

商业物业经营

署名人: **樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.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: 22.90元

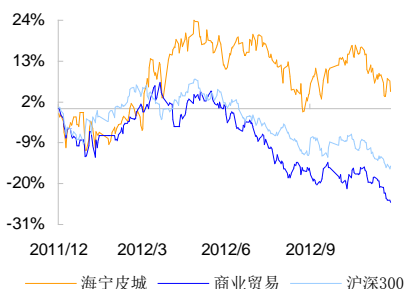
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 1975.14 |
| 总股本(百万) | 560 |
| 流通股本(百万) | 157 |
| 流通市值(亿) | 37 |
| 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 | -10.35 | 5.25 | -10.91 |
| 商业贸易 | -14.73 | -13.41 | -29.68 |
| 沪深300指数 | -7.60 | -4.35 | -19.05 |



相关报告

- 海宁皮城_深度报告_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_哈尔滨项目正式签约, 全国化扩张快速推进 2012-09-03
- 海宁皮城_佟二堡三期项目拿到土地, 外延扩张步伐提速 2012-10-15

请务必阅读正文之后的免责条款部分

海宁皮城

002344

强烈推荐

海宁本部市场销售火爆, 客流量同比增 10%

海宁皮城于12月5日在官网(www.chinaleather.com)发布一则报道“今冬皮革城销售火爆 客流量同比增长10%”, 要点如下:

1、目前, 海宁本部市场已经进入销售最火爆的季节。据统计, 今年海宁本部市场的销售形势相比去年要更为火爆;

2、截至11月底, 海宁本部市场的客流量已经达到430万人, 相比去年增长近10%, 预计全年的客流量将超过560万人, 成交额预计可以突破100亿元。在当前经济下滑的背景下, 海宁皮革城却逆势增长, 创造了皮都海宁的新纪录;

3、2012年, 在众多产业面临下行压力的时候, 海宁皮革产业依然实现了增长。

投资要点:

- **海宁本部市场的客流量再次印证公司皮衣“奥特莱斯”业态的成功。**2012年, 受整个宏观经济不景气影响, 较多行业的消费出现下滑, 但海宁本部市场的客流量依然有近10%的增长, 再次印证海宁皮革城凭借皮衣价格优势+种类丰富等特点, 对消费者的巨大吸引力。经过多年发展, 海宁皮城的辐射力与影响力与日俱增。
- **海宁皮城的皮衣销售形势今年之所以能逆势增长, 原因有以下四点:**①今年秋冬季天气较往年寒冷; ②皮衣满足人们消费升级需求; ③皮衣自身时尚元素的增强; ④皮衣相对其它秋冬季服装(如大衣、羽绒服等)价差的缩小。
- **今年海宁本部市场的客流量同比能够增长近10%, 意味着海宁本部市场的销售额应该是正增长的。**原因: ①来海宁皮城的顾客, 目标均较为明确, 因此转化率非常高; ②海宁皮城的皮衣单价较去年有所上涨, 因为人工、租金等成本的上涨, 使得皮衣的单价也略有上升。总之, 我们预计, 海宁皮城本部市场的销售额今年增幅在10%左右, 本部市场明年的提租幅度我们保守预计在5%-10%水平。
- **公司股价后续上涨的两大动力:**①**估值向13年业绩切换。**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年公司新开项目有多个(如哈尔滨市场、佟二堡三期、北京项目等), 业绩仍能高成长。②**成都市场实现开业繁荣,**成都市场是海皮第一个真正意义上的销地扩张市场, 对公司未来的全国扩张能否成功具有重要的借鉴意义。
- **持续“强烈推荐”+观点重申:**①公司是商贸零售板块里的稀缺品种, 是弱势下优秀的投资标的(业绩确定性+高成长)! **下跌即是买入良机;**②公司兼具**全国化扩张+业绩增长确定+业绩增速较快**(12年业绩增36%, 13年增46%)等特性, **是我们未来几年最看好的投资标的;**③预计公司12/13年EPS 1.28/1.87, 目前PE17.9倍(13年总业绩、租赁业绩增速均>40%), 坚定看好公司投资价值, 持续“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 | 24.33 | 17.92 | 12.24 | 10.04 |
| P/B | 5.47 | 4.39 | 3.23 | 2.45 |
| EV/EBITDA | 13 | 11 | 8 | 6 |

资料来源: 中投证券研究所

表 1：海宁皮城本部市场的客流量情况

| 时间 | 客流量 (万人次) | 同比增长 (%) | 佟二堡市场客流量 (万人次) |
|--------------|-----------|----------|----------------|
| 2007 | 超过 300 | | |
| 2008 | 375 | 约 20% | |
| 2009 | 424 | 12.77% | |
| 2010 | 455 | 7.3% | |
| 2011 | 511 | 12.35% | 180 |
| 2012 年 11 月末 | 430 | 10% | — |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2：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

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 年业绩快速增长 |
| 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增长 |
| 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 |
| 2012-08-29 | 海宁皮城_上半年完美收官，下半年精彩继续 |
| 2012-09-03 | 海宁皮城_哈尔滨项目正式签约，全国化扩张快速推进 |
| 2012-09-19 | 海宁皮城_斜桥加工区项目拿到土地，预计 13 年 3 季度开业 |
| 2012-10-15 | 海宁皮城_佟二堡三期项目拿到土地，外延扩张步伐提速 |
| 2012-10-25 | 海宁皮城_Q3 净利润增速下滑属正常现象，估值切换是后续上涨最大动力 |

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 |

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 | -102.7 | -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 | 24.33 | 17.92 | 12.24 | 10.04 |
| P/B | 5.47 | 4.39 | 3.23 | 2.45 |
| EV/EBITDA | 13 | 11 | 8 | 6 |

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

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。2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。

重点覆盖公司: 海宁皮城、海印股份、文峰股份、永辉超市、苏宁电器、小商品城、友谊股份、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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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 |