。

图5 公司成熟市场的租金收入增长情况（2006—2011）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图6 公司各市场的租金收入贡献占比（2011）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 新市场按进度推进，外延储备丰富

2.2.1 已公告项目按进度推进

根据公司公告，目前公司在建的市场共有4个，分别为佟二堡二期市场、成都市场、海宁本地五期市场以及北京市场。其中佟二堡二期、成都市场以及海宁五期将于今年9、10月份开业。

根据公司目前的公开信息，按照项目的建设进度，我们推测13年公司没有新市场开业（北京项目按我们推测，最快将于2014年开业），但由于今年9、10月份开业的佟二堡二期、成都市场以及海宁五期市场的可租赁面积较大，租金水平较高，预计13年公司商铺租赁业务的收入增速仍较快。

表4：公司已公告的新市场

		预计开业时间	权益比例	总建筑面积 (万m ²)	可供租赁套内面积 (万m ²)	租期	市场概况
佟二	原辅料市场	2011.10	83.7%	2.97	0.81	18个月	由172间一楼一底的街面式独立商铺组成，已销售2.16万平米，售价5609元/平米

佟二堡二期	裘皮市场	2012.10	83.7%	10.2	5.46	33个月	建筑共4层,其中1-3层已出租4.09万平方米,第4层预计12年底进行招商
成都市场		2012.9	100%	16.0	8.32	34个月	位于成都新都区,已出售商铺59间,1.4万平方米,售价3.26万元/平米;出租商铺557间,13.89万平方米(建面),118元/平米/月
海宁五期		2012.10	100%	16.0	4.85	34个月	建筑共7层,目前已出租1-4层,共4.85万平方米(套内面积),租金146.7元/平米/月,5-7层12年度暂不对外招商
北京市场		2014.10	53%	20-30	10-15	未知	项目位于小红门地铁站东、西两侧,按北京新海宁出资金,小红门经济联社出土地的方式建设,项目预计建设周期较长。
总计				65-75	29-34		

资料来源:公司公告、中投证券研究所

注:公司公告,2012年还将公告1-2个新市场,其中异地市场中的哈尔滨项目进展较快。

①佟二堡二期市场

佟二堡二期市场总建筑面积13.2万平方米,由建筑面积为3万平方米的原辅料市场(已于2011年10月投入使用)和10.2万平方米的裘皮市场(预计于2012年10月份开业)组成。

原辅料市场:总建筑面积的72.6%(约2.16万平方米)已销售,总金额1.21亿元,约合每平方米5609元/平米。剩余的0.81万平方米用于出租,租期2011.8-2013.2,租赁价格约为27.66元/平米/月,12-14年的提租幅度为50%/30%/20%。

裘皮市场:根据公司公告,该市场已出售面积860平米(用于银行网点),售价20000元/平米。已出租面积3.96万平方米,租期33个月,平均每平米租金水平192元/月(其中租金69.5元/月,综合管理费122.5元/月,这样安排主要是为了合理避税),12年9月份开始贡献业绩。

另外,裘皮市场的4层(约1.36万平方米)还没有进行招商,公司将其定位为批发区,计划于12年年底进行招商。

表5:佟二堡二期市场的收入测算(2012E-2014E)

	属性	2012E	2013E	2014E
佟二堡二期原辅料市场 (2011年10月开业)	租赁面积(万平方米)	0.81	0.81	0.81
	租赁期限(月)	12	12	12
	租金水平(元/平米/月)	41.51	53.96	64.75
	提租幅度(%)	50%	30%	20%
	租金收入(万元)	281.49	388.46	483.04
佟二堡二期裘皮市场 (2012年10月开业)	租赁面积(万平方米)	4.09	5.46	5.46
	租赁期限(月)	4	12	12
	租金水平(元/平米/月)	192.00	192.00	192.00
	提租幅度(%)	0	0	0
	租金收入(万元)	2631.86	10527.51	10533.10

