

商业物业经营

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 41.00元

当前股价: 23.54元

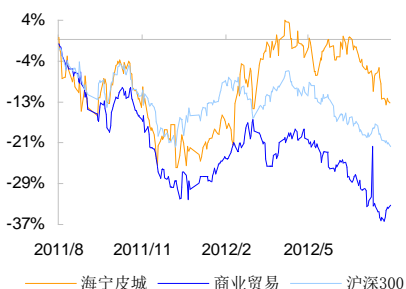
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2055.71
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	36
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	-8.62	-9.77	-0.44
商业贸易	-3.57	-18.14	-17.65
沪深300指数	-3.79	-13.04	-12.68



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_ (深度) 确定性高成长典范, 估值切换是后续上涨最大动力 2012-06-18
 海宁皮城_ 全年业绩高成长确定, 估值切换是后续上涨最大动力 2012-07-31

海宁皮城

002344

强烈推荐

上半年完美收官, 下半年精彩继续

——2012年半年报点评

公司公告: 1、12年上半年营业收入9.81亿元, 同比减少4.77%, 实现归属上市公司股东净利润2.98亿元, 同比增加38.19%, EPS 0.53元;

2、2012年1-9月业绩预告: 预增15%-45%。

公告点评:

- 上半年公司业绩增长质量高: 租赁业务占比、毛利率持续向好。
 - ①租金收入继续保持快速增长势头, 且占比大幅提升。上半年公司由于出租商铺的面积增加, 以及租金水平的上涨, 使得租金收入大幅增长23.76%, 占公司营收的比例也提升至33.11%, 收入质量持续提升;
 - ②毛利率大幅提升。上半年公司主营业务毛利率60.89%, 同比增加2.72个百分点, 其中租赁业务由于租金水平持续上涨, 毛利率增长4.15%, 房地产业务也由于东方艺墅知名度的提升, 售价上涨, 毛利率大幅提升22.3%;
- 此外, 上半年公司的销售费用绝对额出现下降, 体现了其较好的费用控制能力; 公司的少数股东损益同比大幅减少, 原因系2011年上半年, 公司对佟二堡一期(公司持股83.73%)的商铺销售收入进行结算所致。
- 下半年, 公司在老市场提租、新市场开业带动下, 业绩将精彩继续! 我们维持公司12年全年实现业绩1.28元, 同比增长36%的目标不变。
 - ①老市场提租: 已于12年7月续租完毕, 提租幅度再超预期;
 - ②新市场开业: 下半年9、10月份, 佟二堡二期裘皮市场、成都市场、海宁本地五期市场将先后开业, 贡献增量租金;
 - ③房地产: 下半年预计将再结算2.2亿元(上半年已结算2.7亿元);
 - ④毛利率将继续提升: 租金水平上涨+高毛利率房地产项目结算。
- 估值向13年业绩切换是股价后续上涨最大动力。原因: ①公司盈利模式清晰, 业绩确定性高; ②目前时点, 公司13年业绩几乎可以清晰测算; ③14年公司新项目有多个(如佟二堡三期、北京项目等), 业绩仍能高成长。
- 维持“强烈推荐”: ①公司兼具全国化扩张+业绩增长确定+业绩增速较快等特性, 是我们全年最看好的投资标的; ②预计公司12/13年EPS 1.28/1.87, 目前PE 20倍(13年总业绩、租赁业绩增速均>40%), “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	25.66	18.89	12.91	10.59
P/B	5.77	4.63	3.41	2.58
EV/EBITDA	14	11	8	7

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司中报关键财务数据

主要会计数据	2012年1-6月	2011年1-6月	同比增减(%)
营业总收入(元)	981,482,833.54	1,030,600,054.58	-4.77%
营业利润(元)	410,293,298.25	313,893,716.80	30.71%
利润总额(元)	411,652,713.25	318,946,915.43	29.07%
归属于上市公司股东的净利润(元)	297,676,077.46	215,403,599.31	38.19%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润(元)	292,353,126.84	211,481,806.97	38.24%
经营活动产生的现金流量净额(元)	1,055,819,801.38	-24,192,750.94	4,464.20%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 2 海宁皮城各业务收入成本分析

