

**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: 24.55元

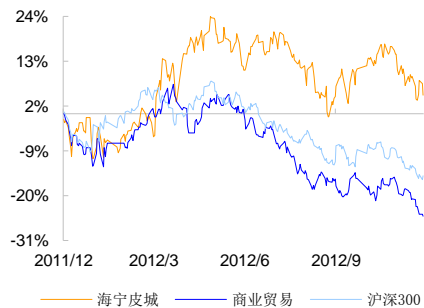
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2159.05
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	158
流通市值(亿)	39
EPS	0.82
每股净资产(元)	4.76
资产负债率	51.7%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	-0.61	-2.11	-7.67
商业贸易	2.77%	-4.48	-18.84
沪深300指数	8.60%	7.48%	-5.21



**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**

**新模式、新区域、新探索**

**公司公告:**

- 1、公司拟与湖北金联民生控股有限公司和自然人吴凌就武汉海宁皮革城项目签署《品牌加盟协议》，授权其在湖北省范围内独家使用公司品牌，期限15年，自2013年1月1日起，品牌加盟费每年3000万元，一年一付；
- 2、公司拟成立皮革城担保公司，注册资金1亿元；
- 3、公司拟开工建设佟二堡三期项目，总投资额8.14亿元。

**公告点评:**

**一、关于武汉项目的品牌加盟协议:**

➢ **新模式的积极探索。**公司在武汉项目上采取了不同于过往的“自建租售”模式，以品牌加盟收取加盟费的模式获得收益。我们认为这是公司在开发海宁皮革城品牌资源+异地连锁扩张的一次积极尝试，总体上利大于弊：

**利：无资金投入、无市场开发风险，安享每年3000万元的加盟收入。**公司仅授权湖北金联在湖北省范围内独家使用公司品牌与LOGO，并对武汉海宁皮革城的招商、管理、营销等方面给予指导，但不针对招商和市场管理、经营结果等作任何承诺，因此对公司来说无任何风险。

**弊：放弃了在当地自建物业以获取更大收益的机会。**我们认为：武汉当地商业竞争激烈、公司以合适价位拿到优质地块的难度较大、且当地已有2-3家较大的皮革市场，公司如果采用自建租售模式的话，则可能存在着市场开发风险。每年收取无风险，且不需要任何投入与成本的品牌加盟费，也未尝不是一个好的选择。

- **2013年起，该项目将每年增厚公司租金收入3000万元，折合EPS 0.04元。**
- 武汉的这种品牌加盟模式，公司目前仍处于摸索阶段，我们预计该模式将不会在全国其它区域复制。
- **公司异地储备项目较多，5年内不用担心外延扩张的天花板：**①2013年：斜桥加工区项目将开业，武汉项目贡献收入；②2014年：哈尔滨市场、北京市场、海宁六期、佟二堡三期预计开业；③此外公司目前还有多个异地项目在谈（如西安、乌鲁木齐、呼和浩特等）。

**二、关于成立皮革城担保公司:**

- 成立皮革城担保公司目的有2个：
  - ①缓解中小商户融资担保难、成本高的矛盾，为海宁租户的生产经营提供全方位服务，提高海宁皮城对商户的凝聚力；
  - ②可提高本公司整体资金的使用效率，缓解资金闲置压力。公司盈利模式决定公司自有现金较为充裕，投资担保公司无需借助贷款或融资。

**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	26.64	19.61	13.40	10.99
P/B	5.99	4.81	3.54	2.68
EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源: 中投证券研究所

- **公司开展担保业务风险有限。**初期公司担保业务仅面向海宁皮城的租户，公司能够及时了解商户的经营情况，判断其偿债能力，因此风险不大。
- **该业务会给公司业绩产生积极影响。**担保行业运营成本相对较低，不会大幅增加公司的成本费用支出，**但初期我们预计担保业务贡献利润有限。**

### 三、关于佟二堡海宁皮城三期

- **由于佟二堡一期、二期市场经营火爆，商铺一铺难求，因此公司积极开展三期项目的建设。**
- 佟二堡三期项目总建筑面积 21 万平米，包含面积为 12.26 万平米的品牌生活馆（全部租赁，预计年租赁单价 800 元/平米）、5.38 万平米的创业园区（全部销售，预计售价 6000 元/平米）、3.4 万平米的商务办公楼（全部销售，预计售价 4000 元/平米），**市场部分（品牌生活馆）预计 2013 年初动工，2014 年四季度投入使用。**
- 按照公司公告的佟二堡三期市场部分的租金水平与面积，则市场部分一个完整年度能贡献 9808 万元租金收入。**我们预计届时该项目的实际招租水平有可能超预期。**

### 结论：

- **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：a.公司盈利模式清晰，业绩确定性高；b.目前时点，公司 13 年业绩几乎可以清晰测算；c.14 年公司新开项目有多个（如哈尔滨市场、北京项目、佟二堡三期、海宁六期等），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）！；**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 1.28/1.87，13 年 PE 13.4 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**

## 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
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
2012-12-06	海宁皮城_海宁本部市场销售火爆，客流量同比增 10%

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	4896	6725	8541	10312
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	4896	6725	8541	10312

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	725	983	1420	1725
营业外收入	43	19	22	25
营业外支出	12	1	0	0
<b>利润总额</b>	756	1000	1441	1750
所得税	192	246	346	424
<b>净利润</b>	565	754	1095	1327
少数股东损益	38	38	48	50
<b>归属母公司净利润</b>	527	716	1047	1277
<b>EBITDA</b>	755	937	1317	1567
<b>EPS (元)</b>	0.94	1.28	1.87	2.28

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	26.64	19.61	13.40	10.99
P/B	5.99	4.81	3.54	2.68
EV/EBITDA	15	12	9	7

## 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、大连友谊、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

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