资料来源:公司公告、中投证券研究所

②成都市场

该市场是公司在西南地区布局的第一个市场，对皮衣生产企业来说，战略意义重大，因此招租情况十分火爆，销售价格、租金水平均超公司原有预期。

根据公告，成都市场共出售商铺 1.43 万平方米，出售价格 3.26 万元/平米，总认购金额 4.68 亿元，预计 2013 年结算；

共出租商铺 13.89 万平方米，租期 34 个月（12 年 8 月—15 年 5 月），**总租金水平由承租权费+租金组成**，其中租金一年一定（每年 6 月份确定下一年租金，每年租金涨幅不超过 25%）、一年一交，第一年租金水平 67.75 元/平米/月（第一年打六折，第二年恢复正常）；承租权费折合为 50.72 元/平米/月。

成都市场预计在 2012 年 9 月下旬开业，作为公司第一个真正意义上的销地扩张市场，如果其能在开业后实现市场繁荣，则对公司未来的外延扩张具有重要的指导意义。

表 6：成都市场的收入测算（2012E—2014E）

	属性	2012E	2013E	2014E
成都市场 (2012 年 9 月下旬开业)	租赁面积 (万平方米)	13.89	13.89	13.89
	租赁期限 (月)	5	12	12
	租金水平 (元/平米/月)	118.47	174.93	187.35
	提租幅度 (%)		10%	10%
	租金收入 (万元)	8227.56	24451.29	30191.55

资料来源：公司公告、中投证券研究所

③海宁五期市场

海宁五期市场定位为品牌旗舰店集群，目的是为消费者提供单个品牌各类皮革产品的一站式消费场所，预计 2012 年 10 月份开业。

五期市场总建筑面积 16 万平方米，目前已招租面积 4.85 万平方米（套内面积，5—7 层还未招租），租期 34 个月（12.8—15.5），第一年租金水平为 147.6 元/平米/月。预计五期市场的 5—7 层将于 2013 年开始招租。

表 7：海宁五期市场的收入测算（2012E—2014E）

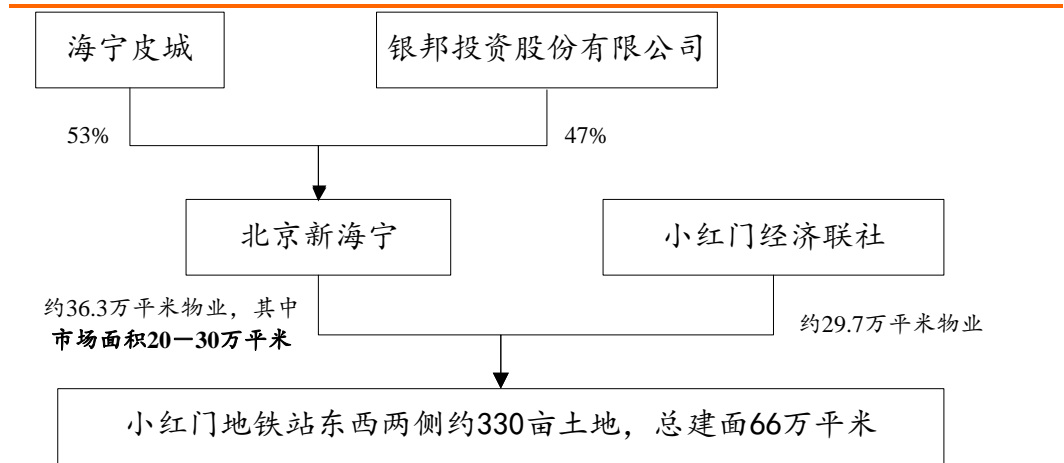
	属性	2012E	2013E	2014E
海宁五期市场 (2012 年 10 月开业)	租赁面积 (万平方米)	4.85	4.85	4.85
	租赁期限 (月)	5	12	12
	租金水平 (元/平米/月)	147.60	162.36	178.60
	提租幅度 (%)		10%	10%
	租金收入 (万元)	3579.30	9019.84	9921.82