分产品	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率(%)	营业收入同比增速(%)	营业成本同比增速(%)	毛利率同比增减(%)
商铺及配套物业租赁	3.23	0.28	91.46%	23.76%	-16.72%	4.15%
商铺及配套物业销售	1.78	0.67	62.37%	-52.28%	-22.44%	-14.48%
住宅开发销售	2.55	1.18	53.8%	33.58%	-9.91%	22.3%
综合管理服务费	0.50	0.12	76.59%	407.52%	624.25%	-7%
商品销售	1.46	1.41	3.66%	-13.07%	-13%	-0.08%
酒店服务	0.24	0.17	29.17%	20.2%	20.06%	0.08%
合计	9.77	3.82	60.89%	-4.49%	-10.71%	2.72%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 3 主营业务收入分产品占比情况表

分产品	2012年1-6月		2011年1-6月		同比增减(%)
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	
商铺及配套物业租赁	32,342.24	33.11	26,133.94	25.56	7.56
商铺及配套物业销售	17,766.76	18.19	37,230.16	36.41	-18.22
住宅开发销售	25,462.77	26.07	19,061.60	18.64	7.43
综合管理服务费	5,046.16	5.17	994.28	0.97	4.19
商品销售	14,617.87	14.97	16,815.86	16.44	-1.48
酒店服务	2,435.44	2.49	2,026.09	1.98	0.51
合计	97,671.24	100.00	102,261.93	100.00	0.00

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

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
流动资产	3030	5153	6440	8549	营业收入	1856	2167	2797	3223
现金	1332	3448	4218	6341	营业成本	839	889	1035	1133
应收账款	77	115	147	166	营业税金及附加	187	219	282	325
其他应收款	158	54	130	90	营业费用	86	100	123	148
预付账款	26	27	37	40	管理费用	61	71	92	106
存货	1431	1506	1906	1909	财务费用	-46	-99	-159	-219
其他流动资产	7	3	2	3	资产减值损失	5	4	4	4
非流动资产	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	营业利润	725	983	1420	1725
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
资产总计	4896	6725	8541	10312	利润总额	756	1000	1441	1750
流动负债	2477	3692	4413	4857	所得税	192	246	346	424
短期借款	4	0	0	0	净利润	565	754	1095	1327
应付账款	434	444	519	570	少数股东损益	38	38	48	50
其他流动负债	2039	3248	3894	4287	归属母公司净利润	527	716	1047	1277
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	755	937	1317	1567
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.94	1.28	1.87	2.28
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2477	3692	4413	4857	主要财务比率				
少数股东权益	75	113	162	211	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	560	560	560	560	成长能力				
资本公积	1000	1000	1000	1000	营业收入	82.0%	16.7%	29.1%	15.2%
留存收益	784	1360	2407	3684	营业利润	154.3	35.6%	44.4%	21.5%
归属母公司股东权益	2344	2920	3967	5244	归属于母公司净利润	110.1	35.8%	46.3%	21.9%
负债和股东权益	4896	6725	8541	10312	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	-102.7	-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	25.66	18.89	12.91	10.59
					P/B	5.77	4.63	3.41	2.58
					EV/EBITDA	14	11	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-08-24	海宁皮城(深度报告之一)_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
2012-06-18	海宁皮城(深度报告之二)_确定性高成长典范,估值切换是后续上涨最大动力
2012-07-31	海宁皮城_全年业绩高成长确定,估值切换是后续上涨最大动力

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

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。

重点覆盖公司: 海宁皮城、海印股份、永辉超市、苏宁电器、小商品城、文峰股份、农产品、华联综超、吉峰农机等。

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。

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

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

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

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