

商业物业经营

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 41.00元

当前股价: 33.65元

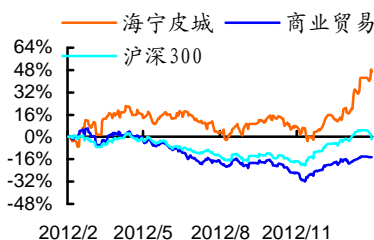
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2325.95
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	502
流通市值(亿)	169
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	21.4%	35.7%	42.1%
商业贸易	1.69%	14.6%	2.59%
沪深300	-0.01%	18.9%	12.8%



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_海宁本部市场销售火爆, 客流量同比增 10% 2012-12-06
- 海宁皮城_五期市场 5-7 楼定位皮装批发区, 预计将招租火爆 2013-01-21
- 海宁皮城_12 年持续快速成长, 13 年业绩将进一步提速 2013-02-19

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

春节各市场客流再超预期, 13 年公司提租亦有望超预期

公司 2 月 21 日于官网公布 2013 年春节期间各市场的客流数据: 春节期间, 海宁皮城各市场共迎客 36.6 万, 再次刷新公司的各市场客流高峰数据, 具体如下:

- 1、海宁皮城本部市场: 春节 7 天, 共接待游客 18.9 万人次, 较去年同期增长 24.5%, 再次刷新本部市场的客流高峰数据;
- 2、佟二堡市场: 春节期间客流量达 5 万人次, 较去年同期增长 52.86%, 共接待游客大巴车 120 辆, 小车 9000 辆, 创造了佟二堡海宁皮城的新纪录;
- 3、成都市场: 虽然 2012 年 9 月 28 日才开业, 但知名度不断提升, 人气、客流量快速增长, 春节 7 天, 共接待游客数量超过 10 万人, 私家车 2 万辆;
- 4、新乡市场: 春节 7 天, 客流量突破 2 万人次, 自驾车达 3500 辆;
- 5、沐阳市场: 春节 7 天, 共接待旅游购物团队 16 个, 私家车 2264 辆, 客流量较去年同期增长 30.3%。

公告点评:

春节 7 天, 海宁皮城各市场超预期的客流量数据再次验证了我们此前的观点:

- 一、海宁皮城强大的市场培育能力, 在皮革专业市场这一细分行业无人可与之竞争。无论是老市场(如海宁本部市场一至四期), 次新市场(佟二堡市场、新乡市场、沐阳市场), 还是新市场(成都市场、海宁五期), 海宁皮城均能通过自己的不断运营、培育, 使得市场越来越旺, 对周边消费者的辐射力和影响力日益增强。对于那些在当地已有的皮革市场(如成都, 当地已有武侯皮革城、九龙皮革城), 我们的调研也显示, 在海宁皮城开业后, 客流有非常明显的下降。
- 二、强大的市场培育能力, 使得二级市场不必对海宁皮城未来的异地扩张成功性过分担忧, 未来 5 年, 公司都看不到外延扩张的开花板。
 - ①公司对每一个异地项目, 都是多次考察、反复论证后的结果, 附近 150 公里范围内居民的规模、购买力、穿衣习惯等, 都是公司重要的考量因素, 且多数项目是当地政府主动找上门的, 因此在土地价格上通常也较为便宜, 故海皮的每个市场均不需培育, 开业即盈利(毛利率高达 85% 以上)。成功的异地市场扩张经验(如成都、佟二堡等市场), 也意味着海皮未来的异地新市场成功开业是大概率事件;
 - ②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。i. 2013 年: 斜桥加工区项目将开业, 武汉项目开始贡献收入; ii. 2014 年: 哈尔滨市场、北京市场、佟二堡三期预计开业; iii. 2015 年: 成都二期、海宁六期预计开业; iv. 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、山东等地)。市场担心的公司外延扩张天花板问题, 5 年内不用考虑。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2262	2819	3223
收入同比(%)	82%	22%	25%	14%
归属母公司净利润	527	702	1063	1278
净利润同比(%)	110%	33%	51%	20%
毛利率(%)	54.8%	57.0%	63.3%	64.9%
ROE(%)	22.5%	24.2%	26.8%	24.4%
每股收益(元)	0.94	1.25	1.90	2.28
P/E	35.76	26.83	17.73	14.74
P/B	8.04	6.48	4.75	3.59
EV/EBITDA	21	17	12	10

资料来源: 中投证券研究所

- **三、2012年起预期的客流量与愈发兴旺的市场，意味着2013年海宁各市场的租户经营情况将较为理想，2013年公司各市场的提租幅度将极大可能超预期。**我们预计：
①海宁本部市场（一、二、三期），13年预计提租幅度10%左右（市场原预期5%）；
②佟二堡市场，13年预计提租20%以上（市场原预期15%）；
③成都市场，13年预计提租30%以上。
④其它市场（如新乡、沐阳等市场），也预计有10%以上的提租。
- **四、我国皮革行业市场空间足够大（12年约1200亿），海宁皮城未来的市场占有率有望随着全国化扩张的不断推进而持续提升（海宁皮城有望凭借皮衣品类杀手的特色，成为中国最主要的皮衣销售渠道）：**