资料来源：公司公告、中投证券研究所

④北京市场

该市场位于北京市小红门乡小红门地铁站东，以“北京新海宁出资金、小红门经济联社出土地”的方式建设，规划建筑面积为 20—30 万平方米。由于该项目需要立项、房屋拆迁、建设方案审批等步骤，预计建设周期较长，按进度将于 2014 年底正式开业。

图 7：北京市场股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8：北京市场收入测算的情景分析（2014E—2016E）

情景分析	建筑面积 (万平方米)	租赁面积 (万平方米)	租赁单价 (元/平米/月)			租金收入 (万元)		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
乐观	30	13.5	280	364	437	6010	27647	34378
中性	25	11.25	230	299	359	4114	18925	23533
悲观	20	9	180	234	281	2576	11849	14734

资料来源：中投证券研究所

注：租赁面积为北京项目按照 0.5 的换算比例换算成套内面积（即 1 平方米建筑面积=0.5 平方米套内面积），假设北京项目 2014 年 10 月开业，2015、2016 年提租 30%、20%。公司拥有北京市场权益比例的 53%。

2.2.2 未来外延扩张储备丰富

除了目前在建的项目外，公司还计划进军哈尔滨、武汉、呼和浩特、西安和乌鲁木齐等地，其中哈尔滨、乌鲁木齐等地公司正在进行市场考察与调研，预计将于 2013 年开工建设。

这些项目将是公司 2014 年—2018 年业绩持续快速增长的重要推动力，在大区域布局完成后，公司下一步预计将进行省会城市布局，未来公司的异地扩张空间十分广阔。

2.3 未来三年商铺租赁业务的业绩预测: CAGR = 31.7%

根据前面的分析, 不考虑公司 2014 年还可能开业的海宁六期、佟二堡三期以及可能的哈尔滨市场, 我们预测 2012—2014 年:

公司**租赁业务的收入**分别为 8.91 亿元、12.52 亿元、14.28 亿元, 增速分别为 37.7%、40.5%、14.1%, 以 2011 年为基期, 2012—2014 年复合增速 30.2%;

公司**租赁业务的 EPS**分别为 0.88 元、1.27 元和 1.45 元, 增速分别为 38.6%、44.3%、14.2%, 以 2011 年为基期, 2012—2014 年复合增速 31.7%。

表 9: 未来三年商铺租赁业务收入及业绩测算 (2012E—2014E)

单位: 亿元		2011	2012E	2013E	2014E	CAGR (2012—2014)
成熟市场		6.46 (含管理费)	7.43	8.08	8.75	10.6%
YOY			15.0%	8.7%	8.3%	
新市场		0.01	1.47	4.44	5.52	720.3%
YOY			14600%	202%	24.3%	
合计	租赁收入	6.47	8.91	12.52	14.28	30.2%
	YOY		37.7%	40.5%	14.1%	
	租赁 EPS (元)	0.63	0.88	1.27	1.45	31.7%
	YOY		38.6%	44.3%	14.2%	

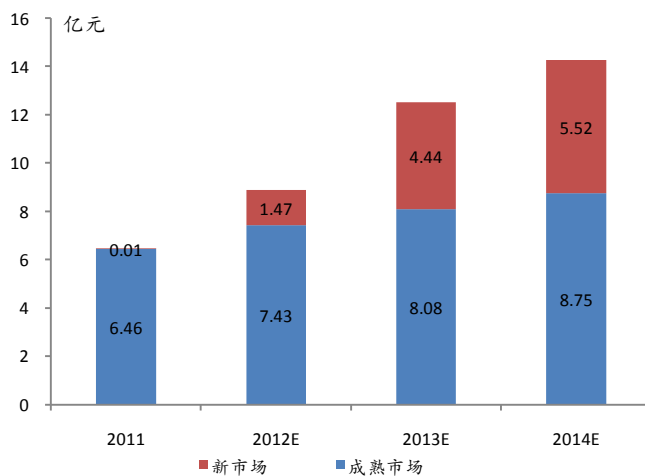
新市场的租赁业务收入测算:

佟二堡	原辅料	0.01	0.03	0.04	0.05	
二期	裘皮		0.26	1.05	1.05	
成都海宁皮城			0.82	2.45	3.02	
海宁皮城五期			0.36	0.90	0.99	
北京市场 (按中性情景)					0.41	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

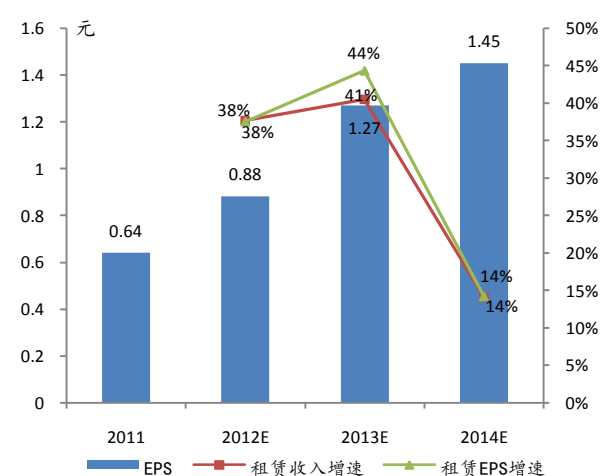
注: 2014 年业绩不含可能开业的海宁六期、佟二堡三期, 以及哈尔滨市场

图 8 公司成熟市场、新市场的租金测算 (11—14E)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 9 公司租赁业务 EPS 及增速测算 (11—14E)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

三、商铺及配套物业的销售

该业务主要指公司对皮革市场、出口加工区或写字楼等销售收入的结算，由于从交付使用到最终在报表上的体现，需要一定的条件以及期限，因此通常在当年销售的商铺，要到第二年才能在报表上体现出来。

例如：在 2010 年 9 月份销售的佟二堡一期市场，于 2011 年才开始结算，2011 年 8 月份销售的佟二堡二期原辅料市场，也将于 2012 年结算完毕。

根据公司各项目的销售情况及结算进度，我们认为：

2012 年，公司将主要结算四期商务楼、佟二堡二期原辅料市场、以及三期的西区部分，预计总结算收入 3.24 亿元，贡献 EPS 约 0.17 元；

2013 年，公司将主要结算四期商务楼、佟二堡二期裘皮市场、以及成都市场，预计总结算收入 5.62 亿元，贡献 EPS 约 0.34 元；

2014 年，公司将主要结算斜桥皮革加工区（暂不考虑 2014 年可能开业的北京市场、海宁六期、佟二堡三期，以及哈尔滨市场），预计总结算收入 1.29 亿元，贡献 EPS 约 0.09 元。

表 10：公司商铺及配套物业的销售收入及业绩测算（2012E—2014E）

	属性	2012E	2013E	2014E
四期商务楼	结算面积（万平米）	1.74	1.74	
	销售均价（元/平米）	4500	4500	
	销售收入（万元）	7830	7830	
佟二堡二期原辅料市场	结算面积（万平米）	2.16		
	销售均价（元/平米）	5609		
	销售收入（万元）	12115		
三期市场的西区	结算面积（万平米）	2.26		
	销售均价（元/平米）	5520		
	销售收入（万元）	12500		
佟二堡二期裘皮市场	结算面积（万平米）		0.086	
	销售均价（元/平米）		20000	
	销售收入（万元）		1720	
成都市场	结算面积（万平米）		1.43	
	销售均价（元/平米）		32600	
	销售收入（万元）		46618	
斜桥皮革加工区	结算面积（万平米）			5.6
	销售均价（元/平米）			2300
	销售收入（万元）			12880
合计	销售收入（万元）	32445	56168	12880
	EPS（元）	0.17	0.34	0.09

资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：2014 年业绩不含届时可能开业的北京市场、海宁六期、佟二堡三期，以及哈尔滨市场

四、房地产结算

皮都东方艺墅为公司自成立以来唯一的住宅开发项目，项目位于海宁市碧云路西侧、长园新村点东侧，占地面积 111,929 平方米，规划总建筑面积约 120,230.00 平方米，预计总投资 5.4 亿元。

项目定位为 3—6 层多层建筑为主的高品质住宅小区，规划容积率 1.0—1.4，规划建设 366 套多层公寓、230 套排屋，以当地自住型、改善型居民为目标消费群。

该项目于 2011 年进入结算期，预计在 2011—2013 年将结算完毕，项目预计总销售收入 13 亿元左右：

2011 年，该项目已结算 3.84 亿元，毛利率 33.51%，贡献 EPS 约 0.14 元；

2012 年，预计该项目将结算 4.7 亿元，但由于 12 年结算部分的售价更高，因此毛利率将同比有所提升，预计贡献 EPS 约 0.18 元；

2013 年，预计该项目将结算 4.43 亿元，预计贡献 EPS 0.18 元。

表 11：公司房地产项目的结算情况及业绩测算（2011—2013E）

	属性	2011	2012E	2013E
东方艺墅	结算面积（万平米）	4.27	4.27	3.69
	销售均价（元/平米）	9000	11000	12000
	销售收入（万元）	38400	47000	44300
合计	EPS（元）	0.13	0.18	0.18

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测：2013 年业绩已基本锁定，EPS = 1.87 元

根据前面的分析，我们认为公司 2012、2013 年的业绩已经基本锁定，营业收入分别为 21.67 亿元、27.97 亿元，EPS 分别为 1.28 元和 1.87 元，以 2011 年为基期，公司 2012—2013 年的业绩 CAGR=41.04%，其中租赁业务贡献 EPS 的 CAGR=41.98%。

2014 年，预计公司将会至少有 3 个新市场开业（分别为海宁六期、佟二堡三期、哈尔滨市场，北京市场能否于 2014 年开业还具有一定的不确定性），但由于这些市场的租赁面积、租赁价格以及商铺销售情况等信息仍不十分明确，因此我们暂不对公司 2014 年的业绩进行详细测算。

但我们有理由认为：在海宁六期、佟二堡三期以及哈尔滨等至少 3 个新增市场的带动下，公司 2014 年业绩仍会有不少于 20% 的增长（届时公司建筑面积将至少增 20%）。

表 12：公司 2011—2013 年各业务的收入测算（2011—2013E）

各项业务	2011	2012E	2013E	CAGR (2012—2013)
商铺及配套物业租赁	6.47	8.91	12.52	39.11%
商铺及配套物业销售	3.8	3.24	5.62	21.61%
房地产	3.84	4.7	4.43	7.41%
商品销售、酒店及其它	4.37	4.82	5.4	11.16%
合计	18.48	21.67	27.97	23.03%
YOY	--	17.26%	29.07%	--

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 13：公司 2011—2013 年各业务的业绩测算（2011—2013E）

各项业务	2011	2012E	2013E	CAGR (2012—2013)
商铺及配套物业租赁	0.63	0.88	1.27	41.98%
商铺及配套物业销售	0.14	0.17	0.34	55.84%
房地产	0.13	0.18	0.18	17.67%
商品销售、酒店及其它	0.04	0.06	0.07	32.29%
合计	0.94	1.28	1.87	41.04%
YOY	--	36.17%	46.09%	--

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.2 投资建议：目标价 41 元，强烈推荐

我们认为，海宁皮城是能够全国化扩张（商贸零售板块为数不多）+业绩增长确定（当前经济形势下更具安全边际与投资价值，可以给予其一定的估值溢价）+业绩增速较快（12—13 年复合增速 41.04%）的公司。

自 2012 年 3 月份以来，公司股价如我们预期般在 3 个新项目（佟二堡二期裘皮市场、成都市场、海宁五期）招商超预期等诸多利好的带动性，取得了不错的涨幅。

如今，投资者普遍关心公司股价后续上涨的动力何在？我们认为，在公司业绩的确定性+良好的成长性带动下，估值往 13 年业绩切换，将是驱动公司股价后续上涨的最大动力。

我们坚定看好公司良好的成长性和长期投资价值，维持公司长期目标价 41 元，对应 12 年 PE 32 倍，13 年 PE 22 倍，目前股价 26.49 元，对应 13 年 PE 仅 14 倍，“强烈推荐”！