①**行业市场空间约1200亿元。**据中国皮革业协会最新的统计数据，2012年1-12月份，我国皮革服装行业的累计工业总产值为622.35亿元，同比增长17.61%；毛皮服装行业的工业总产值为221.58亿元，同比增长23.03%。保守按40%的销售毛利率计划，则我国皮革行业市场空间约1200亿元，且行业未来有望保持年均15%的增速；

②**海宁皮城目前市场占有率约为15%（12年销售额约180亿元），随着海宁皮城在全国各地的快速复制，未来公司的市场占有率有望超过50%。**由于海宁皮城能提供物美价廉、丰富多样的皮衣，因此传统的皮衣销售渠道百货商场，将无法与海宁皮城竞争，公司未来有望凭借品类杀手的特色，成为中国最主要的皮衣销售渠道。

2013年业绩分析：

- **2013年海宁皮城业绩将进一步提速，Q1及全年业绩均预计增长50%+。**我们维持公司2013年EPS为1.90元的目标不变，预计公司13年Q1及全年的业绩增速均有望保持50%以上。
- **未来3年，海宁皮城的业绩高速增长可持续。**自2012年起，公司明显加快了外延扩张的步伐，且随着2014年（哈尔滨市场、北京市场、佟二堡三期市场）、2015年（成都二期、海宁六期等）多个新市场的开业，公司未来3年的业绩高速增长可持续。

投资建议：

- **坚定看好，持续“强烈推荐”：**①公司是零售板块里的稀缺品种（业绩确定性+高成长+受电商冲击小）；②**低估值高成长，演绎大行情**，13年公司业绩增51%，但目前估值仅17.7倍，且未来3年高增长可持续；③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33%，13年增51%）等特性，**是我们未来3年最看好的投资标的。**预计公司13、14年的EPS分别为1.90元、2.28元，坚定看好公司投资价值，目标价41元，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%
2012-12-26	海宁皮城_新模式、新区域、新探索
2013-01-21	海宁皮城_五期市场 5-7 楼定位皮装批发区,预计将招租火爆
2013-02-19	海宁皮城_12 年持续快速成长,13 年业绩将进一步提速

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3030	5287	6467	8553
现金	1332	3431	4243	6345
应收账款	77	120	149	166
其他应收款	158	57	131	90
预付账款	26	30	37	40
存货	1431	1647	1906	1909
其他流动资产	7	3	3	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	6859	8568	10316
流动负债	2477	3840	4437	4857
短期借款	4	0	0	0
应付账款	434	485	519	570
其他流动负债	2039	3355	3918	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	3840	4437	4857
少数股东权益	75	113	162	212
股本	560	560	560	560
资本公积	1000	1000	1000	1000
留存收益	784	1346	2409	3688
归属母公司股东权益	2344	2906	3969	5248
负债和股东权益	4896	6859	8568	10316

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	498	1871	1256	1617
净利润	565	740	1112	1328
折旧摊销	76	52	57	61
财务费用	-46	-98	-159	-219
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-143	1215	231	436
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	-42	159	219
现金净增加额	-480	2099	812	2102

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2262	2819	3223
营业成本	839	973	1035	1133
营业税金及附加	187	232	287	328
营业费用	86	104	118	142
管理费用	61	79	93	106
财务费用	-46	-98	-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	968	1441	1729
营业外收入	43	19	22	25
营业外支出	12	1	0	0
利润总额	756	985	1463	1755
所得税	192	245	351	426
净利润	565	740	1112	1328
少数股东损益	38	38	49	50
归属母公司净利润	527	702	1063	1278
EBITDA	755	922	1339	1571
EPS (元)	0.94	1.25	1.90	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%	21.8%	24.7%	14.3%
营业利润	154.3%	33.5%	48.9%	20.0%
归属于母公司净利润	110.1%	33.3%	51.4%	20.3%
获利能力				
毛利率	54.8%	57.0%	63.3%	64.9%
净利率	28.4%	31.1%	37.7%	39.7%
ROE	22.5%	24.2%	26.8%	24.4%
ROIC	-102.7	-37.8%	-48.9%	-46.3%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	56.0%	51.8%	47.1%
净负债比率	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.22	1.38	1.46	1.76
速动比率	0.65	0.95	1.03	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.38	0.37	0.34
应收账款周转率	24	22	21	20
应付账款周转率	2.44	2.12	2.06	2.08
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.25	1.90	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	3.34	2.24	2.89
每股净资产(最新摊薄)	4.19	5.19	7.09	9.37
估值比率				
P/E	35.76	26.83	17.73	14.74
P/B	8.04	6.48	4.75	3.59
EV/EBITDA	21	17	12	10

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、苏宁电器、文峰股份、永辉超市、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份等。

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