相关报告

报告日期	报告标题
2011-08-24	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”
2011-10-28	海宁皮城_外延扩张积极推进，全年业绩高速增长已成定局
2011-11-17	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
2012-02-28	海宁皮城_业绩符合预期，提租效应+新增项目将带动 2012 年业绩快速成长
2012-03-09	海宁皮城_佟二堡二期招商超预期，验证公司强大市场集聚能力
2012-04-18	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
2012-04-24	海宁皮城_商铺租金增加+住宅项目结算助力公司一季度快速成长
2012-05-03	海宁皮城_成都项目招商超预期，五期项目将再续辉煌
2012-05-04	海宁皮城_五期市场招商细则公告，租金水平再超预期
2012-05-22	海宁皮城_五期市场招商完美结束，100%招租率再超预期

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3030	5153	6440	8549
现金	1332	3448	4218	6341
应收账款	77	115	147	166
其他应收款	158	54	130	90
预付账款	26	27	37	40
存货	1431	1506	1906	1909
其他流动资产	7	3	2	3
非流动资产	1866	1572	2102	1763
长期投资	0	0	0	0
固定资产	252	223	190	153
无形资产	11	11	11	11
其他非流动资产	1603	1338	1900	1599
资产总计	4896	6725	8541	10312
流动负债	2477	3692	4413	4857
短期借款	4	0	0	0
应付账款	434	444	519	570
其他流动负债	2039	3248	3894	4287
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	2477	3692	4413	4857
少数股东权益	75	113	162	211
股本	560	560	560	560
资本公积	1000	1000	1000	1000
留存收益	784	1360	2407	3684
归属母公司股东权益	2344	2920	3967	5244
负债和股东权益	4896	6725	8541	10312

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	498	1887	1214	1638
净利润	565	754	1095	1327
折旧摊销	76	52	57	61
财务费用	-46	-99	-159	-219
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-143	1218	205	458
其他经营现金流	46	-38	16	10
投资活动现金流	-853	274	-602	266
资本支出	853	22	22	22
长期投资	0	-293	579	-290
其他投资现金流	1	3	-1	-1
筹资活动现金流	-126	-45	159	219
短期借款	0	-4	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	280	0	0	0
资本公积增加	-280	0	0	0
其他筹资现金流	-126	-41	159	219
现金净增加额	-480	2116	770	2122

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2167	2797	3223
营业成本	839	889	1035	1133
营业税金及附加	187	219	282	325
营业费用	86	100	123	148
管理费用	61	71	92	106
财务费用	-46	-99	-159	-219
资产减值损失	5	4	4	4
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	725	983	1420	1725
营业外收入	43	19	22	25
营业外支出	12	1	0	0
利润总额	756	1000	1441	1750
所得税	192	246	346	424
净利润	565	754	1095	1327
少数股东损益	38	38	48	50
归属母公司净利润	527	716	1047	1277
EBITDA	755	937	1317	1567
EPS (元)	0.94	1.28	1.87	2.28

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	82.0%	16.7%	29.1%	15.2%
营业利润	154.3	35.6%	44.4%	21.5%
归属于母公司净利润	110.1	35.8%	46.3%	21.9%
获利能力				
毛利率	54.8%	59.0%	63.0%	64.9%
净利率	28.4%	33.0%	37.4%	39.6%
ROE	22.5%	24.5%	26.4%	24.4%
ROIC	-102%	-38.5%	-48.6%	-46.3%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	54.9%	51.7%	47.1%
净负债比率	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.22	1.40	1.46	1.76
速动比率	0.65	0.99	1.03	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.37	0.37	0.34
应收账款周转率	24	22	21	21
应付账款周转率	2.44	2.03	2.15	2.08
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.28	1.87	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	3.37	2.17	2.92
每股净资产(最新摊薄)	4.19	5.21	7.08	9.36
估值比率				
P/E	28.11	20.69	14.14	11.60
P/B	6.32	5.07	3.73	2.82
EV/EBITDA	16	13	9	8

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。

免责声明

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